



## مجلة البحوث المحاسبية

[/https://abj.journals.ekb.eg](https://abj.journals.ekb.eg)

كلية التجارة – جامعة طنطا

العدد : الرابع

ديسمبر 2023

دراسة واختبار أثر غموض التقارير المالية على كفاءة استثمار  
الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

الدكتور

تامر محمود محمد صالح

مدرس المحاسبة والمراجعة بكلية الأعمال (التجارة سابقا)

جامعة الاسكندرية

البريد الالكتروني: [tam2saleh@yahoo.com](mailto:tam2saleh@yahoo.com)

هاتف: ٠١٢٢٤٣٥١٢٤٥

## ملخص البحث

استهدف البحث دراسة واختبار أثر غموض التقارير المالية على كفاءة استثمار الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية. واختبار فروض البحث تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من ٢٢١ مشاهدة للشركات محل عينة الدراسة.

وتشير نتائج التحليل الأساسي للبحث إلى وجود تأثير سلبي (إيجابي) ومعنوي لغموض التقارير المالية على كفاءة (عدم كفاءة) استثمار الشركات، وأن التأثير السلبي للغموض يشمل صورتها عدم كفاءة الاستثمار سواء الاستثمار الأكثر من اللازم أو الاستثمار الأقل من اللازم. وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فقد اتضح وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية وكفاءة الاستثمار. وفي المقابل، لا يوجد تأثير معنوي لكل من حجم الشركة ونسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية على كفاءة الاستثمار.

وأظهرت نتائج التحليل الإضافي أن معالجة نسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية كمتغير معدل للعلاقة بين غموض التقارير المالية وكفاءة الاستثمار لم يكن له تأثير معنوي، وبالتالي أفضلية المعالجة التي تمت في ظل التحليل الأساسي باعتبار نسبة سعر السهم السوقي إلى قيمته الدفترية متغيراً رقابياً لضبط العلاقة السابقة. كما أسفرت نتائج تحليل الحساسية عن اختلاف تأثير غموض التقارير المالية على كفاءة الاستثمار حسب القطاع الذي تعمل فيه الشركة، حيث ازدادت قوة العلاقة التأثيرية السابقة في القطاع الصناعي مقارنة بالقطاع الخدمي في سياق بيئة الأعمال المصرية.

**الكلمات المفتاحية:** غموض التقارير المالية، كفاءة الاستثمار، عدم تماثل المعلومات، السلوك الانتهازي للإدارة.

**Studying and Testing the Impact of Financial Reporting Opacity on the Investment Efficiency of Companies Listed on the Egyptian Stock Exchange****Abstract**

The research aimed to study and test the effect of opacity in financial reports on the investment efficiency of companies registered in the Egyptian Stock Exchange. To test the research hypotheses, an applied study was conducted on a sample of 221 observations extracted from the companies in the study sample. The results of the **basic analysis** of the research show a negative (positive) and significant effect of the opacity of financial reports on the efficiency (inefficiency) of corporate investment, and that the negative impact of ambiguity includes two forms of investment inefficiency, whether over-investment or under-investment. With regard to the control variables, it became clear that there was a negative and significant relationship between net cash flows from operating activities and investment inefficiency. On the other hand, there is no significant effect of each of the company's size and the ratio of the share price to its book value on the investment efficiency.

The results of **the additional analysis** showed that treating the share price-to-book value ratio as a Moderator variable for the relationship between financial reporting opacity and investment efficiency did not have a significant effect. The results of **the sensitivity analysis** also showed that the impact of financial reporting opacity on investment efficiency varies according to the sector in which the company operates, as the strength of the previous influencing relationship increased in the industrial sector compared to the service sector in the context of the Egyptian business environment.

**Keywords:** financial reporting opacity, investment efficiency, information asymmetry, opportunistic behavior of management.

## ١-مقدمة البحث

أشار مجلس معايير المحاسبة الأمريكي (FASB) إلى أنه من أهم أهداف القوائم والتقارير المالية هو مساعدة المستثمرين الحاليين والمحتملين على ترشيد قراراتهم الاستثمارية. وبالتالي فإن المعلومات المحاسبية الشفافة وعالية الجودة تعتبر من أهم مدخلات عملية اتخاذ القرار المتعلق بالتوزيع الكفاء لرأس المال على الاستثمارات المتاحة (Chen et al., 2011). وتشير الدراسات السابقة (Verdi, 2006; Biddle et al., 2009; Khalil and Maghraby, 2017) إلى أن أصحاب رؤوس الأموال يمتنعون عن الاستثمار في الشركات التي لا تقدم لهم المعلومات الملائمة عن أدائها الحالي والمستقبلي، بل قد يؤدي انتشار الغموض وحجب المعلومات في سوق رأس المال إلى مغادرة المستثمرين لتلك السوق وما يتبعه من مواجهة الشركات لمشاكل تتعلق بالسيولة وعمليات التمويل لمشروعاتها. وفي المقابل، فإن شفافية التقارير المالية تدعم من ثقة المستثمرين فيما تحتويه هذه التقارير من معلومات وتحفزهم على تقديم المزيد من رؤوس الأموال بما يسهم في زيادة كفاءة الاستثمار بالشركات.

ويعتبر غموض التقارير المالية بمثابة سلوك إداري مرتبط بحوافز معينة للتأثير على مقدار وتوقيت التدفقات النقدية المستقبلية، إذ يتبنى المديرون استراتيجية معينة للإفصاح المحاسبي بحيث تساعد على حجب الأخبار السيئة لفترة طويلة داخل الشركة لحماية وضعهم الوظيفي وتحقيق مصالحهم الشخصية من حوافز ومكافآت. ويترتب على الغموض ظهور المشاكل المرتبطة بعدم التماثل في المعلومات واتساع الفجوة المعلوماتية، سواء بين الإدارة والمستثمرين، أو بين المستثمرين وبعضهم البعض، وبالتالي فقدان الثقة فيما تقدمه الشركات من معلومات مما يؤثر سلباً على كفاءة استثماراتها في المستقبل (Demposey et al., 2012; Shams, 2018; Kim and Zhang, 2014).

وتتحقق كفاءة الاستثمار إذا تبنت الشركة كل المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة. وفي المقابل، تعاني الشركة من حالة عدم كفاءة الاستثمار في ظل وجود استثمار أقل من اللازم (Under-investment) إذا رفضت مشروعات استثمارية

ذات صافي قيمة حالية موجبة، أو استثمار أكبر من اللازم (Over-investment) إذا تبنت مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة (Smith, 2008). وتعتبر القضايا المتعلقة بغموض التقارير المالية وكفاءة الاستثمار من القضايا الهامة لكل الدول عامة وللدول النامية (مثل مصر) خاصة. إذ تسعى تلك الدول إلى تحسين جودة القوائم والتقارير المالية لجذب مزيد من الاستثمارات وتوفير التمويل اللازم للمشروعات الاقتصادية. وتوجد محدودية في الدراسات السابقة (Biddle et al., 2009; Koo and Kim, 2018; Chae et al., 2020; Yu et al., 2020) التي تناولت أثر غموض التقارير المالية على كفاءة استثمار الشركات، فضلاً عن أن تلك الدراسات معظمها تم في بيئات الدول الأجنبية ذات الأسواق المالية المتقدمة، وتوصلت إلى نتائج متباينة في هذا الصدد. ولذلك يسعى الباحث في الدراسة الحالية إلى استعراض ما تناوله الأدب المحاسبي بشأن العلاقة بين الغموض (كمقياس عكسي للشفافية) وكفاءة استثمار الشركات، مع إيجاد دليل عملي من واقع بيئة الأعمال المصرية.

## ٢- مشكلة البحث

تكمن مشكلة البحث في أنه بالرغم من تناول الدراسات السابقة (Maffett, 2012; Kim and Zhang, 2014; Shams, 2018) لمحددات غموض التقارير المالية والآثار المترتبة عليه، وأهم الآليات التي يمكن للإدارة الاعتماد عليها في إخفاء أو تأجيل الإعلان عن الاخبار السيئة مثل إعداد تقارير مالية غير قابلة للقراءة أو التلاعب في الأرباح أو التجنب الضريبي، إلا أن هناك القليل من الدراسات (Biddle et al., 2009; Koo and Kim, 2018; Chae et al., 2020; Menshawy et al., 2021) التي تناولت العلاقة بين غموض التقارير المالية وكفاءة استثمار الشركات، هذا بالإضافة إلى أن نتائج تلك الدراسات جاءت متعارضة في بعض جوانبها. ولسد الفجوة السابقة، يحاول الباحث في الدراسة الحالية فهم طبيعة العلاقة بين غموض التقارير المالية وكفاءة الاستثمار، مع إيجاد دليل عملي من واقع سوق رأس المال المصري. وبناءً على ما تقدم، يمكن بلورة مشكلة البحث في محاولة الإجابة عملياً على التساؤلات التالية:

- هل توجد علاقة بين غموض التقارير المالية وكفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟ وما هي طبيعة هذه العلاقة؟ وهل تختلف تلك العلاقة باختلاف القطاع الصناعي الذي تنتمي إليه الشركة؟

### ٣-هدف البحث

يستهدف البحث دراسة واختبار أثر غموض التقارير المالية على كفاءة استثمار الشركات، وذلك بالتطبيق على أحد أسواق رأس المال الناشئة وهو سوق رأس المال المصري.

### ٤-أهمية ودوافع البحث

يستمد البحث أهميته الأكاديمية من مسابته للبحوث الأجنبية التي تناولت أثر غموض التقارير المالية على كفاءة استثمار الشركات، وهي من القضايا الهامة لكل من الباحثين والمهنيين ومستخدمي التقارير المالية. كما يستمد البحث أهميته العملية من كونه يسعى إلى اختبار تلك العلاقة في الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، وبالتالي يمكن أن تسهم الدراسة التطبيقية في التعرف على الجوانب التي تدعم من ثقة المستثمرين في التقارير المالية وما يتبعه من حصول الشركات على التمويل اللازم لمشروعاتها الاقتصادية.

ورغم كثرة دوافع البحث، إلا أن أهمها هو تسليط الضوء على متضمنات غموض التقارير المالية على سوق رأس المال بصفة عامة، وعلى كفاءة استثمار الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية بصفة خاصة. فضلاً عن تضيق الفجوة الناتجة عن محدودية البحوث المحاسبية المتعلقة بأثر غموض التقارير المالية على كفاءة الاستثمار، مع اختبار العلاقة السابقة من خلال منهجية علمية مسابرة لكثير من الدراسات الأجنبية.

### ٥-حدود البحث

يقتصر هذا البحث على تناول أثر غموض التقارير المالية على كفاءة استثمار الشركات غير المالية المدرجة ببورصة الأوراق المالية المصرية. ويخرج عن نطاق البحث البنوك والمؤسسات المالية الأخرى لأنها تخضع لمتطلبات قانونية وتنظيمية تختلف عن الشركات

غير المالية، كما يخرج عن نطاق البحث الشركات غير المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، وتلك التي تعد قوائمها بعملة أجنبية. كما يخرج عن نطاق البحث المحددات الأخرى لكفاءة استثمار الشركات بخلاف غموض التقارير المالية، والمقاييس الأخرى للغموض وكفاءة الاستثمار بخلاف المستخدمة في البحث. وأخيراً، فإن قابلية النتائج للتعميم ستكون مشروطة بضوابط تحديد عينة الدراسة.

#### ٦- خطة البحث

لتحقيق أهداف البحث والإجابة عن تساؤلاته، سوف يتم تناول ما تبقى من البحث من خلال العناصر التالية:

١/٦- غموض التقارير المالية: المفهوم والدوافع والمقاييس.

٢/٦- كفاءة الاستثمار من منظور محاسبي.

٣/٦- تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية وكفاءة الاستثمار واشتقاق فرض البحث.

٤/٦- منهجية البحث.

٥/٦- النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة.

#### ١/٦- غموض التقارير المالية: المفهوم والدوافع والمقاييس

يعرف الغموض لغةً بأنه الإبهام وعدم الوضوح والإلتباس وما يترتب عليه من صعوبة فهم المحتوى والتخبط لعدم وضوح الهدف. وفي سياق الأدب المحاسبي يشار إلى الغموض بعدة مسميات مثل؛ الغموض المحاسبي Accounting Opacity ، والغموض المالي Financial Opacity ، وغموض الإفصاح Disclosure Opacity ، وغموض الشركة Firm Opacity ، وغموض التقارير المالية Financial Reporting Opacity (الصاوي، ٢٠٢٢). ولم يرد ذكر مصطلح الغموض صراحة في الإصدارات المهنية المحاسبية، ولكن تم الإشارة إلى تعقيد التقارير المالية<sup>١</sup> في سياق رد مجلس المعايير المحاسبية الأمريكي

<sup>١</sup> يعتبر التعقيد في التقارير المالية بمثابة خيار إداري للتحكم في عرض المعلومات المحاسبية لأصحاب المصالح، وقد ظهر هذا المصطلح قبل الأزمة العالمية بسبب قلة المعلومات المفصح عنها والاقتصار على الإفصاح الإلزامي وفقاً لمعايير المحاسبة وقوانين العمل، بينما استمر هذا المصطلح بعد الأزمة السابقة بسبب مشاكل الإفصاح والعبء



(FASB) على ما جاء في تقرير لجنة تداول الأوراق المالية بالبورصة الأمريكية (SEC) بشأن تحسين جودة وشفافية التقارير المالية (Barelev et al., 2017). وقد عرف (Dempsey et al., 2012) غموض التقارير المالية بأنه سلوك إداري مرتبط بحوافز معينة للتأثير على مقدار وتوقيت ومعدل خصم التدفقات النقدية المستقبلية. ويرى (Shams 2018) أنه يمكن وصف بيئة المعلومات في الشركة بالغموض إذا كانت تمكن المديرين من إستغلال ميزة الاطلاع الداخلي على المعلومات لتنمية ثرواتهم على حساب ثروات المستثمرين. وفي المقابل، فإن الشفافية (عكس الغموض) تساعد أصحاب المصالح على متابعة أداء الإدارة والحد من سلوكها الإنتهازي. ويتضح للباحث من التحليل النظري لمجموعة من الدراسات السابقة (e.g., Kothari et al., 2009; Kim and Zhang, 2014; Jeon, 2019) أنها إتفقت على تعريف غموض التقارير المالية بأنه تبني الإدارة لاستراتيجية إفصاح معينة بحيث تساعدها على تأجيل الإعلان أو حجب الأخبار السيئة (مثل الخسائر المتوقعة) مع سرعة الإعلان عن الأخبار السارة عن أداء الشركة، وبالتالي إخفاء الأداء المالي الحقيقي للشركة وتضليل المستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح<sup>٢</sup>.

ومن زاوية أخرى، يرى (Shams 2018) أن غموض التقارير المالية قد يظهر بسبب عوامل أخرى بخلاف السلوك الإنتهازي للإدارة. فقد يكون الغموض بسبب عوامل خارجية (مثل عدم الإتساق بين المعايير المحاسبية، ومستوى التجميع في القوائم المالية)، أو عوامل داخلية (مثل دخول الشركة في أسواق أو أنشطة جديدة، وتعدد وتعقد مصادر التمويل<sup>٣</sup>).

الزائد في المعلومات المعروضة في التقارير السنوية بالاعتماد على الإفصاح الإختياري بجانب الإفصاح الإلزامي (جاد، ٢٠٢١).

<sup>٢</sup> وفقاً لدليل تطبيق القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات المصرية والصادر عن وزارة الإستثمار عام ٢٠١٣، يعرف أصحاب المصالح على أنهم كل من لهم مصلحة مرتبطة بالمنشأة ويحميها القانون، وبحق لهم الحصول على تعويض في حالة انتهاك حقوقهم، وكذلك لهم حق الحصول على المعلومات المتصلة بمصالحهم (مثل المستثمرين والموظفين والعملاء والموردين والموزعين والدائنين).

<sup>٣</sup> ظهر في أسواق المال فئة جديدة من مصادر التمويل تسمى بأوراق شبه ملكية، وهي أدوات مالية تجمع بين أوراق الديون وأوراق الملكية. ويترتب على التسجيل المحاسبي للأوراق السابقة تعقد الدورة المحاسبية والغموض النسبي لما ينتج عنها من معلومات.

وفيما يتعلق بالآثار المترتبة على غموض التقارير المالية، فإن الغموض يؤدي إلى تفاقم مشكلة عدم التماثل في المعلومات، وإتساع الفجوة المعلوماتية سواء بين الإدارة والمستثمرين أو بين المستثمرين وبعضهم البعض. وقد أشار (Kim and Zhang (2014 إلى أن الغموض يسمح للمديرين بحجب أو إخفاء الأخبار السيئة لفترة طويلة داخل الشركة لحماية وضعهم الوظيفي، وتحقيق مصالحهم الشخصية. إلا أنه عندما يتم الإفصاح عن الأخبار السيئة المتراكمة إلى مستخدمي التقارير المالية فهذا يؤثر سلباً على حجم التداول بسوق المال بصفة عامة، وعلى كفاءة الاستثمار بالشركات بصفة خاصة بسبب نقص التمويل اللازم لاستغلال الفرص الاستثمارية المتاحة.

واختبرت دراسة ( Maffett, 2012 ) أثر غموض التقارير المالية على تحفيز بعض المستثمرين نحو إقتناء المعلومات الخاصة. وتوصلت تلك الدراسة إلى أن الغموض قد يكون دافعاً لفئة كبار المستثمرين (مثل المستثمر المؤسسي) نحو حيازة المعلومات الخاصة. إذ يتوفر لدى هؤلاء المستثمرين القدر الكافي من الخبرات ورؤوس الأموال التي تمكنهم من تحمل التكلفة المرتفعة لحيازة المعلومات الخاصة لتحقيق مكاسب غير عادية مقارنة بالمستثمرين العاديين الذين يعتمدون فقط على المعلومات العامة المنشورة بالتقارير المالية الرسمية.

وفيما يتعلق بمقاييس غموض التقارير المالية، فقد إنعكس إختلاف الآراء حول وضع تعريف لمفهوم غموض التقارير المالية على طريقة قياس هذا المفهوم. إذ يعتبر الغموض من الأمور غير الملموسة التي يصعب قياسها بدقة بصورة مباشرة، ويستعاض عن ذلك بمجموعة من المقاييس التقريبية Proxies كمؤشر على مستوى الغموض في التقارير المالية. ويتضح من تحليل الدراسات السابقة ( Leuz et al., 2003; Lang et al., 2004; Jin and ) (Myers, 2006; Leary and Roberts, 2010;; Jeon, 2019) التي تناولت مقاييس غموض التقارير المالية أنه يمكن تصنيفها إلى مجموعتين من المقاييس؛ أولهما: مقاييس على مستوى الشركة، وثانيهما: مقاييس على مستوى الدولة. ورغم إهتمام الباحث في الدراسة الحالية بالغموض على مستوى الشركة، إلا أن البيئة القانونية للدولة وما تتضمنه من آليات للحوكمة لها تأثير مباشر على جودة التقارير المالية وكفاءة بيئة المعلومات بالشركة.

- وتوجد عدة مقاييس للغموض على مستوى الشركة، والتي من أمثلتها ما يلي:
- عدد المحللين الماليين المتابعين لأداء الشركة: إذ يتوقع وجود علاقة عكسية بين عدد المحللين المتابعين لأداء الشركة ومستوى الغموض في التقارير المالية (Lang et al., 2004).
  - دقة تنبؤات المحللين الماليين: يترتب على تطبيق الشركة لبعض الممارسات المحاسبية التي ترفع من مستوى الغموض وتعوق من كفاءة بيئة المعلومات انخفاض دقة (زيادة تشتت) تنبؤات المحللين الماليين بالأداء المستقبلي للشركة (e.g., Jin and Myers, 2006; Leary and Roberts, 2010).
  - جودة المراجعة: فكلما ارتفعت جودة المراجعة كلما كان ذلك مؤشراً على انخفاض مستوى الغموض بالتقارير المالية وارتفاع جودة المعلومات المحاسبية (Maffet, 2012).
  - إدارة الأرباح: توصلت مجموعة من الدراسات السابقة (e.g., Leuz et al., 2003; Jeon, 2019) إلى وجود ارتباط إيجابي بين غموض التقارير المالية وممارسات إدارة الأرباح الانتهازية من خلال التلاعب في المستحقات المحاسبية أو تصنيف وتوقيت الاعتراف ببعض عناصر قائمة التدفقات النقدية.
  - إعادة إصدار القوائم المالية **Restatement**: أشارت دراسة (Kim and Zhang 2014) إلى أن إعادة إصدار القوائم المالية يعتبر من المؤشرات الخارجية غير المباشرة على غموض التقارير المالية، فكلما زاد الغموض زاد احتمال خضوع الشركة لمطالبة الجهات الرقابية بإعادة إصدار تقاريرها المالية.
  - درجة سيولة الاسهم: تعتبر درجة سيولة الأسهم من المقاييس غير المباشرة لغموض التقارير المالية. إذ يؤثر الغموض سلبياً على كفاءة بيئة المعلومات بالشركة نتيجة عدم التماثل في المعلومات بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية، مما

يؤدي إلى تردهم في قرارات بيع والشراء وانخفاض سيولة الأسهم (Menshawy et al., 2021).

- القابلية للقراءة **Readability**: اعتمدت بعض الدراسات السابقة (e.g., Elord, 2012; Dempsey et al., 2009) على مدى قابلية التقارير المالية للقراءة كمقياس عكسي لدرجة غموضها. واختبرت تلك الدراسات قابلية التقارير المالية للقراءة من خلال فحص الأجزاء اللغوية والدلالات اللفظية للإفصاحات الوصفية (في الايضاحات المتممة والمرفقات الأخرى) لتحديد مدى كفاءتها في عملية الإتصال. فقد تسعى الشركات ذات الأداء المالي الضعيف إلى إعداد تقارير مالية غير قابلة للقراءة (غامضة) لعدة أسباب منها؛ تجنب التكاليف المرتفعة لتقديم معلومات محاسبية شفافة عالية الجودة. وكذلك لتضليل أصحاب المصالح عن الأداء الحقيقي للشركة للحفاظ على المزايا التي تحصل عليها الإدارة. وتعتبر المجموعة الثانية عن مقاييس الغموض على مستوى الدولة، والتي من أمثلتها ما يلي:

- البنية التحتية لوسائل الإعلام: فقد أشار (Bushman et al., 2004) إلى أن ضعف البنية التحتية لوسائل الإعلام يعيق من التواصل الفعال وتدفق المعلومات بين الأطراف المختلفة، وبالتالي زيادة مستوى الغموض المتوقع في التقارير المختلفة المتداولة داخل المجتمع.
- متطلبات الإفصاح المحاسبي: تعتبر القوة الإلزامية للقوانين والمعايير المنظمة لممارسات الإفصاح المحاسبي من المحددات الهامة لمستوى الغموض في التقارير المالية على مستوى الدولة ككل (LaPorta et al., 2008).

<sup>٤</sup> تشمل المرفقات الأخرى للتقارير المالية كل من تقرير مجلس الإدارة، وتقرير المخاطر، وتقرير الحوكمة، وتقرير الاستدامة، وتقرير إدارة المخاطر وغيرها من التقارير التي ترفقها الإدارة كإفصاح وصفي مكمل للمعلومات المالية الواردة في القوائم المالية.

- آليات الحوكمة على مستوى الدولة: تعتبر الشفافية أحد العناصر الهامة المكونة لحوكمة الشركة، فكلما إنخفضت جودة آليات الحوكمة كلما دل ذلك إحتمال زيادة مستوى الغموض في التقارير المالية على مستوى الدولة. (Bushman et al., 2004)

ويرى الباحث أن الإختلاف السابق حول تعريف ومقاييس غموض التقارير المالية هو إنعكاس لعدم إهتمام المنظمات المهنية المحاسبية بهذا المفهوم. وتأكيداً لما سبق، فقد غاب مفهوم الغموض (أو الشفافية كمفهوم عكسي) عن الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية الواردة بالاطار المفاهيمي للمحاسبة المالية<sup>٥</sup>. وفي المقابل، حظي مفهوم الغموض بإهتمام بعض الباحثين المحاسبين (e.g., Kothari et al., 2009; Kim and Zhang, 2014; Jeon, 2019).

واستخلاقاً لما سبق يمكن تعريف غموض التقارير المالية على أنه "عرض المعلومات المحاسبية بصورة مبهمة أو غير سليمة في التقارير المالية سواء بشكل متعمد ناتج عن السلوك الإنتهازي للإدارة لتحقيق مصالحها الشخصية وتضليل أصحاب المصالح عن الأداء الحقيقي للشركة، أو بشكل غير متعمد ناتج عن عدم اتساق المعايير المحاسبية أو تنوع أسواق وعمليات الشركة". كما يخلص الباحث إلى عدم وجود مقياس واحد للغموض يلقي القبول العام، ولذلك تعددت المقاييس التي استخدمها الباحثون حسب الهدف من دراستهم. ومن الجدير بالذكر أن بعض مقاييس الغموض المتعلقة بسوق رأس المال (مثل درجة سيولة الأسهم، ومتابعة المحللين الماليين) تعتمد على افتراضات قد تكون غير واقعية مثل كفاءة السوق أو أن تعاملات الأطراف المختلفة تتم بإرادة حرة وفي إطار متوازن، وبناءً عليه يتعين الحذر من حدود وصلاحيات نتائج المقاييس المستخدمة.

<sup>٥</sup> لكي تحقق معايير المحاسبة الغرض منها، فإنه يجب أن يتم إعدادها في ضوء إطار مفاهيمي (فكري) واضح ومتكامل يربط بين الأهداف التي يراد تحقيقها والمفاهيم والمبادئ التي تعد على أساسها معايير المحاسبة بما يحقق هذه الأهداف. ويعتبر هذا الإطار المفاهيمي بمثابة نظام متكامل من الأهداف والمفاهيم يمكن من تحقيق الاتساق بين المعايير، وهو يحدد طبيعة ووظيفة وحدود المحاسبة والتقارير المالية (هيئة المحاسبة والمراجعة لدول الخليج، الإطار المفاهيمي للمحاسبة المالية، ٢٠٠٣).

وإجمالاً، تبين للباحث أن غموض التقارير المالية يؤدي إلى تفاقم مشكلة عدم التماثل في المعلومات، واتساع الفجوة المعلوماتية بين الإدارة والمستثمرين من ناحية، وبين المستثمرين وبعضهم البعض من ناحية أخرى. وقد يُفضي الأمر السابق إلى وجود انعكاسات سلبية على كفاءة استثمار الشركات، وبالتالي من المنطقي أثناء تناول غموض التقارير المالية أن يتم استعراض مفهوم كفاءة الاستثمار ثم التحليل النظري والاختبار العملي للعلاقة بين غموض التقارير المالية وكفاءة الاستثمار، وهذا ما تتناوله الأجزاء التالية من البحث.

### ٢/٦ - كفاءة الاستثمار من منظور محاسبي

تتحقق الكفاءة الاقتصادية على المستوى الجزئي إذا تمكنت المنشأة من الاستغلال الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة مع تقليل الفاقد إلى أقل حد ممكن. وتعتبر كفاءة قرارات الاستثمار إحدى صور الكفاءة الاقتصادية، إذ تعتبر قرارات الاستثمار (مثل الانفاق الرأسمالي، والاندماج والاستحواذ، ونفقات البحوث والتطوير) أحد الركائز الأساسية لتكوين قيمة للشركة تعود بالنفع على المستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح (Roychowdhry et al., 2022). ويمكن وصف الشركة بأنها ذات كفاءة استثمارية Investment Efficiency إذا تبنت كافة المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة. وقد تواجه الشركة إحدى صورتين عدم الكفاءة الاستثمارية والمتمثلتان في: وجود استثمار أقل من اللازم (Under-investment) والذي يعني إهدار الشركة لمشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة، أو وجود استثمار أكثر من اللازم (Over-investment) والذي يعني انخراط الشركة في مشروعات استثمارية ذات قيمة حالية سالبة (علي، 2017؛ Verdi, 2006; Biddle et al., 2009).

وفيما يتعلق بمحددات كفاءة الاستثمار، فعلى الرغم من أن الأدب المحاسبي قد تضمن العديد من الاسهامات التي قام بها الأكاديميون لتعيين تلك المحددات وتفسير أسباب ابتعاد القرارات الاستثمارية للشركات عن المستوى الأمثل لها، إلا أن تلك الاسهامات تؤول في أساسها إلى محددتين رئيسيتين هما: عدم التماثل في المعلومات، والتعلم الإداري.

ووفقاً لمحدد عدم التماثل في المعلومات، فإن نظرية الوكالة<sup>٦</sup> تشير إلى أن التعارض بين مصالح الأصيل (أصحاب رؤوس الأموال) والوكيل (الإدارة) يترتب عليه ظهور عدة مشاكل مثل؛ الخطأ في التسعير، والتدخل الأخلاقي، والاختيار المعاكس. وفيما يتعلق بمشكلة الخطأ في التسعير **Mispricing**، فقد أشار (Beyer et al., 2017) إلى أن المديرين يتاح لهم معلومات أكثر وأفضل عن الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة مقارنة بالمستخدمين الخارجين (كالمستثمرين) للقرارات المالية، مما يؤدي إلى عدم التماثل في المعلومات بين الطرفين. ويترتب على الفجوة المعلوماتية السابقة خلل في قرارات التسعير من خلال التخفيض المبالغ فيه لسعر **Underprice** الفرص الاستثمارية عالية الربحية والمبالغة في سعر **Overprice** الفرص الاستثمارية منخفضة الربحية، وبالتالي عدم الكفاءة في تخصيص الموارد الاقتصادية.

وتظهر مشكلة الاختيار المعاكس **Adverse Selection** بسبب عدم حصول المستثمرين على المعلومات الكاملة عن الأداء المتوقع للشركات التي تبحث عن التمويل اللازم لمشروعاتها المستقبلية، وبالتالي عدم قدرة المستثمرين على التمييز بين الشركات ذات الأداء الجيد والشركات ذات الأداء الضعيف، الأمر الذي قد يدفع المستثمر إلى اعتقاد أن جميع الشركات ذات أداء متوسط مما يجعله مستعداً إلى شراء أسهم زيادة رأس المال بسعر متوسط، وهو ما قد ترفضه الشركات ذات الأداء الجيد مما يعيق من قدرتها على استغلال الفرص الاستثمارية المربحة. وكنتيجة لما سبق تظهر مشكلة الاختيار المعاكس التي تتسبب في الاستثمار الأقل من اللازم. وفي المقابل، تشير مشكلة الخطر الأخلاقي **Moral Hazard** إلى عدم قدرة أصحاب رؤوس الأموال (الأصيل) على مراقبة أعمال المديرين (الوكيل) الذين قد يسعون إلى تحقيق مصالحهم الشخصية بصورة انتهازية. وبالتالي قد تقوم

<sup>٦</sup> تشير نظرية الوكالة Agency Theory إلى أن تكاليف الوكالة تنشأ بسبب التعارض الذي قد يظهر بين مصالح طرفي عقد الوكالة. إذ يسعى الوكيل (الإدارة) إلى تحقيق أقصى منافع له باتخاذ قرارات قد لا تتفق مع مصلحة الأصيل (حملة الأسهم). وتساعد كل من العقود المثالية والإفصاح الاختياري في التخفيف من حدة مشاكل الوكالة من خلال الربط بين مصالح المستثمرين والمديرين (Magness, 2006; Shehata, 2014).

الإدارة باتخاذ قرارات استثمارية في غير صالح الملاك من خلال التوسع في مشروعات ذات قيمة عالية سالبة، وهو ما يؤدي إلى استثمار أكثر من اللازم (علي، ٢٠١٧؛ Menshawy, 2021).

ويعتبر التعلم الإداري هو المحدد الثاني لكفاءة الاستثمار والذي يشير إلى أن كفاءة الاستثمار لدى إدارة الشركة تتطور بمرور الوقت من خلال انتهاز الفرص الاستثمارية الجديدة المستوحاة من الاطلاع على التقارير المالية للشركات الأخرى العاملة في نفس المجموعة (نفس القطاع الصناعي أو القطاع الجغرافي أو سلسلة التوريد). كما قد تستفيد الإدارة من المعلومات المحاسبية التي أفصحت عنها الشركات الأخرى بشأن انخفاض درجة عدم التأكد المتعلقة بالتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من المشروعات الاستثمارية، وبالتالي زيادة كفاءة الاستثمار من خلال تجنب تكاليف تعديل قرار الاستثمار<sup>٧</sup> (Roychowdhury et al., 2019).

وفيما يتعلق بمقاييس كفاءة الاستثمار، فقد اتضح للباحث من تحليل بعض الدراسات السابقة في مجالي التمويل والمحاسبة (e.g., Farre-Mensa and Ljungquist, 2010; Peters and Taylor, 2017; Bartlet and Partnay, 2020; Roychowdhury et al., 2019) أن كفاءة الاستثمار تعتبر من المفاهيم غير الملموسة التي يصعب ملاحظاتها أو قياس مستواها الحقيقي بصورة مباشرة، ولذلك ظهرت مجموعة متنوعة من المقاييس التقريبية أو التقديرية (Proxies) التي تعرض كل منها للانتقاد بسبب القيود الملازمة لنتائج القياس.

<sup>٧</sup> تشير تكاليف تعديل قرار الاستثمار إلى التكاليف الناتجة عن تأجيل (تنفيذ) الشركة لاستثماراتها في مشروعات ذات صافي قيمة عالية موجبة (سالبة). وبالتالي فإن المعلومات التي تحصل عليها الشركة من التقارير المالية للشركات المناظرة تساعد على تجنب تلك التكاليف وترشيد استثماراتها (Cooper and Haltiwanger, 2006).



وفي هذا الصدد، قام (Salami (2011) بقياس كفاءة الاستثمار بدلالة مقاييس الربحية، إذ ينصب اهتمام أصحاب رؤوس الأموال بصفة أساسية على المعلومات المتعلقة بتوزيعات الأرباح والعوائد الحالية والمستقبلية على حقوق الملكية. ولذلك اعتمدت تلك الدراسات على عدة مقاييس لكفاءة الاستثمار مثل معدل العائد على حقوق الملكية ROE، وربحية السهم EPS، ومُقدر قيمة الشركة Tobin's Q كمؤشرات على كفاءة الاستثمار. وبالرغم من شيوع استخدام المقاييس السابقة لسهولة حسابها، إلا أنها تعاني من بعض أوجه القصور مثل؛ اختلاف الباحثين حول مقدار الأرباح المستخدمة في حساب تلك المقاييس (الأرباح التشغيلية، أو صافي الأرباح قبل الفوائد والضرائب، أو صافي الأرباح قبل الضريبة). كما قد يحدث تغير خلال الفترة في قيم بعض العناصر مثل رأس مال الأسهم وحقوق الملكية مما يؤثر سلباً على دقة نتائج مقاييس الربحية التي تعتمد على أرصدة نهاية الفترة فقط.

كما اعتمدت دراسات أخرى (Biddle and Hilary, 2006; Biddle et al., 2009) على قياس مدى حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار في الشركة. وتشير نتائج تلك الدراسات إلى أن حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية تكون عالية في الشركات التي تواجه مشاكل تمويلية أو عجز في السيولة. فقد يكون حجم الاستثمار أقل (أكثر) من اللازم في حالة وجود عجز (فائض) في النقدية المتاحة لدى الشركة.

ومن ناحية أخرى، تناولت بعض الدراسات السابقة (Biddle et al., 2009; Chen) انحراف الاستثمار الفعلي عن مستوى الاستثمار الأمثل (المتوقع) للشركة. ويتم تقدير مستوى الاستثمار الأمثل كدالة في فرص النمو المستقبلية للشركة، حيث يفترض وجود ارتباط إيجابي بين معدل النمو في مبيعات الفترة الحالية والاستثمار المتوقع في الفترة التالية.

ويعبر الانحراف الموجب عن الاستثمار في مشروعات غير مربحة (الاستثمار المفرط)، بينما يعبر الانحراف السالب عن إضاعة الشركة لفرص استثمارية مربحة.

يتضح للباحث مما سبق أن مفهوم كفاءة الاستثمار من المفاهيم الاقتصادية التي تعبر عن الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة من خلال تخصيصها على المشروعات الاستثمارية المربحة. وقد أدى الاختلاف حول وضع تعريف محدد لكفاءة الاستثمار إلى عدم وجود مقياس واحد لهذا المفهوم يلقي القبول العام. كما يخلص الباحث إلى أن التعارض في مصالح طرفي عقد الوكالة قد يؤدي إلى الانحراف عن المستوى الأمثل للاستثمار في صورة استثمار أكثر من اللازم بتبني مشروعات ذات قيمة حالية سالبة، أو استثمار أقل من اللازم برفض مشروعات ذات قيمة حالية موجبة.

ونظراً لأن التقارير المالية تعتبر من الركائز الأساسية لاستقرار أسواق رأس المال، فإنه من المتوقع أن يؤدي غموض تلك التقارير إلى ضعف ثقة المستثمرين (وغيرهم من أصحاب المصالح) فيما تحتويه هذه التقارير من معلومات محاسبية، وبالتالي المردود السلبي على كفاءة الاستثمار. ولذلك يتناول الباحث في الفرعية التالية تحليلاً نظرياً للعلاقة بين غموض التقارير المالية وكفاءة الاستثمار بالشركة.

### ٣/٦- تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية وكفاءة الاستثمار واشتقاق فرض البحث

تضمن الأدب المحاسبي العديد من الدراسات ( Dou et al., 2019; Core, 2020; ) التي تناولت بالتحليل النظري والاختبار العملي الآثار المباشرة وغير المباشرة للمعلومات المفصح عنها بالتقارير المالية على قرارات المستثمرين والإدارة وغيرهم من أصحاب المصالح في الشركة.

وتتفق الأطر المفاهيمية للمحاسبة المالية على أن الأهداف الرئيسية من إعداد القوائم المالية هو توفير المعلومات المالية المفيدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية، والتمويلية، وكذلك المساعدة في تقدير توقيت ومقدار وعدم التأكد المتعلق بصافي التدفقات النقدية

المستقبلية للمنشأة المعدة للتقرير. ولتحسين الشفافية والقابلية للمقارنة في التقارير المالية على المستوى العالمي، اشترك مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) في عام 2010 مع مجلس معايير المحاسبة المالية بالولايات المتحدة الأمريكية (FASB) في تعديل الإطار المفاهيمي للمحاسبة المالية ليكون أكثر وضوحاً وحدائماً واكتمالاً بما يدعم القابلية للفهم والثقة فيما توصله هذه التقارير من معلومات. وقد أثمر هذا التعاون عن إعادة صياغة الإطار المفاهيمي عبر عدة مراحل تتضمنها التعديلات المختلفة على معايير المحاسبة الدولية والأمريكية الخاصة بإعداد وعرض القوائم المالية (FASB, 1976; IFRS, 2018).

**وعلى المستوى الإجرائي،** تتضمن معظم المعايير المحاسبية (خاصة الدولية) قدراً من المرونة التي تتيح للإدارة حرية تحديد توقيت وكيفية الإفصاح عن بعض العناصر في التقارير المالية. ويرى Shakespeare (2020) أن المرونة السابقة يترتب عليها وجود منشآت تحقق نفس الأداء المالي والتشغيلي إلا أنها متباينة من حيث أنظمتها المحاسبية وما ينتج عنها من تقارير مالية. وفي نفس السياق، أشار Core (2020) إلى أن المديرين قد يقوموا بهيكلية المحاسبة عن بعض العمليات لتحقيق نتائج تتوافق مع عقود الحوافز والمكافآت الممنوحة لهم. وبالإضافة إلى ما سبق، يمكن للمديرين التأثير على كفاءة قرارات الاستثمار من خلال التحكم في بعض خصائص التقارير المالية مثل مستوى الغموض أو الشفافية، وتوقيت الاعتراف بالخسائر، وجودة النظام المحاسبي ككل.

ويترتب على غموض التقارير المالية عدم قدرة المستثمر العادي على فهم التقارير المالية المعقدة، وعدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في السوق، مما يكون له أضرار جسيمة على سوق رأس المال نتيجة انخفاض حجم التداول وزيادة تكلفة العمليات وانخفاض سيولة الأسهم، وعدم القدرة على التمييز بين الشركات الناجحة والفاشلة، وزيادة مخاطر المعلومات، ومن ثم عدم كفاءة سوق رأس المال (الصاوي، ٢٠٢٢، نقلاً عن Koo and Kim, 2018). وتفسيراً لزيادة لتكلفة التمويل نتيجة الغموض في التقارير المالية، أشار

Menshawy et al. (2021) إلى أن عدم التماثل في المعلومات يدفع الطرف الأقل حيازة للمعلومات (المستثمرين) إلى المطالبة بعلاوة إضافية على رؤوس الأموال مقابل مخاطر عدم التأكد التي يتعرض لها نتيجة المنافسة غير المتوازنة مع الطرف الأكثر حيازة للمعلومات (الإدارة). وكلما زاد الغموض في التقارير المالية كلما حازت الإدارة معلومات خاصة أكثر مقارنة بالمستثمرين، وبالتالي تضخم تكلفة رأس المال المقدم لتمويل المشروعات والتأثير السلبي على كفاءة الاستثمار.

وفي نفس السياق، توصلت بعض الدراسات الحديثة (عزام وزلط، ٢٠٢٢؛ Chae et al., 2020; Yu et al., 2020) إلى وجود تأثير معنوي لغموض التقارير المالية على كفاءة الاستثمار، ويترتب على هذا الغموض حجب بعض المعلومات الهامة عن الأطراف ذات الصلة خاصة المستثمرين إلى أن تتسرب هذه المعلومات في موجات متتالية إلى السوق في وقت لاحق إيداناً بحدوث خطر انهيار أسعار الأسهم Stock price crash risk في السوق على نحو مفاجئ، مما يفسر العلاقة الطردية بين غموض التقارير المالية وعدم كفاءة الاستثمار.

وتشير بعض الدراسات السابقة (Cao et al., 2017; Li et al., 2019; Anagnostopoulou, 2023) إلى أن مستوى الإلزام القانوني يعتبر من المحددات الرئيسية للعلاقة بين غموض التقارير المالية وكفاءة الاستثمار بالشركات. فقد يضعف التأثير السلبي للغموض على كفاءة الاستثمار بسبب قوة الإلزام القانوني وإنفاذ الأحكام القضائية على مستوى الدولة. وفي المقابل، تصبح العلاقة بين الغموض وكفاءة الاستثمار أكثر وضوحاً في الشركات التي تتصف بعدم كفاءة بيئة المعلومات الداخلية وفي نفس الوقت تعمل في دول تعاني من ضعف بيئتها القانونية والتنظيمية.

وفي إطار بيئة الأعمال المصرية، فإن الأمور المتعلقة بغموض التقارير المالية وكفاءة الاستثمار بالشركات تعتبر من القضايا الهامة. فقد أشار Samaha et al. (2012)

إلى أن بيئة الأعمال المصرية تتصف بالغموض النسبي، ويسيطر عليها عدد محدود من كبار المستثمرين. كما آليات الحوكمة المتعلقة بالشفافية والإفصاح غير فعالة بالقدر الكافي. وتأكيداً لما سبق، فقد أشار (Gardon et al. (2012 إلى أن الدول النامية تعاني من ضعف الأنظمة المحاسبية وزيادة مستوى الغموض بالتقارير المالية مقارنة بالدول المتقدمة. وبالتالي فإن سعي الدول النامية إلى نحو زيادة شفافية التقارير المالية سيؤدي إلى زيادة الثقة فيما تحويه من معلومات مما ينعكس إيجاباً على الاستثمار الأجنبي في هذه الدول.

وجدير بالذكر أن الحكومة المصرية قامت بالعديد من الإصلاحات الاقتصادية والقانونية لتفعيل محاسبة المسؤولية وزيادة الشفافية في التقارير المالية، إلا أن حصاد ثمار تلك الإصلاحات لم يكن كاملاً بسبب المستجدات العالمية المتعلقة بنفسي فيروس كورونا (كوفيد - ١٩)، فضلاً عن تداعيات الحرب الروسية الأوكرانية وآثارها المباشرة وغير المباشرة على الاقتصاد المحلي والعالمي<sup>٨</sup>.

واستناداً إلى التحليل النظري السابق، يتوقع الباحث أن يؤثر غموض التقارير المالية سلباً على كفاءة الاستثمار بالشركات بسبب اتخاذ الإدارة لقرارات استثمارية غير رشيدة تخدم مصالحها الذاتية مقابل الإضرار بثروات أصحاب رؤوس الأموال الذين قد يحجمون عن الاستثمار أو مغادرة السوق. ويعتبر من دوافع الباحث في الدراسة الحالية هو التحقق من مدى التأثير السلبي المحتمل لغموض التقارير المالية على كفاءة استثمار الشركات العاملة في البيئة المصرية، وبناءً عليه يمكن اشتقاق الفرض الرئيسي للبحث على النحو التالي:

<sup>٨</sup> منقول بتصرف من مقال منشور لمدير إدارة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا في صندوق النقد الدولي على قناة العربية، ولمزيد من التفاصيل: <https://www.alarabiya.net/aswaq/special-stories/2023/02/01>

ف١: يؤثر غموض التقارير المالية تأثيراً معنوياً وسلبياً على كفاءة استثمار الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

كما يمكن اشتقاق الفرضيين الفرعيين التاليين:

ف١١: يؤثر غموض التقارير المالية تأثيراً معنوياً وإيجابياً على الاستثمار الأكثر من اللازم في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

ف١ب: يؤثر غموض التقارير المالية تأثيراً معنوياً وإيجابياً على الاستثمار الأقل من اللازم في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

#### ٤/٦ - منهجية البحث

لتحقيق أهداف البحث ومعالجة مشكلته عملياً، اعتمد الباحث على دراسة تطبيقية لاختبار العلاقة بين غموض التقارير المالية وكفاءة استثمار الشركات. وفي هذا السياق سوف يعرض الباحث كل من؛ مجتمع وعينة الدراسة ومصادر البيانات، وتوصيف وقياس متغيرات الدراسة، ونموذج الدراسة لاختبار فرض البحث الرئيسي وفرضيه الفرعيين، وأخيراً نتائج الدراسة التطبيقية في ظل التحليل الأساسي، والتحليل الإضافي الأول، والتحليل الإضافي الثاني، وذلك على النحو التالي:

#### ١/٤/٦ - مجتمع وعينة الدراسة ومصادر البيانات

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال عامي ٢٠١٨ و ٢٠١٩ بعد استبعاد الشركات العاملة في قطاع المؤسسات المالية لأنها تخضع لقواعد قانونية وتنظيمية ومتطلبات قياس وإفصاح تفوق تلك التي تخضع لها القطاعات الأخرى، وذلك قياساً على (Ismail, 2020). وقد تم اختيار عينة تحكمية من الشركات السابقة وفقاً لمجموعة من الاعتبارات هي: استمرار تسجيل الشركات محل العينة

خلال فترة الدراسة، وأن يكون متاحاً عن شركات العينة القوائم المالية والايضاحات المتممة خلال سنوات الدراسة، وأن تقوم الشركة بنشر قوائمها المالية بالجنه المصري، وأن تنتهي السنة المالية للشركة في نهاية ديسمبر من كل عام<sup>٩</sup>. ووفقاً للجدول رقم (١)، فقد بلغ عدد الشركات محل العينة ١٠٥ شركة وحجم المشاهدات ٢٢١ مشاهدة.

#### جدول رقم (١): توزيع مشاهدات عينة الدراسة

القطاع	عدد المشاهدات	عدد الشركات
١. الأغذية والمشروبات	٣٥	١٦
٢. القطاع الصناعي	٢١	١٠
٣. القطاع الخدمي	٤٦	٢١
٤. القطاع العقاري	٩١	٤٣
٥. الموارد الأساسية	٢٨	١٥
الاجمالي	٢٢١	١٠٥

وقد اعتمد الباحث في جمع البيانات الفعلية للدراسة التطبيقية على التقارير والقوائم المالية السنوية والايضاحات المتممة لها، وذلك للشركات التي تلتزم بنشر قوائمها المالية عبر الوسائل الرسمية. وقد تمكن الباحث من الحصول على المعلومات السابقة من خلال عدة مصادر منها؛ الموقع الرسمي للهيئة العامة للرقابة المالية، والموقع الإلكتروني للشركة نفسها، والمواقع الإلكترونية الموثوق بها لتداول المعلومات (مثل موقع مباشر معلومات Mubasher.com، وموقع Investing.com).

<sup>٩</sup> بلغ عدد القطاعات التي تنتمي إليها شركات العينة ثلاث عشر قطاعاً، ولأغراض التحليل الاحصائي وكذلك تقدير معالم النموذج الاحصائي لكل قطاع صناعي على حده، فقد تم دمج بعض القطاعات معاً قياساً على دراسة شتيوي (٢٠١٥)، وقد بلغ العدد النهائي للقطاعات خمسة قطاعات هي: (١) قطاع الأغذية والمشروبات. (٢) القطاع الصناعي، ويشمل؛ شركات المنتجات الصناعية والسيارات والسلع المعمرة والتجارة والتجزئة. (٣) القطاع الخدمي، ويشمل؛ شركات الاتصالات والاعلام، والرعاية الصحية، والسياحة والترفيه. (٤) قطاع العقارات، ويشمل؛ شركات العقارات والمقاولات ومواد البناء. (٥) قطاع الموارد الأساسية، ويشمل؛ شركات الطاقة والاسمدة والطباعة والألومنيوم.

## ٢/٤/٦- توصيف وقياس متغيرات الدراسة

يتكون نموذج البحث الحالي من متغير مستقل وهو غموض التقارير المالية، ومتغير تابع هو كفاءة استثمار الشركات، وثلاثة متغيرات رقابية هي نسبة سعر السهم السوقي إلى قيمته الدفترية، وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، وحجم الشركة. وقد تم توصيف المتغيرات السابقة وطرق قياسها لأغراض الدراسة على النحو التالي:

## أ: المتغير المستقل: غموض التقارير المالية (OCFOP)

استناداً لأهم المصادر العلمية ذات الصلة بغموض التقارير المالية (الصاوي، ٢٠٢٢؛ Lee, 2012; Cheng et al, 2020) استخدم الباحث غموض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (OCFOP) كمقياس لغموض التقارير المالية. ويشير غموض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى الإبهام وعدم الوضوح الذي يحيط بالتقارير المالية نتيجة التدفقات النقدية غير العادية (غير الطبيعية). وقد أشار Cheng et al. (2020) إلى أن الإدارة قد تتلاعب في قيمة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية بصورة انتهازية من خلال تغيير تصنيف الأنشطة أو تغيير توقيت الاعتراف ببعض العمليات مثل تأجيل الاعتراف بالمدفوعات للدائنين أو المتحصلات من المدينين.

واعتمدت الدراسة الحالية في قياس غموض التقارير المالية على نموذج (Dechow et al., 1995) والمطور بواسطة (Lee, 2014) على النحو التالي:

$$OCF_{it} / TA_{t-1} = \beta_0 + \beta_1 (1 / TA_{t-1}) + \beta_2 (SALE_{it} / TA_{t-1}) + \beta_3 (\Delta SALE_{it} / TA_{t-1}) + \varepsilon_{i,t}$$

حيث أن:

$OCF_{it}$  : التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة (i) عن الفترة (t-1).



$TA_{t-1}$  : إجمالي أصول الشركة (i) في نهاية الفترة (t).

$SALE_{it}$  : إجمالي المبيعات للشركة (i) عن الفترة (t).

$\Delta SALE_{it}$  : التغير في إجمالي المبيعات للشركة (i) عن الفترة (t).

وقد تم تقدير معاملات المعادلة رقم (١) من خلال استخدام بيانات الشركات التي تنتمي لعينة الدراسة في قياس التدفقات النقدية غير العادية أو غير الطبيعية (بواقي النموذج المقدر)، ولمراعاة الفروق بين الصناعات المختلفة فقد تقدير معاملات النموذج السابق لكل قطاع صناعي على حده. وقد تم استخدام المجموع المتحرك للقيمة المطلقة للتدفقات النقدية غير العادية من الأنشطة التشغيلية في قياس غموض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (OCFOP)، وكلما زادت قيمة المتغير السابق كلما دل ذلك على غموض أكبر بالتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (Lee, 2012; Cheng et al., 2020).

ب: المتغير التابع: كفاءة الاستثمار (Invest)

اتساقاً مع بعض الدراسات السابقة (كعموش، ٢٠٢٠؛ Chen et al., 2009; Biddle et al., 2011) اعتمد الباحث على مقدار الانحراف عن الاستثمار الأمثل (عدم كفاءة الاستثمار) كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار. ويتم تقدير المستوى الأمثل للاستثمار خلال الفترة الحالية كدالة في معدل نمو المبيعات في الفترة السابقة، وذلك باستخدام نموذج (Chen et al. (2011) الذي يعتبر تعديلاً لنموذج (Biddle et al. (2009) وذلك على النحو التالي:

$$INVEST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Neg_{i,t-1} + \beta_2 RevGrowth_{i,t-1} + \beta_3 Neg \times RevGrowth_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

حيث أن:

$INVEST_{i,t}$  : تمثل إجمالي الاستثمارات الجديدة في الشركة (i) للسنة (t)، ويتم قياسها بصافي الزيادة في الأصول الملموسة وغير الملموسة خلال السنة (t) مقسومة على إجمالي الأصول في السنة (t-1).

$Neg_{i,t-1}$  : متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كان نمو المبيعات بالسالب، والقيمة (صفر) في الحالات الأخرى، وذلك للشركة (i) عن السنة السابقة (t-1).

$RevGrowth_{i,t-1}$  : معدل نمو إيرادات مبيعات الشركة (i) عن السنة السابقة (t-1).

$Neg \times RevGrowth_{i,t-1}$  : متغير تفاعلي بين المتغير الوهمي (NEG) ومعدل نمو إيرادات المبيعات للشركة (i) عن السنة السابقة (t-1).

معلمات نموذج الانحدار:  $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$

ويتم تقدير معلمات النموذج السابق لكل قطاع صناعي على حده لمراعاة الفروق بين الصناعات المختلفة، وبلي ذلك التعويض بهذه القيم على مستوى كل شركة لتقدير الاستثمار المتوقع (الأمثل). وتعكس البواقي في نموذج الانحدار السابق الانحرافات عن مستوى الاستثمار الأمثل، حيث تعبر الانحرافات الموجبة عن زيادة حجم الاستثمار الفعلي عن حجم الاستثمار الأمثل والمقدر وفقاً لمعدل النمو في مبيعات الفترة السابقة، وبالتالي فإن الشركة تعاني في هذه الحالة من استثمار أكبر من اللازم. وفي المقابل، فإن الانحرافات السالبة تعبر عن نقص الاستثمار الفعلي عن الاستثمار الأمثل، وبالتالي فإن الشركة تعاني في هذه الحالة من استثمار أقل من اللازم. وتعبر صورتى الاستثمار الأكثر من اللازم والاستثمار الأقل من اللازم عن حالة عدم كفاءة الاستثمار بالشركة.

ويستخدم الباحث القيمة المطلقة لبواقي نموذج الانحدار السابق كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار. وبالتالي فإن زيادة تلك القيم تعني كفاءة استثمار أقل، بينما انخفاض تلك القيم يعني كفاءة استثمار أعلى (Chen et al., 2011). وأثناء اختبار الفرضيين الفرعيين

سيقوم الباحث بتقسيم الانحرافات إلى فروق موجبة وفروق سالبة لتحديد مدى معنوية تأثير غموض التقارير المالية على كل منهما على حده.

### ج - المتغيرات الرقابية:

تعتبر المتغيرات الرقابية عن بعض العوامل التي قد تؤثر على المتغير التابع ولكنها لا تدخل في إطار الدراسة محل البحث، ويتم إضافتها لضبط العلاقة بين المتغيرات وتدعيم المقدرة التفسيرية لنموذج الدراسة. ويتضح من التحليل المنهجي لبعض الدراسات السابقة (Cho and Choi, 2016; Bae et al., 2017) أن نسبة سعر السهم السوقي إلى قيمته الدفترية، وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، وحجم الشركة تعتبر من أهم المتغيرات الرقابية التي قد تؤثر على كفاءة استثمار الشركات. إذ تعتبر نسبة السعر السوقي للسهم إلى قيمته الدفترية (MTV) مؤشراً على فرص النمو المستقبلي المتاحة للشركة. بينما تعتبر التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (CFO) عن الفائض النقدي من الأنشطة الرئيسية للشركة والذي يمكن استغلاله في تبني الفرص الاستثمارية المربحة. وأخيراً، يعبر حجم الشركة (SIZE) عن إجمالي أصول الشركة وحجم عملياتها ودرجة تعقدها، وهو من السمات الرئيسية للشركة التي قد تؤثر على انفاقها الاستثماري. ويلخص الجدول رقم (٢) طرق قياس كل متغير من المتغيرات السابقة على النحو التالي:

## جدول رقم (٢): متغيرات الدراسة وطرق قياسها

المُنْفِر	نوع المُنفِر	طريقة القياس	المراجع	مصدر البيانات
مؤوض التقارير المالية OCFOP	مستقل	اعتمد الباحث على نموذج Dechow et al., (1995) والذي تم تطويره بواسطة Lee (2012) لتحديد مؤوض التكتفات التكدية من الأنشطة التشغيلية كمؤوض على مؤوض التقارير المالية.	Dechow et al., (1995). Lee (2012).	التوائم المالية السنوية
كفاءة استثمار الشركات INVEST	تابع	اعتمد الباحث على مستوى الانحراف عن الاستثمار الأمثل (عدم كفاءة الاستثمار) كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار، وذلك باستخدام النموذج الذي حدده درستي ( Biddle et al., 2009; ) (Chen et al., 2011).	Biddle et al., 2009. Chen et al., 2011.	التوائم المالية السنوية
الاستثمار الأكثر من اللازم INVEST+	تابع	الانحرافات الموجبة لبواقى نموذج الانحدار المستخدم في الدراسة الحالية لتقدير كفاءة الاستثمار.	Biddle et al., 2009. Chen et al., 2011.	
الاستثمار الأقل من اللازم INVEST-	تابع	الانحرافات السالبة لبواقى نموذج الانحدار المستخدم في الدراسة الحالية لتقدير كفاءة الاستثمار.	Biddle et al., 2009. Chen et al., 2011.	
سعر السهم السوقي إلى قيمته الدفترية MTV	رقابي	يقاس بقسمة السعر السوقي للسهم على القيمة الدفترية للسهم، وتحسب القيمة الدفترية للسهم من خلال المعادلة التالية: = (إجمالي حقوق الملكية - القيمة الدفترية لحقوق حملة الأسهم الممتازة) ÷ عدد الأسهم العادية المتداولة القائمة (المصدرة - الخزينة).	Bae et al., 2017.	التوائم المالية السنوية
التكتفات التكدية التشغيلية OCF	رقابي	تقاس بقسمة صافي التكتفات التكدية من الأنشطة التشغيلية على إجمالي الأصول الشركة في نهاية الفترة.	Beaty et al., 2013.	التوائم المالية السنوية
حجم الشركة SIZE	رقابي	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية الفترة.	Lei and Chen, 2019.	التوائم المالية السنوية

## ٣/٤/٦- إجراءات وأدوات الدراسة التطبيقية والتحليل الإحصائي

فيما يتعلق بإجراءات الدراسة التطبيقية، فقد اعتمد الباحث على القوائم المالية والايضاحات المتممة والمرفقات الأخرى لتصنيف مشاهدات العينة حسب القطاع الصناعي الذي تنتمي إليه كل شركة. وبناءً عليه أمكن الحصول على المعلومات المتعلقة بإيراد المبيعات، وصافي الدخل السنوي، وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، وإجمالي الأصول، والقيمة الدفترية للسهم.

وفيما يتعلق بأدوات التحليل الإحصائي، فقد اعتمد الباحث على أساليب الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة مثل؛ الوسط الحسابي، والانحراف المعياري، وأعلى وأدنى قيمة، وكذلك مصفوفة ارتباط بيرسون لتحديد الخصائص الرئيسية لمتغيرات الدراسة ومدى الارتباط بينهما. واختبار فرض البحث الرئيسي وفرضيه الفرعيين، فقد تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد لتقدير معاملات نموذج الانحدار، وتحديد قيمة معامل التحديد ( $R^2$ )، ومعامل التحديد المعدل ( $Adjust - R^2$ ) لكل نموذج. وكذلك تم استخدام اختبار ( $F - Test$ ) لتحليل التباين ( $ANOVA$ ) وتحديد معنوية النموذج ككل، ثم الاعتماد على اختبار ( $T - Test$ ) لاختبار معنوية معاملات الانحدار. وكل ما سبق جاء متسقاً مع المنهجية المتبعة في بعض الدراسات السابقة ذات الصلة بمجال البحث مثل (Menshawy et al., 2021).

## ٤/٤/٦- نموذج الدراسة

لاختبار فروض الدراسة الحالية اعتمد الباحث على النماذج الإحصائية التالية:

أ- لاختبار فرض البحث الرئيسي الخاص بأثر غموض التقارير المالية على كفاءة استثمار الشركات، وذلك بدراسة العلاقة بين القيمة المطلقة للتدفقات النقدية غير العادية من الأنشطة التشغيلية والانحراف عن المستوى الأمثل للاستثمار كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار، من خلال نموذج الانحدار التالي:

$$INVEST_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 OCFOP_{i,t} + \beta_2 MTV_{i,t} + \beta_3 OCF_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

ب- لاختبار فرض البحث الفرعي الأول المتعلق بأثر غموض التقارير المالية على الاستثمار الأكثر من اللازم ( $INVEST+$ ) لدى الشركات، فقد تم استخدام نموذج الانحدار التالي:

$$INVEST_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 OCFOP_{i,t} + \beta_2 MTV_{i,t} + \beta_3 OCF_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

ج- لاختبار فرض البحث الفرعي الثاني المتعلق بأثر غموض التقارير المالية على الاستثمار الأقل من اللازم ( $INVEST-$ ) لدى الشركات، فقد تم استخدام نموذج الانحدار التالي:

$$INVEST_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 OCFOP_{i,t} + \beta_2 MTV_{i,t} + \beta_3 OCF_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

وقد سبق الإشارة في الجدول رقم (٢) إلى تعريف وطريقة قياس كل متغير من المتغيرات السابقة.

#### ٥/٤/٦- نتائج الدراسة التطبيقية:

تناول الباحث في هذه الجزئية نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، وكذا نتائج اختبار فرض البحث الرئيسي وفرضيه الفرعيين في ظل التحليل الأساسي على النحو التالي:

#### أ - نتائج الإحصاءات الوصفية:

يتضح للباحث من تحليل الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة اقتراب الانحراف المعياري لكل المتغيرات من وسطها الحسابي إلى حد كبير، وبالتالي استبعاد احتمال وجود قيم شاذة Outliers قد تؤثر على صلاحية النموذج في تفسير العلاقة المتوقعة في ضوء الفروض المراد اختبارها. ويعرض الجدول رقم (٣) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة على النحو التالي:

جدول (٣): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INVEST	221	.00	9.63	.3358	1.13662
INVEST+	61	.00	9.63	.5896	2.09232
INVEST-	160	.00	1.20	.2371	.31889
OCFOP	221	.00	4.92	.1994	.50638
MTV	221	-6.14	39.69	1.6836	3.53692
OCF	221	-4.58	19.70	.1348	1.38526
SIZE	221	4.51	8.02	6.0412	.82319
Valid N (listwise)	221				

ومن واقع الجدول رقم (٣) يمكن ملاحظة أن متوسط القيمة المطلقة لبواقي الانحرافات عن الاستثمار الأمثل كمؤشر عكسي لكفاءة الاستثمار قد بلغ (0.3358) بانحراف معياري يساوي (1.13662). ونظراً لتقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين لاختبار الفرضيين الفرعيين، فقد تبين للباحث وجود (٦١) مشاهدة تعبر عن انحراف موجب للاستثمارات الفعلية عن الاستثمار الأمثل (المتوقع)، وهو ما يشير إلى أن ٢٧٪ من مشاهدات العينة تعاني من حالة الاستثمار الأكثر من اللازم. وفي المقابل، يوجد (١٦٠) مشاهدة تعبر عن انحراف سالب للاستثمارات الفعلية عن الاستثمار الأمثل (المتوقع)، وهو ما يشير إلى أن ٧٣٪ من مشاهدات العينة تعاني من حالة الاستثمار الأقل من اللازم. وتقدم الإحصائية السابقة إشارة هامة على أن نسبة كبيرة من الشركات المصرية لا تستطيع الحصول على التمويل اللازم لاستغلال الفرص الاستثمارية المربحة ذات صافي القيمة الحالية الموجبة.

كما يتضح من تحليل الإحصاءات الوصفية وجود مدى صغير بين القيم العليا والقيم الدنيا للمتغيرات التالية: غموض التدفقات النقدية التشغيلية (OCFOP) كمؤشر على غموض التقارير، وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (CFO)، وحجم الشركة (SIZE). بينما يوجد تفاوت متوسط بين أدنى قيمة (-6.14%) وأعلى قيمة (39.69%) للمتغير

الرقابي الخاص بنسبة السعر السوقي للسهم إلى قيمته الدفترية (MTV)، وقد يرجع ذلك إلى التباين الكبير بين قيم حقوق الملكية للشركات محل العينة<sup>١٠</sup>.

ويعرض الجدول رقم (٤) مصفوفة معاملات الارتباط (بيرسون) بين متغيرات البحث. وتجدر الإشارة إلى أن مصفوفة الارتباط تعتبر أداة أولية لاستكشاف مدى وجود ازدواج خطي Multicollinearity بين المتغيرات التفسيرية. ونظراً لأن معاملات الارتباط بين المتغير المستقل (غموض التقارير المالية) والمتغيرات الرقابية (نسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية، وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، وحجم الشركة) وبعضها البعض أقل من (٠.٧) لكل المعاملات (أمين، ٢٠٠٨)، فهذا يدل مبدئياً على عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي وبالتالي تحقق أهم شروط استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد واستبعاد حدوث مشاكل قياسية قد تؤثر على نتائج البحث.

جدول رقم (٤): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

Correlations						
		INVEST	OCFOP	MTV	OCF	SIZE
INVEST	Pearson Correlation	1	.502**	-.038	.130*	.069
	Sig. (1-tailed)		.000	.286	.027	.154
	N		221	221	221	221
OCFOP	Pearson Correlation		1	-.004	.650**	-.035
	Sig. (1-tailed)			.476	.000	.304
	N			221	221	221
MTV	Pearson Correlation			1	.015	-.024
	Sig. (1-tailed)				.412	.361
	N				221	221
OCF	Pearson Correlation				1	-.084
	Sig. (1-tailed)					.107
	N					221
SIZE	Pearson Correlation					1
	Sig. (1-tailed)					
	N					

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).  
\* . Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

<sup>١٠</sup> ظهرت قيم حقوق الملكية لبعض الشركات (مثل أسمنت بورتلاند طرة، وأسيك للتعدين - أسكوم) بقيم سالبة بسبب الخسائر المتراكمة خلال سنوات الدراسة، مما أدى إلى ظهور مشاهدات سالبة لمتغير نسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية.



ومن واقع مصفوفة معاملات الارتباط الظاهرة بالجدول رقم (٤) يتضح وجود ارتباط طردي معنوي بين غموض التقارير المالية والانحراف عن الاستثمار الأمثل (عدم كفاءة الاستثمار)، حيث بلغ مستوى المعنوية ومعامل الارتباط (0.50،0.00) على الترتيب. وتشير النتيجة السابقة إلى وجود علاقة معنوية بين غموض التقارير المالية وكفاءة الاستثمار، وكذلك توجد علاقة معنوية بين صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية وكفاءة الاستثمار. بينما لا توجد علاقة معنوية بين المتغيران الرقابيان (نسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية، وحجم الشركة) وكفاءة استثمار الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

#### ب - نتائج اختبار الفروض في ظل التحليل الأساسي:

خلصت الدراسة النظرية من هذا البحث إلى اشتقاق فرض رئيسي وفرضان فرعيان، وكل منها يتسق مع هدف ومشكلة البحث. وقد اعتمد الباحث على تحليل الانحدار المتعدد لاختبار تلك الفروض على النحو التالي:

#### ب-١ نتيجة اختبار الفرض الرئيسي (ف١):

استهدف الفرض الرئيسي للبحث اختبار مدى تأثير غموض التقارير المالية على كفاءة الاستثمار من خلال دورها في اتخاذ قرارات استثمار غير رشيدة. ويعرض الجدول رقم (٥) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج رقم (١) الخاص بانحدار القيمة المطلقة للانحراف عن الاستثمار الأمثل كمتغير تابع لغموض التقارير المالية وباقي المتغيرات الرقابية على النحو التالي:

جدول (٥): نتيجة تحليل الانحدار المتعدد لاختبار أثر غموض التقارير المالية والمتغيرات

الرقابية على كفاءة الاستثمار

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
OCFOP	1.618	.165	.721	9.791	.000	.383	2.614
MTV	-.009	.018	-.029	-.512	.609	.639	1.564
OCF	-.273	.061	-.333	-4.506	.000	.531	1.884
SIZE	.090	.078	.065	1.161	.247	.991	1.009
Adj R <sup>2</sup>	0.312						
Sig	0.000						

a. Dependent Variable: INVEST

يتضح من الجدول رقم (٥) أن قيم معامل تضخم التباين (VIF) Variance Inflation Factor لكل المتغيرات لم يتجاوز (٥)، كما أن معامل التباين المسموح Tolerance لكل المتغيرات كان أقل من (١) (أمين، ٢٠٠٨). وبناءً عليه ينتفي عن نموذج البحث مشكلة الازدواج الخطي لأن الارتباط بين المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية ضعيف وليس له دلالة إحصائية، وهذا يدل على صلاحية النموذج في تفسير أثر المتغيرات التفسيرية على المتغير التابع. كما يتضح من ذات الجدول أن القيمة الاحتمالية للنموذج ككل كانت معنوية (0.00)، والقوة التفسيرية للنموذج وما اشتمل عليه من متغيرات بلغت (31.2%). وبالتالي يمكن الاعتماد على متغيرات النموذج في تفسير 31.2% من التغيرات في كفاءة استثمار الشركات وباقي التغيرات يمكن إرجاعها إلى الخطأ العشوائي في التقدير أو العوامل الأخرى التي لم تدرج كمتغيرات مستقلة في النموذج.

وبتحليل معاملات الانحدار الواردة في الجدول رقم (٥) يتضح وجود تأثير إيجابي ومعنوي لغموض التقارير المالية على عدم كفاءة الاستثمار (كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار) بمقدار (9.79) عند مستوى معنوية (0.00). وبناءً عليه فقد تم رفض الفرض العدم ومن ثم قبول الفرض البديل القائل بوجود تأثير سلبي معنوي لغموض التقارير المالية للشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية على كفاءة الاستثمار. وبالتالي قبول الفرض الرئيسي للدراسة الحالية (ف١). وقد جاءت تلك النتيجة مساندة لما توصلت إليه دراسات سابقة (Chae et al., 2020; Yu et al., 2020; Elbery and Hussainey, 2020) بشأن وجود تأثير سلبي (إيجابي) معنوي لغموض التقارير المالية على كفاءة (عدم كفاءة) الاستثمار.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فقد اتضح وجود علاقة سلبية ومعنوية بين صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية وعدم كفاءة الاستثمار. وتتفق تلك النتيجة مع ما توصل إليه (Cho and Choi 2016). بينما لا توجد علاقة معنوية بين المتغيران الرقابيان سعر السهم إلى قيمته الدفترية وحجم الشركة وبين المتغير التابع عدم كفاءة الاستثمار.

ويعتقد الباحث أن التأثير السلبي والمعنوي لغموض التقارير المالية على كفاءة الاستثمار هو من الأمور المنطقية. إذ يعتبر الغموض وعدم الشفافية من المحددات الرئيسية لجودة التقارير المالية التي تؤثر بصورة مباشرة على القرارات الاستثمارية والتمويلية للشركات. وتتفق النتيجة السابقة مع التحليل النظري للآثار السلبية للغموض على عدم التماثل في المعلومات وما يعقبها من مشاكل الوكالة والتدخل الأخلاقي والاختيار المعاكس، وبالتالي إتاحة الفرصة للمديرين بالاستغلال الانتهازي لثروات الملاك في صورة استثمار أكثر من اللازم من خلال استخدامها في مشروعات غير مربحة. ومن ناحية أخرى، فإن الغموض يضعف من ثقة المستثمرين في جودة ما تحتويه التقارير المالية من معلومات، مما يؤدي

لإحجامهم عن تقديم رؤوس الأموال اللازمة لتمويل المشروعات الاستثمارية المربحة، وبالتالي مواجهة الشركات لمشاكل تتعلق بالسيولة وما يترتب عليها من استثمار أقل من اللازم.

#### ب-٢ نتيجة اختبار الفرض الفرعي الأول (ف ١/أ):

استناداً إلى نتائج اختبار الفرض الرئيسي للدراسة الحالية، قام الباحث بتقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين فرعيتين أولهما الشركات التي تعاني من استثمار أكثر من اللازم، وثانيهما الشركات التي تعاني من استثمار أقل من اللازم. وذلك من خلال تصنيف المشاهدات السنوية لشركات العينة اعتماداً على بواقي نموذج الانحدار إلى مشاهدات موجبة (سالبة) باعتبارها مؤشر على الاستثمار الأكثر (الأقل) من اللازم. ولأغراض التحليل الاحصائي تم الاعتماد على القيمة المطلقة لبواقي نموذج الانحدار من خلال ضرب قيم الاستثمار الأقل من اللازم في (-١).

ويهدف الفرض الفرعي الأول اختبار ما إذا كان غموض التقارير المالية يؤثر إيجابياً ومعنوياً على الاستثمار الأكثر من اللازم. ويعرض الجدول رقم (٦) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج رقم (٢) المتعلق باختبار أثر غموض التقارير المالية والمتغيرات الرقابية (سعر السهم إلى قيمته الدفترية، وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، وحجم الشركة) على الاستثمار الأكثر من اللازم (كمتغير تابع).

جدول رقم (٦): نتائج تحليل الانحدار لاختبار أثر الغموض والمتغيرات الرقابية على الاستثمار الأكثر من اللازم

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	-.890	1.215		-.732	.467		
OCFOP	3.492	.365	1.285	9.577	.000	.356	2.808
MTV	-.736	.114	-.886	-6.470	.000	.342	2.921
OCF	-.087	.121	-.058	-.721	.474	.976	1.024
SIZE	.163	.202	.067	.809	.422	.929	1.077
Adj R <sup>2</sup>	0.651						
Sig	0.000						

a. Dependent Variable: INVEST+

ويتضح من الجدول رقم (٦) أن القيمة الاحتمالية للنموذج ككل كانت معنوية (0.00)، كما أن قيم معامل تضخم التباين (VIF) لكل المتغيرات لم يتجاوز (٥)، كما أن معامل التباين المسموح Tolerance لكل المتغيرات كان أقل من (١). وبالتالي صلاحية النموذج لاختبار العلاقة محل الدراسة مع عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات التفسيرية للنموذج. كما يتضح معنوية (0.00) إحصائية الاختبار (t) لغموض التقارير المالية وبمعامل انحدار موجب قدرة (9.57). وقد بلغت القوة التفسيرية للنموذج (Adj R<sup>2</sup>) 61.5% وأن معامل انحدار سعر السهم إلى قيمته الدفترية هو الذي كان معنوياً من بين المتغيرات الرقابية، بينما لم يكن هناك تأثيراً معنوياً لكل من صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، وحجم الشركة على الاستثمار الأكثر من اللازم. وتتفق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة في هذا الشأن (السواح، ٢٠٢١؛ علي، ٢٠١٧؛ Menshawi, 2021) بينما جاءت تلك النتيجة متعارضة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات (e.g., Khoufi, 2021). وبناءً على ما سبق، فقد تم رفض فرض العدم ومن ثم قبول الفرض البديل الفرعي الأول القائل بوجود تأثير إيجابي معنوي لغموض التقارير المالية للشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية على الاستثمار الأكبر من اللازم كأحد صور عدم كفاءة الاستثمار.

ويرى الباحث أن النتيجة السابقة تتفق مع التحليل النظري للعلاقة السلبية بين غموض التقارير المالية وكفاءة الاستثمار. إذ يدفع السلوك الانتهازي للمديرين إلى تعمد إعداد تقارير مالية غامضة تخفي الأداء الحقيقي للشركة، وبالتالي ضعف الدور الرقابي لأصحاب المصالح على القرارات الاستثمارية غير الكفوة التي يتخذها المديرون لتنفيذ مشروعات استثمارية غير مربحة لكنها تحقق مصالحهم الشخصية في صورة حوافز ومكافآت وبقاء وظيفي. وينعكس كل ما سبق سلباً على ثقة مستخدمي التقارير المالية فيما تحتويه من معلومات محاسبية. وتعتبر النتيجة السابقة بمثابة دليل تجريبي هام للجهات الرقابية على أداء الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية، بحيث تضع تلك الجهات القواعد والارشادات اللازمة للحفاظ على

شفافية التقارير المالية لتمكين المستثمرين (وغيرهم من أصحاب المصالح) من الاعتماد عليها في متابعة وتقييم القرارات الاستثمارية لمديري الشركات.

### ب-٣ نتيجة اختبار الفرض الفرعي الثاني (ف١/ب):

استهدف الفرض الفرعي الثاني من الدراسة الحالية اختبار ما إذا كان غموض التقارير المالية (مع المتغيرات الرقابية) يؤثر ايجاباً ومعنوياً على الاستثمار الأقل من اللازم. ويعرض الجدول رقم (٧) نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (٣) المتعلق باختبار أثر غموض التقارير المالية والمتغيرات الرقابية (سعر السهم إلى قيمته الدفترية، وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، وحجم الشركة) على الاستثمار الأقل من اللازم (كمتغير تابع).

جدول رقم (٧): نتائج تحليل الانحدار لاختبار أثر الغموض والمتغيرات الرقابية على الاستثمار الأقل من اللازم

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	.218	.179		1.218	.225		
OCFOP	.346	.067	.390	5.143	.000	.952	1.051
MTV	-.007	.006	-.084	-1.139	.256	.997	1.003
OCF	-.053	.052	-.077	-1.020	.309	.947	1.056
SIZE	-.004	.029	-.011	-.147	.883	.992	1.008
Adj R <sup>2</sup>	0.131						
Sig	0.000						

a. Dependent Variable: INVEST-

ويتضح من تحليل الجدول رقم (٧) أن القيمة الاحتمالية للنموذج ككل كانت معنوية (0.00)، كما أن قيم معامل التضخم التباين (VIF) كلها تقل عن (٥)، كما أن معامل التباين

المسموح Tolerance لكل المتغيرات كان أقل من (١). وبالتالي صلاحية النموذج لاختبار العلاقة محل الدراسة مع انتفاء مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات التفسيرية للنموذج. وقد بلغت القوة التفسيرية للنموذج ككل (Adj R<sup>2</sup>) %13.1. كما يتضح معنوية (0.00) إحصائية الاختبار (t) لمتغير غموض التقارير المالية بمعامل انحدار موجب قدره (9.57). ويلاحظ عدم وجود تأثير معنوي للمتغيرات الرقابية على الاستثمار الأقل من اللازم.

وبناءً على ما سبق فقد تم رفض فرض العدم ومن ثم قبول الفرض الفرعي الثاني القائل بوجود تأثير إيجابي ومعنوي لغموض التقارير المالية للشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية على الاستثمار الأقل من اللازم. وتتفق تلك النتائج مع ما توصلت إليه دراسات سابقة (Chen et al., 2011; Menshawi, 2021; Khoufi, 2021).

#### ب/ ٤: التحليل الإضافي: حالة تحويل المتغير الرقابي إلى متغير معدل:

يعتبر التحليل الإضافي Additional Analysis أحد الأساليب البحثية التي تعتمد على توسيع التحليل الأساسي للحصول على فهم أكبر بشأن العلاقات التأثيرية بين المتغيرات محل الدراسة، وذلك من خلال تضمين النموذج الأساسي لمتغيرات جديدة، أو تغيير طريقة معالجتها من متغيرات رقابية إلى مستقلة أو معدلة (أو العكس). ويتبع ذلك تحديد أوجه الاختلاف بين النتائج في ظل التحليلين الأساسي والإضافي (Davis and Garcia-Cestona, 2023).

وفي سياق الدراسة الحالية، قام الباحث بتحويل متغير نسبة سعر السهم السوقي إلى قيمته الدفترية من متغير رقابي إلى متغير معدل Moderator للعلاقة بين غموض التقارير المالية وكفاءة الاستثمار. وبناءً على ما سبق تم إعادة صياغة نموذج الفرض الرئيسي للبحث على النحو التالي:

ف: يختلف تأثير غموض التقارير المالية على كفاءة استثمار الشركات المقيدة بالبورصة المصرية باختلاف نسبة السعر السوقي للسهم إلى قيمته الدفترية.

ولاختبار الأثر التفاعلي لنسبة السعر السوقي للسهم إلى قيمته الدفترية على العلاقة بين غموض التقارير المالية وكفاءة الاستثمار، تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد للنموذج رقم (٤) على النحو التالي:

$$INVEST_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 OCFOP_{i,t} + \beta_2 (OCFOP_{i,t} \times MTV_{i,t}) + \beta_3 MTV_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

وقد سبق توصيف متغيرات النموذج السابق سلفاً في الجدول رقم (٢)، ويوضح الجدول رقم (٨) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج رقم (٤) على النحو التالي:

جدول رقم (٨): نتائج تحليل الانحدار للاختبار الإضافي الأول

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	-.477	.476		-1.001	.318		
OCFOP	1.605	.203	.715	7.892	.000	.383	2.614
MTV	-.011	.023	-.033	-.473	.637	.639	1.564
OCF	-.275	.063	-.335	-4.354	.000	.531	1.884
SIZE	.090	.078	.065	1.160	.247	.991	1.009
OCFOPMTV	.009	.084	.010	.106	.915	.328	3.050
Adj R <sup>2</sup>	0.309						
Sig	0.000						

a. Dependent Variable: INVEST

وبالنظر إلى نتائج الجدول رقم (٨) يتضح معنوية النموذج رقم (٤) وفقاً للقيمة الاحتمالية (0.00) لإحصائية (F)، كما تشير النتائج إلى صلاحية النموذج لاختبار العلاقة محل البحث وفقاً لمعامل تضخم التباين (VIF) التي ظهرت بقيم تقل عن (٥). وتجدر الإشارة إلى أن القوة التفسيرية للنموذج في ظل التحليل الإضافي (30.9%) جاءت متقاربة مع نظيرتها في ظل التحليل الأساسي (31.2%).



ويتضح من تحليل معاملات نموذج الانحدار وجود تأثير إيجابي ومعنوي لغموض التقارير المالية على كفاءة الاستثمار بينما لا يوجد تأثير معنوي للمتغير التفاعلي، وبالتالي فإن نتيجة التأثير التفاعلي لمتغير نسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية مع الغموض تعتبر مختلطة. مما يعني استمرار قبول الفرض الرئيسي للبحث الحالي ولكن بصورة جزئية. كما يتضح من تحليل معاملات الانحدار للمتغيرين الرقائبان أن تأثير صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية كان معنوياً، بينما تأثير حجم الشركة كان غير معنوي. واستخلصاً لما سبق، يعتقد الباحث بأفضلية معالجة نسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية كمتغير رقابي في ظل التحليل الأساسي مقارنة بمعالجته كمتغير معدل في ظل التحليل الإضافي.

#### ب/ ٥: تحليل الحساسية: حالة فصل عينة الدراسة إلى عینتين فرعيتين:

يُقصد بتحليل الحساسية Sensitivity Analysis تحديد مدى تأثير نتائج نموذج البحث بالتغير في طريقة قياس أحد المتغيرات، أو نتيجة تغير المدخلات، وبالتالي تحديد مدى متانة النتائج في ظل التحليل الأساسي، وكذلك الأهمية النسبية لمدخلات النموذج Saltelli and (D'Hombres, 2010). وقد تم تخصيص تلك الجزئية من البحث للوقوف على مدى وجود فروق معنوية لتأثير غموض التقارير المالية على كفاءة الاستثمار باختلاف القطاع الصناعي الذي تنتمي إليه شركات عينة البحث. وبناءً عليه فقد تم إعادة اختبار الفرض الرئيسي للبحث بعد تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين، بحيث تشمل المجموعة الأولى على شركات القطاع الصناعي بينما تشمل المجموعة الثانية على شركات القطاع الخدمي<sup>١١</sup>.

<sup>١١</sup> يتضمن القطاع الصناعي الشركات العاملة في مجالات المنتجات الصناعية، والأغذية والمشروبات، والمقاولات ومواد البناء، والموارد الأساسية. بينما يتضمن قطاع الخدمات الشركات العاملة في مجالات السياحة والترفيه، والرعاية الصحية، والتجزئة، والاتصالات والإعلام.

وفيما يتعلق بعينة القطاع الصناعي والتي يبلغ عدد مشاهداتها ١٦٩ مشاهدة، يوضح الجدول رقم (٩) نتائج نموذج انحدار كفاءة الاستثمار (كمتغير تابع) على غموض التقارير المالية (كمتغير مستقل) وباقي المتغيرات الرقابية. وتحليل نتائج الجدول السابق يتضح أن القيمة الاحتمالية للنموذج ككل كانت معنوية (0.00)، فضلاً عن عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات التفسيرية، وبالتالي صلاحية النموذج لاختبار العلاقة محل الدراسة. كما بلغت القوة التفسيرية للنموذج (Adj R<sup>2</sup>) 31.4%، مما يعني أن الغموض في التقارير المالية يفسر 31.4% من عدم الكفاءة قرارات استثمار الشركات الصناعية المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

جدول رقم (٩): نتائج تحليل الانحدار لأثر غموض التقارير المالية على كفاءة استثمار الشركات الصناعية

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	-.607	.599		-1.013	.313		
OCFOP	1.639	.190	.727	8.634	.000	.576	1.736
MTV	-.009	.021	-.028	-.441	.660	.996	1.004
OCF	-.273	.069	-.335	-3.969	.000	.572	1.748
SIZE	.119	.097	.079	1.223	.223	.988	1.013
Adj R <sup>2</sup>	0.314						
Sig	0.000						

a. Dependent Variable: INVEST1

ومن ناحية أخرى، فقد بلغ عدد مشاهدات القطاع الخدمي ٥٢ مشاهدة، ويوضح الجدول رقم (١٠) نتائج انحدار كفاءة الاستثمار (كمتغير تابع) على غموض التقارير المالية (كمتغير مستقل) وباقي المتغيرات الرقابية. ويتضح من تحليل نتائج الجدول السابق أن القيمة الاحتمالية للنموذج ككل كانت أيضاً معنوية (0.042)، فضلاً عن انتفاء مشكلة الارتباط

الخطي بين المتغيرات التفسيرية وبالتالي صلاحية النموذج لاختبار العلاقة محل الدراسة. كما بلغت القوة التفسيرية للنموذج ١١.٨%، مما يعني أن غموض التقارير المالية (مع المتغيرات الرقابية) يفسر 11.8% من عدم كفاءة قرارات الاستثمار للشركات العاملة في القطاع الخدمي ببورصة الأوراق المالية المصرية.

جدول رقم (٩): نتائج تحليل الانحدار لأثر غموض التقارير المالية على كفاءة استثمار الشركات الصناعية

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	-.607	.599		-1.013	.313		
OCFOP	1.639	.190	.727	8.634	.000	.576	1.736
MTV	-.009	.021	-.028	-.441	.660	.996	1.004
OCF	-.273	.069	-.335	-3.969	.000	.572	1.748
SIZE	.119	.097	.079	1.223	.223	.988	1.013
Adj R <sup>2</sup>	0.314						
Sig	0.000						

a. Dependent Variable: INVEST1

ومما سبق يتضح أن تأثير غموض التقارير المالية على كفاءة قرارات الاستثمار في القطاع الصناعي أكبر من نظيره في القطاع الخدمي، حيث بلغت قيمة الإحصائية (t) في القطاع الصناعي (8.63) بمستوى معنوية (0.00)، بينما بلغت نفس الإحصائية في القطاع الخدمي (2.264) بمستوى معنوية (0.028). وقد يرجع التفاوت السابق إلى الاختلاف بين القطاعين من حيث حجم عينة المشاهدات. واستناداً إلى ما سبق يمكن القول باستمرار قبول فرض البحث الرئيسي بوجود تأثير إيجابي ومعنوي لغموض التقارير المالية على عدم كفاءة قرارات الاستثمار للشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية سواء العاملة في القطاع الصناعي أو تلك العاملة بالقطاع الخدمي.

ويخلص الباحث مما سبق إلى أن مستوى الغموض (أو الشفافية كمفهوم عكسي للغموض) في التقارير المالية يعتبر من المحددات الرئيسية لكفاءة القرارات الاستثمارية التي تتخذها إدارة الشركة. وتتفق نتائج التحليل الاحصائي المجمع لاختبارات الفروض (الأساسي والفرعي، والتحليل الإضافي، وتحليل الحساسية) مع ما توصلت إليه العديد من الدراسات السابقة (Kothari et al., 2009; Dempsey et al., 2012; Kim and Zhang, 2014; Shams, 2018; Menshawy et al., 2021) بشأن السلوك الانتهازي لبعض المديرين من خلال تبني استراتيجية معينة للإفصاح بحيث تساعدهم على تضليل أصحاب المصالح (المستثمرين وغيرهم) عن الأداء الحقيقي للشركة، وكذلك الاستفادة من ميزة الاطلاع الداخلي على المعلومات في تحقيق حوافز معينة (المكافآت، المكاسب غير العادية، البقاء الإداري).

#### ٥/٦- النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة

فيما يتعلق بنتائج الدراسة التطبيقية فيمكن بلورتها في ظل التحليل الأساسي للبحث إلى معنوية التأثير الإيجابي لغموض التقارير المالية (مقاساً بغموض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية) على القيمة المطلقة لانحرافات الاستثمار الفعلي عن الاستثمار الأمثل كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار. وفي سياق الخصائص التشغيلية للشركة كمتغيرات رقابية، فقد تبين للباحث وجود تأثير سلبي ومعنوي لصادف التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، وتأثير غير معنوي لنسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية، وكذلك حجم الشركة على عدم كفاءة استثمار الشركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية. كما أشارت نتائج الدراسة الحالية في ظل اختبار صحة الفرضيان الفرعيان إلى استمرار قبول الفرض الرئيسي للبحث بشأن التأثير الإيجابي والمعنوي لغموض التقارير المالية على حالي الاستثمار الأكثر من اللازم والاستثمار الأقل من اللازم.

وفيما يتعلق بنتائج التحليل الإضافي، فإن معالجة متغير نسبة السعر السوقي للسهم إلى قيمته الدفترية كمتغير معدل للعلاقة بين غموض التقارير المالية وكفاءة استثمار الشركات أسفرت عن تأثير جزئي للارتباط الإيجابي بين غموض التقارير المالية وعدم

كفاءة استثمار الشركات. وأخيراً، تشير نتائج تحليل الحساسية إلى تدعيم صحة النتائج المتوصل إليها في ظل التحليل الأساسي، مع تباين درجة العلاقة التأثيرية لغموض التقارير المالية على عدم كفاءة الاستثمار باختلاف نوع القطاع (الصناعي / الخدمي) الذي تعمل فيه الشركة. وإجمالاً، فإن تضافر الأدلة في ظل التحليل الأساسي والإضافي تؤيد ملاءمة الطريقة المتبعة في قياس واختبار المتغيرات التفسيرية والمتغير التابع في ظل بيئة الممارسة المهنية المصرية.

وفي ضوء ما انتهى إليه البحث من نتائج يوصي الباحث بأهمية تنظيم مهنة المحاسبة والمراجعة في مصر من خلال إنشاء كيان مهني يراقب كفاءة أداء المنتسبين إليه وفقاً لمعايير محاسبة ومراجعة عالية الجودة بما يدعم جودة مخرجات المهنة، وبالتالي اكتساب ثقة مستخدمي التقارير المالية. كما يوصي الباحث بأهمية تفعيل الدور الرقابي لهيئة الرقابة المالية على جودة وشفافية التقارير المالية للشركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية، وذلك للحد من صور عدم كفاءة الاستثمار سواء بالاستثمار في مشروعات غير مربحة، أو عدم استغلال الفرص الاستثمارية المربحة. وأخيراً، ضرورة إلزام الشركات بتطبيق أدلة ممارسات الحوكمة باعتبارها خط الدفاع الأول ضد ممارسات الاستغلال الانتهازي للإدارة.

وفيما يتعلق بمجالات البحث المقترحة، فأهمها ما يلي: (١) اختبار دور آليات الحوكمة وهيكل الملكية كمتغيرات معدلة للعلاقة بين غموض التقارير المالية وكفاءة الاستثمار. (٢) اختبار أثر الإفصاح عبر وسائل الإفصاح الاجتماعي على كفاءة استثمار الشركات. (٣) دراسة أثر تبني معايير التقارير المالية (IFRS) على كفاءة الاستثمار بالشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية. (٤) أثر البيانات الضخمة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار. (٥) دور التحيز السلوكي كمتغير معدل للعلاقة بين غموض التقارير المالية وكفاءة الاستثمار.

## المراجع

## أولاً: المراجع العربية:

- السواح، تامر إبراهيم. (٢٠٢١). أثر التخصص الصناعي لمراجع الحسابات واستقلالية مجلس الإدارة على علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الاستثمار - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية. ٣(٥). ٣٩٢-٣١٣.
- الصاوي، عفت أبو بكر محمد. (٢٠٢٢). دراسة واختبار تأثير غموض التقارير المالية والخصائص التشغيلية للشركات على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة دمياط. ٣(١)، ج ٢. ٢٦٣-٣٢٨.
- أمين، أسامة ربيع. (٢٠٠٨). التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS. *المكتبة الأكاديمية*. القاهرة.
- جاد، محمود عمر أحمد. (٢٠٢١). مدى تعقيد الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية لمنشآت الأعمال. *مجلة البحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة بورسعيد. ٣(١). ٥٩٥-٦١٣.
- دليل تطبيق القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية. ٢٠١٣. *مركز المديرين المصري، وزارة الإستثمار*. متاح على الموقع الإلكتروني [www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg)
- زكي، نهى محمد. (٢٠١٨). أثر جودة المراجعة الخارجية على الحد من السلوك الانتهازي للإدارة ومنع الغش بالقوائم المالية مع دراسة تطبيقية على الشركات

- المقيدة بالبورصة المصرية، رسالة دكتوراة غير منشورة، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة - جامعة الإسكندرية.
- شتيوى، أيمن أحمد أحمد. (٢٠١٥). دراسة ميدانية لأثر الالتزام بمتطلبات الإفصاح الإلزامي لمعايير المحاسبة المصرية على ملاءمة الأرباح والقيمة الدفترية للمتعاملين فى البورصة المصرية. مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، ٥٢ (٢). ١-٥٨.
- عبيد عبد الغفار يونس عزام، م.، وعاشور عبد الله زلط،. (٢٠٢٢). مدى تأثير العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية على كفاءة الاستثمار فى الشركات المقيدة فى البورصة المصرية: دراسة تطبيقية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، 3(1), 329-376.
- علي، جابر محمد حسن. (٢٠١٧). أثر جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار فى الشركات المصرية المسجلة بالبورصة، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة - جامعة الإسكندرية.
- كعموش، شريف خميس. (٢٠٢٠). أثر جودة المعايير المحاسبية بمستوى الالتزام بتطبيقها على كفاءة استثمار الشركات ودور الخصائص التشغيلية للشركات كمتغيرات معدلة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بسوق الأسهم السعودية. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية. ٣(٤). ١-٨٦.
- هيئة المحاسبة والمراجعة لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، (٢٠٠٣)، الإطار المفاهيمي للمحاسبة المالية. <https://www.gccaao.org>.

- Anagnostopoulou, Seraina C., (2023). Financial Reporting Quality, Investment Efficiency, and the Country-Level Strength of Institutional Enforcement. Available at SSRN: <https://www.ssrn.com/abstract=3796797>.
- Bae, G. and Choi, S. (2012), "Do industry specialist auditors improve investment efficiency?", *Working paper*, Business School, Korea University, Seoul., Available at [WWW.SSrn.com](http://WWW.SSrn.com).
- \_\_\_\_\_, Dhaliwal, D. S., & Lamoreaux, P. T. (2017). Auditors and client investment efficiency. *The Accounting Review*, 92(2), 19-40.
- Barlev, B., Citron, D. B., & Haddad, J. R. (2017). Who is afraid of transparency? *Accounting and the Public Interest*, 17(1), 60-83.
- Bartlett, R., & Partnoy, F. (2020). The Misuse of Tobin's q. *Vand. L. Rev.*, 73, 353.
- Beatty, A., Liao, S. and Yu, J. J. (2013). The spillover effect of fraudulent financial reporting on peer firms' investments. *Journal of Accounting and Economics*. 55: 183–205.
- Beyer, A., D. Cohen, T. Lys, and B. Walther. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics* 50: 296–343.
- Biddle, G. C., & Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review*, 81(5), 963-982.
- Biddle, G. C., Hilary, G. and Verdi, R, S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*. 48: 112–131.
- Bushman, R.; J. Piotroski, and A. Smith. (2004). "What Determines Corporate Transparency?" *Journal of Accounting Research*, 42: 207-252.



- Cao, Y., L. Myers, A., Tsang, A., & Yang, Y.G. (2017). Management forecasts and the cost of equity capital: International evidence. *Review of Accounting Studies*, 22(2), 791-838.
- Chae, S. J., Nakano, M., and Fujitani, R. (2020). Financial Reporting opacity, Audit Quality and Crash Risk: Evidence from Japan. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(1), 9-17.
- 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*. 86 (4): 1255–1288.
- Cheng, C., Shuo, L., and Z., Eliza. (2020). Operating cash flow opacity and stock price crash risk. *Journal of Accounting and Public Policy*. 39: 1-23.
- Cho, J. and Choi, W. W. (2016). Accounting conservatism and firms' investment decisions. *The Journal of Applied Business Research*. 32(4): 1223-1236.
- Cooper, R. W., & Haltiwanger, J. C. (2006). On the nature of capital adjustment costs. *The Review of Economic Studies*, 73(3), 611-633.
- Core, J.E. (2020). The real effects of financial reporting on Pay and incentives. *Accounting and Business Research*, 50 (5), 448–469.
- Davis, J. G., & Garcia-Cestona, M. (2023). Financial reporting quality and the effects of CFO gender and board gender diversity. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(2), 384-400.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G. and Sweeney, A.P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*. 70: 193-225.
- Dempsey, S., Harrison, D., Luchtenberg, K., and M., Seiler. (2012). Financial Opacity and Firm Performance: The Readability of REIT Annual Reports. *The Journal of Real Estate Finance Economics* 45:450–470.
- Dou, Y.; Wong, M. and Xin, B. (2019), “The effect of financial reporting quality on corporate investment efficiency: Evidence from the adoption of SFAS No.123R”, *Management Science*, 65(5), 2249-2266.

- Elberry, N., and Hussainey, K. (2020). Does corporate investment efficiency affect corporate disclosure practices? *Journal of Applied Accounting Research*, 21(2), 309-327.
- Elrod, G. (2009). Is there predictive value in the word's managers use? A key word analysis of the annual report's, management discussion and analysis. *Published Doctor Thesis. University of Texas*. UMI 3409572.
- Farre-Mensa, J., Ljungqvist, A., (2016). Do measures of financial constraints measure financial constraints? *Rev. Financ. Stud.* 29(2), 271-308.
- Gordon, L.A., Loeb, M.P. and Zhu, W. (2012). The impact of IFRS adoption on foreign direct investment. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(4), pp.374-398.
- Ismail M. A. (2020). The Interaction Effect of Auditor Industry Specialization and Ownership Concentration on Investment Efficiency: Evidence from Egyptian Stock Exchange. *Alexandria Journal of Accounting Research*, 4(3), 1-45.
- Jeon, K. (2019). Corporate governance and stock price crash risk. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*. 23(4): 1- 14.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of financial Economics*, 79(2), 257-292.
- Khalil, A., & Maghraby, M. (2017). The determinants of internet risk disclosure: Empirical study of Egyptian listed companies. *Managerial Auditing Journal*, 32(8), 746–767.
- Khoufi, N. (2021). Investment Strategies in Emerging New Trends in Finance. *IntechOpen*. doi: 10.5772/intechopen.78097.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2014). Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 851-875.
- Koo, K., and J., Kim. (2018). CEO Power and Firm Opacity. *Applied Economics Letters* 26(10): 791-794.
- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting research*, 47(1), 241-276.

- La Porta, R., F. Lopez-De-Silnes, and A. Shleifer. (2006). "What Works in Securities Laws." **The Journal of Finance**, 61: 1-32.
- Lang, M., K. Lins, and D. Miller. (2004) "Concentrated Control, Analyst Following, and Valuation: Do Analysts Matter Most When Investors are Protected Least?" **Journal of Accounting Research**, 42: 581-623.
- Leary, M., and M. Roberts. (2010). The Pecking Order, Debt Capacity, and Information Asymmetry. **Journal of Financial Economics**. 95: 332–355
- Lee, L. (2012). Incentives to inflate reported cash from operations using classification and timing. **The Accounting Review**. 87 (1): 1-33.
- Lei, Q. and Chen, H. (2019). Corporate governance boundary, debt constraint, and investment efficiency. **Emerging Markets Finance & Trade**. 55:1091–1108.  
doi.org/10.1080/1540496X.2018.1526078.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. Wysocki. (2003). "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison." **Journal of Financial Economics**, 69: 505-527.
- Li, K. F., & Liao, Y. P. (2014). Directors' and officers' liability insurance and investment efficiency: Evidence from Taiwan. **Pacific Basin Finance Journal**, 29, 18–34.
- Li, W., Ng, J., Tsang, A., & Urcan, O. (2019). Country-level institutions and management earnings forecasts. **Journal of International Business Studies**, 50, 48-82.
- Maffett, M. (2012). Financial reporting opacity and informed trading by international institutional investors. **Journal of Accounting and Economics**, 54(2-3), 201-220.
- Magness, V. (2006). Strategic posture, financial performance and environmental disclosure: an empirical test of legitimacy theory. **Accounting, Auditing and Accountability Journal** 19: 540–563.

- Peters, R., Taylor, L. (2017). Intangible capital and the investment-q relation, J. *Financ. Econ.* 123 (2), 251-272.
- Roychowdhury, S., Shroff, N., & Verdi, R. S. (2019). The effects of financial reporting and disclosure on corporate investment: A review. *Journal of Accounting and Economics*, 68(2-3), 101246.
- Salami, K. A. (2011). Analysis of the relationship between share ownership structure, corporate governance structure, and corporate investment efficiency, using GSE market data. *Journal of Accounting and Finance*, 11(4), 111-118.
- Samaha, K., Dahawy, K., Hussainey, K. & Stapleton, P. (2012). The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt. *Advances in Accounting*, 28(1), 168–178.
- Shakespeare, C. (2020). Reporting matters: the real effects of financial reporting on investing and financing decisions. *Accounting and Business Research*, 50(5), 425-442.
- Shams, S. M. H. (2018). The Impact of Investors' Excessive Biased Expectations on Opaque Financial Reporting. *المجلة العلمية للدراسات التجارية البيئية* (العدد الثاني), 9٧٢١-٧٤٢.
- Shehata, N. (2014). Theories and determinants of voluntary disclosure. *Accounting and Finance Research* 3: 18-26.
- Verdi, R. S. (2006). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency. Working paper, Massachusetts Institute of Technology. Available at: <http://ssrn.com/abstract=930922>.
- Yu, H. F., Lin, T. J., Chang, H. Y., and Wang, Y. h., (2020), The Impact of Political Connection and Information Asymmetry on Investment Efficiency: Evidence from China, *Sustainability*, 12 (1), DOI:10.3390/su12145607, available at: <http://www.mdpi.com/journal/sustainability>.