



**أثر ممارسات التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار
في ظل التدفقات النقدية الحرة كمتغير معدل
دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية**

د/أحمد محمد شوقي محمد فهمي

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الاسكندرية

ملخص البحث

يهدف هذا البحث إلى تحليل واختبار أثر ممارسات التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار بالشركات، وأثر التدفقات النقدية الحرة على هذه العلاقة، وذلك باستخدام عينة من ٤٤ شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٥ حتى ٢٠٢٠.

وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية غير معنوية بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار. كما اتضح وجود أثر طردي معنوي بين حجم الشركة وكفاءة الاستثمار نتيجة زيادة قدرة الشركة على الحصول على خدمات إدارية بكفاءة أعلى وتمويل بتكلفة أقل.

كما أوضحت نتائج الدراسة وجود تأثير معنوي للتدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار.

وقد قام الباحث بتأكيد نتائج الاختبار باستخدام تحليل الحساسية، حيث اتضح وجود علاقة عكسية معنوية بين التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار عند استخدام نسبة الضرائب المدفوعة إلى صافي الدخل قبل الضريبة لقياس ممارسات التجنب الضريبي. كما اتضح أن أثر التدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار يتحقق في حالة الشركات الرابحة فقط.

الكلمات المفتاحية: ممارسات التجنب الضريبي - كفاءة الاستثمار - التدفقات النقدية الحرة -

المعلومات المحاسبية

The effect of tax avoidance practices on investment efficiency, free cash as moderating variable-an empirical study on the companies listed in Egyptian Stock Exchange

Abstract

This research aims at analyzing and examining the effect of tax avoidance on investment efficiency, the effect of free cash on this relation, using a sample of 44 companies listed in Egyptian Stock Exchange from 2015 to 2020.

The study results showed an insignificant negative relation between tax avoidance and investment efficiency. The results also indicated a significant and positive effect of the size of the company and the efficiency of the investment as a result of increasing the company's ability to obtain administrative services with higher efficiency and financing at a lower cost.

The findings showed a positive and significant effect of the effect of free cash on the relation between tax avoidance and investment efficiency.

The researcher confirmed the test results using a set of sensitivity analysis, where it was found that there was a significant negative relationship between tax avoidance and investment efficiency when the percentage of taxes paid to net income before tax was used to measure tax avoidance practices. It also found that the effect of free cash flows on the relationship between tax avoidance practices and investment efficiency achieved in the case of profitable companies only.

Keywords: Tax avoidance practices –Investment efficiency– Free cash – Accounting information

١ - مقدمة

يعتبر القيام بأنشطة التجنب الضريبي Tax avoidance^(١) بواسطة الشركات من المشاكل الجوهرية في العديد من الدول، نتيجة اعتبار الضريبة المصدر الجوهري لإيرادات الدولة من جانب، كما تؤدي لزيادة أرباح الشركة بعد الضريبة وزيادة ملاكها ، ووجود آثار سلبية على شفافية وجودة التقارير المالية، وبالتالي إمكانية التأثير على كفاءة الاستثمار من جانب آخر (Taylor and Richardson, 2013, Wang et al. 2015, and Asiri et al. 2020).

تستخدم الشركات أنشطة التجنب الضريبي كطريقة لزيادة الأرباح بعد الضريبة التي يتم الإفصاح عنها، وذلك من خلال الاستفادة بمزايا واعفاءات القانون الضريبي بما يحقق منافع لحملة الأسهم والإدارة من خلال زيادة التوزيعات وحوافز ومكافآت الإدارة (Bimo et al. 2019). وبالرغم من منافع التجنب الضريبي للإدارة والملاك، إلا أنه يؤثر على شفافية وجودة التقارير المالية، وزيادة مشاكل الوكالة بين الإدارة والملاك مثل عدم تماثل المعلومات، والتأثير على هيكل الرقابة الداخلية، بالإضافة إلى وجود تكاليف غير ضريبية نتيجة التجنب الضريبي مثل التأثير على سمعة الشركة، وإمكانية التعرض لغرامات نتيجة مخالفة القانون الضريبي.

كما اتجهت الدراسات المحاسبية مثل (Richardson 2006; Edwards et al. 2016; and Mukundham et al. 2019, and Zheng, 2019) إلى تحليل العلاقة بين التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار. فأشارت تلك الدراسات إلى أن أنشطة التجنب الضريبي تميل لزيادة عدم تماثل المعلومات داخل الشركة ومشاكل الاختيار العكسي من جانب الإدارة نتيجة ممارسات التجنب الضريبي، بما يخل بشروط وحوافز عقود الإدارة، وزيادة مشاكل الوكالة، ويزيد من احتمالات عدم التوافق بين الملاك والإدارة، وبما يؤدي لخفض كفاءة الاستثمار

اهتمت الدراسات المحاسبية (Bailing and Rui 2018; Rui, 2019, and Gunther et al. 2020) إلى تحليل العلاقة بين التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار مع الأخذ في الاعتبار التدفقات النقدية الحرة بالشركات. وأوضحت هذه الدراسات أن ممارسات التجنب الضريبي تزداد في

^٢ استخدمت الدراسات (Hanlon and Heitzman 2010 and Zheng, 2019) مصطلحات التخطيط الضريبي tax planning و التجنب الضريبي tax avoidance والتعسف الضريبي Tax aggressive كمترادفات لأنشطة تقوم بها الإدارة لتخفيض الأعباء الضريبية مع تدرج مستويات التخفيض لتلك الأعباء، وصولاً إلى التهرب الضريبي Tax evasion الذي يعد مخالفاً للقانون الضريبي. ولأغراض الاتساق، سيقوم الباحث باستخدام مصطلح التجنب الضريبي للإشارة لهذه الممارسات خلال البحث.

الشركات التي تواجه أزمات مالية لتوليد تدفقات نقدية لسداد الالتزامات، وأن هناك اتجاهاً لدى الشركات لزيادة التجنب الضريبي مع زيادة السيولة النقدية غير المستغلة وزيادة نسبة الربحية ونسبة الرفع المالي بالشركة، بما يؤدي إلى اتجاه الشركة للتجنب الضريبي أو الاتجاه إلى دول أو مناطق بها إعفاءات ضريبية، وذلك بهدف الحصول على منافع استراتيجية وتنافسية لهذه الشركة (مثل خفض تكاليف الإنتاج)، وتخفيض استثماراتها المحلية مع زيادتها بالدول التي بها إعفاءات ضريبية. وتشير هذه النتائج إلى تأثير اتجاه الشركات للتجنب الضريبي وفق نصوص القانون الضريبي، ومدى توافر الفرص الضريبية وكفاءة الاستثمار بالشركة.

وعلى الرغم من كثرة الدراسات الخاصة بالعوامل المحددة لممارسات أنشطة التجنب الضريبي، أو تأثير التجنب الضريبي على المبالغة أو التخفيض الزائد في الاستثمارات، إلا أن الدراسات المحاسبية لم تهتم بدرجة كافية بأثر التدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار، كما أن هذه العلاقات لم يتم اختبارها في بيئة الأعمال المصرية بدرجة كافية بما يعد موضوعاً مهماً للبحث المحاسبي.

٢ - مشكلة البحث

تعتبر أنشطة التجنب الضريبي ذات أهمية كبيرة للإدارة والملاك وباقي أصحاب المصالح. ولقد اختلفت الدراسات (Li and Wang 2010; Zheng 2019; Ding 2019, and Ha and Feng 2021) في الاتفاق على العوامل المحددة لأنشطة التجنب الضريبي وأثارها على قرار الاستثمار. وترتبط ممارسات التجنب الضريبي بتحقيق وفورات نقدية حرة، والتي بدورها تؤثر على كفاءة الاستثمار في الشركات (سواء بالمبالغة أو تخفيض الاستثمار). لذلك يمكن التعبير عن مشكلة البحث من خلال السؤال الرئيسي للبحث:

ما أثر الوفورات النقدية الحرة على العلاقة بين التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار؟

٣ - هدف البحث

يهدف البحث إلى تحليل واختبار أثر التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار في الشركة بالزيادة أو بالنقص. كما يقدم البحث دليلاً عملياً على الأثر المعدل للتدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي، وكفاءة الاستثمار، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

٤ - أهمية البحث

تتبع أهمية البحث العلمية من جوهرية أثر أنشطة التجنب الضريبي على شفافية وجودة التقارير المالية، وأثرها على كفاءة قرار الاستثمار في الشركة. وعلى الرغم من اهتمام الدراسات المحاسبية بأثر التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار بالشركة، إلا أنها توصلت لنتائج متعارضة حول هذه العلاقة، والعوامل المؤثرة على هذه العلاقة. ويحاول هذا البحث تقديم رؤية شاملة عن محددات أنشطة التجنب الضريبي، وأثارها على كفاءة الاستثمار ومعالجة الفجوة البحثية في هذه الدراسات.

كما يستمد البحث أهميته العملية بإيجاد دليل عملي للعلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار بالشركات، وأثر التدفقات النقدية الحرة على هذه العلاقة، وذلك بالتطبيق على الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية.

وترجع دوافع البحث إلى إيجاد دليل على الاختلافات في العوامل المؤثرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار في بيئة الأعمال المصرية وفق منهجية بحثية تعتمد على تحليل الحساسية بجانب تضيق الفجوة البحثية في هذا المجال.

٥ - حدود البحث

وفقاً لأهداف البحث ومشكلته سيقصر البحث على دراسة وتحليل واختبار العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة قرار الاستثمار، وأثر التدفقات النقدية الحرة على هذه العلاقة، وذلك بالتطبيق على الشركات غير المالية المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية. ويخرج عن نطاق البحث اختبار العلاقة محل الدراسة في المؤسسات المالية المقيدة وغير المقيدة في البورصة المصرية نظراً لطبيعتها الخاصة. كما لن يتم اختبار مدى فعالية هيكل الرقابة الداخلية وهيكل ملكية المساهمين، والإدارة ومكافآتها، وأثر أصحاب المصالح المختلفة بالشركة على كفاءة الاستثمار بالشركات. ويتعرض البحث لهذه العوامل بالقدر الذي يلزم لتناول مشكلة البحث بصورة علمية ومنطقية. وتعتبر قابلية النتائج للتعميم مشروطة بضوابط تحديد عينة الدراسة.

٦ - خطة البحث

بناء على مشكلة وهدف البحث وحدوده، يمكن صياغة خطة البحث كما يلي:

٦-١- التجنب الضريبي: المفهوم والقياس والمردود.

٦-٢- كفاءة الاستثمار: المفهوم والقياس والمحددات.

٦-٣- تحليل العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار، واشتقاق الفرض الأول للبحث.

٦-٤- تحليل أثر التدفقات النقدية الحرة على العلاقة محل الدراسة، واشتقاق الفرض الثاني للبحث
٦-٥- منهجية البحث.

٦-٦- نتائج التحليل الأساسي وتحليل الحساسية.

٧- النتائج والتوصيات ومجالات الأبحاث المقترحة

٦-١- التجنب الضريبي: المفهوم والقياس والمردود

٦-١-١- التجنب الضريبي، ومستوياته

اختلفت الدراسات المحاسبية في تعريف التجنب الضريبي، فأوضحت دراسة Dyreng et al. (2008) بأنه: "التخفيض في الضرائب المباشرة بما يعكس في الالتزامات الضريبية المباشرة". كما عرف (Hanlon and Heitzman, 2010) التجنب الضريبي بأنه: "سلسلة من الأنشطة أو الاستراتيجيات الضريبية التي تستخدمها الشركة، ويعتمد مدى تعسفها aggressiveness وفقاً لدورها في تخفيض الضرائب"

وتختلف مستويات التجنب الضريبي وفقاً لمدى التخفيض والالتزام أو مخالفة القانون الضريبي فتبدأ بالتخطيط الضريبي والتجنب الضريبي باستخدام الإعفاءات في القوانين الضريبية، وتنتهي بالتعسف الضريبي والتهرب الضريبي والذي يخالف القانون الضريبي. وأوضح Hanlon and Heitzman (2010) أن استخدام مصطلح التجنب الضريبي tax avoidance يشمل كلاً من التعسف الضريبي tax aggressiveness والتهرب الضريبي tax evasion والإعفاء الضريبي Tax shelter.

كما عرفت دراسة Armstrong et al. (2015) التجنب الضريبي بأنه: "أحد استراتيجيات الاستثمار المرتفعة المخاطر المتاحة للإدارة، والتي ترتبط عند مخالفتها للقوانين الضريبية بزيادة الالتزامات والغرامات الضريبية وخسارة سمعة الشركة"

كما عرفت OECD(2015) التجنب الضريبي بأنه: "مجموعة من التصرفات الصادرة عن الممولين بهدف تخفيض الالتزام الضريبي الواقع على المنشأة، وتكون هذه التصرفات في ضوء القانون الضريبي، سواء كان التزام كاملاً أو مجرد التزام بروح القانون"

كما فرقت دراسة (Payne and Raiborn, 2018) بين مفهوم التجنب الضريبي Tax avoidance والتجنب الضريبي الانتهازي Aggressive tax avoidance، والتهرب الضريبي Tax Evasion من حيث المشروعية والأخلاقية لممارسات تخفيض المدفوعات الضريبية. فيعرف التجنب الضريبي على أنه: "ممارسات قانونية وأخلاقية تهدف على تخفيض المدفوعات الضريبية، من خلال الاستفادة من المزايا والاعفاءات القانونية المقررة"، بينما يعرف التجنب الضريبي الانتهازي على أنه: "ممارسات قانونية وغير أخلاقية تهدف إلى تخفيض المدفوعات الضريبية من خلال الاستفادة من الثغرات القانونية والتفسيرات المختلفة لنصوص القانون (بما يخفض المدفوعات الضريبية بدرجة أكبر من التجنب الضريبي)". وأخيرا عرفت هذه الدراسة التهرب الضريبي على أنه: "ممارسات غير قانونية وغير أخلاقية تهدف إلى عدم دفع الضرائب المستحقة قانوناً، اعتماداً على إجراءات وممارسات تنطوي على مخالفة القانون الضريبي".

كما عرف عوض وبغادي (٢٠١٩) التجنب الضريبي بأنه: "مجموعة من السياسات والإجراءات والوسائل التي تستخدمها الإدارة في الوصول إلى أقل عبء ضريبي مستحق تجاه الدولة المستضيفة، دون الخروج عن نصوص القانون، إلا أنها قد تتضمن الخروج عن روح القانون ومقصد المشرع الضريبي بهدف تحقيق وفورات نقدية للاستخدام في أنشطة المنشأة المختلفة"

وفي ضوء ما سبق يمكن تعريف التجنب الضريبي بأنه: "مجموعة من الأنشطة أو الاستراتيجيات الضريبية التي تستخدمها الشركة لتخفيض العبء الضريبي تبدأ بالتخطيط والتجنب الضريبي دون الخروج عن نصوص القانون، وتنتهي بالتهرب الضريبي عند الخروج عن روح أو نصوص القانون، وترتبط بمنافع^(١) ووفورات نقدية للاستخدام في أنشطة المنشأة المختلفة من جانب، وبزيادة الالتزامات والغرامات الضريبية والتكاليف غير الضريبية والمخاطر الخاصة بالشركة من جانب آخر"

^٢ - تحقق الشركات منافع من التجنب الضريبي تتلخص في تخفيض المدفوعات الضريبية بما يحقق وفورات نقدية تتمثل في صورة زيادة التوزيعات للمساهمين أو الإدارة في صورة زيادة المكافآت. كما تساعد في تمويل الاستثمارات عند صعوبة الحصول على تمويل خارجي، بما يدعم العمليات التشغيلية للشركة. وتعد ممارسات التجنب الضريبي استراتيجية عالية المخاطر وذات تكاليف مرتفعة تتمثل أهمها في اعتبار خبراء القانون والضرائب القادرين على استغلال الثغرات الضريبية، واحتمال فقدان سمعة الشركة والاضرار بها عند اكتشاف التهرب الضريبي، ووجود خصم من المساهمين على أسعار الأسهم المتداولة بالسوق. (Annuar et al. 2014 and Ha et al. 2021)

وبشأن النظريات المفسرة للتجنب الضريبي فقد اهتمت الدراسات المحاسبية (Hills and Jones 1992 ;Desai and Dharmapala 2006 and Kovermann and Velte 2019), بعرض وتحليل النظريات المفسرة للتجنب الضريبي.

أوضحت هذه الدراسات أنه وفقاً لنظرية الوكالة يرغب الملاك إما في مستوى مرتفع من ممارسات التجنب الضريبي لزيادة التدفقات النقدية بعد الضريبة وبالتالي زيادة التوزيعات، أو مستوى منخفض من التجنب الضريبي لتخفيض مخاطر الشركة. ويحدث التعارض بين الملاك والإدارة عند اختيار الإدارة (كوكيل عن الملاك) مستوى للتجنب الضريبي يختلف عن مستوى التجنب الضريبي الأكثر تفضيلاً من جانب الملاك.

وتفترض نظرية الوكالة أن الملاك محايدون للمخاطر مع اقتنائهم لمحفظة استثمارات عالية التنوع، بالمقارنة بالإدارة الأكثر ميلاً للمخاطرة. ويعتبر هذا الافتراض صحيحاً للملاك الذين لديهم محفظة متنوعة من الأسهم، بينما كبار المساهمين ذوي الحصة الأكبر Block holders في الشركات يتوقع أن يكونوا متجنبين للمخاطر لتركز استثماراتهم في شركة واحدة، بما يفسر عدم قبولهم لمستويات مرتفعة من ممارسات التجنب الضريبي. بينما المستثمرون ذوي المحفظة الأكثر تنوعاً أكثر قبولاً لمستوى أعلى من ممارسات التجنب الضريبي. كما أشارت هذه الدراسات أن وجود حافز المكافآت ونقص آليات الحوكمة في بعض الشركات يؤدي لزيادة قبول الإدارة لممارسات تجنب ضريبي أعلى بالمقارنة مع تفضيلات الملاك لتلك الممارسات.

وأوضحت الدراسات المحاسبية مثل (Chen and Chu 2005 and Kovermann and Velte 2019), أنه وفق نظرية أصحاب المصالح يوجد قصور في نظرية الوكالة بالرغم من تفسيرها لحوافز الملاك والإدارة لممارسات التجنب الضريبي إلا أنها لا تأخذ في الاعتبار أصحاب المصالح المؤثرين في ممارسات التجنب الضريبي مثل العملاء و الموظفين و المقرضين و الموردين و الهيئات الحكومية . فترتبط ممارسات التجنب الضريبي ليس فقط بهيكل الحوكمة في نظرية الوكالة، ولكن باختلاف درجات قوة أصحاب المصالح المختلفة وتأثيرهم على آليات الحوكمة بالشركات وبالتالي على ممارسات التجنب الضريبي بها. وتشير هذه النظرية إلى عدم اتضاح تفضيلات أصحاب المصالح لمستويات ممارسات التجنب الضريبي، ولكن الفئة التي تنجح في ترويج تفضيلاتها بناء على تأثيرها على قوة آليات الحوكمة مثل تشكيل مجلس الإدارة، من حيث النوع ومستوى الثقة والخبرة، وتوافق حوافز الإدارة مع الملاك وهيكل الملكية وضغوط سوق المال

وجودة المراجعة وتأثير الدعم الحكومي ومدى الالتزام بالقوانين الضريبية ستؤثر على ممارسات التجنب الضريبي.

كما أوضحت دراسة (Hoi, Wu, and Zhang (2013) أنه كلما قل الاهتمام بأصحاب المصالح المختلفين و الإفصاحات عن المسؤولية الاجتماعية ازدادت ممارسات التجنب الضريبي الانتهازية ونقص معدلات الضريبية الفعالة، بينما أشارت دراسة (Gao et al. (2014 أن الشركات التي تتصف بالوعي بالمسؤولية الاجتماعية CSR-conscious تخفض من ممارسات التجنب الضريبي، و أقل احتمالاً لتخفيض الاستثمارات عن المستوى الأمثل.

كما أوضحت نظرية المنع (Slemrod 2004; Chen and **The deterrence theory** المنع (Slemrod 2004; Chen and Chu 2005; Slemrod 2007, and Lee et al.2015) أنه بالرغم من عدم تحقق نظرية المنع في الشركات كبيرة الحجم، إلا أنها تفسر إمكانية قيام الإدارة بخطط تفصيلية لمصلحة الملاك المحايدون للمخاطر باستخدام ثغرات في القوانين الضريبية بهدف التهرب الضريبي ، وذلك مع عدم معرفة دافعي الضريبة بهذه الممارسات. كما أوضحت دراسة Crocker and Slemrod (2005) ان وجود غرامات أو عقوبات يؤدي لخفض كفاءة خطط التجنب الضريبي، وبالتالي تخفيض حافز الإدارة للقيام بهذه الممارسات.

ويخلص الباحث مما سبق إلى اختلاف النظريات المفسرة لممارسات التجنب الضريبي نتيجة اختلاف انواع ودرجة قوة اصحاب المصالح المختلفة بالشركة، بالإضافة إلى علاقة ممارسات التجنب الضريبي بتفضيلات المخاطر لملاك الشركة والإدارة، ومدى قيام الشركة بأداء مسؤوليتها الاجتماعية وشفافية تقاريرها المالية.

٦-١-٢- التجنب الضريبي: القياس والمردود

اهتمت الدراسات المحاسبية , (Hanlon and Heitzman 2010, Dyreng et al. 2008 and Armstrong et al.2015) بقياس ممارسات التجنب الضريبي بالشركات، وذلك باستخدام ثلاثة مقاييس أساسية وهي:

- مقياس معدل الضريبة الفعال Effective tax rate:

ويعبر عن العلاقة بين أرباح الشركة الفعلية والضريبة الفعلية التي تحملتها المنشأة، ومن ثم يعبر زيادة معدل الضريبة القانوني عن معدل الضريبة الفعلي الناتج عن التخطيط والتجنب الضريبي. ويتم حساب معدل الضريبة الفعال بقسمة مصروف ضريبة الدخل بقائمة الدخل على صافي الدخل قبل الضريبة- وكلما ارتفع معدل الضريبة الفعلي تدني ممارسات التجنب الضريبي

للشركات- ثم يتم بضرب معدل الضريبة الفعلي في رقم سالب واحد للحصول على مقياس للتجنب الضريبي.

$$\text{Effective tax}_{it} = -1 \times \frac{\text{tax expenses}_{it}}{\text{Net Income before tax}_{it}}$$

Net Income before tax_{it}

ويتميز هذا المقياس ببساطة قياسه، وذلك علي الرغم من تأثره بالتغير في المعايير المحاسبية، والعوامل المؤثرة على صافي الدخل قبل الضريبة كاستخدام استراتيجيات تأجيل الدخل deffreal tax strategy مثل طرق الاهلاك المعجل. كما يتأثر هذا المقياس بعدم التوافق بين البسط والمقام في حالة وجود ضرائب دفعت عن أرباح سنوات سابقة (Hanlon and Heitzman 2010).

- مقياس معدل الضريبة الفعلي:

استخدمت الدراسات المحاسبية (Bimo et al. 2019, and Sugiyanto et al.2020) مقياس بديل لقياس ممارسات التجنب الضريبي وهو معدل الضريبة الفعلي، ويتم قياسه بنسبة الضرائب المدفوعة نقداً إلى صافي الدخل قبل الضريبة

$$\text{TaxAv}_{it} = \frac{\text{tax paid in cash}_{it}}{\text{Net Income before tax}_{it}}$$

Net Income before tax_{it}

ويتصف هذا المقياس أنه أكثر تحفظاً في قياس الضرائب المدفوعة نقداً، ولكن يتأثر ايضاً بعدم التوافق بين البسط والمقام في حالة وجود ضرائب دفعت عن أرباح سنوات سابقة.

- مقياس الاختلافات بين القيم الضريبية والمحاسبية **Book- tax differences**:

أشارت بعض الدراسات المحاسبية مثل (Desai 2003 , and Wilson 2009) إلى أن وجود اختلافات بين الدخل المحاسبي و الدخل الضريبي يشير إلى ممارسات التجنب الضريبي، وكلما زادت هذه الاختلافات بين الدخل الضريبي و الدخل المحاسبي، أزدادت التعديلات من جانب مصلحة الضرائب . ويتم قياس التجنب الضريبي بالفرق بين الدخل المحاسبي والدخل الضريبي.

$$\text{TaxAv}_{it} = \text{Book net income}_{it} - \text{Tax net Income}_{it}$$

ويتأثر هذا المقياس بجودة الأرباح المحاسبية، واختيار الإدارة للممارسات المحاسبية المؤجلة للضريبة والتغير في المعايير المحاسبية. كما يصعب استخدام هذا المقياس في حالة اختلاف الأهمية النسبية للأرباح الناتجة من قطاعات مختلفة من الشركة، واستخدام الشركة للإعفاءات الضريبية tax shelter.

وسيستخدم الباحث كلا من المقياسين الأول والثاني في تحليل النتائج الأساسية وتحليل الحساسية لتوافر البيانات المستخدمة في قياسهما، ولن يتم الاعتماد على المقياس الثالث لصعوبة الحصول على بياناته، وتأثره بالتغيرات في المعايير والسياسات المحاسبية بدرجة أكبر من المقياسين الأول والثاني خاصة في الدول النامية مثل جمهورية مصر العربية.

وبشأن مردود ممارسات التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار، فلقد أوضحت الدراسات المحاسبية (Zheng 2019; Rahimi and Forughi 2020 ,and Ha and Feng 2021) اختلاف تأثير ممارسات التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار في الأصول طويلة الأجل ، حيث تؤدي زيادة ممارسات التجنب الضريبي إلى النقص في جودة التقارير المالية وشفافيتها، وبالتالي زيادة الاستثمارات غير الكفأة من جانب، كما تؤدي ممارسات التجنب الضريبي إلى زيادة مخاطر الشركة، وبالتالي زيادة تكلفة التمويل من المقرضين، بما يخفض قدرة الشركة على الحصول على الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات الكفؤة الضرورية لنمو الشركة من جانب آخر .

٦-٢- كفاءة الاستثمار : المفهوم والقياس والمحددات :

اهتمت الدراسات المحاسبية (Chen et al. 2010; Wang et al.2015 and Gan 2019, and Gao and Yu 2020) بمفهوم كفاءة الاستثمار وقياسه و النظريات المفسرة لكفاءة الاستثمار ومحدداته و سيتم عرض هذه الجوانب كما يلي:

تشير كفاءة الاستثمار إلى قيام الشركات بالمشروعات ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة، ويرتبط كفاءة الاستثمار بالمستوى الأمثل للاستثمار عند تعادل المنفعة الحدية للاستثمار مع التكلفة الحدية لها، ويتم تحديدها من خلال زيادة القيمة الصافية للشركة. (Chen et al. 2010; and Wang et al. 2015).

وأشارت الدراسات المحاسبية (Chen et al. 2010; and Wang et al.2015) إلى وجود اختلافات في تفسير كفاءة الاستثمار. فأوضحت دراسة الصايغ ، حميدة (٢٠١٥) إمكانية تعريف كفاءة الاستثمار على أنه " اقتناء أصل أو عنصر معين للاستفادة منه في توليد الدخل في المستقبل أو إعادة بيعه بسعر أعلى في المستقبل، أو ينظر لكفاءة الاستثمار على انها العلاقة بين المدخلات والمخرجات بحيث يتم الوصول لمستوى معين من النتائج باستخدام أقل قدر من الموارد المتاحة."

وتعبر عدم كفاءة الاستثمار عن صعوبة الوصول للمستوى الأمثل للاستثمار، وتكون عبارة عن استثمار مغالى فيه over investment عند قيام الشركة بمشروعات ذات قيمة حالية سالبة أو شراء أصول غير ضرورية للشركة، أو تعبر عن استثمار منخفض أقل من اللازم under investment بما يعني وجود فرص استثمارية موجبة و لا تقوم الشركة بتنفيذها أو تستثمر الشركة بدرجة أقل من متوسط الصناعة (Biddle et al, 2009 and Chen et al.2011).

وبناء على ما سبق، يمكن تعريف كفاءة الاستثمار بالشركة بأنها:

" اقتناء أصول أو استثمارات للاستفادة منها في توليد الدخل في المستقبل، مع الأخذ في الاعتبار المنفعة والتكلفة الحدية للاستثمار، والوصول إلى المستوى الأمثل لكفاءة الاستثمار بما يخفض من الاستثمارات المغالى فيها وتنفيذ الفرص الاستثمارية الموجبة المتاحة للشركة، بما يؤدي لزيادة قيمة الشركة"

وبشأن مقاييس كفاءة الاستثمار، فقد تعددت المقاييس المستخدمة في هذا الشأن، فاستخدمت الدراسات (Richardson, 2006 ;Adelegan, 2009; Biddle et al.2009, and Chen at al. 2011)

مقاييس مختلفة لكفاءة الاستثمار ومن أهمها:

١ - مقياس (Richardson, 2006 and Biddle et al. 2009):

ويعتبر هذا المقياس الأكثر استخداماً لقياس كفاءة الاستثمار، حيث استخدمته العديد من الدراسات (Cook et al, 2018 ; Boubaker et al. 2018 , and Gan , 2019) وتقاس كفاءة الاستثمار على أنها إجمالي الاستثمارات في البحوث والتطوير والنفقات الرأسمالية ونفقات الاقتناء لشركات اخري مطروحاً منها مبيعات الأصول، وقسمتها على إجمالي الأصول الخاصة بالشركة، وذلك على النحو التالي:

$$\text{Investment}_t = (\text{RD}_t + \text{CAPEX}_t + \text{Acquisition}_t - \text{Sale PPE}_t) / \text{TA}_t$$

ومن أهم عيوب هذا المقياس - بالرغم من بساطته - عدم الأخذ في الاعتبار ظروف الصناعة التي تنتمي لها الشركة والمقدرة الإدارية التي تدير هذه الأصول، ومعدل نمو المبيعات أو الإيرادات للشركة.

٢ - مقياس (Chen at al. (2011):

استخدمت هذا المقياس العديد من الدراسات مثل ؛ (Andre et al. 2014; Cherkasova and Daryush 2017 ,and Elberry and Hussainey 2020) وتقاس كفاءة الاستثمار

بقيمة الانحراف عن القيمة المتوقعة التي يتم الحصول عليها من نموذج التنبؤ بالاستثمار، باعتباره دالة لكل من فرص النمو المتوقع في المبيعات أو إيرادات النشاط، وذلك لأن العلاقة بين الاستثمار ونمو المبيعات قد تختلف نتيجة التغير في نمو المبيعات، وذلك على النحو التالي:

$$\text{Investment}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{NEG}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Sales Growth}_{i,t-1} + \beta_3 \text{NEG}_{i,t-1} * \text{Sales Growth}_{i,t-1} + e_{i,t}$$

حيث أن:

Investment_{it} : هو إجمالي استثمار الشركة i في السنة t ويعرف بأنه الزيادة الصافية في الأصول الملموسة و الأصول غير الملموسة مقسومة على إجمالي الأصول.

$\text{NEG}_{i,t-1}$: متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان نمو المبيعات في العام السابق سالباً، و يأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك.

$\text{Sales Growth}_{i,t-1}$: يمثل معدل النمو السنوي في المبيعات في العام السابق

$e_{i,t}$: الخطأ العشوائي أو البواقي ويعبر عن المستوى الأمثل للاستثمار . كلما انخفضت قيم الخطأ كلما دل على كفاءة الاستثمار.

ويتفق هذا النموذج مع النموذج الأول حيث تشير القيم الموجبة من البواقي إلى أن الشركة تستثمر بمعدل أعلى من نمو المبيعات (المبالغة أو الزيادة في الاستثمار)، وفي المقابل تشير البواقي السالبة إلى أن الاستثمار الحقيقي أقل من الاستثمار المتوقع أي أقل من نمو المبيعات، مما يدل على وجود نقص في الاستثمار Wang et al. 2015. ويتميز هذا النموذج بالأخذ في الاعتبار معدل نمو المبيعات و اتجاه هذا النمو بالمقارنة بمقياس Biddle et al. 2009.

٣- مقياس Tobin's Q:

وفقاً لهذا المقياس يتم تقدير حجم الاستثمار المتوقع للشركة في العام القادم في ضوء نمو الشركة بالاعتماد على النسبة بين القيمة السوقية و القيمة الدفترية لإجمالي الأصول (Market to Book (MTB)) كبديل عن قيمة Tobin's Q قياساً على Adelegan, 2009 ، وذلك على النحو التالي:

$$\text{Investment}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OCF}_{i,t-1} + \beta_2 \text{MTB}_{i,t-1} + e_{i,t}$$

حيث أن:

Investment_{it}: هو إجمالي استثمار الشركة _i في السنة _t، ويمثل الاستثمار في البحث و التطوير، والنفقات الرأسمالية و نفقات الاقتناء مخصوماً منها مبيعات الأصول ، مقسومة على إجمالي الأصول.

OCF_{1,t-1}: التدفقات النقدية التشغيلية للسنة الماضية.

MTB_{1,t-1}: وهي القيمة السوقية لإجمالي الأصول ، ويتم قياسها من خلال (إجمالي الأصول + سعر السهم * عدد الأسهم القائمة ناقصاً القيمة الدفترية لحقوق الملكية) على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في بداية السنة المالية .

$\epsilon_{1,t}$: البواقي من نموذج الانحدار و تمثل البواقي الموجبة الاستثمار الزائد، والبواقي السالبة تمثل نقص الاستثمار و كلاهما يعبر عن عدم كفاءة الاستثمار.

وأهم عيوب هذا النموذج أن الاختلاف في فرص النمو التي تعكسه التدفقات النقدية التشغيلية لا يمكن أن تظهره قيمة MTB بالكامل، وأن حساب MTB يعتمد على أساليب المحاسبة القابلة للتغيير بسبب التحديثات في معايير التقرير المالي الدولية.

وتعتبر مقاييس ((Biddle et al. (2009) and Chen et al. (2011) من أفضل المقاييس لكفاءة استثمار الشركات التي استخدمتها الدراسات لأنها تشمل جميع أنواع الاستثمارات سواء ملموسة او غير ملموسة، إضافة إلى أن مقياس (Chen et al. (2011 يأخذ في الاعتبار فرص نمو الشركة مع زيادة حجم المبيعات أو انخفاضها.

وبشأن النظريات المفسرة لكفاءة الاستثمار، فقد اهتمت الدراسات المحاسبية (Biddle et al. 2009; Gao and Yu 2020) بتحليل النظريات المفسرة لكفاءة الاستثمار ومحدداته.

أوضحت النظرية الكلاسيكية الحديثة Neo-classical Theory ومن ضمنها نظرية الوكالة أن هدف الشركة الوصول لمستوى الاستثمار الأمثل وتقوم الشركات بالاستثمار حتي تتعادل المنافع الحدية من الاستثمار مع التكاليف الحدية للاستثمار، والتي تتأثر بتكاليف انشاء الأصول الرأسمالية الجديدة. ويحصل المديرون على التمويل للمشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة بمعدلات الفائدة السائدة في السوق و حصول المستثمرين على النقدية الفائضة من الاستثمار دراسة (Biddle et al., 2009, and Gao & Yu 2020).

وأوضحت هذه النظرية أنه من الأسباب الرئيسية وجود انحراف عن المستوى الأمثل للاستثمار بالزيادة أو النقصان، المشاكل الأخلاقية للمديرين moral hazard أو الاختيار العكسي للمديرين،

والناتجة عن عدم تماثل المعلومات بين المديرين، ومصادر رأسمال الشركة بما يؤثر على كفاءة الاستثمار (Yu et al. 2020).

وتعتبر المشاكل الأخلاقية عن استثمار المديرين في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة عند وجود اختلاف بين اهداف المديرين و الملاك بما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات بصورة مبالغ بها من جانب المديرين اذا توافرت لدى الشركة موارد نقدية فائضة، أو ادراك موفري الأموال لهذه المشكلة بما يزيد من تكلفة الحصول على الأموال، وبالتالي تخفيض الاستثمارات اللاحقة (Lambert et al., 2007).

وتعتبر نماذج الاختيار العكسي عن استغلال الإدارة لمعلوماتها الخاصة بإصدار أسهم بقيمة أعلى من قيمتها الحقيقية، ثم المبالغة في استثمار الأموال الناتجة عن إصدار الأسهم، وإذا توقع المستثمرون ذلك نتيجة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين و الإدارة ، سيقومون بتقييم الأسهم بأقل من قيمتها الحالية من خلال خصم على إصدار هذه الأسهم، وبالتالي انخفاض الاستثمار دون الحد الأمثل خاصة إذا رفض المديرين اصدار السهم بخصم، وأدى ذلك لضياع استثمارات ذات صافي قيمة حالية موجبة، وبالتالي انخفاض الاستثمارات دون الحد الأمثل.

كما تشير النظرية إلى أن زيادة الإفصاحات المالية وجودتها وشفافية التقارير المالية تؤدي لتخفيض عدم تماثل المعلومات بين المديرين وموفري التمويل للشركات (ملاك أو مقرضين)، وتخفيض كل من اثار المشاكل الأخلاقية والاختيار العكسي للمديرين، وبالتالي زيادة كفاءة الاستثمار (Philippon and Skreta 2012 and Le and Fin, 2018).

وبناء على ما سبق، يتضح أن كل من المشاكل الأخلاقية والاختيار العكسي للمديرين يؤثر سلباً على وشفافية وجودة التقارير المالية، وبالتالي إمكانية تحقيق المستوى الأمثل للاستثمار (بالزيادة أو النقصان).

كما أشارت بعض الدراسات المحاسبية مثل (Waddock ;Cornell and Shapiro, 1987 and Garves, 1997, and Golmohammadi et al., 2017) إلى أهمية دور نظرية أصحاب المصالح في تفسير كفاءة الاستثمارات. وتركز هذه النظرية على ضرورة أن تأخذ الشركة في الاعتبار مصالح واحتياجات أصحاب المصالح المختلفة بالشركة بالإضافة لمصالحها الاقتصادية الخاصة، وبدون دعم أصحاب المصالح للشركة تتوقف الشركة. فأوضحت تلك الدراسات أن الفشل في مقابلة توقعات أصحاب المصالح يؤدي إلى ضغوط سوقية Market fears على الشركة وخسارة فرص استثمارية مربحة لها، بما يؤدي لتخفيض كفاءة استثماراتها، لذلك تقوم

الشركات بالاستجابة لمتطلبات أصحاب المصالح بتحسين اداءها المالي والاجتماعي نتيجة زيادة كفاءة استثماراتها.

وتختلف الموارد التي يقدمها أصحاب المصالح للشركة وعوائدها باختلاف أنواع أصحاب المصالح، ومدى قوة تأثيرهم وشرعيتهم وأهمية تلبية احتياجاتهم بصورة عاجلة (Balmer 2017) . ويتطلب ذلك من الإدارة وجود قدرات تفاعلية مع أصحاب المصالح وحل مشاكلهم وتبادل المعلومات الضرورية لبناء ثقتهم.

ووفقاً لنظرية أصحاب المصالح فإن كفاءة الاستثمار يعد وسيلة للشركات لتحقيق أداء مالي واجتماعي مرتفع لمقابلة متطلبات أصحاب المصالح بالشركات. وافترضت دراسة Waddock and Garvis (1997) أن ارتفاع المقدرة الإدارية و الاستراتيجية للإدارة تؤدي إلى زيادة كفاءة الاستثمار، وبالتالي تحسن الأداء المالي و الاجتماعي ، خاصة مع توافر الموارد المالية اللازمة لأداء الشركة لمسئوليتها الاجتماعية تجاه أصحاب المصالح المختلفة، وبما يزيد من مزاياها التنافسية.

كما أوضحت دراسة Benlemlih and Bitar (2018) أنه مع الإفصاحات عن المسؤولية الاجتماعية استجابة لأصحاب المصالح بالشركة، يقل احتمال تخفيض الاستثمارات عن مستواها الأمثل. كما أشارت دراسة (Cook et al. 2019) أن اهتمام الشركات بمسئوليتها الاجتماعية استجابة لأصحاب المصالح المختلفة بالشركة يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المديرين وأصحاب المصالح، ويدعم من مراقبة سلوك الإدارة، بما يؤدي إلى تحسين كفاءة الاستثمار. كما يؤدي التقرير عن مسؤولية الشركة الاجتماعية إلى تخفيض تكلفة حقوق الملكية، وبالتالي زيادة فرص الاستثمار وكفاءته.

وبناء على ما سبق، يعد من أهم محددات كفاءة الاستثمار جودة المعلومات المحاسبية والتقارير المالية وجودة المراجعة واختلاف أصحاب المصالح بالشركة ودرجة تأثيرهم على توفير الموارد اللازمة لها، واستجابة الشركة بزيادة جودة وشفافية التقارير المالية، وقيام الإدارة بممارسات التجنب الضريبي.

٦-٣- تحليل العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار، واشتقاق

الفرض الأول للبحث:

اهتمت الدراسات المحاسبية مثل (Li and Wang 2010 ; Chen et al. 2014; Zheng 2020 and Ha and Feng 2021) بالعلاقة بين ممارسات التجنب

الضريبي، وعلاقتها بمستوى كفاءة او عدم كفاءة الاستثمار بالشركات. حيث هدفت دراسة Li and Wang (2010) بتحليل العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار في الشركات الصينية. واستخدمت الدراسة عينة من الشركات المسجلة في البورصات الصينية من ١٩٩٨ حتى عام ٢٠٠٦ لعشرين صناعة صينية.

وأوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين جودة التقارير المالية، وكلا من مستوي عدم كفاءة الاستثمار (سواء بالزيادة أو النقصان). وتشير نتائج الدراسة إلى وجود آثار سلبية جوهرية لكل من إدارة الأرباح أو ممارسات التجنب الضريبي أو تمهيد الأرباح على كفاءة الاستثمار بالشركات. كما قدمت هذه الدراسة رؤية عن محددات كفاءة الاستثمار وعلاقتها بجودة التقارير المالية، وبالتالي أهمية دور تحسين جودة المعلومات المحاسبية في توزيع رأس المال مع التطبيق على أسواق مالية في دول ناشئة.

كما هدفت دراسة (Chen et al. (2014 إلى اختبار أثر ممارسات التجنب الضريبي على قيمة الشركة مع التطبيق على الشركات الصينية المسجلة في البورصات الصينية. وتم استخدام عينة من ٤١٠٤ شركة صينية كبرى مسجلة في قاعدة بيانات CSMAR database خلال الفترة من ٢٠٠١ حتى ٢٠٠٩.

وأشارت نتائج هذه الدراسة أنه على الرغم من أن ممارسات التجنب الضريبي يؤدي إلى تحويل الثروة من الحكومة إلى الشركات في الدول المتقدمة وبالتالي زيادة قيمة الشركات، إلا أنها لا تضيف إلى قيمة الشركات الصينية نتيجة انخفاض شفافية التقارير المالية، وبالتالي ارتفاع تكاليف الوكالة وخفض قيمة الشركة. وأوضحت نتائج الدراسة أن المستثمرين في الصين يستجيبون بصورة عكسية لممارسات التجنب الضريبي، وأنه يمكن تخفيض هذه الآثار السلبية على الاستثمار بزيادة شفافية التقارير المالية.

وتقترح نتائج هذه الدراسة أن ممارسات التجنب الضريبي لا تزيد بالضرورة من قيمة الشركة لأنها تخدم بدرجة أكبر مصالح المديرين، ويمكن لشفافية التقارير المالية أن تخفض من آثار ممارسات التجنب الضريبي السلبية.

كما هدفت دراسة (Zheng (2019 الى اختبار العلاقة بين درجة التجنب الضريبي بالشركة، وكفاءة الاستثمار بها، وذلك من خلال علاقة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والإدارة. وتم استخدام عينة من الشركات المسجلة في البورصة الصينية من عام ٢٠٠٩ حتى عام ٢٠١٨.

وأوضحت نتائج الدراسة إلى أن زيادة أنشطة التجنب الضريبي تؤدي إلى زيادة مشاكل الوكالة بين الإدارة والملاك نتيجة زيادة عدم تماثل المعلومات المرتبط بأنشطة التجنب الضريبي، بما يؤدي إلى زيادة عدم كفاءة الاستثمار بصورة طردية. كما اتضح أن زيادة حجم مجلس الإدارة أدت إلى انخفاض كفاءة الاستثمار، بما قد يرجع للمبالغة في الاستثمارات، بينما اتضح أن تسجيل الشركة عبر أكثر من بورصة دولية أدى لزيادة شفافية التقارير المالية لتلك الشركات، وبالتالي زيادة كفاءة الاستثمار.

وبينت نتائج الدراسة أن الوفورات النقدية الناتجة عن أنشطة التجنب الضريبي، تؤدي إلى زيادة التدفقات النقدية الحرة، وبالتالي زيادة عدم كفاءة الاستثمارات نتيجة المبالغة في الاستثمارات. وتوضح نتائج هذه الدراسة وجود آثار اقتصادية لأنشطة التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار نتيجة تأثيرها على الانحراف عن أهداف الشركات والتأثير على قيمة الشركة.

كما هدفت دراسة (Ding (2019 إلى تحليل أثر التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار من وجهة نظر مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين. وتم اختيار عينة من ١٠٠٣٩ شركة صينية المسجلة في البورصة الصينية من ٢٠١٠ حتى ٢٠١٦ مع استثناء الشركات التي تنتمي للصناعات المالية. وتم صياغة نموذج انحدار للعلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وحجم الشركة والتدفقات النقدية الحرة ونوع الصناعة، وكفاءة الاستثمار من جانب آخر.

وأشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين ممارسات التجنب الضريبي وعدم كفاءة الاستثمار، بما يعني انخفاض ممارسات التجنب الضريبي يحسن من كفاءة الاستثمار. وأوضحت نتائج الدراسة أيضا أن ممارسات التجنب الضريبي سلاح ذو حدين حيث يخفض العبء الضريبي من جانب، ولكن يزيد من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والإدارة ومشاكل الوكالة بما يؤدي إلى استثمارات غير كفءة، بما يتطلب دراسة كافة آثار التجنب الضريبي واتخاذ القرار الذي يعظم من كفاءة استثمارات الشركة وقيمتها.

كما أشارت دراسة (Shakespeare (2020 إلى وجود آثار حقيقية لنظام التقرير المالي بالشركة على قرارات الاستثمار نتيجة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والملاك من جانب، ووجود حوافز من المديرين لعدم التوافق مع أصحاب المصالح الأخرى مثل الرغبة في بناء شركة كبيرة الحجم empire building بهدف الحصول على سلطة ومكافآت أكبر (استثمارات مبالغ بها) أو الرغبة في بيئة عمل أقل مخاطرة quite life من جانب آخر، بما يؤدي إلى تخفيض الاستثمارات عالية المخاطر، والتي قد تحمل فرص نمو للشركة. وتشير نتائج الدراسة أن زيادة شفافية التقارير

المالية، وبالتالي تخفيض عدم تماثل المعلومات يحسن من عقود ومكافآت الإدارة، وبالتالي يزيد من كفاءة الاستثمار. كما أوضحت الدراسة أهمية أن تقوم الشركة بالمفاضلة بين منافع التجنب الضريبي، وتكاليفه مثل تكاليف الوكالة الخاصة بعدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين، وتأثير ذلك على كفاءة الاستثمار، وتكاليف التمويل بالدين.

وفي نفس السياق، هدفت دراسة (Asiri et al. (2020 إلى فحص العلاقة بين كفاءة الاستثمار والتجنب الضريبي. وتم استخدام عينة من ١٩٦٠٦٦٣ شركة/ سنة من عام ١٩٩٣ حتى عام ٢٠١٦ مع استبعاد شركات الخدمات المالية وشركات المنافع (نتيجة لرفع نسبة التمويل بالدين لتلك الشركات).

وتم تحليل العلاقة بين كفاءة الاستثمار (المقاسة بالفرق بين الانفاق الاستثماري المتوقع للشركة وفق وسيط الاستثمار في الصناعة، والاستثمار الفعلي للشركة) بما يعكس مدى انحراف الشركة عن استراتيجية الاستثمار المثلي في الصناعة، ومستوى التجنب الضريبي مقاسا بمعدل الضريبة الفعال (نسبة مصروف الضرائب الفعلي إلى صافي الدخل قبل الضريبة حيث كلما انخفض هذا المعدل اتضح زيادة نسبة التجنب الضريبي).

وأشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين مستوى التجنب الضريبي وعدم كفاءة الاستثمار، وذلك مع وجود عوامل معدلة للعلاقة مثل قابلية التقارير المالية للمقارنة وحصصة الشركة السوقية. وبالرغم من تأثير تلك العوامل إلا أن العلاقة الطردية بين عدم كفاءة الاستثمار والتجنب الضريبي ظلت معنوية، حيث يؤدي ارتفاع نسبة التجنب الضريبي بنسبة ١% إلى زيادة الاستثمار بنسبة ٢,٥%. كما اتضح وجود علاقة طردية بين التجنب الضريبي وعدم كفاءة الاستثمار سواء في حالة الزيادة أو النقص في الاستثمارات، حيث اتضح استخدام الوفورات نتيجة التجنب الضريبي في تمويل الاستثمارات. كما اتضح وجود تأثير للتجنب الضريبي على قدرة الشركة على تحقيق الأهداف الاستثمارية مع زيادة الوفورات الضريبية، والتأثير على جودة هياكل ومستويات الحوكمة بالشركة.

كما اختبرت دراسة (Widuri et al. (2020 العلاقة بين التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار مع استخدام مستوى تنافسية السوق كعامل وسيط للشركات المسجلة في البورصة الاندونيسية. وأوضحت الدراسة أن زيادة تنافسية الأسواق تزيد من كفاءة الاستثمار، كما أن الاستغلال الأمثل لممارسات التجنب الضريبي سيزيد من كفاءة الاستثمار. حيث تم استخدام عينة من ٣٩٤ شركة

اندونيسية لا تنتمي للقطاع المالي non-financial companies من عام ٢٠١٤ حتى عام ٢٠١٨.

أوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة طردية بين ممارسات التجنب الضريبي وعدم كفاءة الاستثمار. كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن زيادة تنافسية السوق سوف يزيد من استثمارات الشركة سواء بصور كفاءة أو غير كفاءة، بما يوضح عدم وجود تأثير جوهري لتنافسية السوق كعامل وسيط على العلاقة بين قيام الشركة بممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار.

كما خلصت الدراسة إلى أنه بالرغم من دور تنافسية السوق في زيادة كفاءة الاستثمار في الشركات بصفة عامة، إلا أن الدور السلبي لممارسات التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار لا يتم تخفيضه بصورة جوهريّة من خلال زيادة تنافسية السوق، حيث كلما زادت ممارسات التجنب الضريبي كلما زادت مستويات عدم كفاءة الاستثمار بما يتفق مع دراسة (Asiri et al. (2020).

كما هدفت دراسة (Rahimi and Forughi (2020 إلى اختبار أثر التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار في الشركات المسجلة في بورصة طهران. وتم استخدام مقياس معدل الضريبة الفعال بما يتفق مع دراسة (Richardson (2006، كما تم قياس كفاءة الاستثمار بما يتفق مع دراسة (Wang et al. (2015. وتم اختيار عينة من ١٥٢ شركة مسجلة في بورصة طهران من عام ٢٠٠٩ حتى عام ٢٠١٨.

وباستخدام تحليل الانحدار وفقاً للسلاسل الزمنية المقطعية panel data، أشارت نتائج الدراسة إلى أن الزيادة في ممارسات التجنب الضريبي تؤدي إلى تخفيض كفاءة الاستثمار بالشركات. كما خلصت نتائج الدراسة إلى أن ممارسات التجنب الضريبي تتطلب إخفاء حقائق وأداء عمليات معقدة لأغراض انتهازية لإدارة الشركة بما يخفض من كفاءة الاستثمار بالشركة. وأوضحت الدراسة أن للقيام بممارسات التجنب الضريبي لا يهدف لزيادة كفاءة الشركة ولكن يتم لتحقيق أهداف مرتبطة بمكافآت الإدارة تتبعه معظم الشركات.

ونخلص مما سبق، أن التجنب الضريبي يمكن أن يؤثر على عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والإدارة ومشاكل الوكالة وزيادة مخاطر الشركة، بما يؤدي إلى تحقيق مستويات استثمار غير مثلي.

كما هدفت دراسة (Ha and Feng (2021) إلى اختبار العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي و عدم كفاءة الاستثمار (الاستثمار المبالغ به) مع الأخذ في الاعتبار بيئة المعلومات بالشركة (المقاسة بجودة التقارير المالية (كعامل وسيط) يؤثر على ممارسات التجنب الضريبي.

وتم استخدام عينة من ٥٠٣٣ شركة (من ٤٣ صناعة) مسجلة في قاعدة بيانات CRSP للشركات المسجلة في البورصات الأمريكية من عام ١٩٨٦ حتى عام ٢٠١٥.

وأشارت نتائج الدراسة-باستخدام أكثر من مقياس بديل لممارسات التجنب الضريبي- إلى وجود علاقة طردية بين ممارسات التجنب الضريبي وعدم كفاءة الاستثمار (المقاسة بالاستثمارات الزائدة) خاصة مع ضعف بيئة المعلومات، وأن وجود بيئة معلومات أكثر جودة يخفض من هذه العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وعدم كفاءة الاستثمار.

وتشير هذه النتائج إلى أهمية دور جودة المعلومات المالية في قرار الاستثمار بالشركات بما يدعم فهم العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وتكاليف الوكالة. وخلصت نتائج الدراسة أن ممارسات التجنب الضريبي تعكس زيادة السلوك الانتهازي للإدارة أو قدرة أكبر على أداء مشروعات مربحة بناء على جودة بيئة المعلومات بالشركة.

كما أشارت نتائج الدراسة أن الشركات التي يزداد بها ممارسات التجنب الضريبي تميل إلى زيادة الاستثمار بالمقارنة بالشركات التي لا تقوم بممارسات التجنب الضريبي، وبذلك تكون جودة بيئة المعلومات المالية أو جودة التقارير المالية شرط ضروري لاستخدام الوفورات الضريبية في استثمارات كفاءة. وتلقي هذه الدراسة الضوء على أهمية جودة بيئة المعلومات عند دراسة العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار.

وبناء على ما سبق، يتضح وجود علاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار، وان اختلفت الدراسات من حيث اتجاه هذه العلاقة، ومن ثم يمكن اشتقاق الفرض الأول للبحث على النحو التالي:

H1: تؤثر ممارسات التجنب الضريبي معنوياً على كفاءة الاستثمار بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

٦-٤- تحليل أثر للتدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار، واشتقاق الفرض الثاني للبحث

اهتمت الدراسات المحاسبية (Richardson 2006; Wang et al. 2015; Bailing and Rui 2018 and Gunther et al; 2020) بتحليل أثر التدفقات النقدية الحرة كعامل معدل للعلاقة بين التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار. حيث هدفت دراسة (Richardson (2006) لتحليل العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والاستثمارات الزائدة غير الكفؤة. تم استخدام عينة من ٥٨٠٥٣ شركة/ سنة للشركات المسجلة في البورصات الأمريكية من ١٩٨٨ حتى عام ٢٠١٢، مع استثناء المؤسسات المالية لغموض التفرقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والتمويلية في تلك المؤسسات.

فأوضحت نتائج الدراسة أن الشركات التي لها تدفقات نقدية موجبة حرة زائدة، يوجد به إنفاق استثماري مبالغ بها (بالمقارنة بوسيط الصناعة لهذا الانفاق الاستثماري)، بما يدعم وجود علاقة طردية بين التدفقات النقدية الموجبة الحرة والانفاق الاستثماري المبالغ به. كما توجد علاقة أيضاً بين النفقات النقدية الحرة السالبة والاستثمارات الزائدة في حالة قدرة الشركة على الحصول على تمويل من أسواق اجنبية.

كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن الشركات التي بها تدفقات نقدية حرة وتواجه تكلفة التمويل الخارجي، يوجد بها حافز لزيادة فرص الاستثمار المتاحة. كما أوضحت نتائج الدراسة أن بعض اليات الحوكمة مثل وجود مستثمرين فاعلين (نسبة الأسهم الأكثر تداولاً إلى إجمالي الأسهم المتداولة بواسطة المديرين المستقلين) تسهم في تخفيض الاستثمارات المبالغ بها خاصة مع اشتراكهم ضمن مجلس الإدارة. ولم يتضح وجود علاقة معنوية بين هيكل الحوكمة بصفة عامة (يتضمن عدد اجتماعات مجلس الإدارة، عدد المديرين وحجم مجلس الإدارة والمستثمرين الأكثر نشاطاً)، ومستوى التدفقات النقدية الحرة.

ولم تهتم هذه الدراسة بمحددات التدفقات النقدية الموجبة الحرة وعلاقتها بالاستثمار وأسبابها، والعوامل المخفضة لتلك الاستثمارات بخلاف هيكل الحوكمة مثل نوع الملكية ومدى تركيزها.

كما اهتمت دراسة (Wang et al. (2015) باختبار العلاقة بين جودة التقارير المالية والتدفقات النقدية الحرة وكفاءة الاستثمار. وتم استخدام عينة من ٣٧٢٦ شركة صينية من ٢٠٠٨ حتى ٢٠١٢ لاختبار أثر جودة التقارير المالية مع كفاءة الاستثمار (سواء الاستثمارات المبالغ بها أو المنخفضة overinvestment and underinvestment)

وتم قياس كفاءة الاستثمار بالعلاقة بين الاستثمار في السنة الحالية (ويُقاس بمجموع النفقات الاستثمارية ونفقات البحوث والتطوير والاقتناء لشركات جديدة مطروحا منها بيع الأراضي والآلات والمعدات مقسوما على اجمالي الأصول في العام السابق)، وكل من معدل نمو المبيعات ونسبة الرفع المالي ونسبة التدفقات النقدية لإجمالي الأصول، وحجم الشركة والعائد على الأصول وعمر الشركة والاستثمارات في سنة سابقة ويعبر عنصر الخطأ في هذا النموذج عن كفاءة الاستثمار سواء بالزيادة أو النقصان.

وأوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين جودة التقارير المالية وعدم كفاءة الاستثمار (سواء بالزيادة أو النقصان). وتزداد العلاقة العكسية بين جودة التقارير المالية مع الزيادة في الاستثمارات ووجود تدفقات نقدية حرة كبيرة. كما أن زيادة جودة التقارير المالية تخفض من عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة الناتجة عن الاختلافات بين المديرين والمستثمرين وتحسين اختبار المشروعات الجديدة.

وقدمت هذه الدراسة دليل على أهمية دور جودة التقارير المالية في ترشيد الاستثمارات الزائدة خاصة مع زيادة التدفقات النقدية الحرة. ويلاحظ أن قيام الشركة بممارسات التجنب الضريبي يخفض من جودة التقارير المالية نتيجة زيادة عدم تماثل المعلومات بما يؤثر بصورة عكسية على كفاءة الاستثمار بصفة عامة.

كما قامت دراسة (Fakhroni et al. (2018) باختبار العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة، وكفاءة الاستثمار باستخدام عينة من ٦٩ شركة مسجلة في البورصة الأندونيسية من ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٥.

وأشارت نتائج الدراسة إلى استخدام التدفقات النقدية الحرة في مشروعات غير مربحة أو في الاستثمار بصورة غير كفأة في أصول ثابتة، وأن التدفقات النقدية الحرة ترتبط بصورة طردية مع ممارسات إدارة الأرباح. كما أوضحت نتائج الدراسة ان الشركات التي لديها تدفقات نقدية حرة مرتفعة يوجد لديها حافز للاستثمار بصورة مبالغ بها لتعظيم مصالحها، واستخدام التدفقات النقدية الحرة في استثمارات غير كفأة بواسطة الإدارة بما يؤدي لتعرض الشركة وحقوق الأقلية لخسائر، ولتغطية هذا السلوك يقوم المديرون بأداء عمليات إدارة أرباح انتهازية.

كما اهتمت دراسة (Bailing and Rui (2018) باختبار أثر انفصال الملكية عن الإدارة على الاستثمار في مشروعات ذات قيمة عالية سالبة (عدم كفاءة الاستثمار بالمبالغة في الاستثمارات)، وذلك من خلال استخدام التدفقات النقدية الحرة الناتجة عن أنشطة التجنب الضريبي.

تم اختيار عينة من ٤٧٤١ شركة صينية مسجلة في البورصات الصينية من عام ٢٠٠٩ حتى ٢٠١٥. وقام الباحثان بصياغة نموذج الانحدار بين الانفاق الاستثماري بالشركة وفرص نمو الشركة ونسبة الرفح المالي والتدفقات النقدية المحتفظ بها من سنة سابقة والانفاق الاستثماري للسنة السابقة، بالإضافة لعمر الشركة وحجمها، وعوائد أسهم الشركة، وتم الأخذ في الاعتبار البواقي باعتبارها تمثل الاستثمارات الزائدة (إذا كانت قيمتها موجبة) أو النقص في الاستثمارات (إذا كانت قيمتها سالبة).

كما تم صياغة نموذج الانحدار للعلاقة بين بواقي الاستثمار، وكل من معدل الضريبة الفعال (كمعبر عن التجنب الضريبي)، والتدفقات النقدية الحرة وعدد أعضاء مجلس الإدارة، ونسبة المديرين المستقلين بمجلس الإدارة ونسبة ملكية المستثمرين الرئيسيين.

وأشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية معنوية بين الانفاق الاستثماري في السنة الحالية وفرص النمو للشركة في المستقبل والتدفقات النقدية المحتفظ بها من سنة سابقة، والانفاق الاستثماري في السنة السابقة وعوائد الأسهم، بينما اتضح وجود علاقة عكسية بين الانفاق الاستثماري في السنة الحالية وعمر الشركة.

كما اتضح وجود علاقة طردية معنوية بين مستوى التجنب الضريبي والاستثمارات الزائدة (المقاسة ببواقي الاستثمار)، بما يشير إلى أنه كلما زاد مستوى التجنب الضريبي كلما زادت الاستثمارات الزائدة (المبالغ لها). وتدعم هذه النتائج توقع الباحثين بأن ارتفاع مستوى التجنب الضريبي يؤدي لزيادة الاستثمار المبالغ به. كما أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية معنوية بين الاستثمارات الزائدة والتدفقات النقدية الحرة، ونسبة المديرين المستقلين وعدد أعضاء مجلس الإدارة. وأوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين الاستثمارات الزائدة ونسبة ملكية المستثمرين الرئيسيين

وأوضح الباحثان أن التجنب الضريبي له آثار سلبية مثل زيادة الاستثمارات المبالغ بها، والتأثير على سمعة الشركة وتكلفة الاقتراض بالرغم من تحقيق تدفقات نقدية حرة موجبة نتيجة الوفورات الضريبية، بما يتطلب الموازنة بين مزايا وعيوب التجنب الضريبي.

وفي هذا السياق، هدفت دراسة Rui (2019) لتحليل أثر التجنب الضريبي على حساسية التدفقات النقدية للاستثمار. وقام الباحث باختيار عينة من ٥٠٦٥ المسجلة في بورصتي شنغهاي وشنزن من ٢٠٠٩ حتى ٢٠١٥ وذلك لاستكشاف أثر ممارسات التجنب الضريبي على التدفقات النقدية الحرة في تلك الشركات على أساس الفروق بين القيم الدفترية والقيم الضريبية.

وأوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة طردية بين مستوي ممارسات التجنب الضريبي مع مستوي حساسية التدفقات النقدية للاستثمار. كما أوضحت نتائج الدراسة أن ممارسات التجنب الضريبي تزيد من التدفقات النقدية الحرة، والتي يتم تخفيضها بزيادة تكلفة التمويل أو الاقتراض. كما تشير نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين ممارسات التجنب الضريبي وتكلفة الاقتراض (كأداة للتجنب الضريبي)، وبالتالي تعتبر ممارسات التجنب الضريبي لها أثر في زيادة وخفض التدفقات النقدية الحرة. فكلما زادت ممارسات التجنب الضريبي زادت حساسية التدفقات النقدية الحرة للاستثمار نتيجة زيادة تلك التدفقات من جانب، وخفضها مع زيادة تكلفة الاقتراض من جانب آخر.

كما تشير نتائج الدراسة أن الشركات ذات المستوى المرتفع من ممارسات التجنب الضريبي تواجه بتكلفة مرتفعة من الإقراض، وبالتالي تعتمد على التدفقات النقدية الحرة الناتجة من ممارسات التجنب الضريبي للقيام بالاستثمار خاصة مع وجود قيود مالية. وتوضح هذه الدراسة أن ممارسات التجنب الضريبي لا تزيد فقط من التدفقات النقدية الحرة للشركات، ولكن تزيد أيضا من تكلفة الاقتراض بما يخفض من هذه التدفقات الحرة المستقبلية. وأشارت الدراسة إلى ضرورة أن يقوم المستثمرون بالموازنة بين مزايا وعيوب ممارسات التجنب الضريبي والقيام بالاختيار الأفضل لزيادة قيمة الشركة.

كما أشارت دراسة (Mukundham, et al. (2019 إلى أن وجود نقدية حرة غير مستغلة في الشركة وزيادة نسبة الربحية ونسبة الرفع المالي بالشركة يؤدي إلى اتجاه الشركة للتجنب الضريبي، أو الاتجاه إلى دول أو مناطق بها إعفاءات ضريبية، وذلك بهدف الحصول على منافع استراتيجية وتنافسية لهذه الشركة (مثل خفض تكاليف الإنتاج)، بما يؤدي إلى تخفيض استثماراتها المحلية مع زيادتها بالدول التي بها إعفاءات ضريبية. ويستدعي ذلك وجود قوانين محددة تحد من هذه الاستثمارات الأجنبية بهدف التجنب الضريبي.

كما هدفت دراسة (Gunther et al. (2020 إلى فحص كيفية توزيع النقدية الحرة الموجبة نتيجة التجنب الضريبي في جوانب استخداماتها مثل الاستثمارات الجديدة في البحوث والتطوير والاستثمار في أوراق مالية قابلة للبيع، أو توفيرها كنقدية، أو لسداد ديون الشركة.

وتم استخدام عينة من ٧١٨٨ شركة أمريكية مسجلة في البورصة من ١٩٨٨ حتى ٢٠١٧. وتحليل العلاقة بين النقدية الحرة الموجبة الناتجة عن التجنب الضريبي، وجوانب استخداماتها، مع الأخذ في الاعتبار القيود المالية للشركة وجوانب عدم التأكد المرتبط بعملياتها.

وأشارت نتائج الدراسة إلى زيادة نسبة الوفورات النقدية قبل الضريبة بالمقارنة بالزيادة في رصيد النقدية بعد الضرائب والفوائد (٣٤% بالمقارنة بـ ٢٨%). كما أوضحت نتائج الدراسة أن التدفقات النقدية الناتجة عن التجنب الضريبي أقل احتمالاً لأن تستخدم هذه الوفورات في الاستثمارات الحقيقية في البحوث والتطوير خاصة في حالة وجود قيود مالية للشركة، أو زيادة جوانب عدم التأكد المرتبطة بعمليات الشركة. ويزداد الاستثمار على البحوث والتطوير بالمقارنة بالاستثمار في الأوراق المالية القابلة للبيع أو سداد الديون في حالة نقص القيود المالية للشركة.

وأشارت النتائج إلى أن عدم التأكد المرتبط بأنشطة الشركة، يؤدي لاستخدام النقدية الموفرة من سياسات التجنب الضريبي لتخفيض جوانب عدم التأكد الاقتصادي، مثل زيادة رصيد النقدية بالشركة أو سداد الديون بالمقارنة بالاستثمار في الأوراق المالية القابلة للبيع أو الاستثمار في البحوث والتطوير.

كما أوضحت نتائج الدراسة أيضاً وجود اختلافات بين الشركات المحلية والشركات متعددة الجنسيات، حيث تتجه الشركات المحلية إلى الاستثمار في البحوث والتطوير أو الاستحواذ على شركات لتخفيض الحاجة إلى التمويل من خلال إصدار الأسهم، بينما تتجه الشركات متعددة الجنسيات إلى توفير النقدية خاصة عند مواجهة الأزمات المالية. ويزداد اتجاه الشركات الخاسرة إلى الاستفادة من منافع ارتفاع معدل الضريبة من خلال زيادة الاستثمارات والاستحواذ، وبالتالي تحقيق مردودات ضريبية tax refund. ومن أهم حدود هذه الدراسة عدم الأخذ في الاعتبار العوامل المؤثرة على كفاءة الاستثمار الناتج عن وفورات النقدية.

وبناء على ما سبق، تؤثر ممارسات التجنب الضريبي على حساسية التدفقات النقدية الحرة للاستثمار نتيجة زيادة التدفقات النقدية الحرة من جانب، وخفضها مع زيادة تكلفة الاقتراض من جانب آخر. كما توجد اختلافات بين الشركات الخاسرة من حيث الاستفادة من منافع ارتفاع معدل الضريبة من خلال زيادة الاستثمارات والاستحواذ والبحاث والتطوير، وبالتالي تحقيق مردودات ضريبية tax refund، بينما تتجه الشركات الربحية أو متعددة الجنسيات إلى توفير النقدية وبالتالي تخفيض الاستثمارات، وبناء على ذلك يمكن اشتقاق الفرض الثاني للبحث على النحو التالي:

H2: يختلف التأثير المعنوي لممارسات التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية باختلاف التدفقات النقدية الحرة.

٦-٥- منهجية البحث

تهدف الدراسة التطبيقية إلى اختبار أثر ممارسات التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار بالشركة في ظل القيود المالية للشركة. ولتحقيق هذا الهدف، سوف يتم عرض كل من مجتمع وعينة الدراسة ونموذج الدراسة ومتغيرات الدراسة وأسلوب جمع وتحليل البيانات، ونتيجة اختبار فروض الدراسة على النحو التالي:

٦-٥-١- مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ٢٠١٥-٢٠٢٠، وقد تم اختيار عينة تحكمية من هذه الشركات روعي في اختيارها أن تمثل الشركات بخلاف البنوك وشركات الخدمات المالية لما لعملياتها من طبيعة خاصة، وأن تتوفر لها البيانات اللازمة لقياس متغيرات الدراسة. وبذلك بلغ عدد شركات العينة محل الدراسة (٤٤) شركة، بحجم مشاهدات (٢٦٤) سنة/شركة، تمثل ١٤ قطاع. ويلخص الجدول التالي بيانات العينة:

جدول ١: تحليل عينة الدراسة

عدد المشاهدات	عدد الشركات	القطاع
١٨	٣	الموارد الأساسية
١٨	٣	الرعاية الصحية والادوية
١٨	٣	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات
٥٤	٩	العقارات
١٨	٣	السياحة والترفيه
٦	١	المرافق
٣٠	٥	الأغذية والمشروبات والتبغ
١٢	٢	الطاقة والخدمات المساندة
١٨	٣	خدمات النقل والشحن
١٨	٣	المقاولات والإنشاءات الهندسية
١٢	٢	مواد البناء
١٢	٢	الورق ومواد التعبئة والتغليف
١٨	٣	المنسوجات والسلع المعمرة
١٢	٢	الاتصالات والاعلام وتكنولوجيا المعلومات
٢٦٤	٤٤	الإجمالي

المصدر: من إعداد الباحث

٦-٥-٢- نموذج البحث وتوصيف وقياس متغيرات الدراسة (التحليل الأساسي)

سيتم عرض نموذجي البحث، وتوصيف وقياس المتغيرات التابعة والمستقلة والمعدلة والرقابية، وذلك على النحو التالي:

٦-٥-٢-١- نموذج البحث

يظهر نموذج البحث على النحو التالي:

النموذج الأول: لاختبار الفرض الأول بالدراسة:

تم صياغة النموذج الأول لتحليل العلاقة بين كفاءة الاستثمار $Invest\ Eff_{it}$ وممارسات التجنب الضريبي $Tax\ AV_{it}$ ، مع الأخذ في الاعتبار المتغيرات الرقابية مثل حجم الشركة $Size_{it}$ ، ونسبة الرفع المالي Lev_{it} ، ومدى وجود خسائر بالشركات $Loss_{it}$.

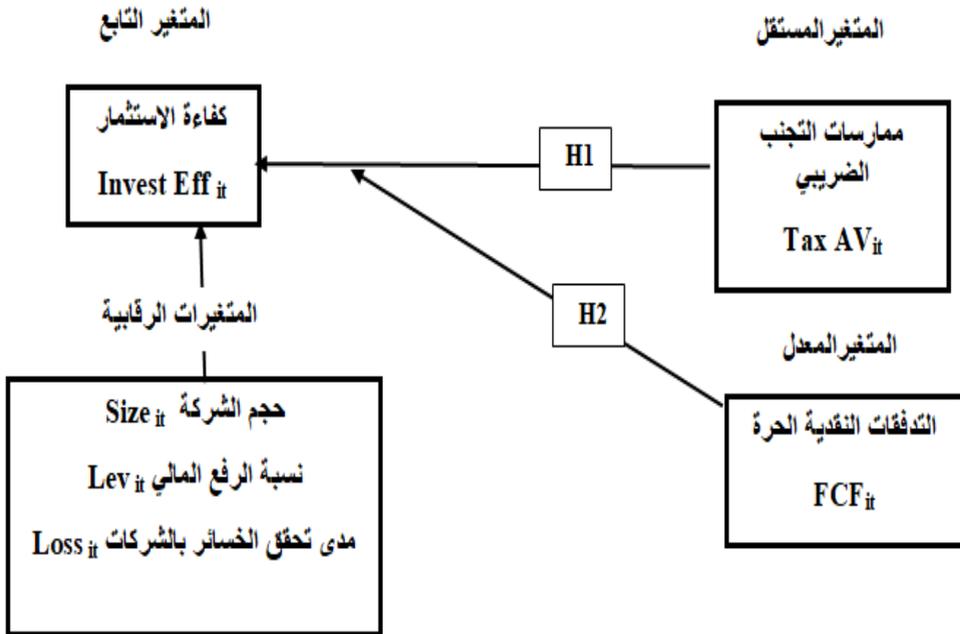
$$Invest\ Eff_{it} = \beta_0 + \beta_1 Tax\ AV_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Loss_{it} + e_{it}$$

النموذج الثاني: لاختبار الفرض الثاني بالدراسة:

تم صياغة النموذج الثاني لاختبار الأثر المعدل للتدفقات النقدية الحرة FCF_{it} على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار.

$$Invest\ Eff_{it} = \beta_0 + \beta_1 Tax\ AV_{it} + \beta_2 FCF_{it} + \beta_3 Tax\ AV_{it} * FCF_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Loss_{it} + e_{it}$$

ويمكن التعبير عن نماذج وفروض الدراسة بالشكل التالي:



شكل ١: نموذج البحث

المصدر: من إعداد الباحث

٦-٥-٢-٢- توصيف وقياس متغيرات الدراسة

استناداً إلى فروض الدراسة، يمكن توصيف وقياس متغيرات الدراسة على النحو التالي:
أولاً: المتغير التابع:

كفاءة الاستثمارات $Invest\ Eff_{it}$:

سيتم قياس كفاءة الاستثمار $Invest\ Eff_{it}$ على خطوتين :

أولاً: قياس التغير في النفقات الاستثمارية $Dif\ Inv_{it}$ = النفقات الاستثمارية للشركة INV_{it} - متوسط الاستثمار المتوقع بالصناعة $Avg\ Inv_{it}$

ثانياً: تحليل العلاقة بين التغير في الانفاق الاستثماري، ومعدل نمو المبيعات في السنة السابقة $Growth_{it-1}$ ، ونسبة الرفع المالي في السنة الماضية Lev_{it-1} ، ونسبة النقدية إلى إجمالي الأصول $Cash_{it-1}$ ، وحجم الشركة $Size_{it-1}$ و معدل العائد على الأصول $Return_{it-1}$ و عمر الشركة Age_{it-1} ، واستثمار الشركة في السنة السابقة، $Investment_{it-1}$ ، مع الأخذ في الاعتبار القدرة الإدارية $Management\ ability_{it}$ وفق نموذج (Demerjian et al., 2012).^٣
 ويتم الأخذ في الاعتبار عنصر الخطأ e_{it} باعتباره يعبر عن كفاءة الاستثمارات $Invest\ Eff_{it}$.

ويتسق هذا القياس مع (Biddle et al. 2009 ; Chen et al. Cho and Choi 2016; 2011; Khurana et al. 2018; and Gan 2019,)

$$Dif\ Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{it-1} + \beta_2 Lev_{it-1} + \beta_3 Cash_{it-1} + \beta_4 Size_{it-1} + \beta_5 \\ + Return_{it-1} + \beta_6 Age_{it-1} + \beta_7 Investment_{it-1} + \beta_8 Management\ ability_{it} + e_{it}$$

ثانياً: المتغير المستقل:

ممارسات التجنب الضريبي للشركات $(Tax\ AV_{it})$:

استخدمت العديد من الدراسات السابقة (Mafrolla and D'Amico 2016 ; Bailing and Rui 2018 , and Ding, 2019) معدل الضريبة الفعال، وذلك للتعبير للعلاقة بين أرباح الشركة الفعلية والضريبة الفعلية التي تحملتها المنشأة، ومن ثم يعبر زيادة معدل الضريبة القانوني عن معدل الضريبة الفعلي الناتج عن التخطيط والتجنب الضريبي. ويتم حساب معدل الضريبة الفعال بقسمة مصروف ضريبة الدخل بقائمة الدخل على صافي الدخل قبل الضريبة- وكلما ارتفع معدل الضريبة الفعلي تدني ممارسات التجنب الضريبي للشركات- ثم يتم بضرب معدل الضريبة الفعلي في رقم سالب واحد للحصول على مقياس للتجنب الضريبي.

^٣ - سيتم عرض قياس القدرة الإدارية في ملحق رقم ١.

ثالثاً: المتغير المعدل:

التدفقات النقدية الحرة FCF_{it} :

استخدمت العديد من الدراسات المحاسبية (Richardson ,2006 ;Mukundham, et al. 2020) and Gunther et al. 2019 صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية مضافاً إليها مصاريف البحوث والتطوير ومطروحاً منها مصروف الصيانة والهلاك والاستثمارات في مشروعات جديدة لقياس التدفقات النقدية الحرة. ويتوقع أن تزداد هذه التدفقات مع زيادة ممارسات التجنب الضريبي مع تأثرها بمتغيرات رقابية مثل حجم الشركة ودرجة الرفع المالي.

رابعاً: المتغيرات الرقابية:

وتضمن نموذج الدراسة مجموعة من المتغيرات الرقابية والتي ذات تأثير محتمل على العلاقة بين التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار، وتتمثل تلك المتغيرات فيما يلي:

- حجم الشركة $Size_{it}$: ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول قياساً على (Zheng ,2017 and Gan,2019)

- نسبة الرفع المالي Lev_{it} : وتقاس بنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول قياساً على (Richardson et al. 2016 and Sugiyanto et al.2020)

- مدى تحقق الربح أو الخسارة $LOSS_{it}$: متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا حققت الشركة خسارة (صفر) إذا حققت الشركة ربح، وذلك لتحليل مدى تأثير كفاءة الاستثمار بتحقيق الشركة لأرباح أو خسائر قياساً على (Zhu et al. (2019).

٦-٦-٦ - نتائج الدراسة واختبارات الفروض

وسيتم في هذه الجزئية من الدراسة عرض نتائج التحليل الوصفي واختبارات الفروض، بالإضافة إلى عرض ملخص نتائج الدراسة التطبيقية وذلك كما يلي:

٦-٦-٦-١ - نتائج الإحصاء الوصفي

يظهر الجدول رقم (٢) نتائج الإحصاء الوصفي لبعض متغيرات الدراسة معدل ضريبة الدخل الفعال والاستثمارات والفرق بين استثمارات الشركة ومتوسط استثمارات القطاع والتدفقات النقدية الحرة وصافي الدخل باعتبارهم المتغيرات المستقلة، وكل من حجم الشركة ونسبة الرفع المالي ومدى وجود خسائر بالشركات باعتبارهم المتغيرات الرقابية في الدراسة، وذلك عن الفترة من ٢٠١٥ حتى ٢٠٢٠، وذلك كما يلي:

جدول ٢: نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

بيان	المتوسط (جنيه)	الانحراف المعياري	الدلالة
معدل ضريبة الدخل الفعال	-0.2306	0.9837	تشير القيمة السالبة لمتوسط معدل الضريبة الفعال الي وجود تجنب ضريبي متوسط القيمة مع وجود شركات خاسرة، وارتفاع الانحراف المعياري يشير إلى تباين ممارسات التجنب الضريبي خاصة مع وجود شركات بها نسبة ملكية حكومية مرتفعة مثل قطاع الاتصالات والاعلام.
صافي الدخل	462.005.314	1.117.330.790	ارتفاع متوسط صافي الدخل خاصة في قطاعات مثل الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات وقطاع الرعاية الصحية والأدوية والعقارات، مع ارتفاع الانحراف المعياري لصافي الدخل خاصة مع وجود قطاعات بها نسبة خسائر مرتفعة مثل قطاعات الأغذية والمشروبات والموارد الأساسية، وخدمات النقل والشحن (خاصة في عام ٢٠٢٠)
الاستثمارات	10.722.183	979.336.038	يتضح انخفاض متوسط الاستثمارات خاصة مع وجود شركات بها خسائر مرتفعة، وارتفاع الانحراف المعياري للاستثمارات نتيجة زيادة الاستثمارات بدرجة أكبر في الشركات الأكبر حجماً والأكثر ربحية كما في قطاع العقارات وقطاع الرعاية الصحية والأدوية.
الفرق بين استثمارات الشركة ومتوسط استثمارات القطاع	345.171.805	1.353.388.223	اتضح ارتفاع متوسط الفرق بين استثمارات الشركة ومتوسط استثمارات القطاع مع وجود تباين في احجام الشركات داخل القطاع، بالإضافة لارتفاع الفروق بين استثمارات الشركة ومتوسط استثمارات القطاع خاصة نتيجة تباين مستوى الاستثمارات في الشركات الأكبر حجماً والأكثر ربحية كما في قطاع العقارات وقطاع الرعاية الصحية والأدوية
التدفقات النقدية الحرة	-92.396.758	1.309.339.250	انخفاض متوسط التدفقات النقدية الحرة الناتجة عن التجنب الضريبي، وارتفاع في الانحراف المعياري لتلك التدفقات. ويفسر ذلك بزيادة نسبة الرفع المالي لشركات الدراسة ووجود خسائر في بعض شركات عينة الدراسة
القيمة السوقية للشركات	3.436.820.868	5.421.202.883	كبر حجم الشركات المستخدمة في عينة الدراسة لأنها تضم أغلب الشركات كبيرة الحجم في مؤشر EGX 100، كما يوجد

انحراف معياري مرتفع بين احجام الشركات في القطاعات الصناعية والخدمية خاصة كبر حجم بعض الشركات في قطاعات الاتصالات والعقارات والموارد الأساسية.			
ارتفاع متوسط مستوي الرفع المالي لشركات العينة، وارتفاع الانحراف المعياري بما يعبر عن تباين مستوي الرفع المالي خاصة مع زيادتها في قطاعات العقارات وخدمات النقل والشحن والأغذية والمشروبات والتبغ، والنقص في قطاعات الاتصالات والاعلام وتكنولوجيا المعلومات والخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	5.6908	0.865	الرفع المالي
ارتفاع متوسط حجم الشركة (معيير عنها بقيمة الأصول) خاصة في قطاعات مثل الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات وقطاع الرعاية الصحية والأدوية والعقارات، مع ارتفاع الانحراف المعياري لحجم الشركات.	16.012.692.313	8.245.319.879	حجم الشركة
انخفاض مستوي الخسائر لشركات العينة، مع ارتفاع الانحراف المعياري لمدى وجود الخسائر خاصة مع وجود بعض القطاعات بها نسبة خسائر مرتفعة مثل قطاعات الأغذية والمشروبات والموارد الأساسية، وخدمات النقل والشحن (خاصة في عام ٢٠٢٠)	0.4	0.21	مدى وجود الخسائر بالشركات

وتشير نتائج التحليل الوصفي في الجدول رقم (٢) إلى انخفاض متوسط صافي الدخل بالمقارنة بحجم الأصول^٤ بما يعادل ٦% خلال فترة الدراسة بما يفسر بارتفاع مستوى التضخم^٥ (خاصة في عام ٢٠١٦ و٢٠١٧)، وتأثير التغير في أسعار الصرف^٦ على مدخلات وتكاليف الشركات بما

^٤ - نسبة متوسط صافي الدخل / حجم الأصول (باستخدام الجدول رقم ٢) = $8.245.319.879 / 462.005.314 = 17.6\%$ تقريباً.

^٥ - قدر معدل التضخم بـ ٢٣.٢٧% في ديسمبر ٢٠١٦، ومعدل التضخم بـ ٢١.٩% في ديسمبر ٢٠١٧ ومعدل التضخم بـ ١٢% في ديسمبر ٢٠١٨، وانخفض إلى ٨.٥% في ديسمبر ٢٠١٩، ثم إلى ٥.١% في ديسمبر ٢٠٢٠ وفقاً لموقع البنك المركزي المصري: <https://www.cbe.org.eg/ar/MonetaryPolicy/Pages/MonetaryPolicyReport.aspx>

^٦ - تغير معدل الصرف للدولار من ٧.٨٣ في ديسمبر ٢٠١٥ ليصل إلى ١٨.٩٣ جنية في ديسمبر ٢٠١٦، واستقر نسبياً عند ١٧.٧٩ جنية في ديسمبر ٢٠١٧، وعند ١٧.٨٦ في ديسمبر ٢٠١٨، وانخفض الي ١٦.١ في ديسمبر ٢٠١٩، ثم إلى ١٥.٧٥ في ديسمبر ٢٠٢٠ وفقاً لموقع البنك المركزي المصري: <https://www.cbe.org.eg/en/EconomicResearch/Statistics/Pages/ExchangeRateshistorical.aspx>

خفض من أرباح وإيرادات الشركات خلال تلك الفترة. كما اتضح اتجاه معظم شركات الدراسة إلى ممارسات التجنب الضريبي مع وجود معدل ضريبة فعال بقيمة سالبة (-0.2306).

كما اتضح وجود تباين بين استثمارات الشركات ومتوسط الاستثمارات في كل القطاع مع انخفاض متوسط استثمارات الشركات في عينة الدراسة خلال الفترة من ٢٠١٥ حتى ٢٠٢٠، بما يفسر بانخفاض أرباح الشركات في عينة الدراسة، ووجود 0.21 من الشركات تعرضت لخسائر في تلك الفترة. كما أوضحت النتائج كبر حجم الشركات والقيمة السوقية لأسهمها (متوسط 8.245.319.879 والانحراف المعياري 16.012.692.313) و يلاحظ ارتفاع قيمة الانحراف المعياري بين احجام الشركات كما اتضح زيادة نسبة الرفع المالي (بمتوسط نسبة رفع مالي 0.865) . وبالرغم من انخفاض متوسط وجود الخسائر في عينة الدراسة 0.21 إلا أن ارتفاع الانحراف المعياري لهذا المتوسط 0.4 يشير إلى زيادة نسبة الشركات التي قد تواجه خسائر في المستقبل.

٦-٦-٢- نتائج اختبارات فرضي البحث

يعرض الباحث في هذه الجزئية لنتائج اختبار فروضي البحث، وذلك كما يلي:

٦-٦-٢-١- نتائج اختبار الفرض الأول

تم صياغة نموذج الانحدار الأول لتحليل العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي مع الأخذ في الاعتبار المتغيرات الرقابية مثل حجم الشركة ونسبة الرفع المالي ومدى وجود خسائر بالشركات من جانب، وكفاءة الاستثمار من جانب آخر. وكانت نتائج تحليل نموذج الانحدار الأول على النحو التالي:

جدول ٣: نتائج العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي، وكفاءة الاستثمار

P-value	معاملات المتغيرات (β)	VIF	المتغيرات
.727	-.024	1.02	TaxAV _{it}
.000	.269	1.13	Size _{it}
.553	.040	1.01	Lev _{it}
.949	-.004	1.11	Loss _{it}
	0.09		Adjusted R Square
0.003	4.059		F-test

يتضح من نتائج الجدول رقم (٣) أن قيمة F للنموذج ككل معنوية (قيمة P-value = 0.003) ، وأن هذا يفسر العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار بنسبة 9% في

عينة الدراسة ($R^2 \text{ adjusted} = 0.09$)، وأنه لا توجد مشكلة الارتباط المتعدد حيث $10 > VIF$ لكل المتغيرات المستقلة والرقابية .

كما يتضح من تحليل الجدول رقم (٣) وجود علاقة عكسية غير معنوية بين القيام بممارسات التجنب الضريبي ومدى تعرض الشركة للخسارة (قيمة $\beta = -0.024$ ، وقيمة P-value = 0.727 ، 0.949 على التوالي)، ويفسر ذلك بأن وجود خسائر في عينة الشركات في الدراسة يخفض من العلاقة العكسية بين القيام بممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار . بينما أوضحت النتائج وجود علاقة طردية معنوية بين حجم الشركة و كفاءة الاستثمار (قيمة $\beta = 0.269$ وقيمة P-value = 0.00) . كما اتضح وجود علاقة طردية غير معنوية بين نسبة المديونية أو الرفع المالي و كفاءة الاستثمار (قيمة $\beta = 0.040$ وقيمة P-value = 0.553).

وبناء على ما سبق، لم تدعم نتائج الدراسة صحة الفرض الأول الخاص بتأثير ممارسات التجنب الضريبي بصورة معنوية على كفاءة الاستثمار .

ويرى الباحث أهمية أثر حجم الشركة في زيادة كفاءة الاستثمار نتيجة زيادة قدرة الشركة على الحصول على خدمات إدارة ذات كفاءة أعلى و الحصول على تمويل بتكلفة أقل، بما يتفق مع دراسة (Asiri et al. (2020) ، وبما خفض من معنوية أثر الرفع المالي على كفاءة الاستثمار .

٦-٦-٢-٢- نتائج اختبار الفرض الثاني:

تم صياغة نموذج الانحدار الثاني لتحليل أثر التدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار، مع الأخذ في الاعتبار المتغيرات الرقابية مثل حجم الشركة ونسبة الرفع المالي ومدى وجود خسائر بالشركات. وكانت نتائج تحليل الانحدار على النحو التالي:

جدول ٤: تحليل أثر التدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي

وكفاءة الاستثمار

المتغيرات	VIF	معاملات المتغيرات (β)	P-value
TaxAV _{it}	1.06	-0.036	.517
FCF _{it}	2.18	0.306	0.00
FCF _{it} * TaxAV _{it}	2.07	0.161	0.041
Size _{it}	1.19	.178	.003
Lev _{it}	1.10	.149	.01
Loss _{it}	1.23	-.016	.77
Adjusted R Square		0.24	
F-test		13.489	0.000

يتضح من نتائج الجدول رقم (٤) أن قيمة F للنموذج ككل معنوية قيمة $(P\text{-value} = 0.00)$ ، وأن هذا يفسر أثر التدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار بنسبة 24% في عينة الدراسة $(R^2 \text{ adjusted} = 0.24)$. وتوضح هذه النتائج وجود تحسن في تفسير العلاقة بين كفاءة الاستثمار والتجنب الضريبي نتيجة أثر التدفقات النقدية الحرة على هذه العلاقة، وأنه لا توجد مشكلة الارتباط المتعدد حيث $VIF > 10$ لكل المتغيرات المستقلة والرقابية.

كما يتضح من تحليل الجدول رقم (٤) وجود علاقة عكسية غير معنوية بين القيام بممارسات التجنب الضريبي ومدى تعرض الشركة للخسارة من جانب، وكفاءة الاستثمار من جانب آخر (قيمة $\beta = -0.036$ ، -0.016 وقيمة $P\text{-value} = 0.517, 0.77$ على التوالي) بما يفسر بأن وجود خسائر في عينة الشركات في الدراسة يخفض من العلاقة العكسية بين القيام بممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار. كما أوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة طردية معنوية بين التدفقات النقدية الحرة وكفاءة الاستثمار (قيمة $\beta = 0.306$ وقيمة $P\text{-value} = 0.00$)، بينما وجدت علاقة طردية معنوية ضعيفة بين أثر التدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار (قيمة $\beta = 0.161$ وقيمة $P\text{-value} = 0.041$).

كما أوضحت النتائج وجود علاقة طردية معنوية بين حجم الشركة وكفاءة الاستثمار (قيمة $\beta = 0.178$ وقيمة $P\text{-value} = 0.003$). كما اتضح وجود علاقة طردية معنوية بين نسبة المديونية أو الرفع المالي وكفاءة الاستثمار (قيمة $\beta = 0.149$ ، وقيمة $P\text{-value} = 0.01$). وتشير هذه النتائج أيضاً إلى أهمية أثر حجم الشركة ونسبة الرفع المالي في زيادة كفاءة الاستثمار، نتيجة زيادة قدرة الشركة على الحصول على خدمات إدارة ذات كفاءة أعلى والحصول على تمويل بتكلفة أقل وزيادة كفاءة الاستثمار.

ودعمت نتائج النموذج الثالث صحة الفرض الثاني باختلاف التأثير المعنوي لممارسات التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار نتيجة أثر التدفقات النقدية الحرة على هذه العلاقة.

ويري الباحث أن أثر التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار يتم بصورة غير مباشرة من خلال أثر التدفقات النقدية الحرة على هذه العلاقة، بما يتفق مع دراسة (Sugiyanto et al. (2020).

٦-٦-٣- تحليل الحساسية

٦-٦-٣-١- حالة تغيير قياس المتغير المستقل

يستهدف تحليل الحساسية استخدام مقياس بديل لقياس ممارسات التجنب الضريبي وهو معدل الضريبة الفعلي ويتم قياسه بنسبة الضرائب المدفوعة إلى صافي الدخل قبل الضريبة، بما يتفق مع دراسة (يوسف، ٢٠١٩ and Sugiyanto et al.2020 ; Bimo et al. ;2019) وذلك بالتطبيق على النموذج الثاني الخاص بالأثر التفاعلي للتدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي، وكفاءة الاستثمار، كما يتضح بالجدول رقم (٥):

جدول ٥: نتائج تحليل الحساسية للنموذج الثاني مع استخدام مقياس بديل

لممارسات التجنب الضريبي

P-value	معاملات المتغيرات (β)	VIF	المتغيرات
0.00	-0.43	1.425	TaxAV _{it}
0.130	-0.103	2.174	FCF _{it}
0.00	-0.392	1.95	FCF _{it} *TaxAV _{it}
0.00	0.339	1.583	Size _{it}
0.334	0.048	1.155	Lev _{it}
0.340	-0.046	1.123	Loss _{it}
	0.44		Adjusted R Square
0.00	36.3		F-test

يتضح من نتائج الجدول رقم (٥) أن قيمة F للنموذج ككل معنوية (قيمة P-value = 0.00)، وأن هذا يفسر أثر التدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين كفاءة الاستثمار وممارسات التجنب الضريبي بنسبة 44% في عينة الدراسة (R² adjusted = 0.44)، وتظهر وتوضح هذه النتائج وجود تحسن في تفسير العلاقة بين كفاءة الاستثمار والتجنب الضريبي، وذلك استخدام مقياس بديل لقياس ممارسات التجنب الضريبي (بالمقارنة بالنموذج الثاني في التحليل الأساسي)، وأنه لا توجد مشكلة الارتباط المتعدد حيث $VIF > 10$ لكل المتغيرات المستقلة والرقابية .

كما يتضح من تحليل الجدول رقم (٥) وجود علاقة عكسية معنوية بين القيام بممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار (قيمة $\beta = -0.43$ و قيمة P-value = 0.00) بما يفسر بتغيير مقياس ممارسات التجنب الضريبي. كما أوضحت النتائج بالجدول رقم (٥) وجود علاقة عكسية غير معنوية بين التدفقات النقدية الحرة، وكفاءة الاستثمار من جانب آخر (قيمة $\beta = -0.103$ و قيمة P-value = 0.130). بينما اتضح وجود علاقة عكسية معنوية لأثر التدفقات الحرة على

العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي و كفاءة الاستثمار (قيمة $\beta = -0.392$ و قيمة P -value = 0.00).

وانتقلت نتائج تحليل الحساسية، باستخدام بنسبة الضرائب المدفوعة إلى صافي الدخل قبل الضريبة مع التحليل الأساسي بالنسبة لأثر المتغيرات الرقابية على كفاءة الاستثمار، فأتضح وجود علاقة طردية معنوية بين حجم الشركة و كفاءة الاستثمار (قيمة $\beta = 0.339$ و قيمة P -value = 0.00). كما أتضح وجود علاقة طردية غير معنوية بين نسبة المديونية أو الرفع المالي و كفاءة الاستثمار (قيمة $\beta = 0.048$ و قيمة P -value = 0.334). وتشير هذه النتائج إلى أهمية أثر حجم الشركة (بدرجة أكبر مع استخدام المقياس الإضافي) في زيادة كفاءة الاستثمار نتيجة زيادة قدرة الشركة على الحصول على خدمات إدارة ذات كفاءة أعلى والحصول على تمويل بتكلفة أقل، ويؤثر متغير حجم الشركة على تخفيض أثر الرفع المالي على كفاءة الاستثمار.

كما أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية غير معنوية بين مدى تعرض الشركة للخسارة، وكفاءة الاستثمار (قيمة $\beta = -0.046$ و قيمة P -value = 0.340).

وتشير هذه النتائج إلى تأثير قياس ممارسات التجنب الضريبي (باستخدام بنسبة الضرائب المدفوعة إلى صافي الدخل قبل الضريبة) على زيادة معنوية أثر التجنب الضريبي وحجم الشركة على كفاءة الاستثمار، وتخفيض أثر التدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار.

٦-٦-٣-٢- حالة تقسيم عينة الدراسة إلى عينتين فرعيتين

سيتم في هذا التحليل تقسيم عينة الشركات إلى عينتين شركات رابحة وأخرى خاسرة، وذلك للتحقق من أثر التدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار. حيث أوضحت دراستي (Zhu et al. 2019 and Marsahala et al. 2020) وجود علاقة عكسية بين ربحية الشركة وقيامها بممارسات التجنب الضريبي. وتقدم هذه العلاقة مزيد من الفهم لعلاقة مدى ربحية الشركة وممارسة الشركة لممارسات التجنب الضريبي، بما قد يؤثر على كفاءة الاستثمار بالشركات.

وتم تقسيم عينة الدراسة إلى عينتين فرعيتين هما الشركات الربحية والشركات الخاسرة خلال فترة الدراسة وتطبيق النموذج الثاني^(٧) على العينتين كما يتضح بالجدول التالي:

جدول ٦: نتائج التحليل الإضافي للنموذج الثاني مع تقسيم عينة الدراسة إلى عينتين فرعيتين (رابحة و خاسرة)

عينة الشركات الخاسرة			عينة الشركات الربحية			المتغير
P-value	معاملات المتغيرات (β)	VIF	P-value	معاملات المتغيرات (β)	VIF	
0.772	0.127	2.5	0.466	-0.73	1.099	Tax AV _{it}
0.376	-0.185	1.8	0.535	0.065	2.5	FCF _{it}
0.92	0.034	2.7	.045	0.18	2.47	FCF _{it} * Tax AV _{it}
0.835	-0.037	1.31	0.00	0.286	1.096	Size _{it}
0.29	0.17	1.32	0.67	0.035	1.122	Lev _{it}
	0.062			0.08		Adjusted R
0.045	3.05		0.003	3.857		Square
						F-test
P-value =0.359	Z=0.036	تحليل الفرق بين R ² للنموذجين ^(٨) باستخدام اختبار Z				

يتضح من نتائج الجدول رقم (٦) أن قيمة F للنموذج ككل معنوية (قيمة P-value = 0.003، (0.045)، وأن هذا يفسر أثر التدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار - مع تقسيم عينة الدراسة إلى عينتين فرعيتين - بنسبة 8% في الشركات الربحية و6.2% في الشركات الخاسرة من هذه العلاقة (0.062, 0.08 adjusted R²). وبالرغم من

^٧ - تم إلغاء متغير مدى تحقق خسارة من النموذج الثاني لأنه سيتم تقسيم عيني الدراسة بناء على ربحية أو عدم ربحية الشركة.
^٨ - تم اختبار الفروق بين معاملي التحديد R² بين الشركات الربحية والخاسرة قياساً على (Dang et al., (2011)، وفقاً للمعادلة التالية:

$$z = \frac{E(R_1^2) - E(R_2^2)}{\sqrt{V(R_1^2) + V(R_2^2)}}$$

$$\text{var}(R^2) = 4/N R^2 (1 - R^2)^2 - [1 - \frac{2(q+1) + 3}{N}]$$

حيث تمثل (R₁² , R₂²) معاملي التحديد للشركات الربحية والخاسرة في كل نموذج ، N عدد المشاهدات وفقاً لمدخل Firm-Year observation ، q يعبر عن عدد المتغيرات المستقلة .

وجود فروق في قيم R^2 إلا أنها غير معنوية بين معاملات التحديد للنموذجين في حالة الشركات الرابحة او الشركات الخاسرة (قيمة $Z = 0.036$ و قيمة $p\text{-value} = 0.359$)، ويمكن تفسير ذلك بانخفاض عدد الشركات الخاسرة في الدراسة 20 % . كما اتضح انه لا توجد مشكلة الارتباط المتعدد حيث $VIF > 10$ لكل المتغيرات المستقلة والرقابية في كل من العينتين.

وأشارت نتائج تحليل الحساسية إلى وجود علاقة طردية معنوية بين أثر التدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار، و علاقة حجم الشركة وكفاءة الاستثمار في الشركات الرابحة فقط (قيمة $\beta = 0.18$ ، وقيمة $P\text{-value} = 0.045$ ، 0.00) بما يتفق مع نتائج التحليل الأساسي للفرض الثاني، بينما لم تتضح معنوية ممارسات التجنب الضريبي أو التدفقات النقدية الحرة أو الأثر التفاعلي بينهما، و المتغيرات الرقابية مثل الحجم ونسبة الرفع المالي من جانب، وكفاءة الاستثمار في حالة الشركات الخاسرة، ويفسر ذلك بانخفاض التدفقات النقدية الحرة في تلك الشركات مع زيادة نسبة مديونيتها، وبالتالي انخفاض السيولة اللازمة للاستثمار مع صعوبة الحصول على التمويل بالمقارنة بالشركات الرابحة، بما يتفق مع (Zhu et al. (2019).

وتشير هذه النتائج ان أثر التدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار يتضح في حالة الشركات الرابحة فقط، بما يدعم نتائج التحليل الأساسي، ولكن في جانب الشركات الرابحة فقط.

٧- نتائج البحث والتوصيات ومجالات البحث المقترحة

٧-١ - نتائج البحث

بناء على تحليل النتائج النظرية، خلصت نتائج الدراسات إلى أن زيادة ممارسات التجنب الضريبي يؤثر على كفاءة الاستثمار بصورة سلبية، حيث تؤدي ممارسات التجنب الضريبي إلى وجود وفورات نقدية حرة موجبة، إلا أنها تستخدم بصورة غير كفؤة نتيجة المبالغة في الاستثمارات لاستغلال تلك الوفورات، أو وجود انخفاض في الاستثمارات نتيجة انخفاض شفافية وجودة التقارير المالية، وبالتالي زيادة تكلفة الأموال من المقرضين.

كما خلصت نتائج الدراسة الوصفية إلى انخفاض متوسط صافي الدخل بالمقارنة بحجم الأصول ما يعادل ٦% خلال فترة الدراسة بما يفسر بارتفاع مستوى التضخم (خاصة في عامي ٢٠١٦ و ٢٠١٧)، وتأثير التغير في أسعار الصرف على مدخلات وتكاليف الشركات بما خفض

من أرباح وإيرادات الشركات خلال تلك الفترة. كما أوضحت النتائج زيادة نسبة الرفع بما يوضح وجود مشاكل مالية لأغلب الشركات في عينة الدراسة، وبالرغم من انخفاض متوسط وجود الخسائر في عينة الدراسة، إلا أن ارتفاع الانحراف المعياري لهذا المتوسط يشير إلى زيادة نسبة الشركات التي قد تواجه خسائر في المستقبل.

كما خلصت نتائج الدراسة العملية إلى وجود علاقة عكسية غير معنوية بين القيام بممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار، بما لم يدعم صحة الفرض الأول. بينما أوضحت النتائج وجود علاقة طردية معنوية بين حجم الشركة وكفاءة الاستثمار، ووجود علاقة طردية غير معنوية بين نسبة المديونية أو الرفع المالي وكفاءة الاستثمار. وتشير هذه النتائج إلى أهمية أثر حجم الشركة في زيادة كفاءة الاستثمار نتيجة زيادة قدرة الشركة على الحصول على خدمات إدارة ذات كفاءة أعلى والحصول على تمويل بتكلفة أقل. ويؤثر متغير حجم الشركة على تخفيض أثر الرفع المالي على كفاءة الاستثمار.

كما بينت الدراسة وجود علاقة طردية معنوية بين التدفقات النقدية الحرة وكفاءة الاستثمار، بينما وجدت علاقة طردية معنوية ضعيفة بين أثر التدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار. وتشير هذه النتائج أن أثر التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار يتم بصورة غير مباشرة من خلال تأثيره على التدفقات النقدية الحرة، بما دعم من صحة الفرض الثاني باختلاف التأثير المعنوي لممارسات التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار باختلاف التدفقات النقدية الحرة.

وأشارت نتائج تحليل الحساسية باستخدام قياس بديل لممارسات التجنب الضريبي (باستخدام بنسبة الضرائب المدفوعة إلى صافي الدخل قبل الضريبة) إلى وجود علاقة عكسية معنوية لممارسات التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار، بينما اتضح وجود علاقة عكسية معنوية لأثر التدفقات الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار. واتفقت نتائج تحليل الحساسية، باستخدام بنسبة الضرائب المدفوعة إلى صافي الدخل قبل الضريبة، مع التحليل الأساسي بالنسبة لأثر المتغيرات الرقابية على كفاءة الاستثمار، فاتضح وجود علاقة طردية معنوية بين حجم الشركة وكفاءة الاستثمار، ووجود علاقة طردية غير معنوية بين نسبة المديونية أو الرفع المالي وكفاءة الاستثمار.

كما أشارت نتائج تحليل الحساسية أيضاً - مع تقسيم عينة الدراسة إلى عینتين فرعيتين - إلى أن أثر التدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار يتضح

في حالة الشركات الرباحة فقط، بما يدعم نتائج التحليل الأساسي، ولكن في جانب الشركات الرباحة فقط.

٧-٢- التوصيات

- في ضوء ما انتهى إليه البحث من نتائج، يوصي الباحث بما يلي:
- أهمية تشجيع وزارة الاستثمار ووزارة المالية على تخفيض ممارسات التجنب الضريبي بما يحسن من كفاءة الاستثمار.
 - قيام إدارة البورصة المصرية بإلزام الشركات بالإفصاح عن مؤشرات لقياس التجنب الضريبي ومؤشرات لكفاءة الاستثمار بالشركات المسجلة بالبورصة.
 - قيام الجامعات المصرية بتطوير المقررات في مرحلة الدراسات العليا بحيث تهتم بعلاقة ممارسات التجنب الضريبي مع التدهور في كفاءة الاستثمارات وتطوير مقاييس لكل منهما.
 - تطوير هيئة الرقابة المالية لمؤشر لكفاءة الاستثمارات على مستوى الشركات الصناعية والخدمية.
 - قيام الهيئات المهنية والأكاديميين بدراسة أثر ممارسات التجنب الضريبي على قياس كفاءة الاستثمار.

٧-٣- مجالات البحث المقترحة

- بناء على نتائج البحث والتوصيات، نقترح القيام بالبحوث التالية:
- أثر اختلاف نوع الملكية على القيام بممارسات التجنب الضريبي، وعلاقة ذلك بكفاءة الاستثمار
 - أثر مكافأة الإدارة وخبرتها على القيام بممارسات التجنب الضريبي وعلاقته بكفاءة الاستثمار
 - أثر الخسائر المتراكمة بالشركة على القيام بممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار
 - تحليل الاختلاف بين مستويات التجنب الضريبي عبر الدول وعلاقتها بكفاءة الاستثمار
 - دور القيد في أكثر من بورصة وتعدد قطاعات الشركة على القيام بممارسات التجنب الضريبي
 - أثر جودة المراجعة على تخفيض ممارسات التجنب الضريبي وعلاقتها بكفاءة الاستثمار
 - أثر الاعتراف بالأصول الرقمية على كفاءة الاستثمار بالشركة.
 - أثر رقمنة عمليات الشركة على ممارسات التجنب الضريبي.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

الصايغ، عماد سعد محمد، محمد عبد المجيد حميدة، ٢٠١٥، قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية، *مجلة المحاسبة و المراجعة* ، مجلد ٣، عدد ١، ١-٤٩ .

عوض، محمد محمود سليمان محمد، أحمد بغدادي أحمد بغدادي، ٢٠١٩، العلاقة بين التجنب الضريبي والسلوك غير المتماثل للتكلفة: دراسة اختبارية، *مجلة الفكر المحاسبي*، جامعة عين شمس - كلية التجارة - قسم المحاسبة والمراجعة، المجلد ٢٣- العدد الثالث، ١-٦١ .

يوسف، أيمن يوسف محمود، ٢٠١٩، أثر تركيز الملكية وحجم مكتب المراجعة على علاقة ممارسات التجنب الضريبي بعوائد الأسهم ومخاطر الشركة - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة- جامعة عين شمس - قسم المحاسبة والمراجعة، مجلد ٢٣، العدد ٤، ١-٦٨ .

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

Adelegan, O., 2009, Capital market Development and Investment Efficiency in Nigeria, *Savings and Development*, Vol. 33, No. 2 ,113-132.

Andre, P., A. Filip, and S.Marmousez, 2014. The impact of IFRS on the relationship between conservatism and investment efficiency. *Comptabilité - Contrôle - Audit*. Vol.20 , No.3, Issue.10:-124.

Annuaire,H.I.A.Salih and S.N. Obid, 2014, Corporate ownership governance and tax avoidance: An interactive effects, *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, Vol. 164, Dec., 150-160.

Armstrong ,C.S. , J. L. Blouin , A.D. Jagolinzer and D. F. Larcker , 2015, Corporate governance, incentives, and tax avoidance *Journal of Accounting and Economics*, 2015, Vol. 60, issue 1, 1-17

- Asiri, M. , M A. Al-Hadi, G Taylor and L. Ouong, 2020, Is corporate tax avoidance associated with investment efficiency, ***North American Journal of Economics and Finance*** ,Vol. 52, April ,101-143.
- Bailing ,J.J. and J. Rui, 2018, The Impact of tax avoidance on enterprise investment efficiency ***Journal of Discrete Mathematical Science and Cryptography***, Vol. 21, Np. 6, 1293-1298.
- Balmer, J. ,2017, The corporate identity, total corporate communications, stakeholders' attributed identities, identifications and behaviors continuum, ***European Journal of Marketing***, Vol. 51 ,No. 9/10, 1472-1502
- Benlemlih, M. and M.Bitari, 2018. Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency. *Journal of Business Ethics*. Vol. 148, 647:671.
- Biddle, G.C. , G. Hilary and , R. S. Verdi ,2009 , How does financial reporting quality relate to investment efficiency?, ***Journal of Accounting and Economics***, Vol. 48 , Issue 2-3, 112:131
- Bimo , I. D; C. Y. Prasetyo and C. A. Susilandari, 2019, The effect of internal control on tax avoidance: the case of Indonesia , ***Journal of Economics and Development*** Vol. 21 No. 2: 131-143
- Boubaker, S., A. Houcine, Z. Ftiti, and H. Masri, ,2018. Does audit quality affect firms' investment efficiency? ***Journal of the Operational Research Society***. Vol.69, No.10: 1688-1699
- Chen, K.-P., and C. Chu. 2005. Internal control vs. external manipulation: A model of corporate income tax evasion. ***RAND Journal of Economics*** , Vol. 36: 151-164.
- Chen, F., O.K Hope, Q. Li and , X. Wang ,2010, Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets , ***The Accounting Review***, Vol. 86 No. 4, 1255-1288.

- Chen, S., Sun, Z., Tang, S. and Wu, D,2011, Government intervention and investment efficiency: evidence from China, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17 No. 2, 259-271.
- Chen, X., Hu, N., X.Wang, and X. Tang, 2014, Tax avoidance and firm value: evidence from China, *Nankai Business Review International*, Vol. 5 No. 1, pp. 25-42.
- Cherkasova, V and R. Daryush ,2017, Earnings Quality and Investment Efficiency: Evidence from Eastern Europe, *Review of Economic Perspectives*, , Vol. 17, Issue. 4, pp. 441-468.
- Cho, J., & W.-W. Choi, 2016. Accounting Conservatism and Firms' Investment Decisions. *Journal of Applied Business Research (JABR)* , Vol. 32, No.4, 1223-1236.
- Cook, K. A., A. M Romi, D. Sánchez & J. M. Sánchez, 2019. The influence of corporate social responsibility on investment efficiency and innovation. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 46, Iss. 3-4, 494-537.
- Cornell, B. and A. C. Shapiro, 1987, Corporate Stakeholders and Corporate Finance, *Financial Management*, Vol. 16, No. 1 , 5-14 .
- Crocker, K.J. & J. Slemrod, 2005. Corporate tax evasion with agency costs. *Journal of Public Economics*, Vol. 89, Iss.9-10, September, 1593-1610.
- Dang , L., K.F. Brown and B.D. McCullough , 2011, Apparent audit failures and value relevance of earnings and Book value , *Review of Accounting and Finance* ,Vol. 10, No. 2 . 134-154.
- Ding, 2019, Research on the impact of corporate Tax Avoidance on Investment Efficiency, *The 2nd international Conference of Financial Management, Educationnad Social Science papers (FM-ESS 2019)*, 311-319

- Demerjian, Peter, Baruch Lev, and Sarah McVay. 2012. Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, Vol. 58: 1229–48
- Demerjian, Peter, Baruch Lev, Melissa Lewis, and Sarah McVay. 2013. Managerial Ability and Earnings Quality. *The Accounting Review*, Vol. 88: 463–98.
- Desai, M., 2003, The divergence between book income and tax income; In Poterba, J.(ED), *Tax Policy and The Economy*, MIT Press Cambridge, 169–206
- , & D. Dharmapala, 2006. Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*, Vol. 79, No. 1, 145–179
- Dyreng, S.D , M. Hanlon and E. L. Maydew, 2008, Long-Run Corporate Tax Avoidance, *The Accounting Review* ,Vol. 83, No. 1 ,61:82
- Edwards, A, C.Schwab, and T. Shevlin, 2016, Financial constraints and cash tax saving, *The Accounting Review* ,Vol.91, No.3, 859–881.
- Elberry , N. and K . Hussainey, 2020, Does corporate investment efficiency affect corporate disclosure practices? , *Journal of Applied Accounting Research* ,Vol. 21 No. 2, pp. 309–327.
- Fakhroni, Z. I. Ghozali ; P.Harto and E.N. Yuyetta,2018, Free cash flow , Investment inefficiency, and earnings management: evidence from manufacturing firms listed on the Indonesia Stock exchange , *Investment Managemet and Financial Innovation* , Vol.15,No.-1,299–310.
- Gan ,H., 2019 Does CEO managerial ability matter?, Evidence from corporate investment efficiency , *Review of Quantitative Finance and Accounting* , Vol. 52, No.4, 1085– 1118.

- Gao, F. , L. Lisic and I .Zhang, 2014 , Commitment to social good and insider trading , ***Journal of Accounting and Economics*** , Vol.57, Issue 2-3 , April-May , 149-175
- Gao , R. and X. Yu , 2020, How to measure capital investment efficiency: a literature Synthesis , ***Accounting & Finance*** , Vol. 60 , Issue .1, 299-334
- Golmohammadi, M., O. Pourheidari, and , M. Baharmoghaddam , 2017, Studying the impact of stakeholder management on dividends and firm value, ***Accounting and Auditing Review***, Vol. 24 No. 3, pp. 371-394
- Guenther, D. A. and N., Kenneth and W., Brian 2020 , Use of Increased Operating Cash Flow by Firms that Avoid Taxes , ***SSRN working papers*** ,August, 3, 1-51.
- Available at SSRN: [_ or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3013215](http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3013215)
- Ha ,J. and M.Feng ,2021, Tax avoidance and Over-investment: the role of information environment , ***Journal of Corporate Accounting and Finance*** , Vol.32, No.1, January, 48:77.
- Ha ,N. M, P. T. Anh, X. Yue & N. H. P. Nam .2021, The impact of tax avoidance on the value of listed firms in Vietnam, ***Cogent Business & Management***, Vol. 8: No. 1, 1-13
- Hanlon, M., & S. Heitzman, S. .2010.. A review of tax research. ***Journal of Accounting and Economics***, Vol. 50, No.2-3, 127-178.
- Hill, C. W., & Jones, T. M. 1992d. Stakeholder-agency theory. ***Journal of management studies***, Vol.29, No.2, 131-154
- Hoi , C., O.Wu and H.Zhang, 2013, Is corporate social responsibility (CSR) associated with tax avoidanvce from irresponsible CSR activities , ***The Accounting Review***, Vol. 88 No.6, 2025-2059

- Khurana ,I.K. W.J. Moser and K. R. Aman, 2018, Tax Avoidance ,Managerial Ability and Investment Efficiency ,**ABACUS**, Vol. 54, No. 4, 547: 575.
- Kovermann,J. and P.Velte , 2019, The impact of corporate governance on corporate tax avoidance : a literature review , **Journal of international accounting auditing & taxation**, Vol. 36, 1-29.
- Lambert, R., C. Leuz, , R.Verrecchia, , 2007. Accounting information, disclosure, and the cost of capital. **Journal of Accounting Research**. 45: 385-420.
- Le, T. H and M. Fin , 2018 , The Link between Information Transparency and Investment Efficiency: A Literature Review, **Business and Economic Research**, Vol. 8, No. 4, 71-79
- Lee, B , A. Dobiyaniski and S. Minton , 2015, Theories and Empirical Proxies for Corporate Tax Avoidance **Journal of Applied Business and Economics** , Vol. 17 , No.3 . 21-34
- Li, Q. and T. Wang, 2010, Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience, **Nankai Business Review International**, Vol. 1 No. 2, pp. 197-213.
- Mafrolla ,E., and E. D'Amico,2016, Tax aggressiveness in family Firms and the non-linear entrenchment effect,**Journal of Family Business Strategy**, Vol.7No.3 ,178:184.
- Marsahala ,Y.T., D.Arieftiara and N. Lastiningsih, 2020, Profitability ,capital intensity and tax avoidance in Indonesia: The Effect of Board commissioners Competencies, **Journal of Contemporary Accounting**, Vol. 2, Issue3 , 1129:140.
- Mukundham,K.V., S. Sahasranamam, J.J. Cordeiro, 2019 Corporate investments in tax havens: evidence from India,**Asian Business & Management**, Vol.18, Issue .5 .360:388.

- OCED, 2015, ***Ending offshore profit shifting***, available at: <http://www.oecd.org/about/impact/combatinginternationaltaxavoidance.htm> –
- Payne ,D. M .and C. A .Raiborn, 2018, Aggressive Tax Avoidance: A Conundrum for Stakeholders, Governments, and Morality, ***Journal of Business Ethics***, , Vol. 147, issue 3, No 1, 469–487
- Philippon, T., V. Skreta , 2012, Optimal Interventions in Markets with Adverse Selection, ***The American Economic Review***, Vol. 102, No. 1 ,1–28
- Rahimi ,A.R; A. Forughi, 2020, Investing the impact of tax avoidance on investment efficiency. ***Journal of Accounting Knowledge***,Vol. 11, No.2 , 239–264.
- Richardson, S., 2006, Over-investment of free cash flow, ***Review of Accounting Studies***, Vol. 11, Issue 2–3 , 159–189
- Richardson ,G., B. Wang and X Zhan, 2016, Ownership structure and corporate tax avoidance : Evidence from publicly listed and private firms in China , ***Journal of Contemporary Accounting and Economics***, Vol. 12, No.3, 141–158
- Rui,J., 2019, Effect of corporate Tax Avoidance on the Investment –cash Flow Sensitivity: ***Journal of Physics***, IOP Conf. Series 1237, 1:5
- Slemrod J.S., 2004, The Economics of Corporate Tax Selfishness, ***Ross School of Business Working Paper Series Working Paper*** ,No. 918 ,September ,1:41.
- , 2007 , Cheating Ourselves: The Economics of Tax Evasion, ***Journal of Economic perspectives***, Vol. 21, No.1 , Winter , 25:48
- Shakespeare,C, 2020, Reporting matters: the real effects of financial reporting on investing and financing decisions, ***Accounting and Business Research***, Vol. .50, No. 5, 425:442.

- Sugiyanto ,G.P. ; F.K.Genta , A.A. Rahayu, 2020, Corporate Tax avoidance :evidence of implementation of Agency Theory, ***Talent Development & Excellence*** ,Vol.12,No. 1, 2155:2165.
- Taylor, G., and G. Richardson. 2013. The Determinants of Thinly Capitalized Tax Avoidance Structures: Evidence from Australian Firms. ***Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*** , - Vol.22 ,Issue .1 : 12-25.
- Yu,H. , T. Lin , H.Chang , and Y.Wang, 2020, The impact of political connection and information asymmetry on Investment efficiency :Evidence from China , ***Sustainability*** , Vo. 12, Iss. 14 , 1-15
- Waddock, S. A. & S. B. Graves, 1997. The corporate social performance-financial performance link. ***Strategic Management Journal***, Vol. 18 , No. 4: 303-319.
- Wang , F ; Z.Zhu and J. Hoffmire, 2015 , Financial Reporting , Free cash flow and Investment Efficiency, ***SHS Web of Conference Papers*** , No.17, 1-10
- Widuri ,R , V. Naomi , L. Bumulo and J. Wijaya , 2020, Tax Avoidance and Investment Efficiency : Can Competition in product market mediate?,***Advances in Economics,Business and Management Research***, Vol. 158, 426-432
- Wilson ,R., 2009, An Examination of corporate tax shelter participants, ***The Accounting Review***, Vol. 84, No.3, 969-999
- Zheng ,S., 2017, Can corporate diversification induce more tax avoidance?, ***Journal of Multinational Financial Management*** ,Vol. 41, Sep.47-60.
- ,M., 2019, Tax avoidance activities and Investment efficiency ,***Advances in Social Science ,Education and Humanities Research***, Vol. 334, July, 330-335.

Zhu, N , N . Mbroh ,A. Monney and M .O, Bonsu , 2019, Corporate Tax Avoidance and Firm Profitability , *European Scientific Journal* , Vol. 15, No. 7, 61-70.

ملحق رقم ١

قياس القدرة الإدارية

تم قياس متغير القدرة الإدارية - كفاءة المدير التنفيذي في استخدام موارد الشركة وتحويلها إلى إيرادات-ضمن قياس كفاءة الاستثمار بالاتساق مع دراسة (Demerjian et al., 2012) على خطوتين:

الخطوة الأولى: تقدير كفاءة الشركة

تم استخدام أسلوب مغلف البيانات لتقدير كفاءة الشركة داخل الصناعات بمقارنة المبيعات التي تولدها كل شركة وفقاً للمدخلات التي تستخدمها بناءً على المعادلة التالية:

$$max_{\theta} = \frac{Sales}{v1CoGS + v2SG\&A + v3PPE}$$

حيث:

max_{θ} : كفاءة الشركة

$Sales$: مخرجات الشركة متمثلة في المبيعات

المدخلات تتكون من ثلاث؛

$CoGS$: تكلفة البضاعة المباعة

$SG\&A$: المصروفات الإدارية والعمومية

PPE : صافي الأصول والممتلكات والمعدات

وتتراوح قيمة الكفاءة بين (٠) و(١)، لتعكس القيود في البرنامج الأمثل optimization program، فالشركات التي تأخذ القيمة (١) هي الشركات الأكثر كفاءة، وكلما ابتعدت القيمة عن (١) نقل الكفاءة، وتقع القيمة (٠) في أبعد نقطة في منحنى الكفاءة.

الخطوة الثانية: تقدير القدرة الإدارية:

تم استخدام كفاءة الشركة لقياس القدرة الإدارية باعتبار أن كفاءة الشركة تتضمن كفاءة خاصة بالمدير التنفيذي، وكفاءة خاصة بالشركة ذاتها كمحددات للكفاءة، وتم تقسيم كفاءة الشركة إلى عوامل خاصة بالشركة وهي؛ حجم الشركة (مقاساً بإجمالي الأصول)، الحصة السوقية للشركة،

التدفقات النقدية الحرة، عمر الشركة، العمليات الأجنبية، وباستخدام انحدار Tobit يتم الحصول على البواقي التي تكون معبراً عن القدرة الإدارية ، وذلك على النحو التالي:

$$\begin{aligned} \text{Firm Efficiency} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ln (Total Assets)}_i + \beta_2 \text{Market Share}_i \\ & + \beta_3 \text{Free Cash Flow Indicator}_i + \beta_4 \text{Ln (Age)}_i \\ & + \beta_5 \text{Foreign Currency Indicator}_i + \beta_6 \text{Year}_i + \beta_7 \\ & \text{industry} + \varepsilon_i \end{aligned}$$