

**أثر جودة التقارير المالية والقدرة الإدارية على العلاقة بين ممارسات  
تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الاستثمارية في بيئة الأعمال المصرية**

**دكتور / عبدالله حسين يونس محمد**

**مدرس المحاسبة - كلية التجارة - جامعة بنى سويف**

**بريد إلكتروني: [Abdulah.mohamed1980@gmail.com](mailto:Abdulah.mohamed1980@gmail.com)**

## أثر جودة التقارير المالية والقدرة الإدارية على العلاقة بين ممارسات تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الاستثمارية في بيئة الأعمال المصرية

### المستخلص:

يستهدف البحث اختبار أثر تجنب الضريبة على كفاءة القرارات الاستثمارية، كما يستهدف البحث تحديد الأثر المعدل لجودة التقارير المالية والقدرة الإدارية على هذه العلاقة. وقد تم اختبار العلاقة باستخدام بيانات مالية لعدد ٧٣ منشأة مسجلة في البورصة المصرية لمدة أربعة أعوام (٢٠١٥ - ٢٠١٨). باستخدام النموذج الذي قدمه Richardson (2006)، يؤدي ارتفاع معدل الضريبة الفعال المحاسبي (النقدي) بنسبة ١% إلى ارتفاع إفراط الاستثمار بنسبة ٠,٠٤٦% (٠,٠٩٨%)، وانخفاض نقص الاستثمار ٠,٠٥٥% (٠,٠٤٣%)، أي عدم كفاءة القرارات الاستثمارية.

وباستخدام النموذج الذي قدمه Biddle et al. (2009)، وجد أنه في ظل ارتفاع جودة التقارير المالية، يؤدي ارتفاع معدل الضريبة الفعال النقدي إلى انخفاض إفراط ونقص الاستثمار، أي كفاءة القرارات الاستثمارية. وباستخدام مؤشر القدرة الإدارية (DEA Score) الذي قدمه Demerjian et al. (2012)، ومن خلال النموذج الذي قدمه Khurana et al. (2018)، وجد أنه في ظل القدرة الإدارية المرتفعة (المنخفضة)، يؤدي ارتفاع معدل الضريبة الفعال المحاسبي إلى انخفاض (ارتفاع) إفراط ونقص الاستثمار، أي كفاءة (عدم كفاءة) القرارات الاستثمارية.

تحاول الدراسة تقليل الفجوة البحثية في الأدب المحاسبي من خلال تحديد محددات كفاءة القرارات الاستثمارية، وتقديم دليل من بيئة الأعمال المصرية على أثر أنشطة تجنب الضريبة على كفاءة تلك القرارات. ومن المتوقع أن يكون لتلك الاستنتاجات آثار مهمة على كل من الممارسة الضريبية وعملية اتخاذ القرارات الاستثمارية بالمنشأة.

**الكلمات المفتاحية:** تجنب الضريبة؛ كفاءة القرارات الاستثمارية؛ جودة التقارير المالية، القدرة الإدارية.

## **The effect of the financial reports quality and managerial ability on the relationship between corporate tax avoidance and the investment decisions efficiency in Egypt**

### **Abstract:**

The research aims to investigate the effect of corporate tax avoidance on the investment decisions efficiency. The research also aims to determine the moderated effect of the financial reports quality and managerial ability on this relationship. The relationship was tested using the financial data of 73 firms listed on the Egyptian Stock Exchange for a period of four years (2015-2018). Using the model presented by Richardson (2006), it found that a 1% increase in the accounting (cash) effective tax rate leads to an increase in Over-investment by 0.046% (0.098%), as well as a decrease in Under-investment by 0.055% (0.043%), which means investment decisions inefficiency.

Using the model presented by Biddle et al. (2009), it was found that in light of the financial reports high quality, an increase in the cash effective tax rate leads to a decrease in Over-investment and Under-investment, which means investment decisions efficiency. Using the DEA Score presented by Demerjian et al. (2012), and through the model presented by Khurana et al. (2018), It was found that in light of the high (low) managerial ability, the high accounting effective tax rate leads to a decrease (an increase) in Over-investment and Under-investment, which means investment decisions efficiency (inefficiency).

The study attempts to reduce the research gap in accounting literature by defining the determinants of the investment decisions efficiency, and providing evidence from Egypt on the impact of tax avoidance activities on the efficiency of those decisions. These results are expected to have important implications for both the tax practice and the enterprise's investment decision-making process.

**Keywords:** Tax avoidance; Investment decisions efficiency; financial reporting quality; Managerial ability.

## مقدمة البحث ومشكلته:

تنظر المنشآت إلى الضريبة المستحقة للدولة بمثابة عبء والتزام يجب تخفيضه أو تجنبه ولا مانع من التخلص منه نهائياً إن أمكن. ولذلك، تسعى معظمها إلى التعاقد مع مستشارين وخبراء في مجال الضريبة، من أجل صياغة استراتيجيات ضريبية تهدف إلى تجنب الوفاء بسداد مقدار الضريبة المستحقة، وذلك من خلال استغلال الثغرات القانونية وما يسمح به من إعفاءات أو الالتفاف حول النصوص الواردة بمواد قانون الضرائب ولائحته التنفيذية تفسيراً أو تطبيقاً أو خلق الوقائع التي تتفق شكلاً مع نصوصه القانونية وتتعارض مع مضمونه. وتساند الإدارة تلك الممارسات، من أجل تعظيم ثروة الملاك وزيادة الحوافز والمكافآت (شاهين، ٢٠١٧).

فإذا تمكنت المنشأة من تجنب الضريبة (التجنب الضريبي) Tax avoidance، يتوفر لديها تدفقات نقدية يمكن توجيهها إلى الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجب Positive NPV. ولكن في ظل انفصال الملكية عن الإدارة، تظهر مشاكل الوكالة، وتقوم بذلك الإدارة بالاستثمار بشكل موسع حتى لو في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالب، وذلك في سبيل بناء إمبراطورية إدارية تعظيم منافعها الشخصية من مكافآت وحوافز أو لتعزيز سمعتها الإدارية، مما يترتب عليه وجود إفراط في الاستثمار Over-Investment. في المقابل، قد تعزف الإدارة عن الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجب إذا لم تحقق لها منافعها الشخصية، مما يترتب عليه وجود نقص في الاستثمار Under-Investment. وذلك بسبب مشكلة عدم تماثل المعلومات في بين المديرين والموردين الخارجيين لرأس المال، وما يترتب عليها من مشكلتي الخطر الأخلاقي Moral hazard والاختيار العكسي Adverse selection، مما يؤثر بشكل سلبي على كفاءة القرارات الاستثمارية<sup>(\*)</sup>.

وتعد جودة التقارير المالية Financial reporting quality محددًا مهما لكفاءة القرارات الاستثمارية، حيث تسهم في التغلب على مشكلتي الوكالة وعدم تماثل المعلومات، وأداة لرقابة أعمال الإدارة، فتصبح المعلومات متاحة لدى مقدمي رأس المال، فإذا تبين لهم انخراط المنشأة في مشروعات استثمارية تحقق صافي تدفق نقدي سالب، فسوف يسعون إلى تخفيض رأس المال، وبالتالي انخفاض إفراط الاستثمار. أما إذا تبين لهم أن هذه المشروعات سوف تحقق صافي تدفق نقدي موجب، فسوف يقومون بتقديم رأس المال اللازم، وبالتالي انخفاض نقص الاستثمار، مما يسهم في كلتا الحالتين في كفاءة القرارات الاستثمارية. كما تعد قدرة الإدارة في تحويل مدخلات المنشأة إلى مخرجات بكفاءة - أو ما يعرف بالقدرة الإدارية Managerial ability - محددًا مهما لكفاءة القرارات الاستثمارية، فالمديرين ذوي القدرة المرتفعة على إدارة موارد المنشأة بكفاءة أكثر قدرة على تحقيق أهدافها، لقدرتهم على تحديد فرص الاستثمار المواتية لدعم النمو الداخلي والخارجي لمنشأتهم. وبالتالي، أكثر قدرة على توجيه التدفقات النقدية المتوفرة من أنشطة

(\*) يُستخدم مصطلح "كفاءة القرارات الاستثمارية" ليعكس النتيجة المترتبة عليه، وهي "كفاءة الاستثمار"، ويتم استخدامها كمترادفان.

تجنب الضريبة إلى المشروعات الاستثمارية التي تحقق صافي تدفق نقدي موجب والعزوف عن تلك التي تحقق صافي تدفق نقدي سالب، أى تحقق كفاءة القرارات الاستثمارية. فى المقابل، قد يفشل المديرين ذوى القدرة الإدارية المنخفضة فى توجيه تلك التدفقات نحو المشروعات التي تحقق كفاءة الاستثمار، لأن ليس لديهم القدرة على تحويل موارد المنشأة ومدخلاتها إلى مخرجات بشكل كفاء.

**وفى ضوء ما تقدم، تثار التساؤلات التالية:**

- ١- ما أثر ممارسة المنشأة لأنشطة تجنب الضريبة على كفاءة القرارات الاستثمارية؟
- ٢- ما أثر جودة التقارير المالية على العلاقة بين تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الاستثمارية؟
- ٣- ما أثر القدرة الإدارية (المرتفعة والمنخفضة) على العلاقة بين تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الاستثمارية؟

### **(٢/١) هدف البحث**

يهدف البحث بشكل أساسى إلى اختبار أثر تجنب الضريبة على كفاءة القرارات الاستثمارية فى بيئة الأعمال المصرية، وينبثق عن هذا الهدف ثلاثة أهداف فرعية هى:

- ١- اختبار أثر تجنب الضريبة على كفاءة القرارات الاستثمارية.
- ٢- اختبار الأثر التفاعلى بين تجنب الضريبة وجودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية.
- ٣- اختبار الأثر التفاعلى بين تجنب الضريبة والقدرة الإدارية على كفاءة القرارات الاستثمارية.

### **(٣/١) أهمية البحث**

تتمثل أهمية البحث فى دراسة موضوع معاصر له أهميته على المستويين العلمى والعملى. فمن الناحية العلمية، يحاول البحث مساعدة المهتمين بدراسة ممارسة المنشآت لأنشطة تجنب الضريبة وانعكاساته على كفاءة عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية. أما من الناحية العملية، يسعى البحث إلى اختبار أثر ممارسة المنشأة لأنشطة تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الاستثمارية، كما يسعى البحث إلى اختبار أثر جودة التقارير المالية والقدرة الإدارية للمديرين - كل على حدة - كمتغير معدل Moderator variable للعلاقة بين تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الاستثمارية، الأمر الذى يساعد إدارة المنشآت فى ترشيد قراراتها الاستثمارية، من خلال تقديم أدلة تزيد من فهمها لعملية كفاءة اتخاذ القرارات الاستثمارية - فى ظل مشكلة الوكالة، لتساعدها فى الاستثمار فى المشروعات الأقل خطورة. وتتمثل بيئة التطبيق فى بيئة الأعمال المصرية خلال المدة من عام ٢٠١٥ إلى ٢٠١٨.

### **(٤/١) منهج البحث**

تحقيقاً لهدف البحث تم استخدام المنهج الاستقرائى، من خلال استعراض وتقييم الأدبيات المحاسبية التى تناولت موضوع تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الاستثمارية، بهدف الاستفادة من الاسهامات العلمية التى قدمتها، بالإضافة إلى الوصول إلى صياغة للإطار النظرى للبحث. كما تم استخدام المنهج الاستنباطى لاستكشاف العلاقة بين تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الاستثمارية، بالإضافة إلى استكشاف العلاقة بين

تجنب الضريبة المعدلة بجودة التقارير المالية والقدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية بهدف صياغة فروض البحث وتطوير النموذج المستخدم فى الدراسة التطبيقية والتوصل إلى نتائج تحقق هدف البحث.

### (٥/١) حدود البحث

- ١- لن يتناول البحث التأصيل النظرى لمتغير جودة التقارير المالية.
- ٢- يقتصر مجتمع البحث على المنشآت المسجلة بالبورصة المصرية لمدة أربعة أعوام (الفترة من عام ٢٠١٥ إلى عام ٢٠١٨)، مع مراعاة توفير القيم المالية لعامين سابقين ٢٠١٣، ٢٠١٤ لاكتمال قياس بعض المتغيرات، فضلا عن توفير القيم المالية لعام قادم ٢٠١٩ لذات الغرض.
- ٣- تم استبعاد المنشآت التابعة لقطاع البنوك والقطاع المالى من مجتمع البحث، نظرا للطبيعة الخاصة بهذه المنشآت.

### (٦/١) خطة البحث

لتحقيق هدف البحث والإجابة على التساؤلات البحثية يتناول البحث العناصر التالية:

- ١- العلاقة بين تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الاستثمارية.
- ٢- العلاقة بين تجنب الضريبة المعدلة بجودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية.
- ٣- العلاقة بين تجنب الضريبة المعدلة بالقدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية.
- ٤- الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث.
- ٥- الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث.
- ٦- نتائج البحث وتوصياته ومقترحات بحثية وإسهاماته وحدوده.

### (٢) الإطار النظرى للبحث

#### (١/٢) العلاقة بين تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الاستثمارية

#### (١/١/٢) ماهية أنشطة تجنب الضريبة

تعظم أنشطة تجنب الضريبة ثروة ملاك المنشأة، حيث تؤدي إلى خفض التحويلات إلى الخزانة العامة للدولة واحتفاظ المنشأة بموارد أكبر (Wilson, 2009; Rezaei and Ghanaeenejad, 2014; Khurana, 2018). ويقصد بتجنب الضريبة سلسلة من الأنشطة يترتب عليها واحدة أو أكثر من الحالات التالية (Hanlon and Heitzman, 2010; Dyreng et al., 2010; Palan et al., 2010):

- ١- تخفيض قيمة الضرائب الصريحة المستحقة عن طريق تخفيض قيمة صافى الربح قبل الضريبة.
- ٢- دفع ضرائب أقل عما يتطلبه التفسير المعقول لقوانين الدولة.
- ٣- الوفاء بالضريبة من خلال دفعات متأخرة نوعا ما عن توقيت الأرباح المكتسبة.

- ٤- تحويل الأرباح بشكل مصطنع إلى أماكن تتسم بانخفاض معدل الضريبة أو عدم وجودها، ويطلق على هذه العملية استراتيجية تآكل الوعاء ونقل الأرباح، والتي تستغلها المنشآت متعددة الجنسيات.
- ٥- إنشاء كيانات ذات أغراض خاصة، وهي وحدات يتم تأسيسها في دولة غير دولة المنشأة الأم، ويتم الاحتفاظ بالأرباح المحققة نقداً في دولة تابعة أجنبية معدل ضريبتها أقل من الدولة الأم.
- ٦- سعى الإدارة لإظهار صافى خسائر للاستفادة من ترحيلها للأمام تطبيقاً للمادة (٢٩) من قانون الضرائب رقم ٩١ لعام ٢٠٠٥، أو سعيها لتأجيل بعض النفقات (أو تضخيم الإيرادات) في فترات الإعفاء من الضريبة إلى فترات الخضوع لها (مليجي، ٢٠١٨).
- واستحدثت المشرع الضريبي المصري المادة (٩٢) مكرر بالقانون رقم (٥٣) لسنة ٢٠١٤، تعديلاً لقانون الضريبة على الدخل رقم (٩١) لعام ٢٠٠٥، وتتضمن عدم الاعتراف بالأثر الضريبي لأية معاملة يكون الغرض الرئيس من إتمامها تجنب الضريبة، بالتخلص منها أو تأجيلها عند تحديد الربط الضريبي<sup>(\*)</sup>.
- وقد أشار (Rezaei and Ghanaeenejad, 2014) إلى أنه لا يوجد تعريف مقبول عالمياً لتجنب الضريبة في أدبيات المحاسبة. وبشكل عام، يتضمن تجنب الضريبة أنشطة تخطيط الضريبة القانونية Legal tax planning activities، وتتمثل في أنشطة قانونية بغرض تجنب سداد الضريبة، كالأستثمار في محفظة السندات المفضلة ضريبياً وكذلك اختيار أفضل الطرق الضريبية للإهلاك (Hanlon and Heitzman, 2010). ويقصد بتخطيط الضريبة تخفيض العبء الضريبي للمنشأة من خلال الاستثمارات وهيكله الأنشطة التجارية ضمن نطاق قانون الضرائب (Wang et al., 2019). ومع ابتعاد المنشأة عن الأمتثال الضريبي الكامل، يزداد مستوى تجنب الضريبة وتصبح ممارسات ضارة لتجنب الضريبة Aggressive Tax Avoidance، كالمعاملات الأكثر عدوانية التي تقع في المنطقة الرمادية (مثل الملاجئ والملاذات الضريبية المسيئة Abusive tax shelters)، من خلال نقل الأرباح التي حققتها المنشأة إلى مناطق أخرى ذات معدلات ضريبية منخفضة أو غير خاضعة للضريبة.
- كما أشار (Mills et al. (1998) إلى أن كل دولار يتم إنفاقه في أنشطة تخطيط الضريبة يقابله تخفيض أربعة دولارات في الالتزامات الضريبية، أي ارتفاع التدفقات النقدية من أنشطة تجنب الضريبة نتيجة انخفاض الضريبة الصريحة. ولأن العبء الضريبي أحد الأعباء الرئيسة بقائمة الدخل، لذلك، تنظر العديد من المنشآت إلى وحدة الضريبة Tax unit باعتبارها مركز ربحية (Robinson et al., 2010). وتتضمن إحدى الفرص لتوليد مزيد من التدفقات النقدية الخاضع لرقابة الإدارة قيام المنشأة بمستويات أعلى من أنشطة تجنب الضريبة (Jiménez-Angueira, 2008). وتنتشر هذه الطريقة بشكل خاص في المنشآت المقيدة مالياً، التي تواجه صعوبات في الحصول على تمويل (Armstrong et al., 2015). فقد قدم Edwards et al. (2016) أدلة تجريبية تفيد بأن المنشآت التي تواجه قيوداً مالية تتخذ إجراءات لزيادة النقدية لديها عبر استراتيجيات تخطيط الضريبة.

(\*) لمزيد من التفاصيل، يمكن الرجوع إلى: الجريدة الرسمية، العدد (٢٦) مكرر (أ) بتاريخ ٢٠١٤/٦/٣٠.

ومن الناحية النظرية، يؤدي ارتفاع مستوى تجنب الضريبة إلى زيادة ثروة المالك، من خلال تخفيض التدفقات النقدية الخارجة إلى السلطات الضريبية (Khurana and Moser, 2013). وقد أشار Hanlon and Heitzman (2010) إلى أنه يمكن أن يحدث تجنب الضريبة من خلال استراتيجيات ضريبية معقدة، مثل نظام التسعير التحويلي (أسعار التحويل)، بسبب استخدام أسعار تحويلية غير دقيقة تستخدم لتحويل البضاعة بين فروعها في المناطق هروباً إلى ضرائب منخفضة. وكذلك استراتيجيات الملاجئ الضريبية وعمليات الدمج والاستحواذ والتعويض. وتأكيداً لذلك، أشار Taylor and Richardson (2015); Taylor et al. (2012) إلى أن التسعير التحويلي يمثل المحرك الأساسي لتجنب الضريبة بين المنشآت الأسترالية، كما أنها تستخدم الملاذات الضريبية لزيادة مستوى تجنب الضريبة. وفي مقابل ذلك، قد تستهلك أنشطة تجنب الضريبة موارد المنشأة بدرجة كبيرة، ومن ثم ترتبط بتكلفة مرتفعة، كما أنها أنشطة معقدة ومشوهة ولا تتسم بالشفافية (Desai and Dharmapala, 2006; Balakrishnan et al., 2011; Hasan et al., 2014). فقد توصل Hanlon et al. (2010) إلى انخفاض سعر السهم عندما ترد أنباء عن تورط المنشأة في الملاجئ الضريبية، كما أن أنشطة تجنب الضريبة تخفض من المرونة المالية وتزيد من عدم اليقين بشأن الربحية المستقبلية للمنشآت. وقد أكد Desai et al. (2007) أن النظر إلى أنشطة تجنب الضريبة كوسيلة لتفادي تحويل الموارد من المنشأة إلى الحكومة غير مكتملة، بسبب مشكلة الوكالة بين المساهمين والمديرين. ويعد Slemrod (2004); Crocker and Slemrod (2005) من بين أول من عرض تجنب الضريبة في إطار الوكالة. فقد تتخلى الإدارة عن الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجب، عندما يتم تمويلها من خلال توفير الضرائب النقدية من أنشطة تجنب الضريبة. فوفقاً لنظرية الوكيل-الأصيل، تختار الإدارة المستوى الذي يرغب فيه المساهمين في حالة وجود آليات قوية للحكومة، مثل الرقابة الفعالة ومواءمة الحوافز. أما في حالة ضعف آليات الحكومة، لن تتصرف الإدارة بشكل فعال ضد الضرائب المرتفعة، ويفترض تجنبها للمخاطرة بدلاً من ذلك، بسبب الخوف من فقدان الوظيفة، مما يوحي بأن سوء إدارة المنشآت سيؤدي إلى مستوى منخفض من تجنب الضريبة (Kovermann and Velte, 2019).

### (٢/١/٢) ماهية كفاءة القرارات الاستثمارية

يقصد بالقرارات الاستثمارية تلك القرارات المتعلقة باقتناء الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل أو الاستغناء عنهما. وتشير كفاءة هذه القرارات إلى مدى إمكانية اتخاذ قرارات بشأن تنفيذ المنشأة المشروعات الاستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالية موجب، بحيث يتساوى مقدار الاستثمار الفعلي مع المتوقع. في حين يشير الحجم الأمثل للاستثمار إلى مقدار الاستثمار الذي تتساوى عنده المنفعة الحدية للاستثمار مع تكلفته الحدية (الصايغ وعبدالمجيد، ٢٠١٤).



وتوجد مجموعة من المحددات المتعلقة بكفاءة القرارات الاستثمارية على مستوى المنشأة، وتشمل (على، ٢٠١٧؛ Verdi, 2006; Biddle et al. 2009; Chen et al., 2011):

- ١- الدور المعلوماتي للتقارير المالية (جودة التقارير المالية) في تخفيض الآثار السلبية لمشكلة الوكالة.
  - ٢- الدور الرقابي من خلال آليات الحوكمة والرقابة المؤسسية في تخفيض الآثار السلبية لمشكلة الوكالة.
  - ٣- مهارات الإدارة (القدرة الإدارية) في اختيار المستوى الأمثل للاستثمار.
  - ٤- الحاجة إلى توفير مصادر تمويل للفرص الاستثمارية المتاحة التي تحقق صافي قيمة حالية موجب.
- وقد تعاني المنشأة من عدم كفاءة القرارات الاستثمارية في حالة وجود استثمار أكثر من اللازم (إفراط) Over-investment، حيث يزداد الاستثمار الفعلي عن المتوقع، نتيجة تبني مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالب، أو في حالة استثمار أقل من اللازم (نقص) Under-investment، نتيجة التخلي عن مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجب (على، ٢٠١٧؛ Verdi, 2006). وتبرز عدم كفاءة مثل هذه القرارات في ظل وجود مشكلة الوكالة، الناتجة عن عدم تماثل المعلومات، وما يترتب عليها من وجود مشكلة الانهيار الأخلاقي والاختيار العكسي.

وتنشأ مشكلة الانهيار الأخلاقي - وفقاً لدراسة Jensen (1986) - عندما تشرع الإدارة في خيارات الاستثمار الزائد لتحقيق الربح الشخصي أو بناء الإمبراطورية، أي لتوسيع حجم منشأتها بما يتجاوز الحجم الأمثل للحصول على المزيد من القوة والمنافع الشخصية، وإذا أدرك المساهمين هذا وتأثيره السلبي على استمرارية المنشأة فسوف يسعون إلى تخفيض رأس المال، وبالتالي نقص في الاستثمار، أما إذا لم يدرك المستثمرين هذا السلوك السيئ فإنهم سوف يستمرون في تقديم التمويل، مما يؤدي إلى إفراط الاستثمار (Hope & Thomas, 2008; Asiri et al., 2020).

كما تؤدي مشكلة عدم تماثل المعلومات إلى ارتفاع تكلفة المعاملات التجارية، وما يترتب عليها من مشكلة الاختيار العكسي - وفقاً لدراسة Myers and Majluf (1984)، لأنها تعتمد على معلومات مضللة أو عدم قدرة مقدم التمويل على التقييم السليم لقدرات المنشأة وأياً منها ذات أداء جيد أو متوسط أو غير جيد، مما يتسبب في امتناع المستثمرين عن الاستثمار في حالة رغبتهم في الاكتتاب في أسهم المنشأة بسعر منخفض عما هو مطروح في حالة اعتقادهم أن أداء المنشأة متوسط، مما يؤدي إلى انخفاض السيولة في الأسواق المالية اللازمة لتمويل الاستثمار للمشروعات، وبالتالي ارتفاع تكلفة التمويل هذه المشروعات أو عدم استغلالها، أي وجود استثمار أقل من اللازم، أو إفراط في الاستثمار إذا اعتقدوا أن أدائها غير جيد على خلاف الحقيقة (Ferrero et al., 2016; Lambert et al., 2007).

وتأكيداً لما سبق، وجد McNichols and Stubben (2008) أن المنشآت التي حققت فيها هيئة الأوراق المالية SEC بسبب المخالفات المحاسبية، قد بالغت في الاستثمار بشكل كبير خلال فترة الإفصاح المالي المضلل. وأشار Lin et al. (2018) إلى أن مشكلتي الوكالة وعدم تماثل المعلومات لهما تأثير سلبي على كفاءة القرارات الاستثمارية.

### (٣/١/٢) أثر تجنب الضريبة على كفاءة القرارات الاستثمارية

قد يقوم المديرون بأنشطة مكلفة تهدف إلى إخفاء سلوك تجنب الضريبة عن السلطات الحكومية. ولذلك، قد تقوم بإصدار تقارير مالية منخفضة الجودة قد تسهل استخراج الإيجار Rent extraction، والمعروف باسم السلوك الانتهازي Opportunistic behavior (Khurana et al., 2018)، كاستخدام النقدية الناتجة عن أنشطة تجنب الضريبة لزيادة الاستثمار بما يتجاوز الحجم الأمثل (Balakrishnan et al., 2011)، أو عدم استخدامها في مشروعات ذات صافى قيمة حالية موجب (Bertrand and Mullainathan, 2003; Armstrong et al., 2015).

وفى ظل البيئة الكلاسيكية الحديثة Neoclassical setting، يجب على الإدارة اتخاذ قرارات استثمارية فى مشروعات تحقق صافى قيمة حالية موجب لتعظيم ثروة الملاك، ولذلك، توجد علاقة ضعيفة أو معدومة بين التدفقات النقدية المتولدة داخليا بالمنشأة وكفاءة الاستثمار، فعلى المنشأة أن تستثمر إلى أن تتعادل المنفعة الحدية لاستثماراتها مع التكلفة الاستبدالية لحجم التمويل (Biddle et al., 2009). وإذا ما تجاوز حجم هذه الاستثمارات التدفقات النقدية الداخلية للمنشأة تضطر إلى معالجة الفارق بين حجم التمويل المطلوب والتدفقات النقدية الداخلية من مصدر خارجى، وفى ظل عدم وجود احتكاكات فى أسواق رأس المال<sup>(\*)</sup> Market Frictions، فإن تكلفة التمويل الداخلى تتساوى مع تكلفة التمويل الخارجى. وبالتالي، لا يؤثر توافر التمويل الداخلى من عدمه على قرارات الاستثمار وكفائته (حسين، ٢٠١٩). كما أنه فى ظل هذه الحالة أيضا، يجب أن تقوم المنشأة بالاستثمار إذا كانت العوائد الحدية أعلى من التكلفة الحدية، أى الاستثمار فى مشروعات استثمارية ذات صافى قيمة حالية موجب (Asiri et al., 2020).

إلا أنه فى ظل وجود مشكلة الوكالة وما يترتب عليها من مشكلة عدم تماثل المعلومات، توجد معوقات تحد من الوصول إلى التمويل الخارجى، لأن تكلفة الحصول عليها أعلى من تكلفة التمويل الداخلى وأقل توفرا، ومن المرجح حساسية حجم الاستثمار للتدفقات النقدية، بما فيها التدفقات النقدية من أنشطة تجنب الضريبة (Bhabra et al., 2018; Khurana, 2018). فقد تقوم الإدارة بالاستثمار فى مشروعات ذات صافى قيمة حالية سالب، مما يترتب عليه إفراط فى الاستثمار بعيدا عن المستوى الأمثل Sub-optimal (Harvey et al., 2004)، بغض النظر عن جودة الاستثمار ومستوى المخاطر المرتبط به. كذلك، قد يحدث نقص فى الاستثمار عندما تتخلى الإدارة - التى تتجنب المخاطرة وتهتم بحياتها المهنية - عن المشروعات الاستثمارية المحفوفة بالمخاطر، إذا أدركت أنها ستعرض رفايتها الشخصية للخطر (Biddle et al., 2009; Asiri et al., 2020).

(\*) تعكس احتكاكات السوق القيود المالية، والتى تُقيد الوصول إلى النتائج المرجوة كاملة وإتمام المعاملات، مثل الوقت والجهد والتكلفة والأعباء الضريبية (Biddle et al., 2009؛ الصايغ وعبدالمجيد، ٢٠١٤). وفى حالة عدم وجود تلك القيود، تحصل الإدارة على تمويل لمشروعات ذات صافى قيمة حالية موجب بسعر الفائدة السائد على نطاق الاقتصاد بأكمله وتعيد الفائض النقدى إلى المستثمرين (Habib and Hasan, 2017).

وتأكيداً لذلك، توصل Brito and John (2002) إلى أن الإدارة تتجنب القيام بمشروعات استثمارية عالية المخاطر لأنها تخشى فقدان السيطرة على المنشأة، وقد تمتنع عن الاستثمار في مشروعات استثمارية ذات صافي تدفق نقدي موجب ومحفوفة بالمخاطر لتعزيز مكافأتها الحالية، أو أنها تفضل متابعة أعمالها في حياة هادئة Quiet life (Asiri et al., 2020). كما توصل Dhaliwal et al. (2011) إلى أن تقييم المستثمرين للاحتفاظ بالنقدية أقل في حالة ارتفاع مستوى تجنب الضريبة، بما يتفق مع الفكرة القائلة بأن تجنب الضريبة قد لا يكون مفيداً لمصالح المستثمرين بسبب مخاوف مشكلة الوكالة.

ويشير البحث التجريبي في مجال التمويل إلى أن الإدارة التي لديها مستويات متزايدة من التدفقات النقدية، من المرجح استخدامها في المزيد من الاستثمار أو الاستحواذ على منشآت أخرى، بدلاً من إعادتها إلى المساهمين، مما يؤدي إلى انخفاض معدل العائد على الاستثمار (Akhtar et al., 2018; Khurana et al., 2018). وتأكيداً لذلك، وجد Harford (2008) أن العائدات التي تتلقاها المنشأة من التدفقات النقدية الكبيرة تستخدم عادة للاستحواذ على منشآت أخرى فاشلة في توليد قيمة لمساهميها وتقلل من أدائها مستقبلاً. كما أشار Riddick and Whited (2009) إلى أن المنشآت التي يتوفر لديها تدفقات نقدية مرتفعة تظهر إفراطاً في الاستثمار.

وللتغلب على مشكلة استخدام النقدية الناتجة عن تجنب الضريبة بشكل لا يحقق كفاءة القرارات الاستثمارية، يمكن الاعتماد على محددتين قد يسهم أحدهما أو كلاهما في استخدام تلك التدفقات في تحقيق كفاءة القرارات الاستثمارية، وهما جودة التقارير المالية والقدرة الإدارية لمديرى المنشأة.

## (٢/٢) العلاقة بين تجنب الضريبة المعدلة بجودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية

تشير جودة التقارير المالية إلى توفر معلومات خاصة بالمنشأة لأطراف خارجها، فعندما تكون المعايير المحاسبية IAS (تستبدل بمعايير التقارير المالية IFRS) خالية من أى تحيز، تظهر الأرباح صورة أفضل للواقع. وبالتالي، يمكن القول أنه من وجهة نظر لجنة المعايير المحاسبية، يعد غياب التحيز دليلاً على جودة التقارير المالية وشفافيتها، والذي ينعكس في حجم التداول على أسهم المنشأة. وفي إطار كفاءة القرارات الاستثمارية، عرف (Verdi, 2006) جودة التقارير المالية بمدى دقتها في توفير معلومات مالية عن عمليات المنشأة، وبصورة خاصة عن تدفقاتها النقدية المتوقعة، والتي تلعب دوراً محورياً في التخصيص الفعال للموارد الاقتصادية للمنشأة في مشروعات استثمارية (على، ٢٠١٧).

ووفق نظرية المحاسبة الإيجابية Positive Accounting Theory – لصاحبها Watts and Zimmerman (1978)، يوجد بعددين للتقارير المالية، يتمثلان في إشارات السوق ورقابة سلوكيات الإدارة. فمن خلالهما يكون لجودة التقارير المالية نتائج اقتصادية إيجابية في تخصيص موارد المنشأة بكفاءة، مما يؤدي إلى تعزيز قرار الاستثمار (Houcine, 2017). فمن المتوقع أن ترفع جودة التقارير المالية من كفاءة الاستثمار في المنشآت إلى الحد الذي تؤدي فيه جودة التقارير المالية إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات

بين المديرين والمساهمين وحل مشكلة الوكالة، ومن ثم تخفيض تكلفة الوكالة (Biddle and Hilary, 2006; Biddle et al., 2009; Ahmed and Duellman, 2011; Chen et al., 2011; Xu et al., 2012, Houcine, 2017). فقد أفاد (Brown and Hillegesist (2007) إلى أن جودة الإفصاح في التقارير المالية يسهم في توفير معلومات للمستثمرين تنفيذ في ترشيد عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية. كما أكد Roychowdhury et al. (2019) على تأثير جودة المعلومات المحاسبية على القرارات الاستثمارية عند وجود حالة عدم يقين بشأن فرص الاستثمار المستقبلية.

وتتغلب جودة التقارير المالية على مشكلة الخطر الأخلاقي والاختيار العكسي (Rezaei and Ghanaeenejad, 2014). وتسهم في ردع سلوك الإدارة الانتهازي عن طريق زيادة الشفافية (Comprix et al., 2016). كما أنها تحبط حوافز الإدارة للمشاركة في اتخاذ قرارات استثمارية مدمرة للقيمة، وتخفيض حالة عدم اليقين المتعلقة بهذه القرارات (Ahmed and Duellman, 2007; Houcine, 2017).

كما يسهم ارتفاع جودة التقارير المالية في اختيار المستثمرين المحتملين الأسهم المناسبة، حيث يسهل مقارنة المعلومات المالية للمنشأة، كما يمكن للمنشآت الحصول على التمويل، مما يلغى في نهاية المطاف إفراط الاستثمار ونقصه. على سبيل المثال، عندما يتلاعب المديرون بربحية السهم، يجعله أكثر جاذبية للمساهمين للاستثمار في أسهم تلك المنشأة، وعندما لا يدرك المساهمون هذا التلاعب، يقومون بشراء الأسهم حتى لو بأسعار مرتفعة، بسبب الفجوة المعلوماتية بين المساهمين والإدارة، مما يؤدي إلى توليد أموال إضافية للإدارة، واستخدامها في تمويل مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالب، مما يؤدي إلى إفراط الاستثمار. وإذا أدرك مقدمي التمويل أن جودة التقارير المالية منخفضة، فلن تتمكن الإدارة من تمويل المشروعات الاستثمارية ذات صافي التدفقات النقدية الموجب، لأن المساهمون لن يقبلوا بسعر السهم وسيطلبون سعر أقل وهو ما سترفضه الإدارة، مما يؤدي إلى نقص الاستثمار (Cheng et al., 2013; Roychowdhury et al., 2019; Shahzad et al., 2019).

ووفقاً لدراسة (Bushman and Smith (2001 تؤدي المعلومات المحاسبية مرتفعة الجودة التي تنتجها التقارير المالية إلى تحسين القرارات الاستثمارية وكفائتها من خلال العمل من مسارين. فمن ناحية، تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المنشآت ومقدمي رأس المال، ويساعد ذلك على جذب المستثمرين، وخفض تكلفة رأس المال. من ناحية أخرى، تمثل تلك المعلومات مصدراً مهماً لرقابة أعمال الإدارة، مما يسهم في تخفيض مشكلة الوكالة. كما وجد (Beatty et al. (2010 أن انخفاض جودة التقارير المالية يؤدي إلى حدوث قيود تمويلية تعوق من كفاءة الاستثمار.

وعند إفصاح الإدارة عن معلومات مالية منخفضة الجودة، سوف يعزز السلوك الانتهازي لديها، فقد تستخدم التدفقات النقدية الناتجة من تجنب الضريبة لزيادة الاستثمار للمنشأة في مشروعات ذات صافى قيمة عالية سالب بما يتجاوز الحجم الأمثل، أى المبالغة والإفراط في الاستثمار، مما قد يؤدي إلى تعرض المنشأة للعسر المالى. كما يمكن أن تقشل فى استخدام تلك التدفقات فى مشروعات ذات صافى قيمة عالية موجب أى النقص فى حجم الاستثمار، مما قد يؤدي إلى تعطل السيولة وفقدان الربح (Desai and Dharmapala, 2009; Balakrishnan et al., 2011; Khurana, 2018).

كما يستخدم المديرون الانتهازيون التقارير المالية الغامضة (منخفضة الجودة) كوسيلة للاستفادة من التدفقات النقدية لتحقيق مصالحهم الشخصية. ويستخدمون أيضا أساليب وتقنيات أخرى لدفع ضرائب أقل مما يتسبب فى تحمل أصحاب المنشآت تكاليف معينة، كتكلفة الغرامات والتقاضى إذا ثبت عملية تجنب الضريبة وفق قانون الضرائب فى بعض الدول. ويشير منظور الوكالة إلى أن تقادى أنشطة تجنب الضريبة قد لا يكون أمرا مرغوبا فيه بشكل دائم من قبل المساهمين، بسبب التكلفة المترتبة على تلك الأنشطة والتي قد تفوق المنافع والوفورات الضريبية المحتملة<sup>(\*)</sup> (Rezaei and Ghanaeenejad, 2014). ويتوافق هذا مع ما أشار إليه (Slemrod (2004) أن المستوى الأمثل لتجنب الضريبة الذى يزيد من قيمة المنشأة إلى أقصى حد يعتمد على الحجم النسبى للمنفعة والتكلفة الحدية الناتجة عن تجنب الضريبة.

### (٣/٢) العلاقة بين تجنب الضريبة المعدلة بالقدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية

قدم (Demerjian et al. (2012) مفهوم القدرة الإدارية<sup>(\*\*)</sup>، وتتعلق بالكفاءة النسبية لإدارة المنشأة فى تحويل مواردها أو مدخلاتها (مثل رأس المال والعمالة والأصول) إلى مخرجات (إيرادات) فى جميع مراحل أعمالها، فالإدارة ذات القدرة الإدارية المرتفعة تلك القادرة على زيادة قيمة المنشأة من خلال توليد مخرجات أكبر من مجموعة معينة من المدخلات.

وقد تم تجاهل تأثير القدرة الإدارية على سياسات المنشأة، على افتراض أن المديرين كفاءات متجانسة إلى حد كبير، مما ينطوى على تأثيرها المحدود على النتائج الاقتصادية للمنشأة (Andreou et al., 2017). وقد قدمت مجموعة من الدراسات أدلة تفيد بأن المديرين يلعبون دورا اقتصاديا مهما فى

<sup>(\*)</sup> تشمل التكلفة المباشرة تكلفة تخصيص موارد ثابتة لتخطيط الضريبة، مثل تكلفة تخصيص قسم ضرائب داخلى، وتنفيذ نظم المعلومات الضريبية، وأتعاب الاستشاريين الخارجيين، وتكلفة الضغط من أجل المزايا الضريبية. وتشمل التكلفة غير المباشرة التكلفة السياسية وارتفاع تكلفة المعاملات والمخاوف المتعلقة بالسمة (التشهير Defamation) وما يترتب عليها من تكاليف قانونية وتأثيرات إعداد التقارير المالية وتقارير مراقبى الحسابات (Hoopes et al, 2012; Brown et al, 2015; Koester et al., 2016). فى حين تتمثل المنافع فى تحقيق الوفورات الضريبية وارتفاع التدفقات النقدية (Comprix et al., 2016).

<sup>(\*\*)</sup> تنطوى القدرة الإدارية على المديرين التنفيذيين، ويشمل جميع أعضاء الفريق التنفيذى، على سبيل المثال، الرئيس التنفيذى (CEO)، المدير المالى (CFO)، وما إلى ذلك.

خيارات المنشآت وأدائها. فقد قدم (Bamber et al., 2010) أدلة تدعم وجود سمات خاصة بالمديرين، وتؤثر في النتائج الاقتصادية للمنشأة والتي تؤثر بدورها بشكل كبير على ممارسة أعمالها (Park et al., 2016). كما قام (Andreau et al., 2017) بتوثيق علاقة ارتباط موجبة قوية بين القدرة الإدارية قبل الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ واستثمار المنشآت خلال تلك الأزمة، وكانت هذه العلاقة سائدة فقط بالنسبة للمنشآت التي لديها مديرين تنفيذيين بمهارات إدارية عامة، بدلاً من المهارات الخاصة بتلك المنشآت. فالمديرين الذين لديهم معرفة بدرجة مرتفعة لديهم فهم أعلى عن بيئة الصناعة، ويتيح هذا الفهم مواءمة أفضل للتعامل مع الاستراتيجيات الضريبية (Akbari et al., 2018). كما أن للمديرين تأثير على خيارات المنشآت، مثل عمليات الاستحواذ أو نفقات البحث والتطوير (Bertrand and Schoar, 2003).

كما ترتبط قدرة المديرين على إدارة الموارد بكفاءة ارتباطاً إيجابياً بتجنب الضريبة، حيث إن المديرين ذوي القدرة المرتفعة على إدارة الموارد بكفاءة أكثر قدرة على تحقيق أهدافها، فمع وجود حوافز لديها لتخفيض التكلفة، من المتوقع أن تتخفف التدفقات النقدية الخارجة إلى السلطات الضريبية، لأن انخفاضها ليس لها آثار سلبية على عمليات المنشأة، وقد تستخدم هذه التدفقات في تحقيق عائد على الاستثمار. فمن الممكن للمنشآت التي تشتري مواد خام عالية الجودة أن تخفف التكلفة من خلال التوفير الضريبي من ترتيبات التسعير التحويلي المواتية بدون تأثير على جودة المنتج. في المقابل، يمكنها خفض التكلفة عن طريق شراء مواد خام أقل جودة، ولكن قد يؤدي هذا إلى منتجات منخفضة الجودة، مما يزيد من عوائد المنتج ويقلل من سمعة العلامة التجارية. لذلك، في ضوء نظرية الوكالة، يمكن لذوي القدرة الإدارية المرتفعة أن يقوموا بأنشطة تجنب ضريبي تسهم في كفاءة الاستثمار (Park et al., 2016).

في المقابل، قد يفشل المديرين في النجاح في أنشطة تجنب الضريبة، حيث إنه ليس لدى جميع المديرين نفس الفرص لتحقيق معدل ضرائب أقل، كما توجد العديد من العوامل التي تؤثر على تجنب الضريبة، على سبيل المثال، الصناعة وقرارات الموقع وأنشطة البحث والتطوير (Koester et al., 2016). فإذا كانت تجنب الضريبة مدفوعاً بخصائص المنشأة وحوافز المكافآت، فلا يوجد تأثير للقدرة الإدارية على سياسات تجنب الضريبة (Hanlon and Heitzman, 2010; Rego and Wilson, 2012). كما قد لا تفوق التكلفة المباشرة وغير المباشرة لتجنب الضريبة الفوائد والمنافع المحققة منه (Koester et al., 2016). كما أنه قد لا يمتلك المديرين الذين لديهم فهم أعمق لبيئة عمل المنشأة المعرفة الضريبية التقنية اللازمة لتخطيط وتنفيذ استراتيجيات تجنب الضريبة (Koester et al., 2016). وإن كان يمكن حل هذه المشكلة من خلال الاستعانة بخبراء استشاريين يمتلكون هذه الخبرة، وبذلك تكون هذه الفرصة متاحة أيضاً للمديرين ذوي القدرة الإدارية المرتفعة والمنخفضة على حد سواء.

وفي ضوء ما تقدم، تمتلك الإدارة مجموعة من السمات من مهارات وقدرات إدارية تسهم في كفاءة القرارات الإدارية، ومنها القرارات الاستثمارية (حسين، ٢٠١٨). وفي ظل ظروف القدرة الإدارية المرتفعة، تعزز أنشطة تجنب الضريبة كفاءة القرارات الاستثمارية (Desai and Dharmapala, 2009; Desai et al., 2007). في المقابل، في ظل القدرة الإدارية المنخفضة، من المرجح أن تستخدم الإدارة تلك الأنشطة

لتعزيز سلوكها الانتهازي وتحقيق منافع شخصية لها، حيث تحول الإدارة زيادة التدفقات النقدية الناتجة عن أنشطة تجنب الضريبة إلى الاستثمار في مشروعات أو استحوادات قد لا تخلق قيمة للمساهمين ولا تتماشى بالضرورة مع مصالحهم. كما تتخلى المنشآت التي لديها قدرة إدارية منخفضة عن استخدام تلك التدفقات للقيام بمزيد من الاستثمار، حتى في حالة توافر فرص استثمارية مربحة، لأنها تفضل الحياة الهادئة (Bertrand and Mullainathan, 2003; Khurana et al., 2018).

## (٤/٢) الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث

### (١/٤/٢) الدراسات التي تناولت أثر تجنب الضريبة على كفاءة القرارات الاستثمارية

وجد Richardson (2006) أن إفراط الاستثمار يتركز في المنشآت ذات مستويات التدفقات النقدية المرتفعة، التي تتوفر عادة من أنشطة تجنب الضريبة. وتوصل Hang and Kangtao (2013) إلى وجود علاقة ارتباط سالبة بين تجنب الضريبة وكفاءة الاستثمار في المنشآت الصينية، فمع ارتفاع تجنب الضريبة يرتفع إفراط الاستثمار، وهي نفس نتائج Goldman (2016) في المنشآت الأمريكية. كما توصل Bailing and Rui (2018) إلى أن المنشآت المدرجة ببورصة شنغهاي الصينية التي لديها مستويات مرتفعة من تجنب الضريبة أكثر عرضة للإفراط في الاستثمار مقارنة بالمنشآت التي لديها مستويات منخفضة، بما يعنى ضمنا ارتفاع حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية الناتجة أنشطة تجنب الضريبة.

كما توصل Khurana et al. (2018) أيضا إلى وجود علاقة ارتباط موجبة بين التدفقات النقدية الناتجة عن أنشطة تجنب الضريبة وإفراط الاستثمار. ووجد Ding (2019) علاقة ارتباط موجبة بين تجنب الضريبة وعدم كفاءة الاستثمار، حيث تتخفف كفاءة الاستثمار مع ارتفاع مستوى تجنب الضريبة. كما توصل Zheng (2019) إلى أن تجنب الضريبة يسهم في انخفاض كفاءة الاستثمار في المنشآت الصينية، حيث تؤدي أنشطة تجنب الضريبة إلى تفاقم عدم تماثل المعلومات وتسبب مشكلة الوكالة، وكلاهما من الأسباب المهمة لعدم كفاءة الاستثمار. كذلك، وجد Asiri et al. (2020) علاقة ارتباط موجبة بين النقدية المتوفرة من أنشطة تجنب الضريبة وعدم كفاءة الاستثمار في المنشآت الأمريكية، مما يشير إلى عدم كفاءة استخدام النقدية في تلك المنشآت. وفي نتائج مغايرة لما تقدم، لم يجد Blaylock (2016) علاقة ارتباط بين التدفقات النقدية الناتجة عن أنشطة تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الاستثمارية.

وبناء على ما سبق، إلى الحد الذي يكون فيه تجنب الضريبة مرتبطاً بمشكلة الوكالة الأساسية للمنشأة، فمن المرجح أن يتوفر لدى الإدارة سلوك انتهازي، يقودها إلى اتخاذ قرارات تؤدي إلى عدم كفاءة الاستثمار، وذلك إما قرارات إفراط أو نقص الاستثمار.

وفي ضوء ما تقدم، يتمثل الفرض البحثي الأول في الآتي:

H1: يرتبط تجنب الضريبة بعدم كفاءة القرارات الاستثمارية بعلاقة ارتباط موجبة.

وفي ضوء الفرض البحثي الأول، يتم اشتقاق الفرضين البحثيين الفرعيين التاليين:

H1-a: يرتبط تجنب الضريبة بإفراط الاستثمار بعلاقة ارتباط موجبة.

H1-b: يرتبط تجنب الضريبة بنقص الاستثمار بعلاقة ارتباط موجبة.

## (٢/٤/٢) الدراسات التي تناولت أثر تجنب الضريبة على كفاءة القرارات الاستثمارية في ظل جودة التقارير المالية

توصلت نتائج Ball and Shivakumar (2005) إلى أن وجود علاقة ارتباط موجبة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار، من خلال تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات وتكلفة الوكالة، مما يؤدي إلى التخفيف من نقص الاستثمار. وهي نفس النتائج التي توصل إليها Wang (2003) في دراسته في السوق الأمريكية. وقد توصل Biddle and Hulary (2006) إلى ارتفاع جودة التقارير المالية يساعد كل من المنشآت التي يتسم استثمارها بالإفراط والنقص على حدة سواء إلى الوصول إلى تحقيق مستوى استثمار أمثل، لأنها تخفض الاختيار العكسي والخطر الأخلاقي المرتبطة بإفراط الاستثمار ونقصه.

وقد توصل Wang (2006) إلى أن المنشآت ذات التقارير المالية منخفضة الجودة تتباعد في الاستثمار في عمليات البحث والتطوير وعمليات الاندماج والاستحواذ الممولة من الأسهم، في حين يمكن ارتفاع جودة التقارير المالية من تخفيض حساسيات التدفق النقدي للاستثمار وكذلك الانحراف عن مستويات الاستثمار المتوقعة. وقد أشارت نتائج دراسة Biddle et al. (2009) إلى أن ارتفاع جودة التقارير المالية في المنشآت الأمريكية يحد من الحوافز الإدارية للانخراط في اتخاذ قرارات استثمارية مدمرة للقيمة، كما أنها وجدت أن ارتفاع جودة التقارير المالية يمكن أن يخفف مشكلة نقص الاستثمار من خلال السماح للمنشآت المقيدة ماليا بجذب رأس المال من خلال جعل المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجب أكثر وضوحاً للمستثمرين وتخفيض الاختيار السلبي في إصدار الأسهم.

وقد توصل Chen et al. (2011) إلى أدلة تجريبية تغيد بوجود علاقة ارتباط موجبة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار بالتطبيق على مجموعة منشآت من أسواق ناشئة. وقد أشارت نتائج دراسة Comprix et al. (2016) إلى ارتباط أنشطة تجنب الضريبة بعلاقة ارتباط موجبة بقرارات إفراط الاستثمار، وارتباطها بعلاقة ارتباط موجبة أيضاً بكفاءة الاستثمار عندما تكون بيئة المعلومات في المنشأة أكثر جودة. وتوصل Shahzad et al. (2019) إلى أن ارتفاع جودة التقارير المالية يزيد من كفاءة الاستثمار في المنشآت الباكستانية، حيث تخفض جودة التقارير المالية من إفراط ونقص الاستثمار.

في المقابل، توصل Rezaei and Ghanaeenejad (2014) إلى أنه كلما كانت التقارير المالية أكثر شفافية، كلما كانت أنشطة تجنب الضريبة أكبر مقارنة بالتقارير المالية المبهمة في المنشآت الإيرانية. كما توصلت إلى أن أنشطة تجنب الضريبة تخفض من قيمة المنشأة خاصة بالنسبة لتلك التي لديها تقارير مالية أكثر شفافية. كما توصل Houcine (2017) إلى أن بعض خصائص جودة التقارير المالية (جودة الاستحقاقات وتمهيد الدخل) تزيد من عدم كفاءة الاستثمار، في حين أن بعض الخصائص الأخرى (التحفظ المحاسبي وملاءمة جودة الأرباح) ليس لها تأثير معنوي على سلوك الاستثمار. وفي بيئة الأعمال المصرية، توصل الصايغ وعبدالمجيد (٢٠١٤) إلى عدم وجود ارتباط بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات



الاستثمارية، حيث يؤدي ارتفاع جودة التقارير المالية إلى تخفيض نقص الاستثمار وارتفاع درجة إفراط الاستثمار . كما توصل على (٢٠١٧) إلى أن ارتفاع جودة التقارير المالية يخفض من الاستثمار الأقل من اللازم بدرجة معنوية، وتخفض أيضا من الاستثمار الأكثر من اللازم ولكن بدرجة غير معنوية.

وفي ضوء ما تقدم، يتمثل الفرض البحثي الثاني في الآتي:

H2: في ظل ارتفاع جودة التقارير المالية، يرتبط تجنب الضريبة بعدم كفاءة القرارات الاستثمارية بعلاقة ارتباط سلبية.

وفي ضوء الفرض البحثي الثاني، يتم اشتقاق الفرضين البحثيين الفرعيين التاليين:

H2-a: في ظل ارتفاع جودة التقارير المالية، يرتبط تجنب الضريبة بإفراط الاستثمار بعلاقة ارتباط سلبية.

H2-b: في ظل ارتفاع جودة التقارير المالية، يرتبط تجنب الضريبة بنقص الاستثمار بعلاقة ارتباط سلبية.

(٣/٤/٢) الدراسات التي تناولت أثر تجنب الضريبة على كفاءة القرارات الاستثمارية في ظل القدرة

### الإدارية

قدمت (Demerjian et al. (2012) دليلا يفيد بأن المديرين ذوي القدرة الإدارية المرتفعة يمكنهم قياس توقيت وحجم العوائد الاقتصادية من الاستثمار وتقييم المخاطر والعوائد المرتبطة به بشكل أفضل. وتوصل (Francis et al. (2014) إلى أن المديرين ذوي القدرة الإدارية المرتفعة ينفقون جهدا أقل في أنشطة تجنب الضريبة. وتوصل (Park et al. (2016) إلى ارتباط القدرة الإدارية للمديرين بعلاقة ارتباط سلبية بتجنب الضريبة، كما توصل إلى أن القدرة الإدارية المرتفعة تؤدي إلى إضعاف علاقة الارتباط السلبية بين تجنب الضريبة وقيمة المنشأة، وذلك من خلال قيام المديرين باستخدام الموارد التي تم توفيرها من أنشطة تجنب الضريبة وتخفيض النفقات الضريبية في تحقيق مستوى أمثل للاستثمار من أجل تعظيم ثروة الملاك. كما توصل (Koester et al. (2016) إلى أدلة تشير إلى أن المديرين ذوي القدرة الإدارية المرتفعة يشاركون في المزيد من أنشطة تجنب الضريبة التي تقلل من مدفوعات الضريبة النقدية، على عكس المديرين ذوي القدرة الإدارية المنخفضة.

وفي ضوء ارتباط الثقة المفرطة للمديرين بقدراتهم الإدارية، توصل (Rego and Wilson (2012) و (Chyz et al. (2015); Armstrong, et al. (2015) إلى أن المديرين المفرطين للثقة والمجازفين يميلون إلى الانخراط في أنشطة تجنب الضريبة بدرجة كبيرة، كما تكون الثقة المفرطة ايجابية عند وجود فرص استثمارية تزيد القيمة ولكنها عالية المخاطر، ويتمثل الجانب السلبي للثقة المفرطة في أنها قد تؤدي إلى تقييمات خاطئة لقيمة الاستثمار والمخاطر، مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية دون المستوى الأمثل. وقد وثق (Andreou et al. (2017) وجود علاقة ارتباط موجبة بين القدرة الإدارية للرؤساء التنفيذيين قبل الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ وكفاءة الاستثمار للمنشآت خلال تلك الأزمة.

وتوصل Akbari et al. (2018) إلى أن عدم معنوية العلاقة السالبة بين القدرة الإدارية وتجنب الضريبة. ووجد Garcia-Sanchez and Garcia-Meca (2018) أن القدرة الإدارة تؤدي إلى انخفاض مستويات إفراط ونقص الاستثمار في منشآت مختلفة على مستوى ٢٤ دولة حول العالم، من خلال استخدام التدفقات النقدية الناتجة من تجنب الضريبة - التي تستخدم كمصدر في التمويل الداخلي، وخاصة للمنشآت المقيدة ماليا - في تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية. وقد قدم Gan (2018) أدلة تفيد بأن المديرين التنفيذيين ذوي القدرات المرتفعة يتخذون قرارات استثمارية أكثر كفاءة، حيث تسهم القدرة الإدارية المرتفعة في التغلب على مصدرى عدم كفاءة الاستثمار، وهما إفراط ونقص الاستثمار. وتوصل Khurana et al. (2018) إلى أنه في حالة ارتفاع تجنب الضريبة، تعزز المنشآت الأمريكية التي لديها قدرة إدارية مرتفعة من كفاءة الاستثمار. على عكس القدرة الإدارية المنخفضة التي ترتبط ايجابيا بعدم كفاءة الاستثمار، سواء من خلال ارتفاع إفراط أو نقص الاستثمار. في المقابل، توصل Habib and Hasan (2017) إلى أن المديرين ذوي القدرة الإدارية المرتفعة يخرطون في إفراط الاستثمار مقارنة بنظرائهم ذوي القدرة الإدارية المنخفضة، مما يعكس السلوك الانتهازي لذوى القدرة الإدارية المرتفعة في تعزيز منافعهم الشخصية. كما توصل حسين (٢٠١٩) إلى ارتباط القدرة الإدارية للمديرين بالإفراط (بالنقص) في الاستثمار في المنشآت المصرية بعلاقة ارتباط سلبية معنوية (غير معنوية).

**وفى ضوء ما تقدم، يتمثل الفرض البحثى الثالث فى الأتى:**

H3: فى ظل القدرة الإدارية المرتفعة، يرتبط تجنب الضريبة بعدم كفاءة القرارات الاستثمارية بعلاقة ارتباط سالية، على عكس القدرة الإدارية المنخفضة.

**وفى ضوء الفرض البحثى الثالث، يتم اشتقاق الفرضين البحثيين الفرعيين التاليين:**

H3-a: فى ظل القدرة الإدارية المرتفعة، يرتبط تجنب الضريبة بإفراط الاستثمار بعلاقة ارتباط سالية، على عكس القدرة الإدارية المنخفضة.

H3-b: فى ظل القدرة الإدارية المرتفعة، يرتبط تجنب الضريبة بنقص الاستثمار بعلاقة ارتباط سالية، على عكس القدرة الإدارية المنخفضة.

### **(٣) الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث**

تتناول الدراسة التطبيقية اختبار فروض البحث باستخدام البيانات المنشورة للمنشآت غير المالية المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية لمدة أربعة أعوام من عام ٢٠١٥ حتى عام ٢٠١٨، بغرض قياس أثر أنشطة تجنب الضريبة على كفاءة القرارات الاستثمارية، والأثر المعدل لارتفاع جودة التقارير المالية والقدرة الإدارية، وذلك فى ضوء ما تم التوصل إليه فى الإطار النظرى للبحث.

### (١/٣) مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية ومصادر البيانات

يتمثل مجتمع الدراسة من المنشآت المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال أربعة أعوام، مع استبعاد المنشآت التابعة لقطاع البنوك والقطاع المالي، نظرا للطبيعة الخاصة بهذه المنشآت، وذلك اتساقا مع ما قامت به دراسات اختبارية سابقة (i.e., Biddle et al., 2009; Khurana et al., 2018). ويوضح الجدول رقم (١) عدد المشاهدات من خلال التقارير السنوية للبورصة المصرية خلال فترة البحث.

جدول رقم (١) المنشآت غير المالية المقيدة بالبورصة خلال فترة الدراسة

البيان	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨
إجمالي المنشآت المقيدة	٢٢١	٢٢٢	٢٢٢	٢٢٠
(-) المنشآت المالية	(٤٥)	(٤٦)	(٤٧)	(٤٨)
المنشآت غير المالية	١٧٦	١٧٦	١٧٥	١٧٢

وقد تم الاعتماد على نموذج Thompson (2012) لتحديد حجم العينة، وذلك باستخدام المعادلة التالية:

$$n = \frac{Np(1-p)}{(N-1)\left(\frac{d^2}{z^2}\right) + p(1-p)}$$

حيث:

n حجم العينة

N حجم المجتمع، إجمالي عدد المشاهدات خلال الأربعة أعوام (٦٩٩) مشاهدة.

$z^2$  مربع الدرجة المعيارية عند مستوى الثقة ٩٥% (١,٩٦).

$d^2$  مربع معدل الخطأ (٠,٠٥).

P الاحتمالية أو النسبة المتبقية للخاصية (٥٠%).

وبعد تطبيق المعادلة السابقة، يبلغ الحد الأدنى لحجم العينة ٢٤٩ مشاهدة. وقد أعتمد الباحث على

عينة مكونة من ٢٩٢ مشاهدة (٤ × ٧٣) مشاهدة (منشأة - عام)، وفق المحددات التالية:

- ١- أن يكون قد مضى على قيد المنشأة في بورصة الأوراق المالية عامين على الأقل قبل عام ٢٠١٥ حتى عام ٢٠١٩، لاستيفاء قياس متغيرات البحث ونماذجه.
  - ٢- تتضمن الدراسة المنشآت المدرجة بالبورصة المصرية، والتي لم تتعرض للشطب أو الاندماج أو التوقف خلال فترة الدراسة والفترات المرتبطة بها، أي من عام ٢٠١٣ إلى عام ٢٠١٩.
  - ٣- ألا تكون المنشأة المختارة ضمن عينة البحث قد اندمجت مع منشأة أخرى.
  - ٤- استبعاد المنشآت التي تعرض قوائمها المالية بعملة خلاف الجنيه المصري.
- وقد تم استبعاد ثلاث مشاهدات، لظهور حقوق الملكية بقيمة سالبة، كما تم استبعاد ٢٨ مشاهدات لعدم توافر بيانات لقياس بعض المتغيرات وظهورها بقيمة شاذة، ومن ثم يصل عدد المشاهدات إلى ٢٦١ مشاهدة. وقد تم تحديد عدد المشاهدات وفق خطوات الجدول رقم (٢).

## جدول رقم (٢) إجراءات تحديد عينة البحث

عدد المشاهدات	إجراءات اختيار العينة
٢٩٢	(١) مشاهدات متعلقة بـ ٧٣ منشأة غير مالية مدرجة بالبورصة المالية لمدة ٤ أعوام يستبعد:
(٣)	(٢) مشاهدات متعلقة بقيمة سالبة لحقوق الملكية
(٢٨)	(٣) مشاهدات متعلقة بمتغيرات لم يتم التمكن من قياسها بالإضافة إلى ظهور قيم شاذة
٢٦١	مشاهدات اختبار الفرض البحثية الثلاثة

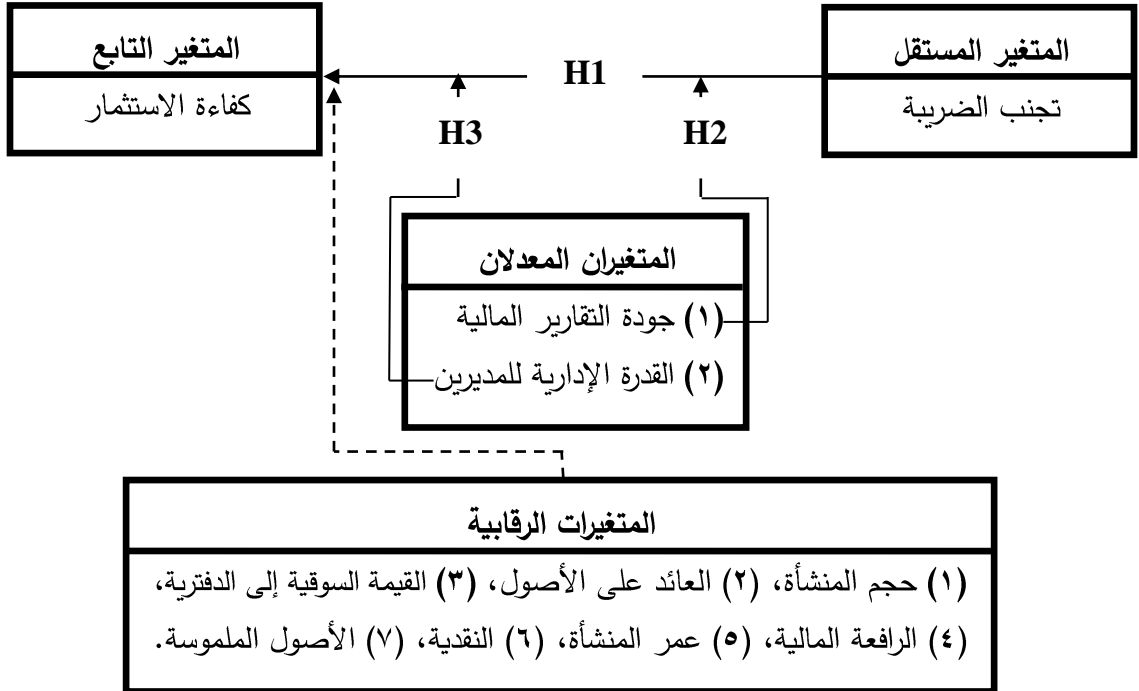
وقد تم تجميع البيانات المطلوبة بالاعتماد على عدة مصادر أهمها:

- ١- موقع شركة مصر لنشر المعلومات <http://www.egidegypt.com>
- ٢- موقع البورصة المصرية <https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx>
- ٣- موقع مباشر للمعلومات <http://www.mubasher.inf.com>
- ٤- كتاب الإفصاح السنوي الصادر عن بورصتى القاهرة والإسكندرية خلال فترة الدراسة.
- ٥- المواقع الإلكترونية لمنشآت العينة.

### (٢/٣) متغيرات الدراسة وقياسها

تتضمن الدراسة مجموعة مختلفة من المتغيرات التي يوضحها الشكل رقم (١).

شكل رقم (١) متغيرات الدراسة



### (١/٢/٣) المتغير المستقل

يتمثل المتغير المستقل في تجنب الضريبة (TaxAVi,t)، ويشير إلى الأنشطة التي يترتب عليها إنخفاض الضريبة المستحقة على المنشأة. ويتم قياسه باستخدام معدل الضريبة الفعال المحاسبي Accounting Effective Tax Rate (ACC\_ETR)، حيث إنه يعكس سلوك تجنب الضريبة للمنشأة بشكل دقيق، بالإضافة إلى أنه أقل عرضة للممارسات المحاسبية، فضلا على أنه يستبعد تأثير العناصر التي تؤدي إلى خسائر نتيجة لاستثمارات سيئة (مليجي، ٢٠١٨؛ Huseynov et al., 2017)، وقد استخدم هذا المقياس في دراسات عديدة (i.e., Khurana et al., 2018; Kerr, 2019; Asiri et al., 2020). وقد أشار (Armstrong et al. (2012); Edwards et al. (2016) إلى أن المديرين الذين ينخرطون في تجنب الضريبة عادة ما يميلون إلى التركيز على الاستراتيجيات التي تخفض من المصروفات، ومنها مصروف الضريبة المدرج بقائمة الدخل، ويتكون من مصروف الضريبة الجارى والمؤجل<sup>(\*)</sup>، ويشير انخفاض معدل الضريبة الفعال المحاسبي إلى ارتفاع مستوى تجنب الضريبة، ولذلك يتم ضرب الناتج في (-١)، حتى يعبر ارتفاع هذا المقياس عن ارتفاع مستوى تجنب الضريبة، والعكس بالعكس (Khan et al., 2017؛ يوسف، ٢٠١٩). كذلك طبقا لتلك الطريقة، يتم المقارنة بين معدل الضريبة القانوني المطبق بالدولة ومعدل الضريبة الفعال المحاسبي، وكلما انخفض المعدل الثاني عن المعدل الأول، كلما وجدت وفورات ضريبية أكبر نتيجة أنشطة تجنب الضريبة (مليجي، ٢٠١٨؛ Huang et al., 2016). ويتمثل معدل الضريبة الفعال المحاسبي في المعادلة التالية (Hanlon and Heitzman, 2010, Aronmwan and Okafor, 2019; Kerr, 2019):

$$\text{معدل الضريبة الفعال المحاسبي} = \text{مصروف الضريبة} \div \text{صافى الربح قبل الضرائب}$$

كما يتم استخدام مؤشر معدل الضريبة الفعال النقدي Cash Effective Tax Rate (CASH\_ETR) كمؤشر أو مقياس بديل Proxy لقياس مستوى تجنب الضريبة. ويعكس هذا المؤشر نسبة الضريبة النقدية المدفوعة (التي يتم الإفصاح عنها في قائمة التدفقات النقدية) إلى أرباح المنشأة، وبذلك يسعى المديرين إلى التركيز على الاستراتيجيات التي تخفض من الضريبة النقدية المدفوعة، فقد أشار Dyreng et al. (2010); Comprix et al. (2013) إلى أن انخفاض قيمة هذا المؤشر يدل على مستويات عالية من تجنب الضريبة، ولذلك يتم ضرب الناتج في (-١)، حتى يعبر ارتفاع هذا المقياس عن ارتفاع مستوى تجنب الضريبة، والعكس بالعكس. ويتمثل معدل الضريبة الفعال النقدي في المعادلة التالية (Dyreng et al., 2010; Kerr, 2019; Asiri et al., 2020):

$$\text{معدل الضريبة الفعال النقدي} = \text{الضريبة النقدية المدفوعة} \div \text{صافى الربح قبل الضرائب}$$

<sup>(\*)</sup> وفق معيار المحاسبة المصرى رقم (٢٤) المعنون بـ "ضرائب الدخل"، تعرف الضريبة الجارية بقيمة الضريبة مستحقة السداد (الاسترداد) والمرتبطة بصافى الربح الضريبي (لخسارة الضريبية) للفترة. بينما تعرف الضريبة المؤجلة بقيمة الضريبة مستحقة السداد (لو التزام ضريبي) أو الاسترداد (لو أصل ضريبي) في الفترات المستقبلية والمرتبطة بفروق ضريبية مؤقتة.

### (٢/٢/٣) المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع في كفاءة القرارات الاستثمارية (INVEST<sub>i,t</sub>)، وتقاس بالفرق بين قيمة الاستثمار الفعلي والمتوقع، ليعكس إفراط أو نقص الاستثمار، فإذا زاد الاستثمار الفعلي عن المتوقع يصف بأنه إفراط في الاستثمار، في حين يصف انخفاض الاستثمار الفعلي عن المتوقع بأنه نقص في الاستثمار. وقد تم الاعتماد على نموذج الانحدار المتجزئ (التدرجي) Piecewise Linear Regression، وتتمثل معادلة قياس المتغير التابع في الأتي. (McNichols & Stubben (2008); Biddle et al. (2011); Chen et al. (2009):

$$INVEST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Neg_{i,t-1} + \beta_2 \% RevGrowth_{i,t-1} + \beta_3 Neg_{i,t-1} * \% RevGrowth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

حيث:

INVEST الاستثمار الفعلي ، ويساوى = (مجموع الاستثمار الجديد على الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل مطروحاً منها مبيعاتها للمنشأة z في العام t) ÷ إجمالي الأصول للمنشأة z في العام t-1.  
Neg متغير اعتباري يأخذ القيمة (١) إذا كان نمو الإيراد للمنشأة z في العام t-1 سالباً، والقيمة (صفر) بخلاف ذلك.  
RevGrowth النسبة المئوية لنمو الإيرادات للمنشأة z في العام t-1، ويساوى = ((الإيرادات في العام t-2 - الإيرادات في العام t-1) ÷ الإيرادات في العام t-1) × ١٠٠  
ε بواقي النموذج، وتعبّر عن الفرق بين القيمة الفعلية للاستثمار والمتوقعة.

ويلاحظ في معادلة الانحدار السابقة أنه يعبر عن الاستثمار المتوقع (العام t-1) باعتباره دالة في نمو الإيرادات ، في حين يتمثل الاستثمار الفعلي في الفرق بين الاستثمارات الجديدة في كل من الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل وقيمة مبيعاتها. ويتم حساب معاملات النموذج من خلال استخدام بيانات منشآت كل قطاع على حدة. وكلما اقتربت بواقي النموذج من الصفر، كلما دل ذلك على كفاءة الاستثمار، وبذلك، قد تكون البواقي موجبة أو سالبة. حيث تشير البواقي الموجبة إلى إفراط الاستثمار، وكلما ارتفعت القيمة الموجبة دل ذلك على المزيد من إفراط الاستثمار، مما يشير إلى أن المنشأة من المرجح أن تقوم بالاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة كوسيلة لزيادة القوة الإدارية والهيبة لأفراد الإدارة (Hope and Thomas, 2008). في المقابل، تشير البواقي السالبة إلى نقص الاستثمار، وكلما ارتفعت القيمة السالبة دل ذلك على المزيد من نقص الاستثمار، لأن إدارة المنشأة قد تفضل متابعة "حياة هادئة" (Bertrand and Mullainathan, 2003). لذلك، سوف تقسم المنشآت إلى مجموعتين حسب إشارة بواقي النموذج.

### (٣/٢/٣) المتغيرات الرقابية:

توجد بعض العوامل الأخرى التي تؤثر على كفاءة القرارات الاستثمارية بخلاف تجنب الضريبة، وقد تم تضمينها في النماذج المستخدمة في الدراسة. وتشمل المتغيرات التالية:

١- **حجم المنشأة (SIZE<sub>i,t</sub>):** من المتوقع أنه كلما أرتفع حجم المنشأة وتنوعت أنشطتها، التزمت بمعايير جودة التقارير المالية، ويكون لديها إدارة مؤهلة ذات قدرة إدارية مرتفعة، وانخفاض القيود المالية. وبذلك، يمكن التخلص من مشكلة عدم تماثل المعلومات وما يترتب عليها من عدم وجود مشكلتي الاختيار العكسي والخطر الأخلاقي، ويؤدي ذلك إلى انخفاض إفراط ونقص الاستثمار لتقترب من الصفر. ولهذا، يتوقع أن تكون إشارة معامل الارتباط سالبة. ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام، وقد استخدم كمتغير رقابي في دراسات عديدة (i.e., Blaylock, 2016; Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011; Taylor and Richardson, 2012; Habib and Hasan, 2017; Bailing and Rui (2018); Khurana et al., 2018; Asiri et al., 2020)؛ يوسف، ٢٠١٩.

٢- **معدل العائد على الأصول (ROA<sub>i,t</sub>):** يستخدم هذا المتغير كمؤشر للأداء التشغيلي للمنشأة، ويعكس الأداء التشغيلي الأكثر فعالية مستوى مرتفع من كفاءة القرارات الاستثمارية. وكلما ارتفعت قيمة هذا العائد كلما كان للمنشأة فرصة أكبر للوصول إلى معدل عائد مطلوب على الاستثمارات، وانخفاض القيود المالية، ويؤدي ذلك إلى انخفاض إفراط ونقص الاستثمار لتقترب من الصفر. ولهذا، يتوقع أن تكون إشارة معامل الارتباط سالبة. ويقاس هذا المتغير بنسبة الربح إلى إجمالي الأصول، واستخدم كمتغير رقابي في دراسات عديدة (i.e., Biddle et al., 2009; Blaylock, 2016; Habib and Hasan, 2017; Khurana et al., 2018).

٣- **نسبة القيمة السوقية للمنشأة إلى قيمتها الدفترية (MTB<sub>i,t</sub>):** تعكس هذه النسبة على ارتفاع قيمة المنشأة، ويؤدي ارتفاعها إلى انخفاض إفراط ونقص الاستثمار. ولهذا، يتوقع أن تكون إشارة معامل الارتباط سالبة. ويقاس هذا المتغير بنسبة القيمة السوقية (بناء على سعر الإقفال) إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية في العام، إما على مستوى السهم الواحد أو إجمالي الأسهم. وقد استخدمت كمتغير رقابي في دراسات عديدة (i.e., Blaylock, 2016; Biddle et al., 2009; Habib and Hasan, 2017; Houcine, 2017; Khurana et al., 2018; Asiri et al., 2020).

٤- **الرافعة المالية (LEV<sub>i,t</sub>):** يشير ارتفاع نسبة الديون من إجمالي الأصول إلى وجود مشاكل تمويلية بالمنشأة، لأنه يعكس ارتفاع القيود المالية. وبذلك، من المتوقع أن ارتفاع درجة الرافعة المالية يؤدي ارتفاع إفراط ونقص الاستثمار لتبتعد عن الصفر. ولهذا، يتوقع أن تكون إشارة معامل الارتباط موجبة. وتقاس بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، واستخدمت كمتغيرات رقابية في دراسات عديدة (i.e., ; Biddle et al., 2009; Blaylock, 2016; Bailing and Rui, (2018; Khurana et al., 2018).

٥- **عمر المنشأة (AGE<sub>i,t</sub>):** يعكس ارتفاع هذا المقياس ارتفاع خبرة المنشأة وتوافر الكوادر الإدارية التي يمكن أن تحقق كفاءة الاستثمار. فارتفاعه يؤدي انخفاض إفراط ونقص الاستثمار لتقترب من الصفر،

ولهذا، يتوقع أن تكون إشارة معامل الارتباط سالبة. ويقاس باللوغاريتم الطبيعي للأعوام منذ قيد المنشأة بالبورصة حتى العام محل التحليل، وقد استخدم كمتغير رقابي في دراسات عديدة (i.e., Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011; Habib and Hasan, 2017; Asiri et al., 2020) والصايغ وعبدالمجيد، ٢٠١٤.

٦- **النقدية (CASH<sub>i,t</sub>):** في ظل ارتفاع الأرصدة النقدية في المنشأة، يتوفر التمويل اللازم للمشروعات الاستثمارية، وغالبا تستخدمها في توسيع أعمالها بحثاً عن مصالحها الشخصية، ويؤدي ذلك إلى إفراط الاستثمار، في المقابل، يؤدي انخفاضها إلى نقص الاستثمار. ولهذا، يتوقع أن تكون إشارة معامل الارتباط موجبة. ويقاس بنسبة النقدية إلى إجمالي الأصول، وقد استخدم كمتغير رقابي في دراسات عديدة (i.e., Richardson, 2006; Biddle et al., 2009; Blaylock 2016; Habib and Hasan, 2017; Houcine, 2017; Bailing and Rui (2018); Khurana et al., 2018; Ding, 2019).

٧- **نسبة الأصول الملموسة (TANG<sub>i,t</sub>):** في ظل ارتفاع قيمة الأصول الملموسة في المنشأة، يعكس قدرتها على الإفراط في الاستثمار. ولهذا، يتوقع أن تكون إشارة معامل الارتباط موجبة. وتقاس بنسبة الأصول الملموسة إلى إجمالي الأصول، وقد استخدمت كمتغير رقابي في دراسات عديدة (i.e., Biddle et al., 2009, Chen et al., 2011; Habib and Hasan, 2017; Gan, 2018; Asiri et al., 2020).

### (٤/٢/٣) المتغيرات المعدلة

تتمثل المتغيرات المعدلة في متغيرين هما:

#### ١- جودة التقارير المالية (FRQ<sub>i,t</sub>):

لا يوجد مقياس مقبولا أو موحدا على مستوى الدراسات التي تناولت قياس جودة التقارير المالية، فقد أستقرت غالبيتها على استخدام أكثر من مقياس، وذلك لعدة أسباب (Chen et al., 2011):

- من غير المحتمل أن يغطي مقياس واحد جميع جوانب جودة التقارير المالية.
- يساعد استخدام أكثر من مقياس على تعميم النتائج.
- يخفض استخدام أكثر من مقياس من احتمالية أن تؤدي النتائج باستخدام مقياس معين واحد إلى النقاط أو تمثيل متغير آخر غير متغير جودة التقارير المالية، مما يؤدي إلى نتائج غير حقيقية.

وبناء على ما سبق، سوف يتم الاعتماد مؤشر إدارة الأرباح بناء على أساس الأستحقاق من خلال ثلاثة مقاييس مختلفة، على أن يتم تجميعها في مؤشر موحد، ويتم حساب معلمات كل نموذج، من خلال استخدام بيانات منشآت كل قطاع على حدة. وتتمثل المقاييس في الآتي:



أ- حسابات الاستحقاق الاختيارية(\*) **Discretionary accruals**:

تُقاس جودة التقارير المالية من خلال مقياس حسابات الاستحقاق الاختيارية الذي قدمه Kasznik (1999)، واعتمدت عليه دراسات عديدة (Gomraiz et al., 2013; Kothari et al., 2005; i.e., Comprix et al., 2016; Scahzad et al., 2018)، ويتمثل المقياس في معادلة الانحدار التالية:

$$TAccr_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 1/TotalAssets_{i,t-1} + \beta_2 (\Delta Rev_{i,t} - \Delta AR_{i,t}) + \beta_3 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots (2)$$

حيث:

TAccr	إجمالي حسابات الاستحقاق الاختيارية، مقاسة على أساس: (صافي الدخل قبل البنود غير العادية والاستثنائية للمنشأة i في العام t - التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية للمنشأة i في العام t) ÷ إجمالي الأصول للمنشأة i في نهاية العام t-1.
TotalAssets	إجمالي الأصول للمنشأة i في نهاية العام t-1.
Δrev	التغير السنوي في إيرادات المنشأة i للعام t، t-1 ÷ إجمالي الأصول للمنشأة i في نهاية العام t-1.
ΔAR	التغير السنوي في حسابي المدينين وأوراق القبض للمنشأة i للعام t والغام t-1 ÷ إجمالي الأصول للمنشأة i في نهاية العام t-1.
PPE	الأصول الثابتة الملموسة للمنشأة i في العام t ÷ إجمالي الأصول للمنشأة i في نهاية العام t-1.
ε	بواقي نموذج الانحدار، وتمثل حسابات الاستحقاق الاختيارية بعد ضربها في -1، وتُعد مقياساً لجودة التقارير المالية، ويرمز إليها بالرمز DisAcc، وتشير القيم المرتفعة إلى ارتفاع جودة التقارير المالية.

ب- حسابات استحقاق رأس المال العامل الاختيارية **Discretionary working capital accruals**:

يركز هذا المقياس على قوة العلاقة بين حسابات الاستحقاق الحالية والتدفقات النقدية السابقة والحالية والمستقبلية. ووفقاً لهذا المقياس، تتمثل جودة التقارير المالية في قوة نقل المعلومات من المنشآت العاملة للتنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة للمستثمرين، وبناءً على ذلك، تحسن جودة الاستحقاق قيمة المعلومات الخاصة بالأرباح من خلال الحد من تأثير التقلبات غير المستقرة في التدفق النقدي. وقد تم اتباع هذا المقياس في دراسات عديدة (Chen et al., 2011; Dechow and Dichev, 2002; i.e., Comprix et al., 2016). ويتمثل هذا المقياس في معادلة الانحدار التالية:

$$WCA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OCF_{i,t-1} + \beta_2 OCF_{i,t} + \beta_3 OCF_{i,t+1} + \beta_4 \Delta Rev_{i,t} + \beta_5 PPE_{i,t} + \beta_6 \Delta OCF_{i,t} + \beta_7 OCF_{i,t} * \Delta OCF_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots (3)$$

حيث:

WCA	إجمالي حسابات استحقاق رأس المال العامل، مقاسة على أساس: (التغيير في الأصول المتداولة غير النقدية للمنشأة i للعام t والغام t-1 - التغيير في الخصوم المتداولة بخلاف الديون قصيرة الأجل والضرائب المستحقة الدفع للمنشأة i للعام t والغام t-1) ÷ إجمالي الأصول للمنشأة i في نهاية العام t-1.
OCF	صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية للمنشأة i في نهاية العام t، t-1، t، t+1.
ΔOCF	متغير اعتباري يأخذ القيمة (1) إذا كانت صافي التدفقات النقدية التشغيلية سالبة، وتأخذ (صفر) بخلاف ذلك.
ε	بواقي نموذج الانحدار، وتمثل حسابات استحقاق رأس المال العامل الاختيارية بعد ضربها في -1، وتُعد مقياساً لجودة التقارير المالية، ويرمز إليها بالرمز DisWCA، وتشير القيم المرتفعة إلى ارتفاع جودة التقارير المالية.

(\*) تشمل العناصر التي تتوفر المرونة أمام إدارة المنشأة لقياسها محاسبياً بأكثر من بديل، أي تسطيع المنشأة التأثير في تحديد قيمتها (Dechow and Dichev, 2002؛ الصايغ وعبدالمجيد، ٢٠١٤).

### ج- الإيرادات الاختيارية Discretionary revenues:

تتمثل الإيرادات الاختيارية في الفرق بين التغير الفعلي والتغير المتوقع في حسابات القبض، كما تم اتباعه في دراسات عديدة (i.e., McNichols and Stubben, 2008; Chen et al., 2011; Comprix et al., 2016; Scahzad and Hanif, 2019). وقد ناقش McNichols and Stubben (2008) أن الإيرادات الاختيارية تقدم قدرة تنبؤية أكثر من حسابات الاستحقاق الاختيارية للأسباب التالية:

- درجة الخطأ في القياس المتضمنة في الإيرادات الاختيارية منخفضة جدا مقارنة بتلك الموجودة في حسابات الاستحقاق الاختيارية.
- حسابات الاستحقاق مثل الإهلاك لها ارتباط أوثق بالاستثمار.
- الطلب على المنتج دالة للإيراد، وبالتالي، ترتبط الإيرادات الاختيارية بالاستثمار.

ويتمثل هذا المقياس في معادلة الانحدار التالية:

$$\Delta AR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Rev_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots (4)$$

حيث:

بواقى نموذج الانحدار، وتمثل الإيرادات الاختيارية بعد ضربها في -1، وتُعد مقياساً لجودة التقارير المالية، ويرمز إليها بالرمز DisRev، وتشير القيم المرتفعة إلى ارتفاع جودة التقارير المالية.

#### د- المؤشر المجمع لقياس جودة التقارير المالية FRQ Index:

يستخدم المؤشر المجمع لقياس جودة التقارير المالية جميعاً للمقاييس الثلاثة السابقة.

#### ٢- القدرة الإدارية (MGMTABILITY<sub>i,t</sub>):

تم الاعتماد على مؤشر القدرة الإدارية من خلال أسلوب تحليل مغلف البيانات Data Envelopment Analysis (DEA score) الذي قدمه (Demerjian et al. (2012، ويستخدم هذا المؤشر لتقييم الكفاءة النسبية لمديرى المنشآت في تحقيق الإيرادات، ووفقاً لهذا المؤشر، يتم قياس القدرة الإدارية للمديرين على مرحلتين، وذلك كما يلي:

أ- يتم تقييم الكفاءة النسبية في هذه المرحلة من خلال تحديد نسبة المخرجات مقاسة بالإيرادات Sales إلى المدخلات مقاسة بتكلفة البضاعة المباعة COGS، المصروفات العمومية والبيعية والإدارية SG&A، القيمة الدفترية الممتلكات والمعدات والآلات (الأصول الثابتة الملموسة) PPE، والأصول غير الملموسة INTAN.

$$\text{Max } \theta \text{ (DEA)} = \frac{\text{Sales}}{v_1 \text{ COGS} + v_2 \text{ SG\&A} + v_3 \text{ PPE} + v_4 \text{ ITAN}} \dots \dots \dots (5)$$

مع مراعاة أن أية قيمة غير متوفرة تساوى صفر. وتتحكم هذه المدخلات - إلى حد كبير - في الخيارات التي يتخذها المديرون في توليد الإيرادات والحصول عليها (Demerjian et al., 2012)، مع مراعاة تصنيف النسب التي تم الحصول عليها إلى مجموعات حسب الصناعة.

ب- نظراً لوجود عناصر تؤثر في قياس الكفاءة النسبية، فإن الكفاءة المقاسة بواسطة مؤشر DEA تواجهها قيود. على سبيل المثال، يمكن لمدير ذو قدرة إدارية منخفضة في منشأة كبيرة إقناع المقاول في وضع أفضل مقارنة بمدير ذو قدرة عالية في منشأة صغيرة. وبالتالي، يجب استبعاد العوامل الخاصة بالمنشأة

المتعلقة بقدرة المدير من قياس الكفاءة الكلية للمنشأة. وبعد إزالة هذه العوامل، والتي يمكن أن تكون موجبة أو سالبة، يتم تعريف القدرة الإدارية للمدير على أنها الجزء غير المبرر من الكفاءة الكلية للمنشأة، بما في ذلك الآثار الثابتة للسنة للحصول على المتبقي، ويتم إجراء تحليل انحدار Tobit Regression، وذلك وفق المعادلة التالية (Demerjian et al., 2012; Akbari et al. (2018):

$$\text{FIRM EFFICIENCY}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Size}_{i,t} + \beta_2 \text{MS}_{i,t} + \beta_3 \text{FCF}_{i,t} + \beta_3 \text{Age}_{i,t} + \sum \text{YEAR}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (6)$$

حيث:

FIRM EFFICIENCY  
MS  
FCF  
YEAR  
ε

كفاءة المنشأة المقاسة عن طريق المعادلة بالخطوة الأولى DEA.  
الحصة السوقية للمنشأة = إيرادات المنشأة ÷ إيرادات الصناعة.  
متغير وهمي يأخذ القيمة (1) في حالة التدفقات النقدية الحرة الموجبة، وتأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك. ويقاس التدفق النقدي الحر بالمعادلة التالية (Chen et al., 2012): التدفق النقدي من النشاط التشغيلي - توزيعات الأسهم العادية والممتارة.  
متغير وهمي للعام.

بواقى النموذج، وتعتبر عن القدرة الإدارية للمديرين.  
و يتم تقسيم بواقى النموذج وفق (Demerjian et al. (2012) إلى أربعة ربيعات، تعبر بواقى الربيع الأول عن القدرة الإدارية المرتفعة HIGH-MNGABLT، في حين تعبر بواقى الربيع الرابع عن القدرة الإدارية المنخفضة LOW-MNGABLT، وقد قام بذلك نظرا لحجم العينة الكبير البالغ 177512 مشاهدة. ونظرا لانخفاضها في البحث الحالي قد تم التعبير عنها بمتغير اعتباري (واحد، صفر) للقيم أكبر وأقل من متوسط القدرة الإدارية على التوالي، وذلك اتساقا مع قام به (Habib and Hasan (2017).

### جدول رقم ( ٣ ) متغيرات الدراسة وطرق قياسها وعلاقة الارتباط المتوقعة

العلاقة المتوقعة	طريقة قياسه	الرمز	إسم المتغير	المجموعة
+	مصرف الضريبة ÷ صافي الربح قبل الضرائب	ACC-ETR	تجنب الضريبة	المتغير المستقل
.....	الضريبة النقدية ÷ صافي الربح قبل الضرائب	CASH-ETR		
.....	معادلة (١)	OVER-INVEST <sub>i,t</sub> UNDER-INVEST <sub>i,t</sub>	كفاءة الاستثمار	المتغير التابع
-	اللوغاريتم الطبيعي للأصول	SIZE <sub>i,t</sub>	حجم المنشأة	
-	نسبة الربح إلى الأصول	ROA <sub>i,t</sub>	العائد على الأصول	المتغيرات الرقابية
-	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	MTB <sub>i,t</sub>	القيمة السوقية إلى الدفترية	

+	نسبة الديون من إجمالي الأصول	LEV <sub>i,t</sub>	الرافعة المالية	
-	اللوغاريتم الطبيعي للأعوام منذ قيد المنشأة بالبورصة حتى عام التحليل	AGE <sub>i,t</sub>	عمر المنشأة	
+	نسبة بالنقدية إلى إجمالي الأصول	CASH <sub>i,t</sub>	النقدية	
+	نسبة الأصول الملموسة إلى إجمالي الأصول	TANG <sub>i,t</sub>	الأصول الملموسة	
-	إجمال المقاييس الناتجة عن المعادلات (٢)، (٣)، (٤)	FRQ <sub>i,t</sub>	جودة التقارير المالية	المتغيرات
+/-	المعادلتان (٥)، (٦)	HIGH-MNGABLT <sub>i,t</sub> LOW-MNGABLT <sub>i,t</sub>	القدرة الإدارية للمديرين	المعدلة

### (٣/٣) نماذج الدراسة

#### (١/٣/٣) النموذج الأول (لاختبار الفرض البحثي الأول (H1-a,b))

قدم Richardson (2006) نموذج لقياس كفاءة الاستثمار، واعتمدت عليه العديد من الدراسات (i.e., Blaylock, 2016; Khurana et al., 2018)

$$INVEST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TaxAV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 CASH_{i,t} + \beta_8 TANG_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots(7)$$

ويشير INVEST إلى عدم كفاءة الاستثمار، سواء إفراط الاستثمار ويعبر عنها البواقي الموجبة لمعادلة الانحدار، أو نقص الاستثمار ويعبر عنها البواقي السالبة لمعادلة الانحدار، ويتوقع أن تكون إشارة معامل الارتباط  $\beta_1$  موجبة، حيث يترتب على ارتفاع تجنب الضريبة ارتفاع إفراط ونقص الاستثمار.

#### (٢/٣/٣) النموذج الثاني (لاختبار الفرض البحثي الثاني (H2-a,b))

قدم Biddle et al. (2009) نموذج يمكن من خلاله قياس العلاقة بين تجنب الضريبة المعدلة بجودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار، واعتمدت عليه العديد من الدراسات (i.e., Comprix et al., 2016; Khurana et al., 2018)

$$INVEST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TaxAV_{i,t} + \beta_2 FRQ_{i,t} + \beta_3 (TaxAV_{i,t} * FRQ_{i,t}) + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 MTB_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 AGE_{i,t} + \beta_9 CASH_{i,t} + \beta_{10} TANG_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots(8)$$

ويتوقع أن تكون إشارة معامل الارتباط  $\beta_3$  سالبة، حيث يؤدي ارتفاع تجنب الضريبة في ظل ارتفاع جودة التقارير المالية إلى انخفاض إفراط ونقص الاستثمار، لتعكس كفاءة الاستثمار.

### (٢/٣/٣) النموذج الثالث (لاختبار الفرض البحثي الثالث (H3-a,b)

قدم (2018) Khurana et al. نموذج يمكن من خلاله قياس العلاقة بين تجنب الضريبة المعدلة بالقدرة الإدارية وكفاءة الاستثمار، واعتمدت عليه العديد من الدراسات (i.e., Gan, 2018; Garcia-Sanchez and Garcia-Meca, 2018):

$$\text{INVEST}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{TaxAV}_{i,t} + \beta_2 \text{MNGABLT}_{i,t} + \beta_3 (\text{TaxAV}_{i,t} * \text{MNGABLT}_{i,t}) + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \beta_6 \text{MTB}_{i,t} + \beta_7 \text{LEV}_{i,t} + \beta_8 \text{AGE}_{i,t} + \beta_9 \text{CASH}_{i,t} + \beta_{10} \text{TANG}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots(9)$$

ويتوقع أن تكون إشارة معامل الارتباط  $\beta_3$  سالبة في حالة القدرة الإدارية المرتفعة، حيث يؤدي ارتفاع تجنب الضريبة في ظل القدرة الإدارية المرتفعة إلى انخفاض إفراط ونقص الاستثمار. في المقابل، يتوقع أن تكون إشارة معامل الارتباط  $\beta_3$  موجبة في حالة القدرة الإدارية المنخفضة، حيث يؤدي ارتفاع تجنب الضريبة في ظل القدرة الإدارية المنخفضة إلى انخفاض إفراط ونقص الاستثمار.

### (٤/٣) تحليل البيانات واختبار الفروض والنتائج

#### (١/٤/٣) الإحصاءات الوصفية

يوضح الجدول رقم (٣) الإحصاءات الوصفية، وتعكس الخصائص الأساسية لمتغيرات البحث. وقد بلغ متوسط Mean معدل الضريبة الفعال المحاسبي (\*) ٠,١٥١ أكبر من نظيره النقدي ٠,١٣٢، مع استبعاد أثر الضرب في -١، وكلاهما أقل من معدل الضريبة وفقاً لقانون الضرائب المصري ٠,٢٢٥. ويبلغ وسيط Median المعدل المحاسبي (النقدي) ٠,١٦٨ (٠,٠٧٥)، كما أن الانحراف المعياري Std Dev للمعدل المحاسبي (النقدي) ٠,١٢٤ (٠,١٧١)، أي أن وسطهما الحسابي متناسب مع انحرافهما المعياري. ويقترب متوسط المعدل المحاسبي مع نظيره في دراسة (Comprix et al. (2016) الذي بلغ ٠,١٣٥، كما يقترب الانحراف المعياري للمعدل المحاسبي مع نظيره في دراسة (Asiri et al. (2020) الذي بلغ ٠,١٨.

وقد بلغت نسبة المنشآت التي تعاني من إفراط الاستثمار ٤١% (١٠٧ مشاهدة ÷ ٢٦١ مشاهدة)، في المقابل، بلغت نسبة المنشآت التي تعاني من نقص الاستثمار ٥٩% (١٥٤ مشاهدة ÷ ٢٦١ مشاهدة)، وهو ما يتفق مع النسب المقابلة لها تماماً في دراسة الصايغ وعبدالمجيد (٢٠١٤)، وقد فسرت الدراسة ارتفاع نسبة نقص الاستثمار بسبب المشكلات التي قد تواجهها المنشآت المصرية في توفير السيولة اللازمة لتمويل المشروعات الاستثمارية، نتيجة عقبات الحصول على التمويل المطلوب. وبلغ متوسط إفراط الاستثمار ٠,٠٢٨، والذي يقترب من الوسيط البالغ ٠,٠٢٣. ويقترب هذا الوسيط من قيمة الوسيط في دراسة Asiri et al. (2020) الذي بلغ ٠,٠٢٠. كما يقترب متوسط نقص الاستثمار -٠,٠٢٦ مع وسطيه البالغ -٠,٠٢١، ويقترب الانحراف المعياري لكلاهما من الواحد الصحيح.

(\*) سوف يُشار إلى معدل الضريبة الفعال المحاسبي اختصاراً بمصطلح "المعدل المحاسبي"، في حين يُشار إلى معدل الضريبة الفعال النقدي اختصاراً بمصطلح "المعدل النقدي".

وبلغ متوسط (ووسيط) حجم المنشأة مقاسا باللوغاريتم الطبيعي الأصول ٩,٠٠٧ (٩,٠٠٩)، ويتشابه هذا نسبيا مع متوسط (ووسيط) دراسة (Khurana et al. (2018) البالغ ٧,٣٧٧ (٧,٢٤٥). كما بلغ الانحراف المعياري ٠,٧٠٣ بقيمة أقل من الواحد الصحيح. وينطبق نفس التحليل على باقى المتغيرات الرقابية، حيث تتقارب قيم الوسط الحسابى والوسيط لمعظم المتغيرات وانخفاض الانحراف المعياري عن الفرق بين الحدين الأدنى والأقصى. ويقترّب متوسط ووسيط والانحراف المعياري لنسبة الأصول الملموسة ٠,٢٠٨، ٠,١٣٨، ٠,٢٠٧ مع نظيرها فى دراسة (Asiri et al. (2020) التى بلغ ٠,٢٠، ٠,٢٧، ٠,٢٣ على التوالى، كما تقترب أيضا مع دراسة (Biddle et al. (2009); Habib and Hasan (2017). وبلغ متوسط المقياس المجمع ل جودة التقارير المالية ٠,٠٠١، ولاقتراجه من الصفر، فإنه يعكس جودة التقارير المالية فى المنشآت المصرية خلال فترة الدراسة، ومن المتوقع أن ينعكس هذا على كفاءة القرارات الاستثمارية. وبلغ متوسط (ووسيط) القدرة الإدارية ٠,٤٥٦ (٠,٠٠٠)، ويعكس هذا انخفاض المشاهدات ذات القدرة الإدارية المرتفعة عن المشاهدات ذات القدرة الإدارية المنخفضة، وبلغ الانحراف المعياري ٠,٤٩٩.

جدول رقم (٣) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

المتغيرات Variables	المتوسط Mean	الوسيط Median	انحراف معياري Std Dev	الحد الأدنى Min	الحد الأقصى Max	المشاهدات Obs.
<b>المتغير المستقل (تجنب الضريبة):</b>						
المعدل المحاسبى	-0.151	-0.168	0.124	-0.506	0.210	261
المعدل النقدى	-0.132	-0.075	0.171	-0.576	0.338	261
<b>المتغير التابع (كفاءة الاستثمار):</b>						
إفراط الاستثمار	0.028	0.023	0.023	0.000006	0.071	107
نقص الاستثمار	-0.026	-0.021	0.020	-0.077	-0.0002	154
<b>المتغيرات الرقابية:</b>						
حجم المنشأة	9.007	9.009	0.703	7.564	10.352	261
العائد على الأصول	0.058	0.052	0.074	-0.121	0.231	261
قيمة سوقية إلى دفترية	1.365	1.094	0.858	0.111	3.591	261
الرافعة المالية	0.391	0.429	0.207	0.001	0.946	261
عمر المنشأة	1.210	1.279	0.217	0.699	1.556	261
النقدية	0.072	0.041	0.076	0.00004	0.250	261
الأصول الملموسة	0.208	0.138	0.207	0.0001	0.722	261
<b>المتغيرات المعدلة:</b>						
جودة التقارير المالية	0.001	0.012	0.201	-0.427	0.478	261
القدرة الإدارية	0.456	0.000	0.499	0.000	1.000	261

## ١- اختبار الفرض البحثي الأول H1-a,b

تم صياغة الفرض البحثي الأول لاختبار أثر ممارسة المنشأة لأنشطة تجنب الضريبة على كفاءة القرارات الاستثمارية، وقد تم استخدام النموذج الأول لاختبار هذا الفرض في ظل تمثيل كفاءة الاستثمار بنموذج انحدار للإفراط وآخر للنقص، في ظل المعدل المحاسبي والنقدي في كلا النموذجين.

### ١- نموذج إفراط الاستثمار:

تشير نتائج تحليل الانحدار بالمربعات الصغرى العادية OLS بالجدول رقم (٤) إلى أن معامل التحديد المعدل  $Adj. R^2$  ١٦,٥% في حالة المعدل المحاسبي، أي أن النموذج يفسر ١٦,٥% من التغير في إفراط الاستثمار، كما أن يفسر ١٧,٣% في حالة المعدل النقدي، ويتشابه هاتين المعاملين مع دراسة Comprix et al. (2016); Habib and Hasan (2017); Khurana et al. (2018); Asiri et al. (2020). كما أن اختبار F-Test معنوي وقيمه ١٢,٤٢٩، ١٢,٥٦٥ في حالة المعدل المحاسبي والنقدي على التوالي، ويعكس معنوية النموذج في تفسير التغير في إفراط الاستثمار.

كما تم استخدام اختبار Durbin Watson لقياس الارتباط الذاتي Autocorrelation بين أخطاء نموذج الانحدار، وقد أظهرته النتائج بقيمة ١,٨٧٧، ١,٨١٩ في حالة المعدل المحاسبي والنقدي على التوالي، وتقع هذه القيمة ضمن المدى المثالي (١,٥ - ٢,٥)، وتشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي في قيم إفراط الاستثمار. كما تم استخدام معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) لقياس العلاقة الخطية التامة أو الإزدواج الخطي Multi-collnearity بين المتغيرات المستقلة المكونة لنموذج الانحدار وبعضها البعض، وقد تبين أن أقصى قيمة للمعامل بلغ ١,٥٠٩، ١,٤٩٤ في حالة المعدل المحاسبي والنقدي على التوالي، وطالما أن أيًا منهما لم تتجاوز القيمة ١,٠، فلا توجد هذه المشكلة.

كما تشير النتائج إلى أن معامل الانحدار ( $\beta_1$ ) معنوي وقيمه ٠,٠٤٦، ٠,٠٩٨ في حالة المعدل المحاسبي والنقدي على التوالي، أي يؤدي ارتفاع المعدل المحاسبي (النقدي) بنسبة ١% إلى ارتفاع إفراط الاستثمار بنسبة ٠,٠٤٦% (٠,٠٩٨%)، أي ارتباط ارتفاع تجنب الضريبة بارتفاع إفراط الاستثمار بعلاقة ارتباط موجبة، ويشير هذا إلى عدم كفاءة الاستثمار. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه دراسة Goldman (2016); Bailing and Rui (2018); Khurana et al. (2018); Zheng (2019). ولا تتفق مع نتائج Blaylock (2016)، الذي لم يصل إلى علاقة معنوية بينهما.

وتعني هذه النتيجة ضمناً أن إدارة المنشآت المصرية تستخدم التدفقات النقدية الناتجة عن ممارستها لأنشطة تجنب الضريبة في الاستثمار في مشروعات تحقق صافي قيمة حالية سالب، ولا توزيعها على المساهمين. وقد يرجع هذا إلى مشكلة الوكالة بين الإدارة والمساهمين، وكذلك مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، ويسعون إلى بناء إمبراطورية إدارية تحقق مصالحها الشخصية.

وبخصوص نتائج تحليل الانحدار للمتغيرات الرقابية، فإن معامل الانحدار ( $\beta_3, \beta_8$ ) معنوي بإشارة موجبة في حالة المعدل المحاسبي والنقدي، أي ارتفاع إفراط الاستثمار بارتفاع كل من: (١) العائد على

الأصول على خلاف ما تم توقعه ودراسة Richardson (2006); Blaylock (2016); Khurana et al. (2018)، (٢) نسبة الأصول الملموسة كما فى دراسة Asiri et al. (2020). كما أن معامل الانحدار ( $\beta_2, \beta_4, \beta_6, \beta_7$ ) جميعها معنوى بإشارة سالبة فى حالة المعدل المحاسبى والنقدى. أى انخفاض إفراط الاستثمار بانخفاض كل من: (١) حجم المنشأة كما فى دراسة Richardson (2006); Blaylock (2016); Habib and Hasan (2017); Khurana et al. (2018); Asiri et al. (2020) القيمة السوقية إلى الدفترية كما فى دراسة Richardson (2006); Blaylock (2016); Khurana et al. (2018); Asiri et al. (2020)، (٣) عمر المنشأة كما فى دراسة Habib and Hasan (2017); Asiri et al. (2020)، (٤) نسبة النقدية على خلاف ما تم توقعه، ولكنه يتفق مع نتائج دراسة Richardson (2006); Blaylock (2016); Khurana et al. (2018). أما معامل الانحدار ( $\beta_5$ ) غير معنوى بإشارة موجبة فى حالة المعدل المحاسبى والنقدى، أى لا يتأثر إفراط الاستثمار بدرجة جوهرية بارتفاع نسبة الديون إلى إجمالى الأصول (الرافعة المالية).

## ٢- نموذج نقص الاستثمار:

تشير نتائج الجدول رقم (٤) إلى أن النموذج يفسر ٦,٩% فى حالة المعدل المحاسبى والنقدى من التغير فى نقص الاستثمار. كما أن اختبار F-Test معنوى وقيمته ١١,٣٥٣، ١١,٣٣٥ فى حالة المعدل المحاسبى والنقدى على التوالى، ويشير إلى معنوية النموذج فى تفسير التغير فى نقص الاستثمار. كما بلغت قيمة Durbin Watson ١,٩٤٩، ١,٩٣٧ فى حالة المعدل المحاسبى والنقدى على التوالى، أى عدم وجود ارتباط ذاتى بين البواقي فى قيم نقص الاستثمار. كما تبين أن أقصى قيمة لمعامل تضخم التباين (VIF) بلغ ١,٦٣٠، ١,٦٠٦ فى حالة المعدل المحاسبى والنقدى على التوالى، أى عدم ازدواج خطى بين المتغيرات المستقلة المكونة لنموذج الانحدار وبعضها البعض.

كما تشير النتائج إلى أن معامل الانحدار ( $\beta_1$ ) معنوى وقيمته ٠,٠٥٥، ٠,٠٤٣ فى حالة المعدل المحاسبى والنقدى على التوالى، حيث يؤدي ارتفاع المعدل المحاسبى (الضريبي) بنسبة ١% إلى ارتفاع نقص الاستثمار بنسبة ٠,٠٥٥% (٠,٠٤٣%)، أى ارتباط ارتفاع تجنب الضريبة بارتفاع نقص الاستثمار بعلاقة ارتباط موجبة، وانخفاض الاستثمار الفعلى عن المتوقع بدرجة كبيرة، ويشير هذا إلى عدم كفاءة الاستثمار. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه Khurana et al. (2018); Ding (2019); Zheng (2019)، ولا تتفق مع نتائج دراسة Blaylock (2016). وتعنى هذه النتيجة ضمناً أن إدارة المنشآت المصرية لا تستخدم التدفقات النقدية الناتجة عن ممارستها لأنشطة تجنب الضريبة فى الاستثمار فى مشروعات تحقق صافى قيمة حالية موجب. وقد يرجع هذا إلى مشكلة الوكالة بين الإدارة والمساهمين، وكذلك مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، فيعزفون عن هذه الفرص الاستثمارية لأنها لا تحقق مصالحها الشخصية، أو لأنهم يفضلون الحياة الهادئة.

وبخصوص نتائج تحليل الانحدار للمتغيرات الرقابية، فإن معامل الانحدار ( $\beta_2, \beta_5, \beta_7$ ) معنوى بإشارة موجبة فى حالة المعدل المحاسبى والنقدى ومعامل الانحدار ( $\beta_4$ ) معنوى موجب فى حالة المعدل المحاسبى فقط، أى ارتفاع نقص الاستثمار بارتفاع كل من: (١) حجم المنشأة (٢) الرافعة المالية،



جدول رقم (٤) تحليل انحدار OLS لقياس أثر تجنب الضريبة على كفاءة القرارات الاستثمارية

نقص الاستثمار. UNDER-INV.				إفراط الاستثمار. OVER-INV.				العلاقة المتوقعة	المتغيرات
المعدل النقدي CASH-ETR		المعدل المحاسبي ACC-ETR		المعدل النقدي CASH-ETR		المعدل المحاسبي ACC-ETR			
قيمة VIF	معامل الإنحدار $\beta$ (قيمة t)	قيمة VIF	معامل الإنحدار $\beta$ (قيمة t)	قيمة VIF	معامل الإنحدار $\beta$ (قيمة t)	قيمة VIF	معامل الإنحدار $\beta$ (قيمة t)		
1.100	0.043* (0.511)	1.196	0.055* (0.630)	1.036	0.098* (1.053)	1.207	0.046* (0.450)	+	$\beta 1$ : تجنب الضريبة
1.317	0.100* (1.087)	1.316	0.100* (1.090)	1.145	-0.227** (-2.310)	1.146	-0.225** (-2.277)	-	B2: حجم المنشأة
1.606	-0.146* (-1.436)	1.630	-0.156* (-1.530)	1.470	0.373*** (3.349)	1.509	0.369*** (3.253)	-	B3: العائد على الأصول
1.247	0.030 (0.334)	1.256	0.038* (0.428)	1.494	-0.054* (-0.484)	1.498	-0.052* (-0.456)	-	B4: قيمة سوقية إلى دفترية
1.075	0.041* (0.499)	1.084	0.037* (0.438)	1.415	0.010 (0.091)	1.411	0.017 (0.157)	+	B5: الرافعة المالية
1.101	-0.100* (-1.185)	1.134	-0.105* (-1.231)	1.159	-0.093* (-0.941)	1.170	-0.089* (-0.892)	-	B6: عمر المنشأة
1.421	0.278*** (2.913)	1.413	0.279*** (2.927)	1.089	-0.092* (-0.964)	1.154	-0.099* (-0.994)	+	B7: النقدية
1.355	0.012 (0.125)	1.349	0.012 (0.127)	1.119	0.060* (0.614)	1.160	0.065* (0.657)	+	B8: الأصول الملموسة
0.069		0.069		0.173		0.165			معامل التحديد المعدل ( $Adj.R^2$ )
11.335*		11.353*		12.565**		12.429**			قيمة F ودالاتها (F-Test, Sig.)
1.937		1.949		1.819		1.877			قيمة اختبار Durban Watson
154				107					Observations

\* يشير إلى دلالة عند ١٠٪، \*\* يشير إلى دلالة عند ٥٪، \*\*\* يشير إلى دلالة عند ١٪.

(٣) نسبة النقدية، (٤) القيمة السوقية إلى الدفترية في حالة المعدل المحاسبي فقط، وتتفق هذه النتائج لأول ثلاث متغيرات وتختلف في الرابع مع ما توصل إليه Richardson (2006) and Blaylock (2016); Khurana et al. (2018). كما تشير النتائج أيضا إلى أن معامل الانحدار ( $\beta_3, \beta_6$ ) كلاهما معنوي بإشارة سالبة في حالة المعدل المحاسبي والنقدى. أى انخفاض نقص الاستثمار بانخفاض كل من: (١) العائد على الأصول كما في دراسة Richardson (2006); Blaylock (2016); Khurana et al. (2018)، (٢) عمر المنشأة. أما معامل الانحدار ( $\beta_8$ ) غير معنوي بإشارة موجبة في حالة المعدل المحاسبي والنقدى ومعامل الانحدار ( $\beta_4$ ) في حالة المعدل النقدى فقط. وحيث إنه توجد علاقة ارتباط موجبة بين تجنب الضريبة (مقاسا بالمعدل المحاسبي والنقدى) والإفراط والنقص في الاستثمار يتم قبول الفرض الأول بفرعيه (H1-a,b).

## ٢- اختبار الفرض البحثى الثانى H2-a,b

تم صياغة الفرض البحثى الثانى لاختبار أثر جودة التقارير المالية على العلاقة بين تجنب الضريبة وكفاءة الاستثمار، وقد تم استخدام النموذج الثانى لاختبار هذا الفرض.

### أ- نموذج إفراط الاستثمار:

بالتركيز على التفاعل بين تجنب الضريبة وجودة التقارير المالية، تشير نتائج تحليل الانحدار بالمربعات الصغرى العادية OLS بالجدول رقم (٥) إلى أن معامل الانحدار ( $\beta_3$ ) سالب غير معنوي في حالة قياس تجنب الضريبة بالمعدل المحاسبي، وسالب معنوي في حالة المعدل النقدى وقيمته -٠,٠٧٨. فمع ارتفاع المعدل النقدى المعدل بارتفاع جودة التقارير المالية، ينخفض مستوى إفراط الاستثمار، أى يقترب الاستثمار الفعلى من المتوقع، بحيث تتلاشى بواقى الاستثمار وتقترب من الصفر، مما يعنى كفاءة الاستثمار. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه Li and wang (2010); Chen et al. (2011); Shahzad et al. (2019); Comprix et al. (2016); Habib and Hasan (2017).

### ب- نموذج نقص الاستثمار:

تشير نتائج الجدول رقم (٥) إلى أن معامل الانحدار ( $\beta_3$ ) سالب معنوي وقيمته -٠,١٤٣، -٠,٠٣٤ في حالة المعدل المحاسبي والنقدى على التوالى. ويعنى هذا أن أنشطة تجنب الضريبة المعدلة بجودة التقارير المالية تسهم في انخفاض مستوى نقص الاستثمار، أى اقتراب بواقى الاستثمار من الصفر، ويعكس هذا كفاءة الاستثمار. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه Biddle et al. (2009); Li and wang (2010); Chen et al. (2011); Comprix et al. (2016); Shahzad et al. (2019). وتتسق النتائج السابقة (فى ظل نموذجى الإفراط والنقص) مع الفكرة القائلة بأن جودة التقارير المالية تدعم تجنب الضريبة لتحقيق كفاءة الاستثمار. حيث إنه ظل ارتفاع جودة التقارير المالية، لا تستخدم إدارة المنشآت المصرية التدفقات النقدية الناتجة عن ممارستها لأنشطة تجنب الضريبة فى الاستثمار فى مشروعات تحقق صافى قيمة عالية سالب، فينخفض إفراط الاستثمار، نظرا للتغلب على مشكلة الوكالة

جدول رقم (٥) تحليل انحدار OLS لقياس أثر تجنب الضريبة المعدل بجودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية

نقص الاستثمار. UNDER-INV.				إفراط الاستثمار. OVER-INV.				العلاقة المتوقعة	المتغيرات
المعدل النقدي CASH-ETR		المعدل المحاسبي ACC-ETR		المعدل النقدي CASH-ETR		المعدل المحاسبي ACC-ETR			
قيمة VIF	معامل الإنحدار $\beta$ (قيمة t)	قيمة VIF	معامل الإنحدار $\beta$ (قيمة t)	قيمة VIF	معامل الإنحدار $\beta$ (قيمة t)	قيمة VIF	معامل الإنحدار $\beta$ (قيمة t)		
1.140	-0.032 (-0.375)	1.240	-0.035* (-0.394)	1.051	-0.104* (-1.095)	1.236	-0.050* (-0.485)	+	<b>B1</b> : تجنب الضريبة
1.487	-0.031 (-0.320)	2.626	-0.162* (-1.247)	3.671	0.126* (0.837)	1.233	0.020 (0.105)	-	<b>B2</b> : جودة التقارير المالية
1.548	-0.034* (-0.336)	2.707	-0.143* (-1.085)	3.090	-0.078* (-0.585)	1.700	-0.048 (-0.270)	-	<b>B3</b> : تجنب ضريبة* جودة تقارير
1.359	0.107* (1.136)	1.356	0.084* (0.898)	1.173	-0.221** (-2.207)	1.182	-0.232** (-2.289)	-	<b>B4</b> : حجم المنشأة
1.651	-0.150* (-1.451)	1.657	-0.158* (-1.532)	2.013	0.425*** (3.240)	1.982	0.398*** (3.040)	-	<b>B5</b> : العائد على الأصول
1.251	0.029 (0.324)	1.266	0.28 (0.314)	1.501	-0.060* (-0.533)	1.550	-0.047* (-0.406)	-	<b>B6</b> : قيمة سوقية إلى دفترية
1.088	0.036* (0.431)	1.105	0.046* (0.547)	1.542	0.012 (0.106)	1.528	0.036 (0.311)	+	<b>B7</b> : الرافعة المالية
1.117	-0.103* (-1.204)	1.173	-0.089* (-1.019)	1.177	-0.083* (-0.829)	1.174	-0.086* (-0.854)	-	<b>B8</b> : عمر المنشأة
1.426	0.281*** (2.918)	1.433	0.270*** (2.811)	1.125	-0.090* (-0.916)	1.228	-0.111* (-1.077)	+	<b>B9</b> : النقدية
1.372	0.010 (0.103)	1.358	0.003 (0.29)	1.140	0.051* (0.521)	1.197	0.063* (0.620)	+	<b>B10</b> : الأصول الملموسة
0.072		0.080		0.179		0.169		معامل التحديد المعدل ( $Adj.R^2$ )	
11.103*		11.238*		12.095**		11.946**		قيمة F ودالاتها (F-Test, Sig.)	
1.942		1.986		1.801		1.863		قيمة اختبار Durban Watson	
154				107				Observations	

\* يشير إلى دلالة عند ١٠٪، \*\* يشير إلى دلالة عند ٥٪، \*\*\* يشير إلى دلالة عند ١٪.

وعدم تماثل المعلومات، حتى لو كانت تلك المشروعات تحقق مصالحها الشخصية. ولكن تستخدمها في مشروعات تحقق صافي قيمة حالية موجب، فينخفض نقص الاستثمار، حتى لو كانت تلك المشروعات لا تحقق مصالحها الشخصية.

وحيث إنه في ظل جودة التقارير المالية توجد علاقة ارتباط سالبة بين تجنب الضريبة (مقاسا بالمعدل النقدي) والإفراط والنقص في الاستثمار يتم قبول الفرض الثاني بفرعيه (H2-a,b). وحيث إنه توجد علاقة ارتباط سالبة بين تجنب الضريبة (مقاسا بالمعدل المحاسبي) ونقص الاستثمار فقط يتم قبول الفرض الثاني (H2-b).

### ٣- اختبار الفرض البحثي الثالث H3-a,b

تم صياغة الفرض البحثي الثالث لاختبار أثر القدرة الإدارية (المرتفعة والمنخفضة) على العلاقة بين تجنب الضريبة وكفاءة الاستثمار، وقد تم استخدام النموذج الثالث لاختبار الفرض.

#### أ- نموذج إفراط الاستثمار:

##### أولاً: القدرة الإدارية المرتفعة

بالتركيز على التفاعل بين تجنب الضريبة والقدرة الإدارية، تشير نتائج تحليل الانحدار بالمربعات الصغرى العادية OLS بالجدول رقم (٦) إلى أن معامل الانحدار ( $\beta_3$ ) سالب ومعنوي في حالة المعدل المحاسبي والنقدي وقيمه -٠,١٣٥، -٠,٠٨٥ على التوالي. فمع ارتفاع مستوى تجنب الضريبة، تظهر المنشآت ذات القدرة الإدارية المرتفعة مستوى منخفض من إفراط الاستثمار، أى اقتراب بواقى الاستثمار من الصفر، مما يعنى كفاءة الاستثمار. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه (Gan (2018); Khurana et al. (2018) ودراسة حسين (٢٠١٩)، فى حين لا تتفق مع ما توصل إليه (Habib and Hasan (2017)، فقد قدم أدلة تشير إلى انخراط المديرين ذوى القدرة الإدارية المرتفعة فى إفراط الاستثمار.

##### ثانياً: القدرة الإدارية المنخفضة

تشير نتائج الجدول رقم (٦) إلى أن معامل الانحدار ( $\beta_3$ ) موجب ومعنوي في حالة المعدل المحاسبي والنقدي وقيمه -٠,١٥٠، -٠,١١٤ على التوالي. أى أنه فى ظل ارتفاع مستوى تجنب الضريبة، تظهر المنشآت ذات القدرة الإدارية المنخفضة مستوى مرتفع من إفراط الاستثمار، مما يعنى عدم كفاءة الاستثمار. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه (Gan (2019); Khurana et al. (2018).

#### ب- نموذج نقص الاستثمار:

##### أولاً: القدرة الإدارية المرتفعة

تشير نتائج الجدول رقم (٦) إلى أن معامل الانحدار ( $\beta_3$ ) سالب ومعنوي في حالة المعدل المحاسبي وقيمه -٠,٠٨٩. فمع ارتفاع مستوى تجنب الضريبة، تظهر المنشآت ذات القدرة الإدارية المرتفعة مستوى منخفض من نقص الاستثمار، أى اقتراب بواقى الاستثمار من الصفر، مما يعنى كفاءة

الاستثمار. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه Garcia-Sanchez and Garcia (2018); Gan (2018); Meca (2018); Khurana et al. (2018). فى حين أنه موجب وغير معنوى فى حالة المعدل النقدى.

#### ثانيا: القدرة الإدارية المنخفضة

تشير نتائج جدول الجدول رقم (٦) إلى أن معامل الانحدار ( $\beta_3$ ) موجب ومعنوى فى حالة المعدل المحاسبى وقيمته ٠.٠٧٦. فمع ارتفاع تجنب الضريبة، تظهر المنشآت ذات القدرة الإدارية المنخفضة مستوى مرتفع من نقص الاستثمار. أى ابتعاد بواقى الاستثمار عن الصفر، مما يعنى عدم كفاءة الاستثمار. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه Garcia-Sanchez and Garcia-Meca (2018); Gan (2018); Khurana et al. (2018).

وفى ضوء النتائج السابقة، تعظم التدفقات النقدية الناتجة عن أنشطة تجنب الضريبة (مقاسا بالمعدل المحاسبى) ثروة المساهمين فى ظل القدرة الإدارية المرتفعة، حيث ينخفض حجم إفراط ونقص الاستثمار، ليصل حجم الاستثمار الفعلى إلى مستوى متقارب من المتوقع. أما فى حالة المعدل النقدى، تسهم القدرة الإدارية المرتفعة فى انخفاض إفراط الاستثمار فقط. وقد يرجع كل هذا إلى قدرة الإدارة على تحويل مدخلات الموارد إلى مخرجات بكفاءة. وتدعم النتائج السابقة الفكرة القائلة بأنه فى ظل القدرة الإدارية المرتفعة تنخفض تكلفة الوكالة وعدم تماثل المعلومات، وبالتالي التغلب على الانهيار الأخلاقى والاختيار العكسى وتحسين رقابة الأعمال الإدارية، وثم استغلال التدفقات النقدية الناتجة عن ممارسات تجنب الضريبة الاستغلال الأمثل فى مشروعات استثمارية ذات صافى تدفق نقدى موجب، والعزوف عن المشروعات ذات صافى تدفق نقدى سالب، مما يسهم فى كفاءة القرارات الاستثمارية.

فى المقابل، فى ظل القدرة الإدارية المنخفضة، وفى حالة المعدل المحاسبى، ينحرف حجم الاستثمار الفعلى عن المستوى المتوقع سواء كان انحرافاً موجبا (إفراط) أو سالبا (نقص). أما فى حالة المعدل النقدى، ينحرف حجم الاستثمار الفعلى عن المستوى المتوقع انحرافاً موجبا (إفراط) فقط. وبذلك، فى ظل القدرة الإدارية، يسيطر على إدارة المنشآت السلوك الانتهازى والمنافع الشخصية والرغبة فى بناء إمبراطورية خاصة بها، فضلا عن انخفاض قدرتها على تحويل مدخلات الموارد إلى مخرجات بكفاءة. وتدعم النتائج السابقة الفكرة القائلة بأنه فى ظل القدرة الإدارية المنخفضة تنطوى ممارسات تجنب الضريبة على عمليات معقدة، وقيود تتعلق بمصادر الحصول على تمويل من مصادر خارج المنشأة، كما ترتبط بدرجة مرتفعة من الغموض وعدم التأكد مستقبلا، نتيجة مخاطر التقاضى الضريبى المعاملات والمخاوف المتعلقة بالسمعة، وما يترتب عليها من تكاليف قانونية.

وحيث إنه توجد علاقة ارتباط سالبة بين تجنب الضريبة (مقاسا بالمعدل المحاسبى) والإفراط والنقص فى الاستثمار فى ظل القدرة الإدارية المرتفعة، على عكس علاقة الارتباط الموجبة فى ظل القدرة الإدارة المنخفضة، يتم قبول الفرض الثالث بفرعيه (H3-a,b). وحيث إنه توجد علاقة ارتباط سالبة بين تجنب الضريبة (مقاسا بالمعدل النقدى) والإفراط فى الاستثمار فقط فى ظل القدرة الإدارية المرتفعة، على عكس علاقة الارتباط الموجبة فى ظل القدرة الإدارة المنخفضة، يتم قبول الفرض الثالث (H3-a).

جدول رقم (٦) تحليل انحدار OLS لقياس أثر تجنب الضريبة المعدل بالقدرة الإدارية للمديرين على كفاءة القرارات الاستثمارية

نقص الاستثمار UNDER-INV.				إفراط الاستثمار OVER-INV.				العلاقة المتوقعة	المتغيرات
المعدل النقدي CASH-ETR		المعدل المحاسبي ACC-ETR		المعدل النقدي CASH-ETR		المعدل المحاسبي ACC-ETR			
قيمة VIF	معامل الإنحدار $\beta$ (قيمة t)	قيمة VIF	معامل الإنحدار $\beta$ (قيمة t)	قيمة VIF	معامل الإنحدار $\beta$ (قيمة t)	قيمة VIF	معامل الإنحدار $\beta$ (قيمة t)		
<b>HIGH-MNGABLTU القدرة الإدارية المرتفعة</b>									
2.052	-0.060* (-0.523)	2.337	-0.027 (-0.217)	1.540	-0.059* (-0.514)	1.721	0.013 (0.105)	+	<b>B1</b> : تجنب الضريبة
1.847	-0.046* (-0.422)	3.225	-0.135* (-0.935)	1.844	0.063* (0.501)	2.377	0.004 (0.025)	-	<b>B2</b> : قدرة إدارية
2.616	0.034 (0.261)	4.994	-0.089* (-0.498)	2.247	-0.085* (-0.619)	2.961	-0.135* (-0.731)	-	<b>B3</b> : تجنب ضريبة > قدرة إدارية
1.338	0.095* (1.023)	1.344	0.104* (1.119)	1.190	-0.205** (-2.041)	1.180	-0.204** (-2.032)	-	<b>B4</b> : حجم المنشأة
1.712	-0.131* (-1.241)	1.755	-0.131* (-1.228)	1.500	0.367*** (3.256)	1.529	0.352*** (3.080)	-	<b>B5</b> : العائد على الأصول
1.265	0.023 (0.255)	1.262	0.036* (0.397)	1.500	-0.063* (-0.558)	1.516	-0.049* (-0.428)	-	<b>B6</b> : قيمة سوقية إلى دفترية
1.101	0.051* (0.602)	1.113	0.037* (0.431)	1.435	0.004 (0.033)	1.481	0.002 (0.018)	+	<b>B7</b> : الرافعة المالية
1.158	-0.092* (-1.057)	1.155	-0.094* (-1.093)	1.195	-0.073* (-0.724)	1.213	-0.067* (-0.660)	-	<b>B8</b> : عمر المنشأة
1.433	0.287*** (2.974)	1.420	0.287*** (2.996)	1.155	-0.119* (-1.206)	1.207	-0.121* (-1.189)	+	<b>B9</b> : النقدية
1.359	0.009 (0.092)	1.377	0.017 (0.183)	1.192	0.090* (0.898)	1.234	0.074* (0.723)	+	<b>B10</b> : الأصول الملموسة
0.073		0.077		0.186		0.179		معامل التحديد المعدل ( $Adj.R^2$ )	
11.134*		10.193*		12.192**		12.089**		قيمة F ودالاتها (F-Test, Sig.)	
1.935		1.940		1.816		1.845		قيمة اختبار Durban Watson	
154				107				Observations	

القدرة الإدارية المنخفضة LOW-MNGABLT Y

2.296	-0.016 (-0.133)	2.513	-0.117* (-0.920)	3.285	-0.185* (-1.107)	3.829	-0.144* (-0.798)	+	<b>β1</b> : تجنب الضريبة
1.847	0.049* (0.447)	3.223	0.140* (0.970)	1.844	-0.063* (-0.501)	3.377	-0.004 (-0.025)	+	<b>B2</b> : قدرة إدارية
2.917	-0.036 (-0.260)	3.341	0.076* (0.518)	4.000	0.114* (0.619)	4.919	0.150* (0.731)	+	<b>B3</b> : تجنب ضريبة القدرة الإدارية
1.338	0.096* (1.030)	1.344	0.105* (1.128)	1.190	-0.205** (-2.041)	1.180	-0.204** (-2.032)	-	<b>B4</b> : حجم المنشأة
1.710	-0.127* (-1.209)	1.752	-0.127* (-1.195)	1.500	0.367*** (3.256)	1.529	0.352*** (3.080)	-	<b>B5</b> : العائد على الأصول
1.265	0.023 (0.253)	1.262	0.036* (0.396)	1.500	-0.063* (-0.558)	1.516	-0.049* (-0.428)	-	<b>B6</b> : قيمة سوقية إلى دفترية
1.101	0.049* (0.582)	1.114	0.034* (0.407)	1.435	0.004 (0.033)	1.481	0.002 (0.018)	+	<b>B7</b> : الرافعة المالية
1.158	-0.090* (-1.037)	1.155	-0.093* (-1.079)	1.195	-0.073* (-0.724)	1.213	-0.067* (-0.660)	-	<b>B8</b> : عمر المنشأة
1.432	0.285*** (2.956)	1.420	0.285*** (2.976)	1.155	-0.119* (-1.206)	1.207	-0.121* (-1.189)	+	<b>B9</b> : النقدية
1.359	0.008 (0.081)	1.376	0.017 (0.179)	1.192	0.09* (0.898)	1.234	0.074* (0.723)	+	<b>B10</b> : الأصول الملموسة
0.073		0.077		0.186		0.179		معامل التحديد المعدل ( $Adj.R^2$ )	
11.121*		11.185*		12.192**		12.089**		قيمة F ودالاتها (F-Test, Sig.)	
1.936		1.940		1.816		1.845		قيمة اختبار Durban Watson	
154				107				Observations	
* يشير إلى دلالة عند ١٠٪، ** يشير إلى دلالة عند ٥٪، *** يشير إلى دلالة عند ١٪.									

## (٤) نتائج البحث وإسهاماته وحدوده وتوصياته والمقترحات البحثية

### (١/٤) نتائج البحث

اختبر البحث أثر ممارسة المنشآت لأنشطة تجنب الضريبة على كفاءة القرارات الاستثمارية، من خلال تحديد حجم إفراط ونقص الاستثمار. ونظرا لوجود مشكلة الوكالة بين الإدارة والمساهمين ومشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، فمن المرجح أن تستخدم الإدارة التدفقات النقدية الناتجة عن أنشطة تجنب الضريبة لمصالحها الشخصية وبناء إمبراطورية إدارية، من خلال الاستثمار في مشروعات تحقق صافي تدفق نقدي سالب، فيرتفع الاستثمار الفعلي عن المتوقع، فيحدث إفراط استثمار. أو من خلال العزوف عن الاستثمار في مشروعات تحقق صافي تدفق نقدي موجب، فيحدث نقص استثمار. وقد دعمت نتائج البحث اسهام ارتفاع تجنب الضريبة في إفراط ونقص الاستثمار، أي عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، حيث تبين وجود علاقة ارتباط موجبة معنوية بين تجنب الضريبة (مقاسا بالمعدل المحاسبي والنقدي) وإفراط ونقص الاستثمار في ضوء مجموعة من المتغيرات الرقابية الضابطة لهذه العلاقة.

كما اختبر البحث الأثر التفاعلي بين تجنب الضريبة وجودة التقارير المالية والقدرة الإدارية (بشقيها المرتفع والمنخفض) على كفاءة القرارات الاستثمارية. فمن المرجح أن تعالج جودة التقارير المالية والقدرة الإدارية المرتفعة مشكلتي الوكالة وعدم تماثل المعلومات، ومن ثم، لا يمكن للإدارة أن تستخدم التدفقات النقدية الناتجة أنشطة تجنب الضريبة في مشروعات استثمارية ذات صافي تدفق نقدي سالب أو أن تعزف عن مشروعات ذات صافي تدفق نقدي موجب، أي تتحقق كفاءة القرارات الاستثمارية. في المقابل، إذا كانت القدرة الإدارية منخفضة تتضخم مشكلتي الوكالة وعدم تماثل المعلومات، وبالتالي، تستخدم التدفقات النقدية تلك في ارتفاع حجم انحراف الاستثمار الفعلي عن المتوقع، أي ارتفاع حجم إفراط ونقص الاستثمار، مما يعنى عدم كفاءة القرارات الاستثمارية.

وقد دعمت نتائج البحث أنه في ظل جودة التقارير المالية، توجد علاقة ارتباط سالبة غير معنوية (معنوية) بين المعدل المحاسبي والإفراط (النقص) في الاستثمار، كما توجد علاقة ارتباط سالبة معنوية بين المعدل النقدي وإفراط ونقص الاستثمار. كما دعمت نتائج البحث أيضا، أنه في ظل القدرة الإدارية المرتفعة، توجد ارتباط سالبة معنوية بين المعدل المحاسبي وإفراط ونقص الاستثمار، في مقابل علاقة ارتباط موجبة في ظل القدرة الإدارية المنخفضة. كما أنه أيضا في ظل القدرة الإدارية المرتفعة، توجد علاقة ارتباط سالبة معنوية (موجبة غير معنوية) بين المعدل النقدي والإفراط (النقص) في الاستثمار، في مقابل علاقة ارتباط موجبة معنوية (سالبة غير معنوية) بين المعدل النقدي والإفراط (النقص) في الاستثمار.



## (٢/٤) إسهامات البحث وحدوده وتوصياته

تضيف الدراسة الحالية إلى الأدبيات من خلال تقديم دليل على التأثير المباشر لتجنب الضريبة على ثروة المساهمين، ومن ثم انعكاسه على كفاءة الاستثمار في ظل جودة التقارير المالية وظروف القدرة الإدارية المرتفعة. وبذلك، تسهم هذه الدراسة في الجدل حول ما إذا كانت المنشأة تستفيد اقتصاديا من زيادة مستويات تجنب الضريبة، ودور جودة التقارير المالية والقدرة الإدارية في تقييد الآثار ذات الصلة بالوكالة مثل استخراج الإيجار، الذى يعرف على نطاق واسع بالانتهازية الإدارية، بما فى ذلك بناء الإمبراطورية، التى قد تؤدي إلى تفاقم العلاقة بين تجنب الضريبة وكفاءة الاستثمار. ولهذه الإضافة آثارا مهمة على كل من الممارسة الضريبية وعملية اتخاذ القرارات المالية للمنشأة.

وتتمثل أحد أوجه القصور لهذه الدراسة فى انخفاض حجم العينة مقارنة فى دراسات سابقة (i.e., Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011; Khurana et al., 2018; Asiri et al., 2020). كذلك توجد متغيرات رقابية تضبط العلاقة بين تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الاستثمارية وردت فى دراسات سابقة لم تتضمنها الدراسة الحالية، والتي قد يؤدي تضمينها نتائج مختلفة، فضلا عن وجود مؤشرات أخرى - بخلاف المستخدمة فى الدراسة - لقياس تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الاستثمارية. كما تناولت الدراسة الحالية متغيري جودة التقارير المالية والقدرة الإدارية كمتغيرات معدلة للعلاقة بين تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الاستثمارية، إلا أنه كان يمكن استخدامهما كمتغيرين مستقلين لقياس أثرهما على كفاءة القرارات الاستثمارية والحصول على نتائج مختلفة. كما توجد متغيرات أخرى مستقلة يمكن اختبار أثرها على كفاءة القرارات الاستثمارية بخلاف تجنب الضريبة يمكن أن تقدم نتائج مختلفة.

وفى ضوء النتائج التى توصلت إليها هذه الدراسة، يمكن اقتراح التوصيات التالية:

- ١- أهمية التزام المنشآت المصرية بضوابط ومتطلبات جودة التقارير المالية، حتى تصبح التقارير المالية أكثر إفصاحا وشفافية، لكى يمكن التغلب على مشكلتي الوكالة وعدم تماثل المعلومات، ويتقيد بذلك سلوك الإدارة الانتهازي فى الاستثمار فى مشروعات تحقق صافى تدفق نقدي سالب أو العزوف عن أخرى تحقق صافى تدفق نقدي موجب.
- ٢- أهمية رفع قدرة الإدارة فى تحويل مدخلات المنشأة إلى مخرجات بكفاءة، مما يسهم فى كفاءة القرارات الاستثمارية.
- ٣- أهمية إجراء مزيدا من الدراسات والبحوث المحاسبية بشأن تحديد محددات كفاءة القرارات الاستثمارية فى بيئة الأعمال المصرية.

## (٣/٤) المقترحات البحثية

فى ضوء نتائج البحث وحدوده، يمكن اقتراح مجموعة من المقترحات البحثية التالية:

- ١- اختبار أثر الديون قصيرة الأجل على كفاءة القرارات الاستثمارية.

- ٢- اختبار أثر الثقة الزائدة للإدارة على كفاءة القرارات الاستثمارية.
- ٣- اختبار أثر المسؤولية الاجتماعية للشركات على كفاءة القرارات الاستثمارية.
- ٤- اختبار أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الاستثمارية.
- ٥- اختبار أثر استراتيجية المنشأة والقيود المالية على العلاقة بين تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الاستثمارية.
- ٦- اختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وتجنب الضريبة وأثرها على كفاءة القرارات الاستثمارية.
- ٧- اختبار أثر جودة التقارير المالية والقدرة الإدارية على العلاقة بين تجنب الضريبة وقيمة المنشأة.
- ٨- اختبار أثر جودة التقارير المالية والقدرة الإدارية على العلاقة بين تجنب الضريبة وانهيار سعر السهم.

## مراجع البحث

### أولاً: المراجع العربية

- ١- الجريدة الرسمية، العدد (٢٦) مكرر (أ) بتاريخ ٢٠١٤/٦/٣٠.
- ٢- حسين، محمد إبراهيم محمد (٢٠١٩). قياس تأثير جودة التقارير المالية، وآليات حوكمة الشركات، وخصائص المديرين التنفيذيين على كفاءة القرارات الاستثمارية: دراسة تطبيقية. **الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد ٢٣، العدد ٢، ص ص ١-٥٧.**
- ٣- شاهين، سيد محسن مرسى (٢٠١٧). قياس أثر أنشطة المسؤولية الاجتماعية لمنظمات الأعمال على ممارسات التجنب الضريبي. **رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة.**
- ٤- الصايغ، عماد سعد محمد، عبدالمجيد، حميدة محمد (٢٠١٤). قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية. **مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات المصرية، كلية التجارة، جامعة بنى سويف، المجلد ٣، العدد ١، ص ص ١-٤٩.**
- ٥- على، جابر محمد حسن (٢٠١٧). أثر جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار فى الشركات المصرية المسجلة بالبورصة. **مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد ٥٤، العدد ١، ص ص ١-٣٣.**
- ٦- معايير المراجعة المصرية، وزارة الاستثمار والتعاون الدولي.
- ٧- مليجي، مجدى مليجي عبدالحكيم (٢٠١٨)، تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسؤولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية. **الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد ٢٢، العدد ٤، ص ص ٣٣٠-٤٠١.**
- ٨- يوسف، أيمن يوسف محمود (٢٠١٩)، أثر تركيز الملكية وحجم مكتب المراجعة على علاقة ممارسات التجنب الضريبي بعوائد الأسهم ومخاطر الشركات-دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، **الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مجلد ٢٣، العدد ٤، ص ص ١-٦٨.**

- 1- Ahmed, A., and Duellman, S. (2011). Evidence on the role of accounting conservatism in monitoring managers' investment decisions. **Accounting & Finance**, Vol. 51, No. 3, pp. 609–633.
- 2- Akbari, F., Salehi, M., and Vlashani, M. (2018). The effect of managerial ability on tax avoidance by classical and Bayesian econometrics in multilevel models Evidence of Iran. **International Journal of Emerging Markets**, Vol. 13, No. 6, pp. 1656-1678.
- 3- Akhtar, F., Thyagaraj, S., and Das, S. (2018). The impact of social influence on the relationship between personality traits and perceived investment performance of individual investors: Evidence from Indian stock market. **International Journal of Managerial Finance**, Vol. 14, No. 1, pp. 130-148
- 4- Andreou, C., Karasamani, I., Louca, C., and Ehrlich, D. (2017). The impact of managerial ability on crisis-period corporate investment. **Journal of Business Research**, Vol. 79, PP. 107-122.
- 5- Armstrong, C., Blouin, J., Jagolinzer, A., and Larcker, D. (2015). Corporate Governance, Incentives and Tax Avoidance. **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 60, No. 1, pp. 1–17.
- 6- Aronmwan, E., and Okafor, C. (2019). Corporate tax avoidance: review of measures and prospects. **International Journal of Accounting and Finance (IJAF)**, Vol. 08, No. 2, pp. 21-42
- 7- Asiri, M., Al-Hadi, A, Taylor, G., and Duong, L. (2020). Is Corporate tax avoidance associated with Investment efficiency? **North American Journal of Economics & Finance**, Vol. 54, pp. 1-45.
- 8- Bailing, J., and Rui, J. (2018). The impact of tax avoidance on enterprise investment efficiency, **Journal of Discrete Mathematical Sciences & Cryptography**, Vol. 21, No. 6, pp. 1293-1298.
- 9- Balakrishnan, K., Blouin, J., and Guay, W. (2011). Does Tax Aggressiveness Reduce Financial Reporting Transparency? **Working Paper**, Wharton School, University of Pennsylvania. Available at: [10.2139/ssrn.1792783](https://ssrn.com/abstract=102139)
- 10- Ball, R., and Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 39, No. 1, pp. 83–128.
- 11- Bamber, S., Jiang, J., and Wang, Y. (2010). What's my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure. **The Accounting Review**, Vol. 85, No. 4, pp. 1131–1162.
- 12- Beatty, A., Scott, W., and Weber, J. (2010). The effect of private information and monitoring on the role of accounting quality in investment decisions. **Contemporary Accounting Research**, Vol. 27, No. 1, pp. 17-47.
- 13- Bertrand, M. and Mullainathan, S. (2003). Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences'. **Journal of Political Economy**, Vol. 111, No. 5, pp. 1043–1075.

- 14- Bhabra, G., Kaur, P., and Seoungpil, A. (2018). Corporate Governance and the Sensitivity of Investments to Cash Flows'. **Accounting and Finance**, Vol. 58, No. 2, pp. 367–96.
- 15- Biddle, G., and Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. **The Accounting Review**, Vol. 81, pp. 963–982.
- 16- Biddle, G., Hilary, G., and Verdi, R. (2009). How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 48, No. 2–3, pp. 112–31.
- 17- Blaylock, B. (2016). Is Tax Avoidance Associated with Economically Significant Rent Extraction among U.S. Firms? **Contemporary Accounting Research**, Vol. 33, No. 3, pp. 1-30.
- 18- Brito, A., and John, K. (2002). Leverage and growth opportunities: risk avoidance induced by risky debt. **NYU Working Paper No. FIN-02-003**. Available: <https://ssrn.com/abstract=1295820>
- 19- Brown, J., Drake, K., and Wellman, L. (2015). The benefits of a relational approach to corporate political activity: Evidence from political contributions to tax policymakers. **J. Amer. Taxation Assoc**, Vol. 37, No. 1, pp. 69–102.
- 20- Brown, S., and S., Hillegeist. 2007. How disclosure quality affects the level of information asymmetry. **Review of Accounting Studies**, Vol. 12, No. 1, pp. 443–477.
- 21- Bushman, R., and Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 32, No. 1–3, pp. 237–333.
- 22- Chen, C., Lu, H. and Sougiannis, T. (2012). The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs. **Contemporary Accounting Research**, Vol. 29, No. 2, pp. 252-282.
- 23- Chen, F., Hope, O., Li, Q., and Wang, X. (2011). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets. **The Accounting Review**, Vol. 86, No. 4, pp. 1255–1288.
- 24- Cheng, M., Dhaliwal, S., and Zhang, Y. (2013). Does Investment Efficiency Improve after the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control Over Financial Reporting? **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 56, No. 1, pp. 1–18.
- 25- Comrix, J., Ha, J., Feng, M., and Kang, T. (2006). Tax Avoidance and Corporate Investment Behavior: The Role of Information Environment. Available at: [https://pdfs.semanticscholar.org/2492/6ab4ebd8ddaed85da50fde60fe8d55cc7b00.pdf?\\_ga=2.23527602.926420865.1592660649-384046202.1587189911](https://pdfs.semanticscholar.org/2492/6ab4ebd8ddaed85da50fde60fe8d55cc7b00.pdf?_ga=2.23527602.926420865.1592660649-384046202.1587189911)
- 26- Crocker, K.J., and Slemrod, J. (2005). Corporate tax evasion with agency costs. **Journal of Public Economics**, Vol. 89, pp. 1593– 1610.
- 27- Dechow, P., and Dichev, I. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. **The Accounting Review**, Vol. 77, pp. 35-59.

- 28- Demerjian, P., Lev, B., and McVay, S. (2012). Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests. **Management Science**, Vol. 58, No. 7, pp. 1229–48.
- 29- Desai, M. and Dharmapala, D. (2006). Corporate Tax Avoidance and High-Powered Incentives. **Journal of Financial Economics**, Vol. 79, No. 1, pp. 145–79.
- 30- Desai, M., & Dharmapala, D. (2009). Corporate tax avoidance and firm value. **Review of Economics and Statistics**, Vol. 91, Nol. 3, pp. 537–546.
- 31- Desai, M., Dyck, A., and Zingales, L. (2007). Theft and Taxes. **Journal of Financial Economics**. Vol. 84, No. 3, pp. 591–623.
- 32- Dhaliwal, S., Huang, X., Moser, J., and Pereira, R. (2011). Corporate Tax Avoidance and the Level and Valuation of Firm Cash Holdings. **American Accounting Association Annual Meeting - Tax Concurrent Sessions**, Available at: <https://ssrn.com/abstract=1905076> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1905076>
- 33- Ding, X. (2019). Research on the Impact of Corporate Tax Avoidance on Investment Efficiency. **2nd International Conference on Financial Management, Education and Social Science (FMESS 2019)**. Available at: <https://www.clausiuspress.com/conferences/LNEMSS/FMESS%202019/19FMESS055.pdf>
- 34- Dyreng, S., Hanlon, M., and Maydew, E. (2010). The effects of executives on corporate tax avoidance. **The Accounting Review**, Vol. 85, No.4, pp.1163–1189.
- 35- Edwards, E., Schwab, C., and Shevlin, T. (2016). Financial Constraints and Cash Tax Savings. **The Accounting Review**, Vol. 91, No. 3, pp. 859–81.
- 36- Ferrero, J., Cano, D., and Sánchez, I. (2016). The Causal Link between Sustainable Disclosure and Information Asymmetry: The Moderating Role of the Stakeholder Protection Context. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, Vol. 23, No. 5, pp. 319-332.
- 37- Francis, B., Sun, X., and Wu, Q. (2014). Managerial Ability and Tax Avoidance. Available at: [10.2139/ssrn.2348695](https://ssrn.com/abstract=2348695)
- 38- Gan, H. (2018). Does CEO managerial ability matter? Evidence from corporate investment efficiency. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, Vol. 52, No. 4, pp. 1-34.
- 39- García-Sánchez, I., and García-Meca, E. (2018). Do talented managers invest more efficiently? The moderating role of corporate governance mechanisms. **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 26, No. 4, pp. 238-254.
- 40- Goldman, N. (2016). The effect of tax aggressiveness on investment efficiency. **A Dissertation for the Degree of Doctor of Philosophy**, Graduate College, the University Of Arizona, USA.
- 41- Habib, A., Hasan, M., and Al-Hadi, A. (2017). Financial statement comparability and corporate cash holdings. **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, Vol. 13, No. 3, pp. 304-321.

- 42- Hang, L., and Kangtao, Y. (2013). Does Corporate Tax Avoidance Affect Investment Efficiency?, Available at: [http://en.cnki.com.cn/Article\\_en/CJFDTOTAL-KJYJ201306009.htm](http://en.cnki.com.cn/Article_en/CJFDTOTAL-KJYJ201306009.htm)
- 43- Hanlon, M. and Heitzman, S. (2010). A Review of Tax Research. **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 50, No. 2–3, pp. 127–78.
- 44- Harford, J., Mansi, S., and Maxwell, W. (2008). Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US. **Journal of Financial Economics**, Vol. 87, No. 3, pp. 535–555.
- 45- Harvey, R., Lins, V. and Roper, H., 2004. The effect of capital structure when expected agency costs are extreme. **Journal of Financial Economics**, Vol. 74, pp. 3-30.
- 46- Hasan, I., Hoi, C. K., Wu, Q., and Zhang, H. (2014). Beauty is in the eye of the beholder: The effect of corporate tax avoidance on the cost of bank loans. **Journal of Financial Economics**, Vol. 113, No. 1, pp. 109-130.
- 47- Hoopes, L., Mescall, D., and Pittman, A. (2012). Do IRS audits deter corporate tax avoidance? **The Accounting Review**, Vol. 87, pp. 1603–1639.
- 48- Hope, O., and Thomas, W. (2008). Managerial Empire Building and Firm Disclosure. **Journal of Accounting Research**, Vol. 46, No. 3, pp. 591–626.
- 49- Houcine, A. (2017). The effect of financial reporting quality on corporate investment efficiency: Evidence from the Tunisian stock market. **Research in International Business and Finance**, Vol. 42, pp. 321-337.
- 50- Huang, H., Lobo, G., Chong, W., and Hong, X. (2016). Customer Concentration and Corporate Tax Avoidance. **Journal of Banking and Finance**, Vol. 72m No. 1, pp. 184-200.
- 51- Huseynov, F., Sardarli, S., and Zhang, W. (2017). Does index addition affect corporate tax avoidance? **Journal of Corporate Finance**. Vol. 43, No. C, pp. 241-259.
- 52- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review**, Vol. 76, No. 2, pp. 323–329.
- 53- Jiménez-Angueira, C. (2008). Tax Aggressiveness, Tax Environment Changes, and Corporate Governance. **A Dissertation for the Degree of Doctor of Philosophy**, Graduate School of the University of Florida, USA.
- 54- Kasznik, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. **Journal of Accounting Research**, Vol. 37, No. 1, pp. 57-82.
- 55- Kerr, J. (2018). Transparency, Information Shocks, and Tax Avoidance. **Contemporary Accounting Research**, Vol. 36, No. 2, pp. 1146-1183.
- 56- Khan, M., Srinivasan, S., and Tan, L. (2017). Institutional Ownership and Corporate Tax Avoidance: New Evidence. **The Accounting Review**, Vol. 92 No. 2, pp. 101–122.
- 57- Khurana, I. and Moser, W. (2013). Institutional Shareholders’ Investment Horizons and Tax Avoidance. **Journal of the American Taxation Association**, Vol. 35, No. 1, pp. 111–134.

- 58- Khurana, K., William, J., and Raman, K. (2018). Tax Avoidance, Managerial Ability, and Investment Efficiency. **A Journal of Accounting, Finance, and Business Studies**, Vol. 54, No. 4, 2018, pp. 547-575.
- 59- Kim, J., Li, Y., and Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. **Journal of Financial Economics**, Vol. 100, No. 3, pp. 639–662.
- 60- Koester, A., Shevlin, T., and Wangerin, D. (2006). The Role of Managerial Ability in Corporate Tax Avoidance. **Management Science**, Vol. 63. No. 10, pp. 1-27.
- 61- Kovermann, J., and Velte, P. (2019). The impact of corporate governance on corporate tax avoidance—A literature review. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, Vol. 36, No. C, pp. 1-29.
- 62- Lambert, R., Leuz, C., and Verrecchia R. (2007). Accounting information, disclosure and the cost of capital. **Journal of Accounting Research**, Vol. 45, No. 2, pp. 385–420.
- 63- Li, Q., and Wang, T. (2010). Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience. **Nankai Business Review International**, Vol. 1, No. 2, pp. 197-213.
- 64- Lin, W., Wu, M. and Chen, M. (2018). Asymmetry Herding Behavior of Real Estate Investment Trusts: Evidence from Information Demand, **Journal of Risk**, Vol. 21, No. 2.
- 65- McNichols, M., and Stubben, S. (2008). Does earnings management affect firms' investment decisions? **The Accounting Review**, Vol. 83, No. 6, pp. 1571-1603.
- 66- Mills, L. (1998). Book-tax Differences and Internal Revenue Service Adjustments. **Journal of Accounting Research**, Vol. 36, No. 2, pp. 343–56.
- 67- Myers, S., and Majluf, S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do Not Have. **Journal of Financial Economics**, Vol. 13, No. 2, pp. 187-221.
- 68- Palan, R., Murphy, R. and Chavagneux, C. (2010). Tax Havens: How Globalization Really Works. **Cornell University Press**, Ithaca.
- 69- Park, J., Ko, C., and Jung, H. (2016). Managerial Ability and Tax Avoidance: Evidence from Korea. **Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics**, Vol. 23, No. 4, pp. 449–477.
- 70- Rego, S., and Wilson, R. (2012). Equity risk incentives and corporate tax aggressiveness. **J. Accounting Res**, Vol. 50, No. 3, pp. 775–810.
- 71- Rezaei, F., and Ghanaeenejad, M. (2014). A Review on Transparency in Financial Reporting and its effects on Tax Avoidance and Firm Value. **Journal of Commerce & Accounting Research**, Vol. 3, No. 2, pp. 8-21.
- 72- Richardson, S. (2006). Over-investment of Free Cash Flows. **Review of Accounting Studies**, Vol. 11, No. 2–3, pp. 159–189.
- 73- Riddick, L. and Whited, T. (2009). The Corporate Propensity to Save. **The Journal of Finance**, Vol. 64, No. 4, pp. 1729–1766.

- 74- Robinson, J., Sikes S., and Weaver C. (2010). Performance measurement of corporate tax departments. **The Accounting Review**, Vol. 85, No. 3, pp. 1035–1064.
- 75- Roychowdhury, S., Shroff, N., and Verdi, R. (2019). The effects of financial reporting and disclosure on corporate investment: A review. **Journal of Accounting & Economics (JAE)**, Available at: <https://ssrn.com/abstract=3429337>
- 76- Scahzad F., and Hanif, W. (2019). The influence of financial reporting quality and audit quality on investment efficiency: Evidence from Pakistan. **International Journal of Accounting and Information Management**, Vol. 27, No. 4, pp. 600-614.
- 77- Shahzad, F., Rehman, I., Colombage, S., and Nawaz, F. (2019). Financial reporting quality, family ownership, and investment efficiency: an empirical investigation. **Managerial Finance**, Vol. 45, No. 4, pp. 513-535.
- 78- Slemrod, J., (2004). The economics of corporate tax selfishness. **National Tax Journal**. Vol. 57, pp. 877–899.
- 79- Taylor, G., and Richardson, G. (2012). International Corporate Tax Avoidance Practices: Evidence from Australian Firms. **International Journal of Accounting**, Vol. 47, No. 4, pp. 469–496.
- 80- Taylor, G., Richardson, G., and Taplin, R. (2015). The Determinants of Tax Haven Utilization: Evidence from Australian Firms. **Accounting and Finance**, Vol. 52, No. 1, pp. 373–402.
- 81- Thompson, S. (2012). Sampling, Third Edition, **A John Wiley & Sons, Inc.** New Jersey, USA.
- 82- Verdi, R. (2006). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency. Available at: <https://ssrn.com/abstract=930922> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.930922>
- 83- Wang, D. (2006). Founding Family Ownership and Earnings Quality. **Journal of Accounting Research**, Vol. 44, No. 3, pp. 619-656.
- 84- Wang, F., Xu, S., Sun, J., and Cullinan, C. (2019). Corporate Tax Avoidance: A Literature Review and Research Agenda. **Journal of Economic Surveys**, Vol. 0, No. 0, pp. 1–19. Available at: [10.1111/joes.12347](https://doi.org/10.1111/joes.12347)
- 85- Watts, L., Zimmerman.L. (1978). Towards a positive theory of the determination accounting standards. **Accounting Review**. Vol. 53, No. 1, pp. 112–134.
- 86- Wilson, R. (2009). An Examination of Corporate Tax Shelter Participants. **The Accounting Review**, Vol. 84, No. 3, pp. 969–699.
- 87- Xu, X., Wang, X., and Han, N. (2012). Accounting conservatism ultimate ownership and investment efficiency. **China Finance Rev. Int.**, Vol. 2, No. 1, pp. 53–77.
- 88- Zheng, M. (2019). Tax Avoidance Activities and Investment Efficiency. **4th International Conference on Humanities Science, Management and Education Technology (HSMET 2019)**. Available at: [file:///C:/Users/abdul/Downloads/125913635%20\(3\).pdf](file:///C:/Users/abdul/Downloads/125913635%20(3).pdf)



## ملحق بقائمة منشآت عينة البحث وقطاعاتها

أولاً: قطاع الأغذية والمشروبات (١٠ منشآت ١٣,٧%)		خامساً: قطاع السياحة والترفيه (٦ منشآت ٨,٢%)	
١	الإسماعيلية الوطنية للصناعات الغذائية - فوديكو	٣٩	المصرية للمشروعات السياحية العالمية
٢	الإسماعيلية مصر للدواجن	٤٠	المصرية للمنتجات السياحية
٣	الدلتا للسكر	٤١	جولدن كوست السخنة للاستثمار السياحي
٤	الشرقية الوطنية للامن الغذائي	٤٢	رمكو لإنشاء القرى السياحية
٥	العربية لمنتجات الألبان "أراب ديرى - باندا"	٤٣	رواد السياحة
٦	القاهرة للدواجن	٤٤	مصر للفنادق
٧	المصرية لصناعة النشا والجلوكوز	<b>سادساً: قطاع العقارات (١٠ منشآت ١٣,٧%)</b>	
٨	جهينة للصناعات الغذائية	٤٥	الاستثمار العقاري العربي
٩	مجموعة اجواء للصناعات الغذائية	٤٦	الإسماعيلية الجديدة للتطوير والتنمية العمرانية
١٠	مطاحن مصر الوسطى	٤٧	التعمير والاستشارات الهندسية
<b>ثانياً: قطاع التشييد ومواد البناء (١١ منشأة ١٥,١%)</b>		٤٨	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار
١١	اسمنت بورتلاند طرة	٤٩	الشمس للإسكان والتعمير
١٢	اسمنت سيناء	٥٠	المتحدة للإسكان والتعمير
١٣	الإسكندرية لأسمنت بورتلاند	٥١	بالم هيلز للتعمير
١٤	الحديثة للمواد العازلة - مودرن - بيتومود	٥٢	زهراء المعادى للاستثمار والتعمير
١٥	السويس للأسمنت	٥٣	عامر القابضة (عامر جروب)
١٦	العز للسيراميك والبورسلين - الجوهرة	٥٤	مجموعة طلعت مصطفى القابضة
١٧	المصرية لتطوير صناعة البناء (ليفنت سلاب)	<b>سابعاً: قطاع الكيماويات (٦ منشآت ٨,٢%)</b>	
١٨	دلتا للإنشاء والتعمير	٥٥	البويات والصناعات الكيماوية
١٩	ليسيكو مصر	٥٦	الدولية للأسمدة والكيماويات
٢٠	مصر بنى سويف للأسمنت	٥٧	المالية والصناعية المصرية
٢١	مصر للأسمنت - قنا	٥٨	سماد مصر - إيجيفرت
<b>ثالثاً: قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات (١٠ منشآت ١٣,٧%)</b>		٥٩	سيدي كرير للبتروليكيماويات
٢٢	الأهرام للطباعة والتغليف	٦٠	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات
٢٣	السويدى إليكترونيك	<b>ثامناً: قطاع المنتجات المنزلية والشخصية (٧ منشآت ٩,٦%)</b>	
٢٤	السويس للأكياس	٦١	النساجون الشرقيون للسجاد
٢٥	الشرق الأوسط لصناعة الزجاج	٦٢	العامية لمنتجات الخزف والصيني
٢٦	الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير - أيكون	٦٣	العربية لحليج الأقطان
٢٧	العربية للصناعات الهندسية	٦٤	العربية وبولفارا للغزل والنسيج - يونيراب
٢٨	الكابلات الكهربائية المصرية	٦٥	النيل لحليج الأقطان
٢٩	دلتا للطباعة والتغليف	٦٦	جولدت تكس للأصواف
٣٠	غبور اوتوجى بى أوتو	٦٧	دايس للملابس الجاهزة
٣١	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة والتغليف والورق	<b>تاسعاً: قطاع المواد الأساسية (٦ منشآت ٨,٢%)</b>	
<b>رابعاً: قطاع الرعاية الصحية والأدوية (٧ منشآت ٩,٦%)</b>		٦٨	الألومنيوم العربية
٣٢	العبوات الطبية	٦٩	الحديد والصلب المصرية
٣٣	القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية	٧٠	العز الدخيلة للصلب - الإسكندرية
٣٤	المصرية الدولية للصناعات الدوائية-إيببيكو	٧١	أسيك للتعدين-أسكوم
٣٥	أكتوبر فارما	٧٢	حديد عز
٣٦	جلاكسو سميكتالين	٧٣	مصر للألومنيوم
٣٧	سبأ الدولية للأدوية والصناعات الكيماوية		
٣٨	مينا فارم للأدوية والصناعات الكيماوية		