

قياس تأثير جودة التقارير المالية، وآليات حوكمة الشركات، وخصائص المديرين التنفيذيين على

كفاءة القرارات الاستثمارية: دراسة تطبيقية

دكتور/ محمد إبراهيم محمد حسين*

ملخص البحث

استهدف البحث الحالي دراسة دور القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، وجودة التقارير المالية، والالتزام بآليات حوكمة الشركات في تخفيض عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، سواء كان الناتج عن نقص الاستثمار أو حتى بالإفراط في الاستثمار. وقد استخدم الباحث المنهجية التي قدمها (Biddle et al. 2009) للاستدلال على كفاءة القرارات الاستثمارية. كما استعان الباحث للتعبير عن جودة التقارير المالية بالقيمة المطلقة للمستحقات التشغيلية، والتي تم حسابها وفقاً لنموذج **modified cross-sectional Jones** (Jones 1991) model، كما قد استخدم الباحث مؤشر القدرة الإدارية (DEA score) الذي قدمه Demerjian, et al. (2012) لقياس القدرة الإدارية للمديرين. وللتعبير عن حوكمة الشركات فقد عبر عنها الباحث من خلال اقتراح **مؤشر للحوكمة** الذي يقيس مدى التزام الشركات بآليات حوكمة الشركات والمتعلقة بصفة أساسية بكفاءة مجلس الإدارة ولجنة المراجعة التابعة لمجلس الإدارة. وقد تمت الدراسة من خلال تحليل قطاعي زمني **Panel Data** يغطي السنوات من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٧ لـ ٥٦ شركة. وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن ارتفاع جودة التقارير المالية والالتزام بآليات حوكمة الشركات والقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين من شأنه تخفيض عدم كفاءة القرارات الاستثمارية بشكل عام، وبالإفراط في الاستثمارات بشكل خاص دون أن يكون هذا التأثير جوهرياً على نقص الاستثمار. كما أضافت الدراسة أن جودة التقارير المالية تدفع إلى تخفيض عدم الكفاءة في القرارات الاستثمارية والإفراط في الاستثمار وبصفة خاصة في الشركات التي تعتمد على التمويل بالمدىونية بنسبة أكبر. كما خلصت نتائج الدراسة إلى أن الشركات الأكثر التزاماً بحوكمة الشركات، والتي تقدم تقارير مالية ذات جودة مرتفعة هي الأكثر قدرة في الحد من عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، وبصفة خاصة عدم كفاءة القرارات الاستثمارية الناتج عن الإفراط في الاستثمار.

مصطلحات البحث: كفاءة القرارات الاستثمارية Investment Efficiency، جودة التقارير المالية Financial Reporting Quality، حوكمة الشركات Corporate Governance، الخصائص الإدارية للمديرين التنفيذيين CEO's Managerial Characteristics، القدرة الإدارية للمديرين Managerial Ability.

* مدرس بقسم المحاسبة والمراجعة - كلية التجارة - جامعة عين شمس

Email: dr.mohamedhussien@commerce.asu.edu.eg

ORCID ID:  <http://orcid.org/0000-0001-9919-8464>

مقدمة:

تنشأ مشاكل الوكالة عن الانفصال بين الملكية والسيطرة وعدم تماثل المعلومات المتاحة للمديرين والمساهمين، واللذين قد يؤديان إلى عدم كفاءة الاستثمار الرأسمالي* كنتيجة لسوء استخدام السلطة الإدارية المتاحة للمديرين، بما في ذلك الإفراط في الاستثمار ونقص الاستثمارات (**Bushman and Smith 2001**; **Biddle, Hilary, and Verdi 2009**; **Lai, Liu, and Wang 2014**). فقد يسعى المديرون الذين يحاولون تعظيم مصالحهم الشخصية إلى اتخاذ قرارات استثمارية ليست في مصلحة المساهمين. فعلى سبيل المثال، في ظل وفرة رأس المال، يمكن للمديرين الاستثمار بشكل مفرط باختيار المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية السالبة، مما يوجه الشركة إلى ما هو أبعد من المستوى الأمثل للاستثمار، وذلك في سبيل تحقيق الإدارة لمنافع خاصة¹، مثل: الإنفاق البذخي **Perquisites**، وبناء الإمبراطورية **Empire building**، والتحصين الإداري **Managerial entrenchment** (Lai, et al. 2018).

فقد يرفض المديرون مشاريع مربحة وذات قيمة عالية موجبة (نقص الاستثمار)، وذلك إذا لم يترتب عليها زيادة ما يحصلون عليه من تعويضات، أو تحقيق مردودات إيجابية على سمعتهم في بيئة الأعمال. كما أن انخفاض معرفتهم وخبرتهم قد يقود المديرين الأقل قدرة إلى التركيز على الأداء قصير الأجل واختيار المشروعات ذات المكاسب قصيرة الأجل، حيث يكون من المرجح أن يكون الاستثمار المفرط في المشروعات التي تعمل على تحسين قوتهم أو هيبتهم (بناء الإمبراطورية) ويقلل من قرارات الاستثمار التي قد تزيد من العوائد للمساهمين وتعزز قيمة الشركة (Garcia-Sanchez and Garcia-Meca 2018).

ويعد هذا التوجه من المديرين بشأن القرارات الاستثمارية محددًا بعدد من المحددات التي تحكم سلوك الإدارة قبل الانخراط في ممارسات من شأنها التوجه نحو عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، أول هذه المحددات هم **المديرين التنفيذيين** القائمون على إدارة تلك الشركات، فتولي مديرين على رأس إدارة الشركات من ذوي القدرات الإدارية العالية يكونون الأقل احتمالًا من نظرائهم الأقل في القدرات الإدارية بالتورط في تسويق توقعات غير واقعية حول الاستثمارات المستقبلية. لذلك قد يكون المديرون الموهوبون أكثر قدرة على اختيار المشاريع ذات

* يستخدم الباحث في متن البحث مصطلح كفاءة الاستثمار وكفاءة القرارات الاستثمارية وكفاءة القرار الاستثماري بنفس المعنى.
¹ للمزيد من التفاصيل يمكن مراجعة:

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.;
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.;
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.;
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139.
- Hope, O. K., & Thomas, W. B. (2008). Managerial empire building and firm disclosure. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 591-626.

القيمة الحالية الصافية الإيجابية لشركاتهم، ولا يحملون المساهمين قيماً مبالغ فيها مقابل عمليات الاستحواذ، مما يؤيد تخفيض احتمالية عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، سواء من خلال النقص أو الإفراط في الاستثمار Hasan (and Lin 2018).

وليس الخصائص الإدارية للمديرين التنفيذيين فحسب، بل أيضاً البيئة المعلوماتية التي يعمل بها المديرين ذاتها من المحددات التي لا يمكن إغفالها، فتوافر معلومات محاسبية عالية الجودة بخلاف ما تحظى به من اهتمام دائم من قبل المستثمرين وجميع الأطراف ذات المصلحة الا انها محور اهتمام بالغ من قبل المديرين حيث تساعدهم على فهم حالة تشغيل الشركة وخصائص الشركة الأساسية ² **firm fundamentals** بشكل أفضل.

كما أن تبنى الشركات لآليات حوكمة عالية الجودة يفعل آليات الرقابة والإشراف على أداء المديرين وقرارتهم بصفة عامة، وقرارات الاستثمار الخاصة بالشركات، وفي سبيل رغبة المديرين في الحفاظ على سمعتهم المهنية وتجنب المسؤولية القانونية، وبالتالي يتجنب المديرين عدم كفاءة القرارات الاستثمارية سواء الناتج عن الإفراط في الاستثمار، أو نقص الاستثمارات، خاصة الشركات التي تواجه صعوبات مالية (Shu-Miao and Chih-Liang 2018). كما أن هذا الدور الإشرافي الذي قد يمنع الإدارة من الانخراط في الممارسات الشخصية بغرض بناء "إمبراطورية"، والحد من التوجه نحو الاستثمارات غير الحكيمة، وتحسين قدرة المستثمرين على مراقبة كفاءة قرارات الاستثمار (Biddle, et al. 2009).

الإطار العام للبحث:

• كفاءة القرارات الاستثمارية في ضوء نظرية الوكالة:

تعد استثمارات الشركات أحد أهم وأعقد القرارات والأنشطة الضرورية اللازمة لضمان نمو الشركات المستمر ونموها في الأجل الطويل. وللحفاظ على النمو والحفاظ على المركز التنافسي في الصناعة، فإن حملة الأسهم المحايدون في تحمل المخاطر المديرين للحفاظ على المخاطر عند مستويات معينة، والاستفادة من الفرص الاستثمارية المواتية (Gan 2018). ولكن في المقابل يشجع الفصل بين الملكية والسيطرة المديرين على اتخاذ القرارات التي قد تقيدهم على حساب الشركة ومساهميها. أحد هذه القرارات الإدارية ينطوي على نفقات الاستثمار

² يشير مصطلح أساسيات الشركة **firm fundamentals** إلى الخصائص المحاسبية للشركة، مثل: حجم الشركة، والرافعة المالية، وقيمة الشركة، واستثمارات الشركة، والربحية، والأصول الملموسة، والأصول السائلة. للمزيد من التفصيل يمكن مراجعة:

- Halling, M., Ibert, M., & Lenz, M. (2017). Firm Fundamentals and Realized Factor Betas. *Swedish House of Finance Research Paper No. 17-14*.
- Field, L. C., & Lowry, M. (2009). Institutional versus individual investment in IPOs: The importance of firm fundamentals. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(3), 489-516

التي قامت بها الشركة خلال العام. فالشركات التي لديها تدفق نقدي حر كبير أو قدرة اقتراض كبيرة قد تستخدم تلك الموارد للتدفقات الرأسمالية أو عمليات الاستحواذ التي قد لا تعزز بالضرورة قيمة للشركة. وذلك بدلاً من إعادة التدفقات النقدية الزائدة إلى المساهمين، فقد يفضل مديرو الشركات استثمار التدفق النقدي الفائض في مشاريع غير مربحة من أجل "بناء إمبراطورية"، مما يزيد من حجم الشركة لأسباب شخصية، مثل الحفاظ على السلطة الإدارية والهيبة. هذا بخلاف ما يحققه المديرون من مزايا مالية من القيام بعمليات استحواذ بزيادة حزمة ما يحصلون عليه من تعويضات (Khurana, et al. 2018). وهي القرارات التي تنعكس بشكل مباشر على كفاءة تخصيص رأس المال على النمو والقدرة الإنتاجية في الاقتصاد (Garcia-Sanchez and Garcia) (2018) Meca الأمر الذي يسلط الضوء على كفاءة تلك القرارات أو ما يعرف بكفاءة القرارات الاستثمارية (Investment Efficiency).

وتشير كفاءة القرارات الاستثمارية إلى اختيار وتنفيذ الإدارة للمشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وذلك في ظل عدم وجود احتكاكات سوقية ³ Market Frictions. وبذلك فإن المديرين يمكنهم الحصول على التمويل المناسب للاستثمارات الجديدة ذات صافي القيمة الحالية الموجبة وذلك بتكلفة تمويل أو بمعدل الفائدة الساري في السوق وتحقق فائض نقدي لصالح المساهمين (Biddle, et al. 2009; Houcine, 2017).

القرار الاستثماري للمديرين عند اختيارهم للمشروعات الاستثمارية لا يتوقف فقط على اختيار المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، بل يرتبط أيضاً بعيداً آخر هو المستوى الأمثل للاستثمار ويقصد به اختيار الإدارة لحزمة من الاستثمارات حتى تتعادل المنفعة الحدية للاستثمارات الجديدة مع التكلفة الحدية لها. إلا أن المستوى الأمثل للاستثمار عادة ما يكون نادر الحدوث، ومن ثم فإن عدم تحقيق هذا المستوى يترتب عليه عدم كفاءة القرارات الاستثمارية (Biddle, et al. 2009).

وعدم كفاءة القرارات الاستثمارية Inefficient Investment يعني أن القرار الاستثماري قد يترتب عليه حالة من الإفراط الاستثماري Over - Investment، وذلك عند قيام الإدارة باختيار المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية السالبة أو حالة من النقص الاستثماري Under - Investment وذلك عند عدم قيام الإدارة باختيار المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة (Biddle, et al. 2009).

* يقصد بالاحتكاكات السوقية: القيود التي تفرضها طبيعة السوق المالية، والتي تجعل من الصعب تحقيق النتائج المستهدفة بشكل كامل، وتتمثل في النواحي ذات الصلة بإتمام المعاملات في السوق المالية، مثل: الوقت، والجهد، والتكلفة، والأعباء الضريبية اللازمة لتجميع البيانات الملانة التي تساعد على إتمام المعاملات.

وتوجد العديد من الأسباب تؤدي إلى عدم تحقيق الشركات للمستوى الأمثل للاستثمار أهمها **الخطر الأخلاقي للمديرين* Moral Hazard**، والاختيار العكسي **Adverse Selection**، والذان ينتجان عن حدوث عدم تماثل المعلومات **Information Asymmetry** بين إدارة الشركة والمساهمين الأمر الذي يترتب عليه انخفاض كفاءة القرارات الاستثمارية، وارتفاع مخاطر تلك القرارات على حساب مصلحة المساهمين (Lai, Liu, and Wang 2014; Lambert 2001, Biddle, et al. 2009; Bushman and .Smith 2001; Biddle, Hilary, and Verdi 2009)

وينشأ **الخطر الأخلاقي Moral Hazard** من الفصل بين الملكية والسيطرة، مما يؤدي إلى عدم امتلاك مزودي رأس المال حقوقاً كاملة في اتخاذ القرار. فقد يميل المديرون إلى تعظيم مصلحتهم الشخصية بالقيام باستثمارات لا تحقق مصالح المساهمين نتيجة **الخطر الأخلاقي** للمديرين، فالمديرون في سعيهم لتعظيم مصالحهم الشخصية -وفي ظل الاختلال بين دوافع الموكل والوكيل- قد يميلون أحياناً إلى اتخاذ بعض القرارات الاستثمارية بالاستثمار في مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة عالية سالبة، والتي قد تعرض عوائد المساهمين للخطر. ويؤدي **الخطر الأخلاقي** للمديرين إلى الإفراط أو النقص في الاستثمارات اعتماداً على درجة توافر التمويل الداخلي، فالمديرون يميلون إلى الإفراط في استخدام تلك المصادر في الاستثمار، مما سيؤدي إلى زيادة **الاستثمار الفائض** إذا كانت لدى الشركات موارد للاستثمار. وفي المقابل عندما يستشعر المساهمون بالخطر على استثماراتهم بخفض حجم تمويلهم، ومن ثم تقييد حرية الإدارة في الاستثمار، وحدثت ظاهرة **النقص في الاستثمار** (Lai, et al. 2014; Biddle, et al. 2009).

بينما يقصد **بالاختيار العكسي Adverse Selection** بأنه وفي ظل عدم تماثل المعلومات المتاحة عادةً ما يملك مديرو الشركات مزيداً من المعلومات حول الربحية المتوقعة لاستثمارات الشركات الحالية والمستقبلية، والتحكم في توقيت إصدار أسهم رأس المال بغرض أن تتم عملية طرح الأسهم للمستثمرين بقيمة سوقية أعلى من قيمتها الحقيقية. وإذا نجح المديرون في ذلك، فقد يستخدم عوائد طرح الأسهم في الإفراط بالاستثمار في مشروعات استثمارية محفوفة بالمخاطر. وفي ذات السياق بأن استشعار المستثمرين بالخطر على استثماراتهم قد يدفعهم لتخفيض حجم تمويلهم، ومن ثم تقييد حرية الإدارة في الاستثمار، وحدثت ظاهرة **النقص في الاستثمار** ^٤.

* استخدم الباحث بنفس المعنى المخاطر الأخلاقية، والخطر الأخلاقي.

^٤ وفقاً لنظرية قيد التمويل أو القيد المالي **Theory of Financing Constraint** إن الشركات التي تواجه صعوبة في الحصول على التمويل هي السبب الرئيسي في نقص الاستثمارات، وذلك نظراً لعدم تماثل المعلومات المتاحة من قبل الإدارة للمستثمرين بشكل عام ومشكلة الاختيار المعاكس، مما يدفع أصحاب رأس المال إلى زيادة تكلفة التمويل نتيجة تحميل الشركات بعلاوة مخاطرة مضافة إلى سعر الفائدة السائد في السوق، مما يؤدي إلى أن تكون تكلفة التمويل الخارجي أعلى من تكلفة الأموال الداخلية. والأكثر من ذلك أن الشركات تقترض الأموال بصعوبة، أو لا تستطيع اقتراض الأموال بسبب عبء الديون الحالية. أي أن "قيد التمويل" يؤدي إلى أن مستوى الاستثمارات عادة ما يكون أقل من المستوى الأمثل (Jin & Yu (2018).

وفى المقابل، في ظل عدم توافر ذات المعلومات المتاحة للمديرين للأطراف الخارجية (المستثمرين)؛ لتقدير ربحية الفرص الاستثمارية، وإذا لم يتمكن مقدمو رأس المال من تقييم التوقعات المستقبلية للشركة، فإنهم قد يخفضون من قيمة الشركات ذات الربحية العالية، أو على النقيض المبالغة في تقييم الشركات الأقل ربحية (Lai, et al. 2014; Biddle; et al. 2009).

• محددات كفاءة القرارات الاستثمارية في ضوء نظرية الوكالة:

إن عدم تماثل المعلومات بين الشركات ومقدمي رؤوس الأموال الخارجيين يمكن أن يؤدي إلى عدم كفاءة القرار الاستثماري، سواء من خلال نقص الاستثمار أو بالإفراط في الاستثمار. إلا أن الدراسات السابقة قد أشارت إلى وجود تأثير ثلاثة محددات على مستوى الشركة[°] يمكنها أن تساهم في تقليص عدم تماثل المعلومات وتخفيض فرص عدم كفاءة القرار الاستثماري. ويتعلق المحدد الأول بالدور المعلوماتي للتقارير المالية في تخفيض عدم تماثل المعلومات، وتحسين كفاءة القرارات الاستثمارية (Bushman and Smith, 2001; Healy and Palepu, 2001; Biddle and Hilary, 2006; Hope and Thomas, 2008; McNichols and Stubben, 2008; Biddle, Hilary, and Verdi, 2009; Beatty et al. (2010), Ramalingegowda, Wang, and Yu, 2013; Balakrishnan, et al. (2014); Cheng, et al., 2013; Lara, et al., 2016)

أما المحدد الثاني يباط بالدور الرقابي لآليات حوكمة الشركات المطبقة (Richardson, 2006; Chen, et al. 2017; Chen & Chen, 2017; Bhabra, et al. 2018; Jin & Yu, 2019; Lei & Chen, 2018) والدور الذي يمكن أن تقوم به في تخفيض مشكلات الوكالة وتحسين كفاءة القرارات الاستثمارية، وفي حين أن المحدد الثالث يتعلق بخصائص المديرين التنفيذيين (Gan, 2018; Garcia-Sanchez and Garcia-Meca, 2018; Shu-Miao Lai and Chih-Liang Liu, 2018) ودور المهارات الإدارية للمديرين في اختيار المشروعات الاستثمارية المثلى، والحد من حالات نقص الاستثمار والإفراط في الاستثمار.

ويمكن للشركات أن تساهم في تخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات، والتي من شأنها رفع كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال تحسين جودة التقارير المالية، ويقصد هنا بجودة التقارير المالية الدقة التي تنقل بها التقارير المالية المعلومات للمستثمرين في الأسهم حول عمليات الشركة، ولا سيما التدفقات النقدية المتوقعة

[°] بخلاف المحددات لكفاءة القرارات الاستثمارية على مستوى الشركة يوجد محددات أخرى على مستوى الدولة المتعلقة بالمتغيرات التنظيمية مثل كفاءة أسواق المال (Agca and Mozumdar (2008)، الالتزام بمتطلبات حماية حقوق المستثمرين والالتزام القانوني Garcia-Sanchez and Garcia-Meca (2018)، والوفاء بمتطلبات الحماية من الاستحواذ العدائي (Khurana et al. (2018)

(Verdi, 2006 ; Biddle, et al. 2009)، حيث يمكن لجودة التقارير المالية أن تحقق هذا الدور من خلال (Verdi, 2006):

(١) **تقليص عدم التماثل في المعلومات المتاحة بين الشركة والمستثمرين، وبالتالي تخفيض تكلفة التمويل التي تتحملها الشركة في سبيل الحصول على احتياجاتها التمويلية:** فالتقارير المالية قد تخفف من تكاليف الاختيار العكسي من خلال تقليص مشكلة عدم التماثل في المعلومات المتاحة بين الشركة، والمستثمرين، وبين المستثمرين. فعلى النقيض، يمكن أن يؤدي وجود عدم التماثل في المعلومات بين الشركة والمستثمرين إلى قيام المستثمرين بتخفيض سعر السهم، وزيادة تكلفة زيادة رأس المال؛ لأن المستثمرين قد يشكلون انطباعات سلبية عن الشركات التي تجمع الأموال. وبالتالي، إذا كانت جودة التقارير المالية تقلل من تكاليف الاختيار العكسي، فإنه يمكنها من تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال خفض تكاليف التمويل الخارجي، وبالتالي فإن إمكانية رفع جودة التقارير المالية لتحسين كفاءة الاستثمار تكون أكبر في الشركات التي تواجه قيوداً (ضغوطاً) تمويلية.

(٢) **تقليص عدم التماثل في المعلومات بين المستثمرين والإدارة، وبالتالي يقلل من التكلفة الرقابية التي يتحملها المساهمون، وتحسين آلية اختيار المشاريع:**

فالتقارير المالية تلعب دوراً حاسماً في التخفيف من مشاكل الوكالة. على سبيل المثال، تُستخدم المعلومات المالية بشكل مباشر في بناء عقود المكافآت ونظم حوافز المديرين. هذا بخلاف أن المعلومات المالية تمثل مصدراً هاماً للمعلومات التي يستخدمها المساهمون لمتابعة أداء المديرين. علاوة على ذلك، تساهم المعلومات المالية باعتبارها أداة حيوية لنقل المعلومات إلى أسواق الأسهم في ممارسة الدور الإشرافي المنوطة بها. وبالتالي، إذا كانت جودة التقارير المالية تقلص من مشاكل الوكالة، فيمكنها تحسين كفاءة الاستثمار من خلال زيادة قدرة المساهمين مراقبة المديرين، وبالتالي تحسين اختيار المشاريع وخفض تكاليف التمويل.

المحدد الثاني لكفاءة القرارات الاستثمارية يتعلق بالدور الرقابي لآليات حوكمة الشركات، فالهدف النهائي لحوكمة الشركات هو زيادة الكفاءة الاقتصادية للشركة، وتعزيز نموها، وكذلك تعزيز ثقة المستثمرين، حيث توفر حوكمة الشركات أطراً لتحديد الأهداف التي تخدم مصالح المجتمع والمساهمين. حيث تضمن آليات حوكمة الشركات أن يتم توظيف أصول الشركة بكفاءة من قبل المديرين بما يحقق مصلحة الدائنين والمستثمرين، ويقلل مصادر إهدار المديرين للموارد.

ويمكن لآليات حوكمة الشركات أن تؤثر في تحقيق كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال:

(١) **وجود حزمة من آليات حوكمة الشركات تتسم بالقوة تقلص من فرص عدم كفاءة القرارات الاستثمارية:** واحد من أهم آليات إدارة الشركات الداخلية المتداولة هي مجلس الإدارة، فعلى الرغم من أن المديرين يكونون مسؤولين عن اختيار وتنفيذ قرارات الاستثمار، إلا أن مجلس الإدارة مسؤول عن موافقتهم. وبالتالي، يمكن

لخصائص مجلس الإدارة أن تحدد مدى توافق تلك القرارات لمصالح المديرين والمستثمرين، ومن ثم خفض تكاليف الوكالة بين مختلف المستثمرين والإدارة. وفي هذا الصدد، قد يكون المديرين، في ظل مجلس إدارة فعال، على دراية برصدهم ومراقبتهم الداخلية، مما قد يؤدي بهم إلى اتخاذ قرارات استثمارية أكثر تتماشى مع مصالح المستثمرين. وبخلاف مجلس الإدارة فإن تملك المديرين لنسبة من أسهم الشركة (ملكية الإدارة) قد تخفف من تكلفة الوكالة الناتج عن الفصل بين الملكية والإدارة ومن ثم اتخاذ قرارات استثمارية تتماشى مع مصالح المستثمرين، ومن ثم تحسن كفاءة الاستثمار. وفي المقابل فإن تركيز الملكية بسيطرة المساهمين على المزيد من السلطة قد تضر بمصالح الأقلية، وبالتالي قد تضر بكفاءة الاستثمار (Chen, et al. 2017).

(٢) وجود حزمة من آليات حوكمة الشركات تتسم بالقوة تدعم جودة التقارير المالية، ومن ثم تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية: فوجود مجلس إدارة فعال يساهم في انخفاض مخاطر التقاضي، وتوفير المعلومات المحاسبية في الوقت المناسب (García Lara, García Osma, & Penalva, (2007) مما قد يؤدي إلى تحسين قرارات الشركات المالية التي يتخذها المديرين؛ نظراً لآثارها الإيجابية على جودة التقارير المالية (Biddle, et al., (2009) فمجالس الإدارات لا تراقب فقط المعلومات المالية التي يقدمها المديرين فحسب، بل تراقب أيضاً القرارات الاستثمارية والتشغيلية والمالية التي يتخذونها؛ فوجود ضوابط رقابة داخلية غير فعالة على إعداد التقارير المالية لها تأثير سلبي كبير على كفاءة الاستثمار (Cheng, Dhaliwal, and Zhang 2013).

المحدد الثالث والأخير لكفاءة القرارات الاستثمارية يتعلق بالعنصر البشري من متخذي قرارات الاستثمار، أو بالتحديد خصائص المديرين التنفيذيين. فالمستوى الأمثل للاستثمار وكفاءة القرار الاستثماري ما هما إلا محصلة لمجموعة من العوامل، منها المتعلقة بالشركة ذاتها، ومنها المرتبط بالسمات الإدارية للمديرين **Idiosyncratic Managerial Attributes**. ويمكن لتلك السمات وبالتحديد ما يمتلكه المديرين من مهارات وقدرات إدارية أن تؤثر في تحقق كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال:

(١) تمتع الشركات بمديرين تنفيذيين على رأس إدارتها من ذوي الخبرة والسمعة الطيبة يمنحهم القدرة على صناعة قرارات استثمارية استراتيجية قادرة على أن تحدث تغييراً جوهرياً في قيمة الشركات التي على رأس إدارتها، وإحداث طفرة في ثروات ومصالح المساهمين، ليس هذا فحسب، بل الأمر يمتد إلى الأطراف الخارجية المتعاملة مع تلك الشركات، حيث تضيف الخبرة والسمعة الطيبة للمديرين التنفيذيين المصدقية مع تلك الأطراف، سواء كانت دائنين أو مقرضين أو حتى العملاء (Siao & Chou (2013). كما تتطلب كفاءة القرار الاستثماري دراية كافية من قبل المديرين بالمحركات الرئيسية للنمو المستقبلي، والقدرة على صياغة

تقييم دقيق للمكاسب المستقبلية. يمكن للمديرين من ذوي القدرات الإدارية استغلال معرفتهم وخبرتهم في إجراء تقييمات أفضل للاستثمارات القائمة والمستقبلية (Gan 2018).

وفي المقابل، فالمديرون الأقل في المهارات والقدرات الإدارية قد يرفضون مشاريع مربحة وذات قيمة عالية (مشكلة نقص الاستثمار) إذا لم يترتب عليها زيادة ما يحصلون عليه من تعويضات أو على سمعتهم في بيئة الأعمال. كما أن انخفاض معرفتهم وخبرتهم قد يقود المديرين الأقل قدرة إلى التركيز على الأداء قصير الأجل، واختيار المشروعات ذات المكاسب قصيرة الأجل، حيث يكون من المرجح أن يكون الاستثمار المفرط في المشروعات التي تعمل على تحسين قوتهم أو هيبتها (بناء الإمبراطورية)، ويقلل من قرارات الاستثمار التي تزيد من العوائد للمساهمين، وتعزيز قيمة الشركة (Garcia-Sanchez and Garcia-Meca 2018).

(٢) أن المديرين من ذوي المهارات الإدارية يتمتعون بمهارات اقتناص الفرص الاستثمارية التي تحقق طفرة في قيمة الشركات التي يتولون إدارتها باختيارهم مشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة والمرتفعة مع امتلاكهم المقدرة على تنفيذ تلك المشاريع (Chemmanur and Paeglis, 2009). وفي المقابل فمن المتوقع أن يرفض المديرون الذين يعانون من سمعة محفوفة بالمخاطر الإجراءات الاستثمارية الانتهازية التي قد تضر بقيمة الشركات، لأن مثل هذا السلوك قد يشوه قدرتهم ومكانتهم كما يتصورها المساهمون والمستثمرون (Falato, Li, & Milbourn, 2015; Graham, Harvey, & Puri, 2013). وفي ذات السياق أضافت دراسة (Chemmanur, Paeglis, and Simonyan (2009) أن المديرين من ذوي القدرات العالية يمتلكون المهارات التي تمكنهم من حسن إدارة الاستثمارات في أنشطة البحوث والتطوير التي تتبناها شركاتهم. فتلك الأنشطة قد تتضرر من القرارات بشأن تقليل الاستثمارات، والتي يكون لها آثار سلبية على تلك الشركات في الأجل الطويل (Block (2012). وبينما يمكن للمديرين من ذوي القدرات الإدارية^٦ في تلك الأحوال استغلال مهاراتهم الإدارية في توفير المزيد من الموارد، إما عن طريق إصدار المزيد من الديون أو عن طريق توليد المزيد من التدفق النقدي، والذي بدوره يقلل من مشاكل نقص الاستثمارات (Andreou, et al., 2013; Chemmanur, et al., 2009).

^٦ تناولت الأدبيات السابقة بشكل متزايد في السنوات الأخيرة، وفي عدة مجالات بحثية منها: المحاسبية، والاقتصاد، والتمويل فحص تأثير الخصائص الإدارية على قرارات الشركات ونتائجها، مثل سياسات الاستثمار والتمويل (Bertrand & Schoar, 2003) وتعويضات المديرين (Milbourn, 2003) وجودة الأرباح (Demerjian et al., 2013) وتنبؤات الإدارة بالأرباح (Baik et al., 2010) وتهيئة الأرباح (Baik et al., 2011; Bamber et al., 2010).

هدف البحث:

توصف القرارات الاستثمارية بالكفاءة **Investment Efficiency** إذا كانت تتعهد فقط بالمشاريع ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة، في ظل سيناريو عدم وجود احتكاكات في السوق، مثل: الاختيار العكسي، والخطر الأخلاقي الناتج عن مشكلة عدم تماثل المعلومات. ومن ثم، فإن الاستثمار غير الكفاء يشمل اجتياز فرص الاستثمار التي سيكون لها صافي القيمة الحالية الإيجابي، في غياب الاختيار المعاكس (نقص الاستثمار Underinvestment). وبالمثل، يشمل الاستثمار غير الكفاء القيام بمشاريع ذات صافي القيمة الحالية السالبة (الإفراط في الاستثمار Overinvestment). لذا فمن المتوقع أن تساعد القدرة الإدارية للمديرين الذين يمارسون أدوارهم في ظل بيئة معلوماتية تنتج تقارير مالية تتصف بالجودة أن تدعم الدور الرقابي والإشرافي لآليات حوكمة الشركات حيث تسهم في التخفيف من حالات الإفراط في الاستثمار ونقص الاستثمارات بسبب زيادة قدرة المديرين الموهوبين في الحد من عدم التماثل المعلوماتي والوصول إلى الموارد المالية الأقل تكلفة. في ضوء ما سبق، فإن البحث الحالي استهدف دراسة دور القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، جودة التقارير المالية، والالتزام بآليات حوكمة الشركات في تخفيض عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، سواء الناتج عن نقص الاستثمار أو حتى بالإفراط في الاستثمار. وتتبع أهمية البحث من منظورين، أحدهما علمي، لعدة أسباب، أولهما: حاولت الدراسة تقديم الدليل العملي على أهمية جودة التقارير المالية باعتبارها القناة الأساسية لنقل المعلومات المالية لكافة الأطراف ذات المصلحة، ودور جودة هذه المعلومات في كفاءة القرارات الاستثمارية للمديرين. ثانيهما: أن الدراسة الحالية تقدم الدليل العملي على فعالية آليات حوكمة الشركات المطبقة من حيث فعالية الدور الإشرافي والرقابي لتلك الآليات وتأثيرها على كفاءة القرارات الاستثمارية. أخيراً: أن المديرين هم عصب التشغيل في أي منشأة أعمال، إلا أن المديرين يتسمون بالتباين في تفضيلاتهم، تحمل المخاطر والمهارات المكتسبة، والتي يكون لها تأثير جوهري على المسار الذي تسلكه الشركات في بيئة الأعمال. وباختصار، فإن خصائص المديرين تؤثر على اختيار الشركة الاستراتيجية المناسبة، وتؤثر على مسار الشركة. لذلك فإن الدراسة الحالية تعد امتداداً للدراسات في هذا المجال حول دور القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين كعامل اقتصادي مؤثر على قرارات الشركة، ونتائج الأعمال.

أما الأهمية الأخرى تطبيقية، والتي تقسم إلى أهمية مكانية، فبيئة التطبيق هي البيئة المصرية، والتي تتسم بأنها واحد من أكبر والأسرع الاقتصاديات نموًا ضمن الأسواق الناشئة. أما الأهمية الثانية وهي الأهمية الزمنية، حيث غطت الدراسة السنوات من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٧.

خطة البحث:

ولتحقيق هدف البحث، فإن الجزء التالي من البحث تم تنظيمه على النحو التالي، أولاً: "الدراسات السابقة"، حيث استعرض الباحث الدراسات السابقة؛ لاستبيان طرق قياس كفاءة قرارات الاستثمار، طبيعة العلاقة بين كفاءة قرارات الاستثمار، وكل من جودة التقارير المالية، والالتزام بأليات حوكمة الشركات، و القدرة الإدارية للمديرين، وهي الدراسات التي ساهمت في اشتقاق وصياغة فروض البحث، والتي عرضها الباحث في ثانياً: "فروض البحث"، أما القسم الثالث من البحث فخصص لعرض "منهج البحث"، حيث عرض الباحث في هذا القسم نموذج البحث، والمتغيرات وطرق قياسها. أما رابعاً: "عينة البحث والإحصائيات الوصفية" يتعرض الباحث في هذا القسم لعينة البحث، والوصف الإحصائي للبيانات، ومصفوفة الارتباط بين المتغيرات. والقسم الخامس خصص لـ "النتائج"، وعرض الباحث في هذا القسم نتائج التحليل الإحصائي. وأخيراً، سادساً: "الخلاصة"، اختتم البحث بمناقشة النتائج.

أولاً: الدراسات السابقة:

لخدمة الهدف البحثي فقد قسم الباحث الدراسات ذات الصلة إلى أربعة أقسام على النحو التالي:

(١) القياس الكمي لكفاءة القرارات الاستثمارية^٧:

واحد من الاتجاهات البحثية الحديثة هي محاولة استقصاء محددات كفاءة القرارات الاستثمارية التي تتبناها الشركات، ومنها على سبيل المثال: **Biddle and Hilary, (2006); Richardson, (2006); McNichols and Stubben, (2008); Biddle et al., (2009); Durnev and Mangen, (2009); Beatty et al., (2010), (2013); Bushman et al., (2011); Chen et al., (2014); Ramalingegowda et al., (2013); Balakrishnan et al., (2011)** واشتركت تلك الدراسات في مشكلة أساسية، هي وجود مقياس يعبر عن كفاءة القرارات الاستثمارية يتسم بعدم التحيز والخلو من أخطاء القياس قدر الإمكان. وتناول الباحث في هذا القسم من البحث بعض المقاييس والنماذج الشائعة الاستخدام في الدراسات التطبيقية للاستدلال على كفاء القرارات الاستثمارية:

^٧ استعرضت دراسة **Gao & Yu (2018)** العديد من المقاييس لكفاءة القرارات الاستثمارية بخلاف المعروضة في هذا القسم من البحث، وقد حدد الباحث الثلاثة مداخل المعروضة بناء على الدراسات السابقة، والتي تم عرضها في الأجزاء التالية من هذا القسم.

قياس مستوى الاستثمار والانحراف عن مقدار الاستثمار المتوقع (Biddle, et al. 2009):

قدم **Biddle, et al. (2009)** مقياسين لعدم كفاءة القرارات الاستثمارية، سواء الناتج عن نقص الاستثمار أو بالإفراط في الاستثمار، المقياس الأول: هو قياس مستوى الاستثمار على مستوى كل شركة والذي يعتمد على م معيارين أساسيين، هما: رصيد النقدية، ومعدل الرافعة المالية معتمداً في ذلك على فرضية أن حجم الفائض في التدفقات النقدية ومستوى الرافعة المالية يعكسان مدى خطورة مشكلات الوكالة، والتي ينتج عنها الإفراط في الاستثمار، أو على النقيض نقص حجم الاستثمار. فوفقاً لنظرية التدفقات النقدية الحرة **Free Cash Flows Theory** فإن الشركات التي تتمتع بفوائض في التدفقات النقدية الحرة تعاني من مشكلات الوكالة، وفي العادة كثيراً ما يتورط المديرون في مشكلة الإفراط في الاستثمار، وفي المقابل فإن الشركات التي تعاني من ارتفاع الرافعة المالية تدفعها المديونية إلى احتمالية حدوث النقص في الاستثمار **(Gao & Yu 2018)**.

تقوم المنهجية التي قدمها **Biddle, et al. (2009)** لقياس مستوى الاستثمار على رصيد النقدية والرافعة المالية (مضروبة في سالب واحد)، ثم تصنيف الشركات حسب معدل النقدية والرافعة المالية إلى فئات عشرية Deciles، ثم ترجيحها لتتراوح القيم ما بين الصفر والواحد الصحيح، وفي النهاية يتم حساب المتوسط للقيم المرجحة للمتغيرين لاستخراج مقياس مركب رمز إليه **Biddle, et al. (2009)** بـ Over وتزايد قيمة هذا المقياس تعكس حالة الإفراط في الاستثمار والعكس صحيح.

ويضيف Biddle, et al. (2009) أن سواء الإفراط في الاستثمار أو النقص في الاستثمار لا يعكسان كفاءة الاستثمار، إنما يعكسان الانحراف عن المستوى الأمثل للاستثمار، بينما نجد أن نقص حجم الاستثمارات في الشركات ذات الفرص الأعلى للانحراف في الإفراط في الاستثمار يعكس كفاءة القرار الاستثماري والعكس صحيح. وفي ضوء ما سبق يمكن الاستدلال على كفاءة القرار الاستثماري من خلال المقياس الثاني: الانحراف عن مقدار الاستثمار المتوقع على مستوى كل شركة، حيث يتم تقدير الاستثمار المتوقع، ومن ثم حساب الانحراف عن هذا المقدار بالنظر إلى الإنفاق الاستثماري على أنه دالة في معدل النمو المستقبلي في المخرجات، والذي يمكن استنباطه بمعدل النمو في الإيرادات (المبيعات) على مستوى كل شركة ولكل سنة، وذلك على النحو التالي:

$$I_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 SG_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

ويعبر I_{t+1} عن حجم الاتفاق الاستثمار الرأسمالي Capital Expenditures والإنفاق الاستثمار غير الرأسمالي Non Capital Expenditures وغير الرأسمالي (يُعرف بالنفقات الرأسمالية، بالإضافة إلى تكاليف البحث والتطوير، بالإضافة إلى نفقات الاستحواذ ناقصاً المقبوضات النقدية من مبيعات الممتلكات والمنشآت والمعدات إلى متوسط إجمالي الأصول) للشركة خلال السنة التالية $(t+1)$ ، بينما يعبر عن SG_t معدل النمو في

المبيعات خلال السنة الحالية (t). بناء على النموذج السابق فإنه يتم احتساب بواقي النموذج (Residuals)، وترتيب المشاهدات لكل شركة/سنة، وتقسيمها إلى أربعة أرباع Quarters، المشاهدات الواقعة في القمة بالربع الأول (Positive residuals) تصنف بالإفراط في الاستثمار، أما المشاهدات في الربع الأخير (Negative residuals) تصنف بالنقص في الاستثمار، وبينما المشاهدات المحصورة في الربع الثاني والثالث (Benchmark group) تتصف بالكفاءة في الاستثمار (Gao & Yu 2018). الجدول التالي يعرض فيه الباحث بعض التعديلات التي أجرتها الدراسات السابقة على نموذج (Biddle, et al. 2009):

الجدول رقم (1)

التعديلات على نموذج (Biddle, et al. 2009)

لتحديد الانحراف عن مقدار الاستثمار المتوقع

الدراسة	معاملات الانحدار لنموذج (Biddle, et al. 2009)
(Biddle, et al. 2009)	الإنفاق الاستثماري دالة في معدل النمو المستقبلي معبراً عنه بمعدل النمو في الإيرادات (المبيعات).
(Chen, et al. 2011)	معدل النمو في الإيرادات، وحجم الشركة، وعمر الشركة، ونسبة الأرصدة النقدية إلى إجمالي الأصول، والرافعة المالية، والمؤشرات السياسية والقانونية والتجارية.
(Garcia-Sanchez and Garcia-Meca 2018)	معدل النمو في الإيرادات، واللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، ونسبة الأرصدة النقدية إلى إجمالي الأصول، والرافعة المالية، وعمر الشركة.
(Lai, et al. 2018)	عبر عن فرص النمو المستقبلي بالمؤشر (Tobin'q) بدلاً من النمو في الإيرادات، والذي تم احتسابه بقسمة مجموع القيمة السوقية لحقوق الملكية مضافاً إليها القيمة الدفترية للديون على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول.

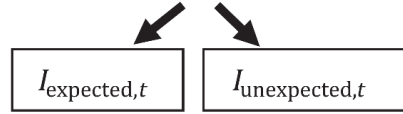
تقدير الاستثمارات غير المتوقعة (Richardson 2006):

تفترض نظرية التسارع في الاستثمار Accelerator Theory of Investment أن مستوى رأس المال يتناسب مع مستوى الإنتاج. إذا كان الاقتصاد يعمل باستغلال تام لرأس المال، وتستجيب الشركات للتغيرات في الطلب عن طريق تعديل الاستثمار وفقاً لذلك. إذا كان من المتوقع استمرار نمو الطلب، وتستثمر الشركات أكثر لزيادة قدرتها. من الناحية العملية، عادة ما يتم تقدير التغيرات في الإنتاج في المستقبل على أساس التغيرات الحالية في الإنتاج. ولذلك، يمكن تصميم نظرية التسارع على اعتبار أن صافي الاستثمار الحالي هو نتيجة لنمو الناتج في الماضي. ويمكن تقسيم نظرية التسارع إلى نظرية التسارع البسيط Simple Accelerator Theory ونظرية التسارع المرن Flexible Accelerator Theory. حيث تعمل نماذج التسارع المرنة على إزالة نقطة ضعف رئيسية في نظرية التسارع البسيط، هي أنه يمكن تعديل الاستثمار إلى المستوى الأمثل فوراً

عن طريق إدخال فترة زمنية طويلة في عملية التعديل. وتشير نظرية التسارع المرن إلى أن تأثيرات نمو الإنتاج السابق منتشرة بمرور الوقت، وأن أي استثمار يستجيب ببطء بمرور الوقت للتغيرات في الإنتاج، مع وجود تأخيرات تعكس التأخير في التكيف مع رأس المال المرغوب (Gao & Yu 2018).

وفي سياق متصل لنظرية التدفقات النقدية الحرة **Free Cash Flows Theory**، وفي ظل نظرية التسارع في الاستثمار **Accelerator Theory of Investment** قدم Richardson (2006) نموذج لفحص العلاقة بين التدفق النقدي الحر ومستوى الاستثمار على مستوى الشركة. فباستخدام المعلومات المحاسبية صاغ Richardson (2006) مقياس لكفاءة القرارات الاستثمارية من خلال تحليل قيمة إجمالي الاستثمارات ($I_{Total, t}$) إلى شقين هما: الاستثمارات المطلوبة للحفاظ على الأصول محل الاستخدام ($I_{Maintain, t}$)، وأما الشق الثاني هو النفقات الاستثمارية على المشروعات الجديدة ($I_{New, t}$)، ثم تقسيم ($I_{New, t}$) إلى جزئين هما: الاستثمارات المتوقعة ($I_{expected, t}$)، والاستثمارات غير المتوقعة ($I_{unexpected, t}$). واستدل Richardson (2006) بالاستثمارات غير المتوقعة ($I_{unexpected, t}$) على عدم كفاءة القرارات الاستثمارية:

$$I_{Total, t} = I_{Maintain, t} + I_{New, t} \quad (2)$$



وقد استخدم Richardson (2006) النموذج التالي لتقدير النفقات الاستثمارية على المشروعات الجديدة ($I_{New, t}$):

$$I_{New, t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{V}{P_{t-1}} + \beta_2 Leverage_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 Age_{t-1} + \beta_5 Size_{t-1} + \beta_6 Stock Return_{t-1} + \beta_7 I_{New, t-1} + Year \& Industry dummies + \varepsilon_t \quad (3)$$

يعبر V/P في النموذج السابق على فرص النمو المستقبلي، والذي يعبر عن نسبة قيمة الشركة إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية، وقد قسم Richardson (2006) قيمة الشركة إلى شقين، شق من قيمة الشركة يمكن إرجاعه إلى قيمة الأصول محل الاستخدام، وأما الشق الثاني من قيمة الشركة يمكن أن ينسب إلى فرص النمو، والذي يمكن تقديره باستخدام نموذج الدخل المتبقي **Residual Income Model**. كما تضمن النموذج عدد من المتغيرات المؤثرة على النفقات الاستثمارية، وهي الرافعة المالية، ورصيد النقدية، وعمر الشركة، والحجم؛ لتعكس القيود التمويلية (المالية) **Financing Constraints** على الشركة بالإضافة إلى عوائد الأسهم لإدخال فرص النمو غير المفسرة من خلال V/P هذا وبالإضافة إلى نوع الصناعة والسنة للتحكم في الإنفاق الاستثماري الإضافي غير المفسر من خلال المتغيرات السابقة (Gao & Yu 2018). بناء على النموذج السابق، فإنه يتم

تم تقدير الاستثمارات المتوقعة ($I_{t, \text{expected}}$)، أما بواقى النموذج (**Residuals**) تعبر عن الاستثمارات غير المتوقعة ($I_{t, \text{unexpected}}$)، والذي يمكن استخدامه للاستدلال على عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، حيث تعبر القيم الموجبة للبقاى عن الإفراط في الاستثمار، أما الإشارة السالبة تعبر عن النقص في الاستثمار (**Gao & Yu 2018**).

مؤشر حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية (2006) Biddle and Hilary :

تقوم النظريات الكلاسيكية الحديثة للاستثمار **Neoclassical Theories of Investment** على أن الشركة تستثمر إلى أن تتعادل المنفعة الحدية للاستثمارات مع التكلفة الاستبدالية لرأس المال. وإذا ما تجاوزت حاجة هذه الاستثمارات التدفقات النقدية الداخلية للشركة تضطر الشركة بمعالجة الفارق بين رأس المال المطلوب والتدفقات النقدية الداخلية من السوق الخارجي. وفي ظل عدم وجود احتكاك في السوق، فإن **تكلفة التمويل الداخلي هي نفس تكلفة التمويل الخارجي**. وبالتالي، فإن توفر رأس المال الداخلي لا يؤثر على قرارات الاستثمار الخاصة بالشركة.

ولكن في ظل عدم تماثل المعلومات تنشأ الاحتكاكات السوقية نتيجة للخطر الأخلاقي والاختيار العكسي، وبالتالي يزيد المستثمرون من تكلفة رأس المال بسبب مشكلات الاختيار العكسي، ومن ثم تقليل مقدار رأس المال الخارجي المقدم للشركة. فالشركات التي تستطيع توليد نقد داخلياً قادرة على التخفيف من هذه الآثار، مما يجعل الاستثمار الرأسمالي مرتبطاً بتوافر الأموال المتولدة داخلياً. لذلك، تشير **حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية** إلى عدم كفاءة الاستثمار بسبب نقص السيولة النقدية نتيجة ارتفاع تكلفة التمويل من الخارج، ومن ثم تجاهل الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة. من ناحية أخرى، فإن المديرين يستثمرون أكثر عندما يكون لديهم المزيد من السيولة، ولتحقيق مصالح شخصية، باختيار المشروعات التي تحقق مصالح شخصية على حساب مصالح المساهمين، مما يزيد بالتالي من حساسية التدفق النقدي والاستثماري. وفي هذه الحالة، تشير **حساسية الاستثمار إلى التدفق النقدي** إلى عدم كفاءة الاستثمار بسبب الفائض النقدي والإفراط في الاستثمار (**Gao & Yu 2018 ; Verdi 2006**).

وقد أسس **Biddle and Hilary (2006)** مقياساً لكفاءة الاستثمار يقوم على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية **Investment-cash flow sensitivity** من خلال تقدير العلاقة بين الإنفاق الاستثماري الرأسمالي **Capital Expenditures** والتدفقات النقدية التشغيلية على النحو التالي:

$$I_{it} = \beta_0^i + \beta_1 CFO_{it-1} + \beta_2 MTB_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

ويعبر I_{it} عن حجم الإنفاق الاستثمار الرأسمالي منسوباً إلى أجمالي الأصول في بداية الفترة، بينما يرمز CFO_{it-1} عن التدفقات النقدية المولدة داخلياً، وفي حين أن MTB_{it-1} القيمة السوقية إلى القيمة

الدفترية أو (Tobin'q) للتعبير عن فرص النمو المستقبلي. ويعبر معامل الانحدار β_1 عن كفاءة الاستثمار، فكلما زادت قيمة β_1 كلما انخفضت كفاءة الاستثمار.

وقد تأسس مقياس حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية على افتراض أن الشركة تتحرف عن مستوى الاستثمار الأمثل بسبب عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين الخارجيين. والاستنتاج الطبيعي هو أن هذا الانخفاض في عدم تماثل المعلومات (أي انخفاض في مشاكل الوكالة) يزيد من كفاءة قرارات الاستثمار. لذلك، يمكن استخدام هذه الطريقة لفحص كيفية تأثير كفاءة الاستثمار بالعوامل التي تحد من عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة بين المديرين والمستثمرين الخارجيين، سواء على مستوى الشركة أو مستوى السوق (Gao & Yu 2018). الجدول رقم (٢) خصص لعرض مقاييس كفاءة القرارات الاستثمارية في الدراسات السابقة وبعض خصائص تلك المقاييس.

الجدول رقم (٢)

مقاييس كفاءة القرارات الاستثمارية

الدراسات السابقة	قابلية التطبيق			الإطار المفسر	المقياس
	الشركة	الصناعة	الدولة		
(Biddle et al. 2009; Chen et al. 2011; Cheng et al. 2013; Ramalingegowda et al. 2013)	✓			نظرية التدفقات النقدية الحرة.	قياس مستوى الاستثمار
(Biddle et al. 2009; Chen et al. 2011)	✓	✓	✓	النظرية الكلاسيكية الحديثة.	الانحراف عن مقدار الاستثمار المتوقع
(Richardson 2006; Chen, et al. 2011)	✓			نظرية التدفقات النقدية الحرة ونظرية التسارع في الاستثمار.	تقدير الاستثمارات غير المتوقعة
(Biddle and Hilary 2006; Pindado and de la Torre 2009; Beatty et al. 2010; Schleicher et al. 2010; Biddle et al. 2013; D'Espallier et al. 2014; Han and Pan 2015)	✓	✓	✓	النظرية الكلاسيكية الحديثة وعدم تماثل المعلومات.	مؤشر حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية

المصدر (مع التصرف):

Gao, R., & Yu, X. (2018). How to measure capital investment efficiency: a literature synthesis. *Accounting & Finance*. 27-30.

(٢) تأثير جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية:

واحد من الدراسات الرائدة في مجال الربط بين كفاءة القرارات الاستثمارية والمعلومات المحاسبية هي دراسة **Biddle, et al. (2009)**، فقد طرحت الدراسة تساؤلاً حول تأثير جودة التقارير المالية على عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، سواء بالنقص في الاستثمارات، أو بالإفراط في الاستثمارات، وبالتحديد فإن الدراسة اختبرت هل الارتفاع في جودة التقارير المالية من شأنه تخفيض النقص في الاستثمارات أو الإفراط في الاستثمارات؟ وذلك بالتطبيق على 34,791 مشاهدة للشركات الأمريكية المقيدة ببورصة الأوراق المالية خلال الفترة من ١٩٩٣ إلى ٢٠٠٥. وقد خلصت الدراسة إلى أن ارتفاع جودة التقارير المالية في الشركات التي تتسم بانخفاض مستويات الاستثمار، ووفرة في الأرصدة النقدية، وانخفاض نسب المديونية، وفي المقابل ارتفاع جودة التقارير المالية في الشركات التي تتسم بارتفاع مستويات الاستثمار، ومعاناتها من القيود النقدية، وارتفاع الرافعة المالية، وأن الشركات ذات جودة التقارير المالية العالية تستثمر أقل عندما يكون الاستثمار الكلي مرتفعاً أو معاناة الاقتصاد الكلي من الإفراط الاستثماري، وتستثمر أكثر عندما يكون مستوى الاستثمار الكلي منخفضاً أو معاناة الاقتصاد الكلي من النقص الاستثماري. وهذه النتائج تتسق مع الحجة القائلة بأن: جودة التقارير المالية تدعم الاستثمار للشركات المقيدة مالياً، وتحد من الاستثمار في الشركات التي يرجح أن تكون أكثر إفراطاً في الاستثمار. وأخيراً، تقل احتمالية أن تحرف الشركات ذات جودة التقارير المالية عن المستوى المتوقع للاستثمار، والمحدد بناء على فرص النمو المتوقعة للشركات. عموماً، تتفق استنتاجاتنا مع فكرة أن جودة التقارير المالية تؤدي دوراً في تخفيف احتكاك المعلومات ممثلاً في الخطر الأخلاقي والاختيار العكسي، والتي تعيق كفاءة الاستثمار في نهاية المطاف.

وقد جاءت نتائج دراسة **Biddle, et al. (2009)** إلى حد ما متفقة مع ما خلصت له دراسة **Biddle and Hilary (2006)** بأن الشركات ذات التقارير المالية عالية الجودة تتمتع بكفاءة استثمارية أعلى، وذلك لانخفاض حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية. فوجود نظم محاسبة عالية الجودة يمكن أن يعزز كفاءة الاستثمار، وذلك من خلال تقليص عدم التماثل في المعلومات بين المديرين والموردين الخارجيين لرأس المال. وأضافت الدراسة أن هذا التأثير يكون أقوى في الاقتصادات التي يتم توفير التمويل إلى حد كبير من خلال معاملات تجارية بأسواق المال مقارنة بالدول التي يقدم فيها الدائنون من البنوك والمقرضون المزيد من رأس المال.

وقد اختبرت دراسة **Li, & Wang (2010)** مدى صلاحية نتيجة دراسة **Biddle, et al. (2009)** على الشركات الصينية خلال الفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠٠٦ على ٢٣١٩ مشاهدة للشركات الصينية المقيدة ببورصة الأوراق المالية Shanghai and Shenzhen. وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن جودة المعلومات المحاسبية للشركات المدرجة ترتبط بارتفاع جودة التقارير المالية وعكسياً مع عدم كفاءة الاستثمارات، إما بالإفراط

في الاستثمار أو نقص الاستثمار. كما أضافت الدراسة الى أن جودة الاستحقاقات وتمهيد الأرباح هي أكثر خصائص جودة التقارير المالية جوهرية في تأثيرها على الإفراط في الاستثمار أو نقص الاستثمار. لذلك شددت الدراسة على أهمية التقارير المالية لكونها آليه مهمة لنقل معلومات الشركات إلى جميع الأطراف ذات المصلحة، ويمكن أن تساعد المعلومات المحاسبية في لعب دور الإشراف على سوق الأسهم، وبالتالي المساهمة في الحد من مشكلات الوكالة بين المساهمين والمديرين، وزيادة القدرات الإشرافية للمساهمين، وتحسين اختيارهم للمشروعات، وخفض تكاليف التمويل، وبالتالي زيادة كفاءة الاستثمار. لذلك يجب أن نحسن ونستفيد من البنية التحتية للسوق خاصة التقارير المالية للشركات المدرجة ونظام الإفصاح، لكي تلعب دوراً أفضل لجودة التقارير المالية في قرارات تخصيص رأس المال.

في حين أن الدراسات السابقة استهدفا العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية، بالتطبيق على دولتين من الدول المتقدمة اقتصادياً، وعلى الشركات المقيدة والمتداول أسهما سواء في بورصة الأوراق المالية الأمريكية بدراسة (Biddle, et al. (2009 أو ببورصة الأوراق المالية الصينية كما في دراسة (Li, & Wang (2010 ، وفي حين أن دراسة (Chen, et al. (2011 استهدفت اختبار ذات العلاقة، ولكن بالتطبيق على الشركات في الأسواق الناشئة Emerging Markets وهي البلدان ذات المؤسسات الأقل تطوراً، والتي لديها أيضاً نظم محاسبية أقل جودة. وبالتحديد الشركات غير المتداول أسهما في أسواق تلك الدول Private Firms، والتي يتوقع انخفاض جودة التقارير المالية المقدمة من تلك الشركات بسبب انخفاض الطلب من السوق على تلك القوائم، وبالتالي غياب الدور الإشرافي المنوط بالسوق أن يقوم به. لذلك فمن المتوقع ألا يكون للتقارير المالية نفس الدور الذي يمكن أن تقوم به بالشركات المقيدة بالبورصة بدولة مثل الولايات المتحدة الأمريكية. وقد جاءت نتائج الدراسة بوجود علاقة ارتباط إيجابية بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار، مع التحفظ على أن مستوى جودة التقارير المالية مازال أقل بالمقارنة بالشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية بالدول المتقدمة. كما أضافت الدراسة إلى أن جوهرية العلاقة بين جودة التقارير المالية، وكفاءة الاستثمار تتحسن للشركات التي تعتمد على الاستدانة من المؤسسات المالية (البنوك)، وتتنخفض عندما يزيد الحافز لتخفيض الربح الخاضع للضرائب وذلك لأغراض ضريبية.

الجدول رقم (3) خصص لعرض طرق القياس المستخدمة في الدراسات السابقة عرضها للمتغيرين الأساسيين للدراسة (كفاءة القرارات الاستثمارية وجودة التقارير المالية) والمتغيرات المحددة للعلاقة الواجب أخذها في الاعتبار عند بناء نموذج الدراسة التطبيقية.

الجدول رقم (3)

متغيرات الدراسات السابقة (كفاءة القرارات الاستثمارية وجودة التقارير المالية)

الدراسة	كفاءة القرارات الاستثمارية	جودة التقارير المالية	المتغيرات المحددة للعلاقة
دراسة (Li & Wang 2010):			
Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience			
الانحراف عن مقدار الاستثمار المتوقع طبقاً لنموذج (Biddle, et al. 2009).	حددت الدراسة ثلاثة مؤشرات لجودة التقارير المالية: جودة المستحقات (Dechow and Dichev) (model)، التحفظ المحاسبي Jones (1991)، وتمهيد الأرباح (Francis, et al. 2004). هذا بخلاف مقياس شامل يجمع الثلاثة مقاييس السابقة.		
دراسة (Chen et al. 2011):			
Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets			
الانحراف عن مقدار الاستثمار المتوقع طبقاً لنموذج (Biddle, et al. 2009).	عبر عن جودة التقارير المالية باستخدام: - المستحقات غير العادية وفقاً لنموذج Kothari et al. (2005) - الإيرادات الاختيارية revenues discretionary وفقاً لنموذج (McNichols and Stubben 2008) - وجودة المستحقات (Dechow and Dichev model).	نسبة الديون المستدانة من البنوك. العبء الضريبي إذا كانت الدولة تصنف من الدول ذات الأعباء الضريبية المرتفعة.	
دراسة (Biddle et al. 2009):			
How does financial reporting quality relate to investment efficiency?			
قياس مستوى الاستثمار والانحراف عن مقدار الاستثمار المتوقع (Biddle, et al. 2009) على مستوى كل شركة/الصناعة/الاقتصاد.	حددت الدراسة أربعة مؤشرات لجودة التقارير المالية: جودة المستحقات (Dechow and Dichev) (model)، جودة المستحقات محسوبة وفقاً لنموذج (Wysocki, 2008)، قابلية القوائم المالية للقراءة، مؤشر مركب مكون من المتوسط المعياري للمقاييس الثلاثة السابقة FRQ Index.	- حوكمة الشركات: % الأسهم المملوكة للمؤسسات، عدد المحللين المتابعين لكل شركة، استيفاء الحماية من متطلبات الاستحواذ العدائي وفقاً لـ (Gompers, et al. 2003).	

الدراسة	كفاءة القرارات الاستثمارية	جودة التقارير المالية	المتغيرات المحددة للعلاقة
دراسة (Biddle and Hilary 2006):			
Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment			
مؤشر حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.	حددت الدراسة أربعة مؤشرات لجودة التقارير المالية:	انخفاض الأرباح (Earnings aggressiveness)، تجنب الخسائر (Loss avoidance)، تمهيد الأرباح (Earnings Smoothness)، عدم تماثل توقيت الاعتراف بالأنباء السارة وغير السارة (Timeliness). و مؤشر مركب مكون من المقاييس الأربعة السابقة AQ.	-متغيرات تنظيمية على مستوى كل دولة تتعلق بجودة الإفصاح، حقوق السدانين، حقوق المساهمين، كفاءة النظام القانوني، تبعية النظام القانوني للدولة.

(٣) تأثير حوكمة الشركات على كفاءة القرارات الاستثمارية:

استهدفت دراسة (Chen, et al. (2017) فحص العلاقة بين آليات الحوكمة الداخلية والخارجية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات الصينية المقيدة بالبورصة، وذلك بالتطبيق على ٥٩١٢ مشاهدة لشركات صينية مملوكة للدولة state-owned enterprises، و ٣٣١٢ مشاهدة لشركة خاصة صينية خلال الفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠١٢. وقد كشفت نتائج الدراسة عن تأثير سلبي لتركيز الملكية على كفاءة الاستثمار، وهذا التأثير أكثر وضوحاً في الشركات المملوكة للدولة أكثر من الشركات الخاصة. بالإضافة إلى ذلك، يساعد تصميم خطط للمكافأة مبنية على حوافز الأداء incentive-based compensation على تحسين كفاءة الاستثمار. كما قدمت الدراسة دليلاً على أنه من المرجح أن سيطرة صناديق الاستثمار على أسهم الشركات يحمل تأثيراً إيجابياً على كفاءة الاستثمار في الشركات المستثمر فيها. إلا أن آليات الحوكمة الداخلية (استقلالية مجلس الإدارة، وحجم مجلس الإدارة، وما إذا كان رئيس مجلس الإدارة يشغل منصب المدير التنفيذي) لا تلعب أي دور في تحديد كفاءة القرارات الاستثمارية.

وفي ذات السياق جاءت دراسة (Chen & Chen (2017) باختبار كيف تأثرت الكفاءة الاستثمارية للشركات الأمريكية التي قامت بعمليات شراء لأصول الشركات خلال الفترة من ١٩٨٨ إلى ٢٠٠٦ بآليات حوكمة الشركات، بما في ذلك خصائص مجلس الإدارة، وهيكل الملكية، ومكافآت المديرين التنفيذيين، وجودة لجنة المراجعة، ومدى الوفاء بمتطلبات الحماية من الاستحواذ العدائي. وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن الشركات الأمريكية التي قامت بعمليات شراء لأصول يتمتعون بمستوى أعلى من الاستقلالية لمجلس الإدارة، ونسبة أعلى من ملكية المؤسسات و ملكية الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة، مما يمنحهم دوراً أكثر فعالية في مراقبة الإدارة

العليا، مما يؤدي إلى زيادة كفاءة الاستثمار. كما أضافت النتائج أن المكافآت القائمة على الأسهم للإدارة managerial equity-based compensation ولجنة المراجعة الداخلية لعبت أدوارًا مهمة في تحديد الكفاءة الاستثمارية لمشتريات الأصول. بشكل عام، تظهر نتائجنا أن هياكل حوكمة الشركات الداخلية والخارجية أكثر فاعلية ارتبطت بتغير أكثر إيجابية في كفاءة عملية تخصيص الاستثمارات لعمليات شراء الأصول.

وقد طرحت دراسة (Bhabra, et al. (2018) تساؤلًا حول تأثير التحصين الإداري للمديرين (ضعف حوكمة الشركات) على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية. وقد خلصت الدراسة إلى دليل قوي ومتسق على أن الاستثمارات في الشركات ذات الحوكمة القوية (المديرين غير المتحصنين) حساسة بشدة لتوفر التدفقات النقدية الداخلية، في حين أن هذه الحساسية لا تختلف عن الصفر بالنسبة للشركات ضعيفة الحوكمة (الإدارة المتحصنة). وهي النتيجة التي تؤكد أن حساسية الاستثمارات للتدفقات النقدية في الشركات التي لا تواجه قيود التمويل قد تكون مدفوعة بالمجازفة المفرطة للمديرين.

بينما استهدفت دراسة (Jin & Yu (2018) استكشاف العلاقة بين المديرين التنفيذيين Executive network والحوكمة الحكومية Government governance على كفاءة القرارات الاستثمارية بالتطبيق على 11,226 مشاهدة لشركات صينية مقيدة ببورصة Shanghai and Shenzhen خلال الفترة من 2003 إلى 2013. فشبكة المديرين التنفيذيين بين المناصب التنفيذية في شركات مختلفة لنفس المستوى الإداري، يمكن أن يعزز فعالية تبادل المعلومات وتقاسم الموارد بين الشركات في نفس الشبكة. فقد تعمل هذه الشبكات على تسريع عملية الحصول على المعلومات وإرسالها حتى يتمكن المديرين من اتخاذ القرارات في الوقت المناسب وبصورة فعالة ومراقبة التنفيذ، مما يعزز فعالية حوكمة الشركات وقيمة المنشأة. ويمكن لشبكة المديرين التنفيذيين التخفيف من قيود التمويل الخارجي التي تفرضها المؤسسات الرسمية، ومن ثم تجنب مشكلة نقص الاستثمارات. أما الحوكمة الحكومية من شأنها تقليص عدم تماثل المعلومات، نتيجة تحسين فعالية الإشراف الداخلي والخارجي على الشركات، والذي من شأنها تقييد السلوك الانتهازي للمديرين، مما أدى إلى تقييد الاستثمار المفرط من خلال توجيه التدفق النقدي الحر للمصلحة الذاتية للمديرين.

وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن شبكة المديرين التنفيذيين والحوكمة الحكومية سيؤدي إلى المزيد من الكفاءة الاستثمارية. علاوة على ذلك، فإن شبكة المديرين التنفيذيين، هو ليس فقط وسيلة فعالة لتخفيف القيود المالية، ولكن أيضا يمكن أن تحل مشكلة نقص الاستثمار. في حين أن الحوكمة الحكومية يمكن أن يوفر الحماية المؤسسية، إلا أنه سيكون أكثر ملاءمة لتقييد سلوك الاستثمار المفرط.

بينما طرحت دراسة (Lei & Chen (2019) تساؤلًا حول حدود تأثير حوكمة الشركات لشركات المجموعة (الشركات التابعة) على كفاءة القرارات الاستثمارية بالتطبيق على 9,491 مشاهدة لشركات صينية مقيدة ببورصة China Stock Market خلال الفترة من 2007 إلى 2013. وتشير النتائج إلى أن التوسع

في حدود حوكمة الشركات يمكن أن يحسّن بشكل كبير من كفاءة الاستثمار . كما أنه يمكن لزيادة الديون تعزيز الآثار الإيجابية لحدود حوكمة الشركات على كفاءة الاستثمار .

الجدول رقم (٤) خصص لعرض طرق القياس المستخدمة في الدراسات السابق عرضها للمتغيرين الأساسيين للدراسة (كفاءة القرارات الاستثمارية وحوكمة الشركات) والمتغيرات المحددة للعلاقة الواجب أخذها في الاعتبار عند بناء نموذج الدراسة التطبيقية.

الجدول رقم (٤)

متغيرات الدراسات السابقة (كفاءة القرارات الاستثمارية و حوكمة الشركات)

الدراسة	كفاءة القرارات الاستثمارية	حوكمة الشركات	المتغيرات المحددة للعلاقة
دراسة (Chen, et al. 2017) :			
Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms			
تحديد الإفراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار الفرق بين الإنفاق الاستثماري الفعلي والإنفاق الاستثماري المقدر وفقاً لنموذج Richardson (2006).	آليات حوكمة الشركات الداخلية: - هيكل الملكية ويتضمن تركيز الملكية، ملكية الإدارة، المكافآت المبنية على الحوافز (حصول المديرين التنفيذيين على اختيارات لشراء الأسهم). - مجلس الإدارة وتتضمن حجم مجلس الإدارة، الاجتماعات، استقلالية المجلس، وازدواجية وظيفة المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة. آليات حوكمة الشركات الخارجية: - ملكية المؤسسات وتتضمن سيطرة صندوق استثماري على أسهم الشركة، أو تملك أسهم الشركة لشركة تامين ومعاشات. - شهرة المراجع الخارجي (واحد من الـ Big4).	- السيطرة: ملكية الشركة للحكومة أو للقطاع الخاص.	
دراسة (Bhabra, et al. ٢٠١٨) :			
Corporate governance and the sensitivity of investments to cash flows			
مؤشر حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.	التحصين الإداري للمديرين E-Index .		

الدراسة	كفاءة القرارات الاستثمارية	حوكمة الشركات	المتغيرات المحددة للعلاقة
دراسة (Lei & Chen 2019) :			
Corporate Governance Boundary, Debt Constraint, and Investment Efficiency			
الفرق بين الإنفاق الاستثماري الفعلي والإنفاق الاستثماري المقدر وفقاً لنموذج Richardson (2006).	Corporate governance boundary، محسوبة على أساس عدد الشركات التابعة المدمجة زائد واحد.	<p>حدود حوكمة الشركات</p> <p>نسبة الديون.</p> <p>نسبة الأصول الملموسة.</p> <p>ملكية المؤسسات.</p> <p>استقلالية مجلس الإدارة.</p> <p>ملكية الدولة -state-owned enterprise</p> <p>ازدواجية وظيفة المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة.</p> <p>نسبة ملكية أكبر المساهمين.</p>	<p>نسبة الديون.</p> <p>نسبة الأصول الملموسة.</p> <p>ملكية المؤسسات.</p> <p>استقلالية مجلس الإدارة.</p> <p>ملكية الدولة -state-owned enterprise</p> <p>ازدواجية وظيفة المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة.</p> <p>نسبة ملكية أكبر المساهمين.</p>
دراسة (Jin & Yu 2018) :			
Government governance, executive networks and corporate investment efficiency			
تحديد الإفراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار بناء على الفرق بين الإنفاق الاستثماري الفعلي والإنفاق الاستثماري المقدر وفقاً لنموذج Richardson (2006).	شبكة المديرين التنفيذيين و الحوكمة الحكومية.	<p>ازدواجية وظيفة المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة.</p> <p>ملكية الإدارة.</p> <p>نسبة حصة ثاني أكبر مساهم.</p>	<p>ازدواجية وظيفة المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة.</p> <p>ملكية الإدارة.</p> <p>نسبة حصة ثاني أكبر مساهم.</p>
دراسة (Chen & Chen 2017) :			
Corporate Governance and the Investment Efficiency of Diversified Corporate Asset Buyers			
نسبة الاستثمار النسبي. القيمة المطلقة المضافة عن طريق الاستثمار الإضافي. الفرق في مجموع المبيعات المرجحة للنفقات الرأسمالية المعدلة من قبل الشركات والصناعة إلى المبيعات بين فئات ذات فرص النمو المرتفعة وذات فرص النمو المنخفضة.	<p>آليات حوكمة الشركات الداخلية:</p> <p>- هيكل الملكية (ملكية الإدارة، ملكية المؤسسات، ملكية أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، وأصحاب النسبة الكبيرة من أسهم ملكية الشركات).</p> <p>- مجلس الإدارة (حجم مجلس الإدارة، استقلالية المجلس، وازدواجية وظيفة المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، الأعضاء المشاركين في أكثر من مجلس إدارة).</p> <p>- المكافآت القائمة على الأسهم للإدارة.</p> <p>- جودة لجنة المراجعة (تكرار اجتماعات اللجنة واستقلالية لجنة المراجعة)</p> <p>آليات حوكمة الشركات الخارجية:</p> <p>- الوفاء بمتطلبات الحماية من الاستحواذ العدائي.</p>	<p>نسبة الاستثمار النسبي.</p> <p>القيمة المطلقة المضافة عن طريق الاستثمار الإضافي.</p> <p>الفرق في مجموع المبيعات المرجحة للنفقات الرأسمالية المعدلة من قبل الشركات والصناعة إلى المبيعات بين فئات ذات فرص النمو المرتفعة وذات فرص النمو المنخفضة.</p>	<p>نسبة الاستثمار النسبي.</p> <p>القيمة المطلقة المضافة عن طريق الاستثمار الإضافي.</p> <p>الفرق في مجموع المبيعات المرجحة للنفقات الرأسمالية المعدلة من قبل الشركات والصناعة إلى المبيعات بين فئات ذات فرص النمو المرتفعة وذات فرص النمو المنخفضة.</p>

(٤) تأثير القدرة الإدارية للمديرين على كفاءة القرارات الاستثمارية:

تأثير القدرة الإدارية على سياسات الشركة منذ فترة طويلة تم تجاهلها تحت افتراض أن المديرين هم كيانات متجانسة إلى حد كبير، مما يعني دورًا محدودًا لتأثير خصائص المديرين على النتائج الاقتصادية للشركات. لكن في الآونة الأخيرة فقط أثبتت عدد من الدراسات خلاف ذلك، وبأن للمديرين أهمية اقتصادية من خلال دورهم بالتأثير على خيارات شركاتهم وأدائها (Andreou, Philip, & Robejsek, 2016; Bamber, Jiang, & Wang, 2010; Chemmanur, Paeglis, & Simonyan, 2010; Choi, Han, Jung, & Kang, 2015; Demerjian, Lev, & McVay, 2013; Francis, Ren, Sun, & Qiang, 2016).

وقد طرحت دراسة (Gan (2018) تساؤلًا هل تختلف كفاءة القرارات الاستثمارية التي يتخذها المديرين التنفيذيين من ذوي القدرات الإدارية العالية بالمقارنة بنظرائهم من المديرين التنفيذيين ذوي القدرات الإدارية الأقل، وعلى وجه التحديد، هل القدرات الإدارية للمديرين التنفيذيين تحسن من الممارسات الاستثمارية من قبل المديرين سواء من خلال نقص الاستثمار أو بالإفراط في الاستثمار؟

وقدمت الدراسة الدليل العملي على أن المديرين التنفيذيين هم الأكثر قدرة على اتخاذ قرارات استثمارية أكثر كفاءة، فالمديرين التنفيذيين من ذوي القدرات الإدارية من المرجح أن يتخذوا قرارات استثمار أكثر كفاءة للشركات بسبب قدرتهم الكبيرة على توقع التغييرات في الاقتصاد الأساسي لشركاتهم، لتحديد فرص الاستثمار المواتية لدعم النمو الداخلي والخارجي لشركاتهم. وعلى وجه التحديد، يقوم المديرين التنفيذيين الموهوبون بزيادة (تخفيض) النفقات الرأسمالية، ونفقات الاستحواذ، وإجمالي الاستثمارات عندما تعمل شركاتهم في أوضاع أكثر عرضة لنقص الاستثمار (الإفراط في الاستثمار). تشير هذه النتائج إلى أن القدرة الإدارية العالية تساعد في التغلب على مصدري عدم الكفاءة في الاستثمار: الإفراط في الاستثمار والنقص في الاستثمار. كما قدمت الدراسة أدلة تطبيقية على أن المديرين التنفيذيين ذوي القدرات الأعلى يمكنهم تحسين كفاءة الاستثمار عندما يكون لدى الشركة الفرصة للنقص في الاستثمار أو الإفراط في الاستثمار.

كما خلصت الدراسة أيضاً إلى أن التأثير الإيجابي لقدرة المديرين التنفيذيين على كفاءة الاستثمار يستمر عمومًا عبر مستويات مختلفة من اختلاف الدور الرقابي لمجلس الإدارة، في حين أنه يصبح تأثيراً ضعيفاً حينما يتعرض المديرين التنفيذيين بشكل مفرط لمخاطر الأسهم. تشير النتائج بشكل عام إلى أن ارتفاع القدرة الإدارية يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية أكثر كفاءة وأن القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين تلعب دوراً هاماً في تحسين صنع القرار الاستثماري. وهذا يتماشى مع فكرة أن العوامل على المستوى الفردي تؤثر على ممارسات ونتائج الاستثمار، مما يبرز أهمية القدرة الإدارية في سياق الاستثمار المؤسسي.

وفي ذات السياق، قامت دراسة (Garcia-Sanchez and Garcia-Meca 2018) بفحص تأثير القدرة الإدارية على كفاءة الاستثمار بالتطبيق على عينة من ٢١٨٥ شركة من ٢٤ دولة خلال الفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٥. وقد خلصت الدراسة إلى أن القدرة الإدارية للمديرين واحد من المحددات الاقتصادية لكفاءة القرارات الاستثمارية فتمتع الشركات بمديرين تنفيذيين على رأس إدارتها من ذوي الخبرة والسمعة الطيبة يمنحهم القدرة على صناعة قرارات استثمارية تتسم بالكفاءة وتحد من مشكلة عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، سواء بالنقص في الاستثمار، أو بالإفراط في الاستثمار. كما أضافت الدراسة أن الشركات الواقعة في دول تتسم مجالس إدارة تلك الشركات بالكفاءة، وحماية أفضل للمستثمرين، وقوة في إنفاذ قانوني (آليات حوكمة الشركات)، تقييد حرية المديرين في اتخاذ قرارات استثمارية تتصف بعدم الكفاءة. والنتيجة السابقة تسلط الضوء على أهمية أن تدرك مجالس الإدارة أنه على الرغم من أن الوصول إلى الموارد المالية بأقل تكلفة هو عامل محدد للنجاح المالي للشركات، فإن القدرات الفردية للمديرين على رأس إدارتها أمر جوهري في اتخاذ قرارات الاستثمار تتسم بالكفاءة، والتي يجب أخذها في الاعتبار عند تعيين مديرين جدد، وتصميم خطط المكافآت. كما ألفت النتائج الضوء أيضا إلى أن الهيئات التنظيمية يجب أن تكون على دراية بأهمية حماية المستثمر، وإنفاذ القانون، وفعالية مجالس الإدارات لتحسين الاستفادة من القدرات الإدارية للمديرين، وبالتالي الكفاءة المالية للشركات.

كما أشارت النتائج أيضاً إلى أن القدرة الإدارية للمديرين يكون لها تأثير ملموس في فترات الأزمات، فالمديرون من ذوي القدرات الإدارية المميزة يساعدون شركاتهم على اتخاذ قرارات استثمارية أفضل في ظل ظروف مالية أسوأ، مما يعفيهم من مشاكل نقص الاستثمار، ويمكنهم من استغلال مواردهم المالية في المشاريع المربحة. وبشكل عام فقد خلصت الدراسة إلى أنه بتأثير العوامل السلوكية بشكل عام والقدرة الإدارية بشكل خاص لها تأثير جوهري على قرارات الشركات، ونتائج الأعمال، وكونها محددا للكفاءة الاستثمارية، وتزداد أهمية القدرة الإدارية للمديرين عندما تواجه الشركات مستويات أعلى من عدم تماثل المعلومات وظروف أقل تفضيلاً.

دراسة (Shu-Miao Lai & Chih-Liang Liu 2018) التي قامت باختبار تأثير خصائص المديرين بالإدارة العليا (TMT) (موارد الفريق الإداري، وهيكل الفريق الإداري، وسمعة الفريق الإداري) على كفاءة القرارات الاستثمارية. وافترضت الدراسة أنه كلما تحققت الخصائص السابقة يعطي ذلك مدلولاً على القدرة الإدارية للمديرين، والتي ترتبط عكسياً مع عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، سواء بالإفراط في الاستثمارات أو النقص في الاستثمارات. وقد تمت الدراسة بالتطبيق على عينة من ٢٨٦٣ مشاهدة لشركات صينية مقيدة ببورصة تايوان خلال الفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠٠٨.

وكشفت النتائج أن أربعة دلائل استخدمتها الدراسة على خصائص المديرين وهي: عدد المديرين، ونسبة عدد المديرين الحاصلين على درجة MBA، ونسبة عدد المديرين من ذوي الخبرات الإدارية السابقة، ونسبة عدد

المديرين المشاركين كأعضاء في مجالس إدارات شركات أخرى ارتبطت بشكل عكسي وجوهري مع عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، سواء بالإفراط في الاستثمارات أو النقص في الاستثمارات. وهي النتيجة التي تعكس أنه كلما كان الفريق الإداري المكون للإدارة العليا يتألف من مديرين ذوي سمعة إدارية طيبة يعطي للأطراف الخارجية إشارات إيجابية حول مصداقية المنافع المستقبلية من الاستثمارات، مما يخفف من مشكلة عدم تماثل المعلومات، ونقص الاستثمارات الناتج عن عدم توافر فرص التمويل، وهذا بخلاف قدراتهم على اختيار وتنفيذ المشروعات الاستثمارية ذات القيمة الحالية الموجبة.

كما أضافت نتائج الدراسة أن وجود علاقة عكسية بين جودة التقارير المالية وعدم كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات التي تتمتع المديرين على رأس إدارتها يتوافر فيهم الخصائص السابقة، مما يعكس أهمية خصائص المديرين في العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية للشركات.

وقد طرحت دراسة **Khurana, et al. (2018)** تساؤلاً حول دور القدرة الإدارية للمديرين على العلاقة بين زيادة مستويات تجنب الضرائب وكفاءة قرارات الاستثمار. فالتجنب الضريبي يمثل أكثر من مجرد نقل الموارد إلى الدولة وتخفيض تحويلات الثروة للدولة، فتمتد إلى تمكين الشركات للحفاظ على موارد أكبر وزيادة قيمة المساهمين. فالأموال المولدة من خلال أنشطة تجنب الضرائب هي مصدر هام لرأس المال، خاصة بالنسبة للشركات ذات القيود المالية.

وقد طرحت الدراسة تساؤلاً حول هل المديرين من ذوي القدرات الادارية قادرة على استخدام العائدات من أنشطة التجنب الضرائب في استثمارات تتسم بالكفاءة ومن ثم يولد الثروة لمساهمي الشركة أو على النقيض ينتج عن تفاقم في مشكلة الوكالة. وقد تمت الدراسة بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من ١٩٩٤ الى ٢٠١٥ والتي خلصت الى أن زيادة الموارد نتيجة التجنب الضريبي وارتفاع القدرة الإدارية يعزز من كفاءة الاستثمارات، في حين أن انخفاض القدرة الإدارية للمديرين يؤدي إلى تفاقم مشكلة عدم كفاءة الاستثمار. الا أنه إذا كانت تتوقف المنافع التي تجنيها الشركات من التجنب الضريبي على القدرات الإدارية للمديرين الا انها ترتبط أيضاً بقوة آليات حوكمة الشركات المطبقة. وعلى النقيض فضعف آليات حوكمة الشركات المطبقة وعدم تمتع المديرين بالقدرات الإدارية المناسبة لا يعظم من ثروة المساهمين بل يفاقم مشكلات الوكالة بسبب استغلال تلك الوفورات في تحقيق مصالح شخصية.

وعلى النقيض من النتائج السابقة جاءت دراسة **Habib & Hasan (2017)** لاختبار تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على كفاءة الاستثمار على مستوى الشركة، وكيف يؤثر ذلك على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل. فقد خلصت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي جوهري للقدرة الإدارية على ميل الشركات للإفراط في الاستثمار قد يبالغ المديرون الأكثر كفاءة في تعزيز مهنتهم الشخصية، وفي القيام بذلك، اتخاذ إجراءات قد تؤدي إلى تفاقم تكاليف الوكالة. كما أشارت الدراسة إلى أن الاستثمارات التي لا تتسم بالكفاءة

تزيد من خطر الانهيار في السعر السوقي للسهم، وهو أكثر وضوحاً بالنسبة للمديرين الأكثر قدرة. وأخيراً خلصت الدراسة إلى أن العلاقة بين كفاءة الاستثمار ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل تتوقف على القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، حيث تشير النتائج إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم بالنسبة للشركات ذات المديرين الأكثر قدرة بشكل رئيسي يمكن إرجاعه لعدم كفاءة الاستثمارات التي تتبناها الإدارة بسبب الإفراط في الاستثمار في مشاريع ذات قيمة حالية سالبة.

الجدول رقم (٥) خصص لعرض طرق القياس المستخدمة في الدراسات السابقة عرضها للمتغيرين الأساسيين للدراسة (كفاءة القرارات الاستثمارية، والقدرة الإدارية للمديرين) والمتغيرات المحددة للعلاقة الواجب أخذها في الاعتبار عند بناء نموذج الدراسة التطبيقية.

الجدول رقم (٥)

متغيرات الدراسات السابقة (كفاءة القرارات الاستثمارية والقدرة الإدارية للمديرين)

الدراسة	كفاءة القرارات الاستثمارية	القدرة الإدارية للمديرين	المتغيرات المحددة للعلاقة
دراسة (Khurana et al. 2018): Tax Avoidance, Managerial Ability, and Investment Efficiency			
تحديد الإفراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار بناء على الفرق بين الإنفاق الاستثماري الفعلي والإنفاق الاستثماري المقدر وفقاً لنموذج (Richardson 2006).	مؤشر القدرة الإدارية للمديرين طبقاً لـ (Demerjian, et al. 2012).	التجنب الضريبي Tax Avoidance: الفروق الضريبية (BTD). الفروق الضريبية الدائمة الاختيارية (DTAX). المحميات الضريبية corporate tax shelter - حوكمة الشركات: (١) التحصين الإداري management entrenchment، والتي تم التعبير عنها من خلال المؤشر (EINDEX). (٢) الوفاء بمتطلبات الحماية من الاستحواذ العدائي، والتي تم التعبير عنها من خلال المؤشر (GINDEX). (٣) إصدار أسهم ذات الفئة المزدوجة.	
دراسة (Shu-Miao Lai & Chih-Liang Liu 2017): Management characteristics and corporate investment efficiency			
الانحراف عن مقدار الاستثمار المتوقع طبقاً لنموذج (Biddle, et al. 2009).	خصائص المديرين بالإدارة العليا (TMTs): (موارد الفريق الإداري، وهيكل الفريق الإداري، وسمعة الفريق الإداري).	- حوكمة الشركات: وعبر عنها بجودة مجلس الإدارة من حيث استقلالية مجلس الإدارة ووجود أعضاء يمتلكون الخبرة المالية. - جودة التقارير المالية (FRQ) والتي عبر عنها باستخدام المستحقات الاختيارية.	

الدراسة	كفاءة القرارات الاستثمارية	القدرة الإدارية للمديرين	المتغيرات المحددة للعلاقة
دراسة (Gan 2018):			
Does CEO managerial ability matter? Evidence from corporate investment efficiency			
<p>قسمت عينة الدراسة إلى مجموعتين: مجموعة الشركات التي من المحتمل أن تكون قد مارست الإفراط في الاستثمار، وأما المجموعة الثانية فتتألف من الشركات التي من المحتمل أن تكون قد مارست النقص في الاستثمار، وذلك طبقاً للمؤشر <i>Over</i> المكون من نسبة الأرصدة النقدية والرافعة المالية على النحو الذي قدمه (Biddle, et al. 2009).</p> <p>استخدمت الدراسة في التحليلات الإضافية مقياس آخر للكفاءة هو تحديد المستويات غير العادية للاستثمار <i>abnormal investment levels</i> طبقاً للمنهجية التي قدمها (Biddle, et al. 2009).</p>	<p>مؤشر القدرة الإدارية للمديرين طبقاً لـ (Demerjian, et al. 2012)</p>	<p>- جودة التقارير المالية (AQ) والتي عبر عنها باستخدام المستحقات الاختيارية غير العادية طبقاً للنموذج <i>modified Jones model</i>.</p> <p>- التحصين الإداري <i>management entrenchment</i> والتي تم التعبير عنها من خلال المؤشر (EINDEX) المصمم من قبل (Bebchuk, et al. 2009)</p>	
دراسة (Garcia-Sanchez & Garcia-Meca 2018):			
Do talented managers invest more efficiently? The moderating role of corporate governance mechanisms			
<p>تحديد حالات الإفراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار، والكفاءة في الاستثمار طبقاً لنموذج (Biddle, et al. 2009).</p>	<p>مؤشر القدرة الإدارية للمديرين طبقاً لـ (Demerjian, et al. 2012)</p>	<p>- آليات حوكمة الشركات والتي قسمت إلى مجموعتين: آليات حوكمة الشركات الداخلية ممثلة في كفاءة مجلس الإدارة <i>Board effectiveness</i>، وآليات حوكمة الشركات الخارجية ممثلة في الالتزام بمتطلبات حماية حقوق المستثمرين <i>Investor Protection</i> (حقوق الأقلية وحقوق الدائنين) والالتزام القانوني <i>legal enforcement</i>.</p> <p>- جودة التقارير المالية (FRQ) والتي عبر عنها باستخدام الإيرادات الاختيارية <i>discretionary revenues</i> كمؤشر على إدارة الأرباح وفقاً لنموذج (McNichols and Stubben 2008).</p>	

الدراسة	كفاءة القرارات الاستثمارية	القدرة الإدارية للمديرين	المتغيرات المحددة للعلاقة
دراسة (Habib & Hasan 2017):			
Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk			
الانحراف عن مقدار الاستثمار المتوقع طبقاً لنموذج (Biddle, et al. 2009).	مؤشر القدرة الإدارية للمديرين طبقاً لـ (Demerjian, et al. 2012).	مخاطر الانهيار في السعر السوقي للسهم Stock price crash risk: -فروق التقدير لعوائد الأسهم الأسبوعية المقدرة وفقاً لنموذج السوق. - اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري لعوائد الأسهم الأسبوعية مرفوعة لاس الثالث. جودة التقارير المالية والتي عبر عنها باستخدام المستحقات غير العادية وفقاً لنموذج (Kothari, et al. 2005).	

ثانياً: فروض البحث

يمكن لجودة التقارير المالية أن تعزز من كفاءة القرارات الاستثمارية عن طريق التخفيف من مشكلة عدم تماثل المعلومات والتي تسبب الاحتكاكات السوقية، مثل المخاطر الأخلاقية والاختيار العكسي. فعلى سبيل المثال: يتم استخدام معلومات التقارير المالية من قبل المساهمين لمراقبة المديرين، وتشكل مصدراً هاماً للمعلومات الخاصة بالشركة بالنسبة للمستثمرين. فإذا كانت التقارير المالية عالية الجودة تزيد من قدرة المساهمين على مراقبة أنشطة الإدارة الاستثمارية، ومن ثم من المتوقع أن تحسن جودة التقارير المالية قد يحد من الخطر الأخلاقي للمديرين، والذي قد ينعكس بالإيجاب على كفاءة القرارات الاستثمارية.

ويمكن أن يؤدي وجود عدم التماثل في المعلومات بين الشركة والمستثمرين إلى وجود عدم التماثل في المعلومات بين الشركة والمستثمرين إلى قيام المستثمرين بتخفيض سعر السهم وزيادة تكلفة رأس المال؛ لأن المستثمرين قد يشكلون انطباعات سلبية عن الشركات التي تجمع الأموال. وبالتالي فإن تحسين جودة التقارير المالية قد يحسن من كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال خفض تكاليف التمويل الخارجي، وبالتالي فإن إمكانية رفع جودة التقارير المالية قد تحسن كفاءة القرارات الاستثمارية، نتيجة تخفيض مشكلة الاختيار العكسي. فالشركات التي لديها تقارير مالية أعلى في الجودة يكون لديها مرونة أكبر في إصدار رأس المال، حيث أن جودة التقارير المالية قد تقلل من تكاليف الاختيار العكسي نتيجة تخفيض تكلفة الحصول على الأموال الناتج عن سوء التسعير الناتج عن عدم تماثل المعلومات المتاحة لكل المستثمرين.

وفي ضوء ما سبق، يمكن للباحث استخلاص فرض البحث الأول والثاني والثالث، والتي يمكن استخلاصهم من مراجعة الأدبيات وصياغتها في صيغتها البديلة على النحو التالي:

الفرض الأول (H₁): جودة التقارير المالية تؤثر بشكل سلبي على كفاءة القرارات الاستثمارية.

الفرض الثاني (H₂): جودة التقارير المالية تؤثر بشكل سلبي على الإفراط في الاستثمارات.

الفرض الثالث (H₃): جودة التقارير المالية تؤثر بشكل سلبي على نقص الاستثمارات.

تبنى الشركات لآليات حوكمة عالية الجودة يفعل آليات الرقابة والإشراف على أداء المديرين وقرارتهم بصفة عامة وقرارات الاستثمار الخاصة بالشركات وفي سبيل رغبة المديرين في الحفاظ على سمعتهم المهنية، وتجنب المسؤولية القانونية يتفادى المديرون اتخاذ قرارات استثمارية تتسم بعدم الكفاءة سواء الناتج عن الإفراط في الاستثمار أو نقص الاستثمارات، خاصة الشركات التي تواجه صعوبات مالية-Shu-Miao and Chih (2018). كما أن هذا الدور الإشرافي الذي قد يمنع الإدارة من الانخراط في الممارسات الشخصية بغرض بناء "إمبراطورية"، والحد من التوجه نحو الاستثمارات غير الحكيمة، وتحسين قدرة المستثمرين على مراقبة كفاءة قرارات الاستثمار Biddle et al. (2009).

في ضوء ما سبق، يمكن للباحث استخلاص **فرض البحث الرابع والخامس والسادس**، والتي يمكن استخلاصهم من مراجعة الأدبيات وصياغتها في صيغتها البديلة على النحو التالي:

الفرض الرابع (H₄): حوكمة الشركات تؤثر بشكل سلبي على كفاءة القرارات الاستثمارية.

الفرض الخامس (H₅): حوكمة الشركات تؤثر بشكل سلبي على الإفراط في الاستثمارات.

الفرض السادس (H₆): حوكمة الشركات تؤثر بشكل سلبي على نقص الاستثمارات.

وفقاً لنظرية الصفوف العليا **Upper echelons theory** فإن **شخصية المديرين وخبراتهم ومهاراتهم** تؤثر على كيفية مواجهتهم للمشاكل والحالات المختلفة أما نظرية الموارد **Resources Theory** تنظر للقدرة الإدارية للمديرين على أنها مورد ذات أهمية تصيف الى المزايا التنافسية للشركات Garcia-Sanchez and Garcia-Meca (2018). ومن ثم فمن المتوقع وجود تأثير للخصائص الإدارية للمديرين **managerial characteristics** -مثل الخبرة، والمهارات الإدارية، ونمط الإدارة -على نواتج الأعمال Ge, (Matsumoto, & Zhang, 2011; Hambrick, 2007).

ويمكن تفسير تأثير القدرة الإدارية للمديرين على كفاءة القرارات الاستثمارية من وجهتان نظر، الأولى: أن المديرين ذوي القدرات الإدارية العالية يكونون الأقل احتمالاً من نظرائهم الأقل في القدرات الإدارية بالتورط في تسويق توقعات غير واقعية حول الاستثمارات المستقبلية. لذلك قد يكون المديرون الموهوبون أكثر قدرة على اختيار المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية الإيجابية لشركاتهم. وتتطلب **كفاءة القرار الاستثماري** دراية كافية من قبل المديرين بالمحركات الرئيسية للنمو المستقبلي، والقدرة على صياغة وتقييم دقيق للمكاسب المستقبلية.

وبالتالي يمكن للمديرين من ذوي القدرات الإدارية استغلال معرفتهم وخبرتهم في إجراء تقييمات أفضل للاستثمارات القائمة والمستقبلية (Efficient contracting hypothesis) (Habib & Hasan (2017)). أما وجهة النظر الثانية: أن المديرين ذوي القدرات الإدارية في سعيهم لتعظيم مصالحهم الشخصية، وفي ظل الاختلال بين دوافع الموكل والوكيل قد يستثمرون مهاراتهم العالية باتخاذ بعض القرارات الاستثمارية في مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة، والتي قد تعرض عوائد المساهمين للخطر، وتعظم مصالحهم الشخصية، وتحقيق مزايا خاصة للمديرين، مثل زيادة قيمة التعويضات المبنية على الأسهم، وتوجيه الانتباه إلى أدائهم في سوق العمل (Rent extraction hypothesis) (Habib & Hasan (2017)). في ضوء ما سبق، يمكن للباحث استخلاص فرض البحث السابع، والثامن، والتاسع، والتي يمكن استخلاصهم من مراجعة الأدبيات وصياغتها في صيغتها البديلة على النحو التالي:

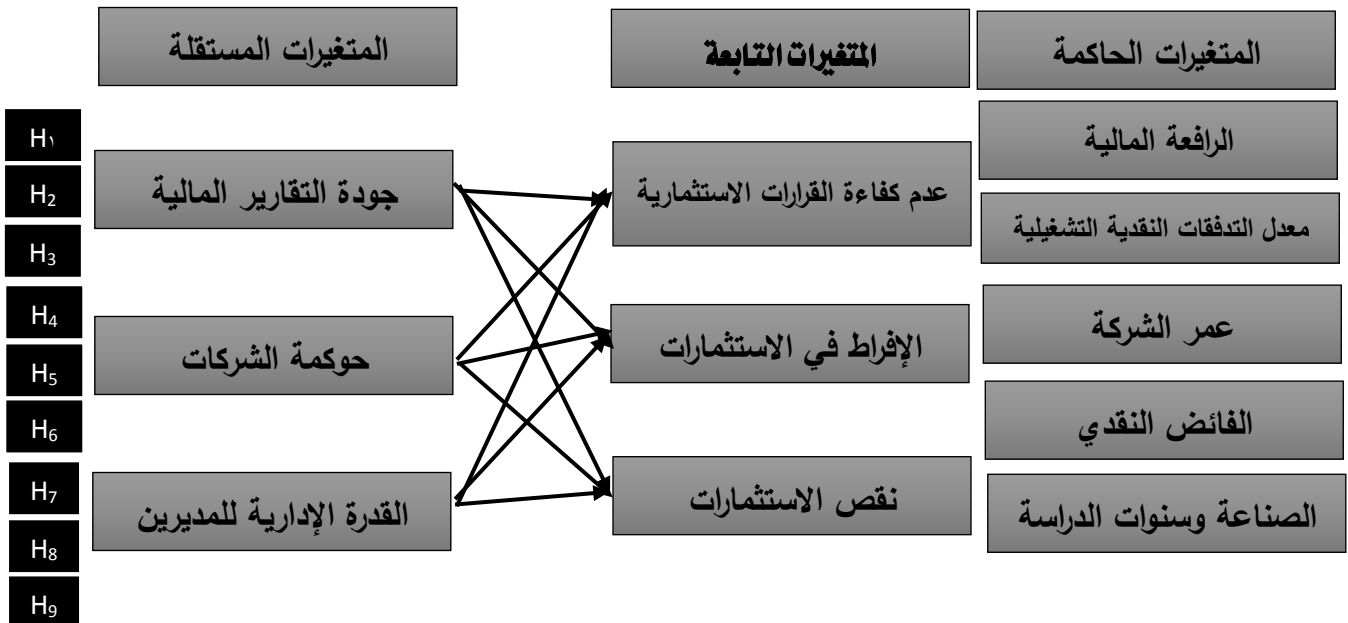
الفرض السابع (H₇): القدرة الإدارية للمديرين تؤثر بشكل سلبي على كفاءة القرارات الاستثمارية.
 الفرض الثامن (H₈): القدرة الإدارية للمديرين تؤثر بشكل سلبي على الإفراط في الاستثمارات.
 الفرض التاسع (H₉): القدرة الإدارية للمديرين تؤثر بشكل سلبي على نقص الاستثمارات.

ثالثاً: منهج البحث

في ضوء الدراسات السابقة يمكن للباحث عرض فروض ومتغيرات الدراسة المستهدف اختبارها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (١)

فروض ومتغيرات الدراسة



ويعرض الباحث في الجزء التالي متغيرات الدراسة، وطرق قياسها:

المتغير المستقل - جودة التقارير المالية (FRQ):

استخدم الباحث للتعبير عن جودة التقارير المالية بالقيمة المطلقة للمستحقات التشغيلية (الاختيارية)، والتي تم حسابها وفقاً لنموذج (Jones 1991) **modified cross-sectional Jones model** على النحو التالي:

(1) تحديد المستحقات الكلية Total Accruals:

يحدد إجمالي المستحقات بالفرق بين صافي الأرباح قبل البنود غير العادية والعمليات المتوقعة **EBXI** للشركة i في الفترة t وصافي التدفقات النقدية التشغيلية **CFO** للشركة i في الفترة t إلى إجمالي الأصول في نهاية السنة السابقة $(t-1)$.

$$TA_{it} / Assets_{it-1} = (EBXI_{it} - CFO_{it}) / Assets_{it-1} \quad (5)$$

(2) تقدير المستحقات العادية أو غير الاختيارية Nondiscretionary or Normal Accruals:

(NA)

ويقصد بالمستحقات غير الاختيارية التعديلات على التدفقات النقدية للشركة، والمفروضة بواسطة المعايير المحاسبية. أي أنه عبارة عن استخدام أساس الاستحقاق بشكل طبيعي لمقابلة الإيرادات والمصروفات التي تخص الفترة دون محاولة الإدارة استخدام حكمها الشخصي في تطبيق هذا الأساس لتحقيق منفعة خاصة، وتم تقدير معاملات الانحدار خلال علاقة انحدار خطي (لكل قطاع - ولكل سنة) بين إجمالي المستحقات TA_{it} منسوبة إلى إجمالي الأصول في بداية السنة $Assets_{it-1}$ والتغير في الإيرادات والذي يمثل الفرق بين الإيرادات (صافي المبيعات) في نهاية السنة t والإيرادات (صافي المبيعات) في نهاية السنة $t-1$. ΔREV_{it} منسوبة إلى إجمالي الأصول في بداية السنة $Assets_{it-1}$ وإجمالي الآلات والمعدات والممتلكات PPE_{it} للشركة i خلال الفترة t منسوبة إلى إجمالي الأصول في بداية السنة $Assets_{it-1}$.

$$\frac{TA_{it}}{Assets_{it-1}} = \beta_1 \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta Rev_{it}}{Assets_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{it}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

ثم تستخدم معاملات الانحدار $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ لتقدير المستحقات غير الاختيارية NA لكل شركة باستخدام المعادلة التالية:

$$NA_{it} = \hat{\beta}_1 \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + \hat{\beta}_2 \frac{(\Delta Rev_{it} - \Delta AR_{it})}{Assets_{i,t-1}} + \hat{\beta}_3 \frac{PPE_{it}}{Assets_{i,t-1}} \quad (7)$$

حيث أن: ΔAR_{it} التغير في رصيد حسابات العملاء للشركة خلال الفترة t و NA_{it} المستحقات العادية أو غير الاختيارية للشركة خلال الفترة t . ويلاحظ هنا أن المنهجية السابقة اعتمدت عند تقدير معاملات الانحدار الخاصة بالصناعة على استخدام التغير في الإيرادات المعترف بها، على افتراض ضمني أنه لا توجد خيارات تقديرية فيما يتعلق بالاعتراف بالإيرادات. بينما عند تقدير المستحقات العادية لكل شركة تم تعديل الإيرادات بمقدار التغير في حسابات العملاء لضمان إدراج أي تأثير للتدخلات من جانب الإدارة في الإيرادات من خلال سياسة التحصيل والبيع الآجل.

(٣) تقدير القيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية (DA) Discretionary Accruals:

ويقصد بالمستحقات الاختيارية التعديلات على التدفقات النقدية للشركة، والتي تقوم بها الإدارة بناءً على حكمها الشخصي تحقيقاً لمنفعة خاصة. ويتم ذلك من خلال التحكم في توقيت الاعتراف بالإيرادات والمصروفات، إلى جانب تحكم الإدارة في إعداد بعض التقديرات المحاسبية. ويمكن تقدير القيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية DA من خلال الفرق بين كل من المستحقات الكلية TA_{it} والمستحقات غير الاختيارية NA_{it} كالتالي:

$$DA_{it} = ((TA_{it} / Asset_{it-1}) - NA_{it}) * -1 \quad (8)$$

المتغير المستقل - حوكمة الشركات (G-index):

وللتعبير عن حوكمة الشركات فقد عبر عنها الباحث من خلال اقتراح مؤشر للحوكمة يقيس مدى التزام الشركات بآليات حوكمة الشركات (ينصب المؤشر على كفاء مجلس الإدارة ولجنة المراجعة التابعة للمجلس)، وذلك على النحو التالي:

الجدول رقم (٦)

مؤشر الحوكمة G-index

الوزن في حالة عدم الالتزام	الوزن في حالة الالتزام	خصائص حوكمة الشركات محل الدراسة
٠	١	الفصل بين وظيفة العضو المنتدب ورئيس مجلس الإدارة.
٠	١	أكثر من ٥٠% من الأعضاء في مجلس الإدارة من خارج الإدارة.
٠	١	وجود أعضاء في مجلس الإدارة من ذوي الخبرة المالية بحد أدنى (عضو).
٠	١	وجود لجنة مراجعة داخلية.
٠	١	استقلالية لجنة المراجعة الداخلية
٠	١	تكرار اجتماعات لجنة المراجعة الداخلية بحد أدنى (٤ اجتماعات).
٠	١	وجود أعضاء في لجنة مراجعة الداخلية من ذوي الخبرة المالية بحد أدنى (عضو).

وجود دليل لعمل لجنة المراجعة الداخلية.	١	٠
المراجع الخارجي أحد مكاتب المراجعة من الـ Big 4	١	٠
وجود لجنة لإدارة المخاطر.	١	٠
المجموع	١٠ الاقصى	٠ الأدنى
نسبة التزام الشركة (%)	(مجموع ما حصلت عليه الشركة ÷ 10) X 100	

المتغير المستقل - القدرة الإدارية للمديرين (DEAscore):

الاعتقاد بأن تأثير السمات الخاصة بالمديرين على نتائج الأعمال على مستوى الشركة يكون محدوداً بسبب القيود التنظيمية والبيئية، والتي من شأنها تقييد الخيارات الإدارية قد تعرض للعديد من الانتقادات، فقد سلطت الأدبيات الضوء على أهمية السمات الخاصة للمديرين، بما في ذلك السمعة الإدارية (Francis et al., 2008)، والسلطة (Pathan, 2009)، والثقة المفرطة (Schrand and Zechman, 2012)، والقدرة الإدارية (Demerjian et al., 2012, Baik et al., 2011; Demerjian et al., 2017) على نتائج الشركات المختلفة.

وقد استخدم الباحث مؤشر القدرة الإدارية (DEA score) الذي قدمه (Demerjian, et al. (2012) لقياس القدرة الإدارية للمديرين على مرحلتين، المرحلة الأولى: باستخدام تحليل مغلف البيانات Data Envelopment Analysis (DEA)* يتم تقييم الكفاءة الكلية للشركة للعلاقة بين المدخلات إلى مخرجات لكل شركة في كل صناعة وبشكل سنوي من خلال المعادلة رقم (9) التالية:

$$\max \theta = \frac{\text{Sales}}{v_1 \text{COGS} + v_2 \text{SG\&A} + v_3 \text{PPE}} \quad (9)$$

المخرجات في المعادلة رقم (9) هي الإيرادات أو المبيعات Sales، أما المدخلات هي تكلفة السلع المباعة COGS، والمصروفات البيعية والإدارية SG&A، وصافي القيمة الدفترية للممتلكات والمعدات والآلات PPE. المرحلة الثانية: لاحتساب مؤشر القدرة الإدارية (DEA score) وفقاً لـ Demerjian, et al. (2012) يتم استبعاد تأثير بعض الخصائص الشركة المؤثرة على درجة الكفاءة الكلية وتحديد مؤشر القدرة الإدارية باستخدام Tobit Regression* على النحو الموضح بالمعادلة رقم (10):

* للمزيد من التفاصيل حول تحليل مغلف البيانات (DEA) Data Envelopment Analysis يمكن الرجوع إلى: - Laguna, M & Marklund, J. (2013). Business process modeling, simulation and design. CRC Press.

* استعان الباحث بالحزمة الإحصائية Eviews لإجراء تحليل الانحدار Tobit Regression.

$$\begin{aligned}
\text{Firm Efficiency} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ln}(\text{Total Assets}) + \beta_2 \text{MarketShare} \\
& + \beta_3 \text{PositiveFreeCashFlow} + \beta_4 \text{Ln}(\text{Age}) \\
& + \beta_5 \text{ForeignCurrencyIndicator} + \text{Year Indicators} + \epsilon
\end{aligned}
\tag{10}$$

حيث أن Firm Efficiency الكفاءة الكلية للشركة، Ln(Total Assets) لوغاريتم إجمالي الأصول، MarketShare والنصيب السوقي للشركة معبراً عنها بنسبة مبيعات الشركة إلى إجمالي مبيعات الصناعة، PositiveFreeCashFlow التدفقات النقدية الحرة الموجبة من خلال متغير وهمي يأخذ القيمة واحد إذا كانت أشاره التدفقات النقدية الحرة موجبة، وصفر إذا كانت إشاره التدفقات النقدية الحرة سالبة، Ln(Age) لوغاريتم عمر الشركة، ForeignCurrencyIndicator متغير وهمي يأخذ القيمة واحد إذا حققت أرباح الشركة من العملات الأجنبية، وغير ذلك يأخذ القيمة صفر، Year Indicators متغير وهمي للسنة لكل شركة. بواقي Residual علاقة الانحدار السابقة إلى القدرة الإدارية للمديرين، وتشكل مؤشراً للقدرة الإدارية (DEA score) الذي قدمه (Demerjian, et al. (2012).

المتغير التابع – كفاءة القرارات الاستثمارية (InvEff, OverInv, UnderInv):

استخدم الباحث للاستدلال على كفاءة القرارات الاستثمارية بالمنهجية التي قدمها Biddle et al. (2009) واستخدمت في العديد من الدراسات (Richaerdson, 2006; Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011)، والتي تقوم على قياس كفاءة القرارات الاستثمارية بالفرق بين القيمة المقدرة لقيمة الاستثمارات المتوقعة على مستوى كل شركة، والقيمة الفعلية للاستثمارات لكل سنة، وذلك على النحو التالي:

(١) تقدير الاستثمار المتوقع:

الخطوة الأولى لتطبيق المنهجية التي اقترحها Biddle et al. (2009) هو تقدير المستوى الأمثل للنفقات الاستثمارية، وقد افترض في ذلك كما سبق للباحث الإشارة أن النفقات الاستثمارية هي دالة لفرص النمو المستقبلي معبراً عنها بمعدل النمو في الإيرادات الأساسية للشركة، مع الأخذ في الاعتبار عدداً من المتغيرات المستقلة المؤثرة على الإنفاق الاستثماري، مثل: الرافعة المالية، ومعدل النقدية المحتفظ بها، وعمر الشركة، والعوائد السوقية والتي تأخيرها (إبطاؤها) لفترة واحدة من أجل تجنب وجود أي تحيز محتمل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. بالإضافة إلى إدخال الأثر الثابت **Fixed Effects** للقطاع (الصناعة)، والسنوات ضمن متغيرات النموذج المستقلة. على أن يتم تقدير المستوى الأمثل للنفقات الاستثمارية وفقاً للنموذج التالي للقطاع العرضي ولكل سنة:

$$I_t = \alpha + \beta_1 \text{Growth}_{t-1} + \beta_2 \text{LEV}_{t-1} + \beta_3 \text{Cash}_{t-1} + \beta_4 \text{Age}_{t-1} + \beta_5 \text{Size}_{t-1} \quad (11)$$

$$+ \beta_6 \text{Returns}_{t-1} + \beta_7 I_{t-1} + \sum \gamma_k \text{Year} + \sum \gamma_j \text{Industry} + \varepsilon$$

حيث أن I_t تعبر عن النفقات الاستثمارية وهي عبارة عن مجموع النفقات على الأصول الثابتة، الاستثمارات طويلة الأجل، والأصول غير الملموسة منسوبة إلى إجمالي الأصول في بداية الفترة، أما Growth_{t-1} يعبر عن معدل النمو في الإيرادات الأساسية، وهي عبارة عن التغير في صافي المبيعات خلال الفترة منسوبة إلى صافي المبيعات في بداية الفترة، LEV_{t-1} ويعبر عن نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول في بداية الفترة، Cash_{t-1} يعبر عن رصيد النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول في بداية الفترة، Age_{t-1} يعبر عن اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات من تاريخ قيد الشركة ببورصة الأوراق المالية المصرية، Size_{t-1} يعبر عن حجم الشركة معبراً عنها باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في بداية الفترة، Returns_{t-1} يعبر عن عوائد الأسهم معبراً عنها بالتغير في القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة، I_{t-1} النفقات الاستثمارية في بداية الفترة، Year و Industry متغيران وهميان للسنة والصناعة على التوالي بغرض إدخال دخال تأثير الأثار الثابتة Fixed Effects في النموذج.

(٢) الانحراف عن مقدار الاستثمار المتوقع (InvEff):

الأصل أنه في ظل كفاءة القرارات الاستثمارية فإن الانحراف عن القيمة المقدرة للنفقات الاستثمارية المعبر عنها ببواقي النموذج (Residuals) تساوى صفر. لذلك استخدم الباحث القيمة المطلقة للفرق بين المستوى الأمثل للنفقات الاستثمارية المقدرة وفقاً للنموذج، و القيمة الفعلية للنفقات الاستثمارية أو ما يعرف أحصائياً ببواقي النموذج (ε) للتعبير عن كفاءة القرارات الاستثمارية (InvEff). وكلما ارتفع انحراف القيمة الفعلية للنفقات الاستثمارية عن المستوى الأمثل للنفقات الاستثمارية (InvEff) يعد ذلك مؤشراً على انخفاض كفاءة القرارات الاستثمارية.

(٣) تحديد الإفراط في الاستثمار والنقص في الاستثمار (OverInv, UnderInv):

بالعودة مرة أخرى للفرق بين المستوى الأمثل للنفقات الاستثمارية المقدرة وفقاً للنموذج والقيمة الفعلية للنفقات الاستثمارية، فإن الفروق الموجبة يمكن استخدامها للاستدلال على الإفراط في الاستثمار (OverInv)، أما الفروق السالبة يستدل بها على النقص في الاستثمار (لأغراض التحليل استخدم الباحث القيم المطلقة للفروق السالبة بضربها في سالب واحد) (UnderInv).

المتغيرات الحاكمة:

يستخدم اصطلاح المتغيرات الحاكمة (العرضية) للإشارة إلى المتغيرات المستقلة غير المرتبطة بأهداف الدراسة، وفي نفس الوقت يكون لها تأثير على المتغيرات التابعة التي تنطوي عليها الدراسة. ويرى الباحث أن من العوامل الهامة التي قد تؤثر على نتائج الدراسة هي خصائص الشركات في عينة الدراسة Firm-Specific Characteristics، لذا فقد حدد الباحث المتغيرات الحاكمة التالية، وطريقة قياسها:

- الرافعة المالية (Debt): نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول.
- معدل التدفقات النقدية التشغيلية (OCF): التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول أول الفترة.
- عمر الشركة (Age): اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات من تاريخ قيد الشركة ببورصة الأوراق المالية المصرية.
- الفائض النقدي (SLACK): نسبة النقدية مضافاً إليها الاستثمارات طويلة الأجل إلى صافي قيمة الممتلكات والآلات والمعدات.
- الصناعة (Industry): متغير وهمي يأخذ القيمة واحد إذا كانت الشركة تنتمي إلى القطاع الصناعي وصفر إذا كانت غير ذلك.
- السنوات (Years): سنوات الدراسة.

وحتى يتمكن الباحث من اختبار فروض الدراسة السابق عرضها، يعرض الباحث نماذج الدراسة الثلاثة محل الاختبار في الدراسة التطبيقية، والتي تم تأخير (إبطاء Lagging) متغيراتها المستقلة لفترة واحدة من أجل تجنب وجود أي تحيز محتمل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وذلك على النحو التالي:

النموذج الأول: العلاقة بين محددات كفاءة القرارات الاستثمارية (جودة التقارير المالية - حوكمة الشركات - خصائص المديرين) وكفاءة القرارات الاستثمارية:

$$\text{InvEff}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{FRQ}_{it-1} + \beta_2 \text{G-index}_{it-1} + \beta_3 \text{DEAScore}_{it-1} + \beta_4 \text{FRQ} * \text{G-index}_{it-1} + \beta_5 \text{Debt}_{it-1} + \beta_6 \text{FRQ} * \text{Debt}_{it-1} + \beta_7 \text{OCF}_{it-1} + \beta_8 \text{Age}_{it-1} + \beta_9 \text{SLACK}_{it-1} + \text{Industry} + \text{Years} + \varepsilon \quad (12)$$

النموذج الثاني: العلاقة بين محددات كفاءة القرارات الاستثمارية (جودة التقارير المالية - حوكمة الشركات - خصائص المديرين) والإفراط الاستثماري:

$$\text{OverInv}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{FRQ}_{it-1} + \beta_2 \text{G-index}_{it-1} + \beta_3 \text{DEAScore}_{it-1} + \beta_4 \text{FRQ} * \text{G-index}_{it-1} + \beta_5 \text{Debt}_{it-1} + \beta_6 \text{FRQ} * \text{Debt}_{it-1} + \beta_7 \text{OCF}_{it-1} + \beta_8 \text{Age}_{it-1} + \beta_9 \text{SLACK}_{it-1} + \text{Industry} + \text{Years} + \varepsilon \quad (13)$$

النموذج الثالث: العلاقة بين محددات كفاءة القرارات الاستثمارية (جودة التقارير المالية - حوكمة الشركات - خصائص المديرين) والنقص الاستثماري:

$$\text{UnderInv}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{FRQ}_{it-1} + \beta_2 \text{G-index}_{it-1} + \beta_3 \text{DEAScore}_{it-1} + \beta_4 \text{FRQ} * \text{G-index}_{it-1} + \beta_5 \text{Debt}_{it-1} + \beta_6 \text{FRQ} * \text{Debt}_{it-1} + \beta_7 \text{OCF}_{it-1} + \beta_8 \text{Age}_{it-1} + \beta_9 \text{SLACK}_{it-1} + \text{Industry} + \text{Years} + \varepsilon \quad (14)$$

الجدول التالي يتضمن تعريف المتغيرات المستخدمة:

الجدول رقم (٧) توصيف متغيرات الدراسة

المتغير	تعريف المتغير
المتغيرات التابعة:	
InvEff	عدم كفاءة القرارات الاستثمارية معبراً عنها بالقيمة المطلقة للفرق بين المستوى الأمثل للنفقات الاستثمارية المقدرة وفقاً لنموذج (Biddle et al. (2009) والقيمة الفعلية للنفقات الاستثمارية.
OverInv	الإفراط الاستثماري معبراً عنها بالفروق الموجبة بين المستوى الأمثل للنفقات الاستثمارية المقدرة وفقاً لنموذج (Biddle et al. (2009) والقيمة الفعلية للنفقات الاستثمارية.
UnderInv	النقص الاستثماري معبراً عنها بالقيمة المطلقة للفرق السالبة بين المستوى الأمثل للنفقات الاستثمارية المقدرة وفقاً لنموذج (Biddle et al. (2009) والقيمة الفعلية للنفقات الاستثمارية.
المتغيرات المستقلة:	
FRQ	جودة التقارير المالية معبراً عنها بالقيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية وفقاً لنموذج modified cross-sectional Jones model (Jones 1991) .
G-index	مؤشر الحوكمة.
DEAscore	خصائص المديرين التنفيذيين معبراً عنها بمؤشر القدرة الإدارية (DEA score) الذي قدمه (Demerjian, et al. (2012).
المتغيرات الحاكمة:	
Debt	الديون طويلة الأجل معبراً عنها بنسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول.
OCF	التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول أول الفترة.
Age	عمر الشركة معبراً عنها باللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات من تاريخ قيد الشركة ببورصة الأوراق المالية المصرية.
SLACK	الفائض النقدي معبراً عنها بنسبة النقدية مضافاً إليها الاستثمارات طويلة الأجل إلى صافي قيمة الممتلكات والآلات والمعدات.
Industry	منغير وهمي يأخذ القيمة واحد إذا كانت الشركة تنتمي إلى القطاع الصناعي، وصفر إذا كانت غير ذلك.
Years	سنوات الدراسة.
المتغيرات المتفاعلة (المتداخلة):	
*G-index	متغير تفاعلي يعبر عن العلاقة بين جودة التقارير المالية وحوكمة الشركات.
*Debt	متغير تفاعلي يعبر عن العلاقة بين جودة التقارير المالية ونسبة الديون طويلة الأجل.

رابعاً: عينة البحث والإحصائيات الوصفية:

اشتملت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من ٥٦* شركة من الشركات غير المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية نشطة التداول، ويتوافر بيانات كاملة عنها خلال فترة الدراسة التي غطت الفترة من سنة ٢٠٠٧ إلى سنة ٢٠١٧، وقد تضمنت العينة ٥ شركات مقيدة أسهما في بورصة لندن بنسبة ٩% تقريباً من إجمالي حجم العينة، أما عن توزيع عينة الدراسة حسب القانون الخاضعة له الشركات الممثلة في عينة الدراسة، فاشتملت العينة على ٣٣ شركة تخضع لقانون القطاع الخاص رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، و ١٥ شركة تخضع لقانون قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١، و ٨ شركات تخضع لقانون الاستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٩٧. وتتوزع العينة على ٦ قطاعات اقتصادية موضحة بالجدول التالي:

الجدول رقم (٨)

التوزيع القطاعي لعينة الدراسة التطبيقية

النسبة من العينة	عدد الشركات	
25 %	١٤	الموارد الأساسية والتشييد ومواد البناء
24 %	١٣	الأغذية والمشروبات
13 %	٧	الكيماويات
14 %	8	المنتجات المنزلية والشخصية
14 %	٨	الاتصالات والخدمات والمنتجات الصناعية
10 %	٦	العقارات
١٠٠ %	٥٦	إجمالي حجم العينة

وتقتضي طبيعة فروض ومتغيرات الدراسة توفير القوائم المالية المجمعة السنوية للشركات، وتقارير مجلس الإدارة، وتقارير الإفصاح خلال الفترة من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٧ حيث تم الحصول عليها من كتاب الإفصاح عن ٥٠ شركة الأكثر نشاطاً الصادر عن بورصة الأوراق المالية المصرية، ودليل كومباس مصر KOMPASS الصادر عن شركة Coface Egypt Finance والموقع الإلكتروني لشركة مباشر مصر.

* العينة الحالية استبعد منها الشركات ذات القيم المتطرفة Outliers خلال فترة الدراسة، وذلك لضمان صلاحية النتائج.

الجدول رقم (٩)

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
InvEff	0.082%	24.80%	14.56%	.3061
OverInv	0.000%	24.80%	18.39%	.2728
UnderInv	0.000%	24.81%	14.24%	.2333
FRQ	.0309	.9503	.8645	.0388
G-index	10%	60%	30%	.1592
DEAscore	-.9031	.4820	.0066	.17400
Debt	0%	75%	14%	.15760
Age	1.946	4.691	3.610	.57713
SLACK	16%	50%	33%	.38715
OCF	-13%	20%	7%	.001033

تستخدم الإحصاءات الوصفية لوصف الملامح الأساسية لبيانات الدراسة، كما تفيد في استكشاف طبيعة عينة الدراسة واتجاهات المتغيرات المستخدمة في اختبار الفروض. الجدول رقم (٩) يوضح الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة التابعة والمستقلة، بالإضافة إلى المتغيرات الحاكمة. وتشير النتائج المبينة بالجدول إلى أن متوسط الانحراف في القيمة المقدرة للاستثمارات عن القيمة الفعلية للاستثمارات (InvEff) 14.56%، وأن متوسط الانحراف في الاستثمارات والتي اتسمت بالإفراط في الاستثمار (OverInv) أي أن القيمة الفعلية للاستثمارات أكبر من المستوى الأمثل المقدر لاستثمارات الشركة 18.39%، وفي المقابل متوسط الانحراف في الاستثمارات والتي أتسمت بالنقص في الاستثمار (UnderInv) أي أن القيمة الفعلية للاستثمارات أقل من المستوى الأمثل المقدر لاستثمارات الشركة) 14.24%. كما أظهرت الإحصاءات الوصفية أن مؤشر القدرة الإدارية (DEAscore) لعينة الدراسة أقترب من الصفر حيث بلغت قيمة المتوسط 0.00066. كما أشارت الإحصاءات الوصفية لمؤشر حوكمة الشركات (G-index) أن متوسط التزام الشركات لمعايير حوكمة الشركات 30% وذلك بحد أقصى 60%. كما بلغ متوسط التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول (OCF) 7% بينما متوسط الرافعة المالية (Debt) لعينة الدراسة 14%. أخيراً أشارت الإحصاءات الوصفية أن متوسط الفائض النقدي (SLACK) معبراً عنها بنسبة النقدية مضافاً إليها الاستثمارات طويلة الأجل إلى صافي قيمة الممتلكات والآلات والمعدات لعينة الدراسة 33% و بحد أقصى 50%. الجدول التالي رقم (١٠) يوضح مصفوفة الارتباط لمعاملات الارتباط الخطي Pearson لمتغيرات الدراسة عند مستوى معنوية 5% و 10%.

الجدول رقم (10)
مصفوفة الارتباط الخطي للمتغيرات الدراسة

	Inveff	OverInv	UnderInv	FRQ	G-index	DEAscore	FRQ*G-index	Debt	FRQ*Debt	OCF	Age	SLACK
Inveff	1	.681**	-.516**	-.069	-.013	.031	-.063	.171**	-.052	-.028	-.272**	-.024
		.000	.000	.089	.751	.436	.120	.000	.197	.486	.000	.546
OverInv		1	.276**	-.065	.163**	.019	-.053	.156**	-.057	-.010	-.141**	-.066
			.000	.104	.000	.647	.192	.000	.159	.796	.000	.102
UnderInv			1	.013	.207**	-.020	.021	-.041	.002	.025	.193**	-.045
				.741	.000	.627	.608	.305	.608	.541	.000	.262
FRQ				1	.056	-.022	.995**	-.004	.964**	0.000	.042	.014
					.163	.578	0.000	.916	.963	.517	.299	.734
G-index					1	-.083*	.108**	-.029	-.022	-.073	.155**	-.028
						.039	.007	.467	.039	.070	.000	.490
DEAscore						1	-.034	-.129**	-.034	-.041	-.226**	.111**
							.401	.001	.186	.312	.000	.006
FRQ*Gindex							1	.002	-.034	-.039	.060	.018
								.970	.960**	.329	.134	.647
Debt								1	0.000	-.098*	-.226**	-.048
									.000	.015	.000	.233
FRQ*Debt									1	-.047	-.016	.011
										.249	.686	.777
OCF										1	.059	.066
											.142	.100
Age											1	.064
												.114
SLACK												1

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

خامساً: نتائج الدراسة التطبيقية

استخدم الباحث الإحصاءات الوصفية ومصفوفة الارتباط بهدف استكشاف طبيعة متغيرات الدراسة والعلاقات بين المتغيرات في عينة الدراسة، ولكن في هذه المرحلة من الدراسة حاول الباحث من خلال تطبيق الأساليب الإحصائية متعددة المتغيرات Multivariate Statistics المناسبة للإجابة على التساؤلات البحثية التي عكست فروض الدراسة السابق عرضها، ولكن قبل عرض نماذج الدراسة وللتأكد من صلاحية النماذج فقد تم اختبار مدى خلو النموذج من **مشكلة الازدواج الخطي Multicollinearity** بين المتغيرات المستقلة والحاكمة، وقد تبين من واقع نتائج اختبار (Tolerance) واختبار (VIF) على النحو الموضح بالجدول رقم (١٠) أن المتغيرات لا تعاني من مشكلة الازدواج الخطي، حيث بلغت قيمة اختبار (Tolerance) أقل من الواحد الصحيح على مستوى كل متغيرات النموذج، كما أن قيمة اختبار (VIF) أقل من (١٠) على مستوى كل متغيرات النموذج، ومن ثم نقبل فرض العدم بعدم وجود ازدواج خطي بين المتغيرات المستقلة والحاكمة.

الجدول رقم (١١)

نتائج اختبار مشكلة الازدواج الخطي بين متغيرات الدراسة

	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
FRQ	.005	٢.184
G-index	.711	1.406
DEAscore	.923	1.084
FRQ*G-index	.007	0.143
Debt	.419	2.384
FRQ*Debt	.030	١.336
OCF	.965	1.037
Age	.865	1.156
SLACK	.970	1.031

أحد الفرضيات الأساسية في تحليل الانحدار هي **ثبات تباين الأخطاء العشوائية Homoscedasticity**، ويعني ذلك أن متوسط الفروق بين المشاهدات المتجاورة يجب ألا يزداد أو ينقص بشكل كبير مع مرور الزمن، وخلاف ذلك يعني أن البيانات تتصف بما يسمى **بعدم تجانس التباين Heteroscedasticity**، وللتأكد من ذلك فقد خضعت نماذج الدراسة إلى الاختبارين الأشهر في هذا السياق، وهما: Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test و White's General Test، والتي أكدت عدم ثبات تباين الأخطاء العشوائية، أو عدم تجانس التباين، حيث بلغت قيمة المعنوية المحسوبة لنماذج الدراسة أقل من ٠,٠٥ واقترنت من الصفر ($\text{Prob} > \chi^2 = 0.0$)، مما يثبت صحة الفرضية الأساسية للاختبار بعدم

ثبات تباين الأخطاء العشوائية. وللتغلب على تلك المشكلة تم معالجة تباين الأخطاء من خلال استخدام خاصية Robust Standard Errors.

أخيراً، فإن طبيعة التحليل القطاعي الزمني Panel Data يقتضي الاختيار بين إحدى طريقتين لتشغيل نماذج الدراسة، هما: طريقة نماذج التأثيرات الثابتة **Fixed Effects (LSDV)** وطريقة التأثيرات العشوائية **Random Effects**، وبشكل عام، نظراً لأن عدد بيانات السلسلة الزمنية (١١ سنة) أقل من عدد الوحدات القطعية (56 شركة) والمسحوبة كعينة عشوائية من مجتمع أكبر (٢١٣ شركة) يكون من الأفضل استخدام طريقة التأثيرات العشوائية **Random Effects** وفقاً لـ (Gujarati, (2014)، وللتأكد من ذلك القرار استخدم الباحث **Hausman Test** للمفاضلة بين الطريقتين على مستوى كل نموذج من نماذج الدراسة. ويقوم اختبار **Hausman Test** على فرضية أساسية هي عدم وجود اختلافات جوهرية بين نماذج التأثيرات الثابتة **Fixed Effects (LSDV)** وطريقة التأثيرات العشوائية **Random Effects**، ومن ثم إذا كانت مستوى المعنوية المحسوبة لاختبار **Hausman Test** لنماذج الدراسة أكبر من ٥% تثبت صحة الفرض البديل بصلاحيته طريقة التأثيرات العشوائية **Random Effects**، والعكس صحيح وذلك على النحو الموضح بالجدول رقم (١٢).

الجدول رقم (١٢)

نتائج اختبار Hausman Test لنماذج الدراسة

النموذج	Chi-sq	Prob.	الطريقة الانسب
الأول	4.371	0.929	التأثيرات العشوائية
الثاني	211	0.000	التأثيرات الثابتة
الثالث	257	0.000	التأثيرات الثابتة

كما أشار الباحث، فإن مستوى المعنوية المحسوبة لاختبار **Hausman Test** تؤكد صلاحية نماذج طريقة التأثيرات العشوائية **Random Effects** لتحليل النموذج الأول من نماذج الدراسة، أما باقي نماذج الدراسة فمستوى المعنوية المحسوبة أقل من ٥%، مما يثبت عدم صحة الفرض البديل بصلاحيته طريقة التأثيرات العشوائية **Random Effects**، وصحة فرض عدم صلاحية نماذج التأثيرات الثابتة **Fixed Effects (LSDV)** لتحليل النموذج الثاني والثالث من نماذج الدراسة

استهدف النموذج الأول اختبار تأثير ثلاثة محددات اقترحها الباحث، وهما جودة التقارير المالية، والالتزام بالبيات حوكمة الشركات، والقدرة الإدارية للمديرين على كفاءة القرارات الاستثمارية، وذلك بعد التحكم في

الرافعة المالية، وعمر الشركة، ونسبة الفائض النقدي، وإدخال تأثير السنوات والصناعة ضمن نموذج الدراسة، ويعرض الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار للنموذج الأول:

الجدول رقم (١٣)

نتائج تحليل الانحدار للنموذج الأول

تأثير جودة التقارير المالية، وحوكمة الشركات، والقدرة الإدارية للمديرين على كفاءة القرارات الاستثمارية

$$\text{InvEff}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{FRQ}_{it-1} + \beta_2 \text{G-index}_{it-1} + \beta_3 \text{DEAScore}_{it-1} + \beta_4 \text{FRQ} * \text{G-index}_{it-1} + \beta_5 \text{Debt}_{it-1} + \beta_6 \text{FRQ} * \text{Debt}_{it-1} + \beta_7 \text{OCF}_{it-1} + \beta_8 \text{Age}_{it-1} + \beta_9 \text{SLACK}_{it-1} + \text{Industry} + \text{Years} + \varepsilon$$

Variable	النموذج الأول			
	Dependent Variable: InvEff			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Constant	1.074065	0.081625	13.15858	0.00
FRQ	-0.127529	0.038183	-3.33998	0.0009
DEAScore	-0.197732	0.101154	-1.95476	0.0490
G_INDEX	-0.178643	0.081453	-2.1932	0.0287
FRQ*G_INDEX	-0.306479	0.067201	-4.560629	0.0000
DEBT	0.448892	0.086512	5.188768	0.0000
FRQ*DEBT	-0.159256	0.08664	-1.83814	0.0665
OCF	-0.00322	0.004501	-0.7154	0.4746
SLACK	0.034709	0.028357	1.224021	0.2214
AGE	-0.114884	0.020293	-5.6612	0.00000
Industry	Included			
Years	Included			
R-squared	0.265999			
F-statistic	21.88867			
Prob(F-statistic)	0.00000			
Durbin-Watson stat	0.75282			

حيث أن: (InvEff) عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، (FRQ) جودة التقارير المالية، (G-index) مؤشر الحوكمة، (DEAScore) خصائص المديرين التنفيذيين، (FRQ*G_INDEX) جودة التقارير المالية للشركات ذات الالتزام بحوكمة الشركات، (DEBT) نسبة الديون طويلة الأجل، (OCF) التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول أول الفترة، (FRQ*DEBT) جودة التقارير المالية للشركات ذات المديونية المرتفعة، (SLACK) الفائض النقدي، (AGE) عمر الشركة، (Industry) الصناعة، (Years) السنوات.

وقد أشارت نتائج تحليل الانحدار المتعدد بالجدول رقم (١٣) إلى وجود علاقة عكسية ذات طبيعة جوهرية بين جودة التقارير المالية (FRQ) وعدم كفاءة القرارات الاستثمارية (InvEff)، وذلك عند مستوى معنوية ٠,٠٥ ($Coeff. = -0.127, P\text{-value} = 0.0009 < 0.05$). ولتفسير هذه النتيجة يجب التأكيد على أن الدراسة قد استخدمت المنهجية التي اقترحها (Biddle et al. (2009) لتقدير المستوى الأمثل للنفقات الاستثمارية، ثم تحديد القيمة المطلقة للانحراف عن مقدار الاستثمار المتوقع على مستوى كل شركة، وهو ما يعرف إحصائياً ببواقي النموذج (Residuals)، والتي كلما تزايدت يمكن الاستدلال من خلاله على عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، وبالتالي فإن وجود علاقة عكسية بين جودة التقارير المالية وعدم كفاءة القرارات الاستثمارية يعني أن التقارير المالية تلعب دوراً حاسماً في التخفيف من مشاكل الوكالة، فعلى سبيل المثال: تُستخدم المعلومات المالية بشكل مباشر في بناء عقود المكافآت ونظم حوافز المديرين. هذا بخلاف أن المعلومات المالية تمثل مصدراً هاماً للمعلومات التي يستخدمها المساهمون لمتابعة أداء المديرين، علاوة على ذلك تساهم المعلومات المالية باعتبارها أداة حيوية لنقل المعلومات إلى أسواق الأسهم في ممارسة الدور الإشرافي المنوطة به. وبالتالي، إذا كانت جودة التقارير المالية تقلص من مشاكل الوكالة، فيمكنها تحسين كفاءة الاستثمار بتقليل الانحراف عن المستوى الأمثل لحجم الاستثمار، وذلك من خلال زيادة قدرة المساهمين على مراقبة المديرين، حيث يمكن أن تساعد المعلومات المحاسبية في لعب دور الإشراف على سوق الأسهم، وبالتالي المساهمة في الحد من مشكلات الوكالة بين المساهمين والمديرين، وزيادة القدرات الإشرافية للمساهمين، وتحسين اختيارهم للمشروعات، وخفض تكاليف التمويل، وبالتالي زيادة كفاءة الاستثمار.

وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Biddle et al. (2009) ودراسة Biddle and Hilary (2006) بأن الشركات ذات التقارير المالية عالية الجودة تتمتع بكفاءة استثمارية أعلى، وذلك لانخفاض حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية. فوجود نظم محاسبة عالية الجودة يمكن أن يعزز كفاءة الاستثمار، وذلك من خلال تقليص عدم التماثل في المعلومات بين المديرين والموردين الخارجيين لرأس المال. كما تتفق نتائج الدراسة مع دراسة (Li, & Wang (2010) بأن جودة المعلومات المحاسبية ترتبط بارتفاع جودة التقارير المالية، وعكسياً مع عدم كفاءة الاستثمارات إما بالإفراط في الاستثمار أو نقص الاستثمار. وبذلك فإن النتيجة السابقة تثبت صحة الفرض الأول للبحث (H₁) بأن جودة التقارير المالية تؤثر بشكل سلبي على عدم كفاءة القرارات الاستثمارية. وكما أضافت نتائج تحليل الانحدار المتعدد بالجدول رقم (١٣) إلى أن جودة التقارير المالية تدفع إلى تخفيض عدم الكفاءة في القرارات الاستثمارية، وبصفة خاصة بالشركات التي تعتمد على التمويل بالمدىونية بنسبة أكبر (FRQ*DEBT) وذلك عند مستوى معنوية ٠,١٠ ($Coeff. = -0.159, P\text{-value} = 0.0665 < 0.10$). وهذه النتيجة تتسق مع نتائج دراسة (Chen et al. (2011) ومع الحجة القائلة بأن جودة التقارير المالية تدعم كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المقيدة مالياً. وأخيراً، تقل احتمالية أن تنحرف

الشركات ذات جودة التقارير المالية عن المستوى المتوقع للاستثمار والمحدد بناء على فرص النمو المتوقعة للشركات.

وفيما يتعلق بتأثير حوكمة الشركات (G_INDEX) على كفاءة القرارات الاستثمارية (InvEff) فقد أيدت نتائج التحليل الإحصائي المبينة بالجدول رقم (١٣) صحة الفرض الثالث (H₃) بأن حوكمة الشركات تؤثر بشكل سلبي على عدم كفاءة القرارات الاستثمارية بمعامل انحدار (-0.1786) ومستوى معنوية محسوبة (0.0287). وهي النتيجة التي يمكن تفسيرها بأن تبني الشركات لآليات حوكمة عالية الجودة يفعل آليات الرقابة والإشراف على أداء المديرين وقراراتهم بصفة عامة وقرارات الاستثمار الخاصة بالشركات عن كثب، وفي سبيل رغبة المديرين في الحفاظ على سمعتهم المهنية وتجنب المسؤولية القانونية، وبالتالي يتجنب المديرين عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، سواء من الإفراط في الاستثمار أو نقص الاستثمارات، وهي النتيجة التي تتفق مع نتيجة دراسة (Chen et al. (2017)، ودراسة (Bhabra et al. (2018)، ودراسة (Jin & Yu (2018). كما أشارت نتائج تحليل الانحدار المتعدد بالجدول رقم (١٢) إلى أن الشركات الأكثر التزاماً بحوكمة الشركات وتقدم تقارير مالية ذات جودة مرتفعة (FRQ*G_INDEX) هي الأكثر قدرة على الحد من عدم كفاءة القرارات الاستثمارية سواء بالإفراط في الاستثمار أو نقص الاستثمارات وذلك عند مستوى معنوية 0.05 P -value = -0.306, Coeff. < 0.000 value).

أما العلاقة بين خصائص المديرين التنفيذيين معبراً عنها بمؤشر القدرة الإدارية (DEAscore) الذي قدمه (Demerjian, et al. (2012) وكفاءة القرارات الاستثمارية (InvEff) أشارت نتائج تحليل الانحدار المتعدد بالجدول رقم (١٢) إلى وجود علاقة عكسية ذات طبيعة جوهرية بين خصائص المديرين التنفيذيين وعدم كفاءة القرارات الاستثمارية (InvEff)، وذلك عند مستوى معنوية 0.05 P -value = -0.19, Coeff. < 0.0490 =). وهي النتيجة التي تثبت صحة الفرض السابع للبحث (H₇) بأن القدرة الإدارية للمديرين تؤثر بشكل سلبي على عدم كفاءة القرارات الاستثمارية. وهي النتيجة والتي يمكن تفسيرها بأن المديرين التنفيذيين من ذوي القدرات الادارية من المرجح أن يتخذوا قرارات استثمار أكثر كفاءة للشركات بسبب قدرتهم الكبيرة على توقع التغييرات في الاقتصاد الأساسي لشركاتهم؛ لتحديد فرص الاستثمار المواتية لدعم النمو الداخلي والخارجي لشركاتهم، ومن ثم تحسين كفاءة الاستثمار بتقليص الانحراف عن المستوى الأمثل لحجم الاستثمار. وتتفق نتيجة الدراسة مع ما خلصت له دراسة (Gan (2018) ودراسة (Garcia-Sanchez and Garcia-Meca (2018). فالقرار الاستثماري يتطلب درايه كافية من قبل المديرين بالمحركات الرئيسية للنمو المستقبلي، والقدرة على صياغة تقييم دقيق للمكاسب المستقبلية، ويمكن للمديرين من ذوي القدرات الإدارية استغلال معرفتهم وخبرتهم في إجراء تقييمات أفضل للاستثمارات القائمة والمستقبلية (Gan (2018).

واستهدف النموذج الثاني اختبار تأثير جودة التقارير المالية، والالتزام باليات حوكمة الشركات، والقدرة الإدارية للمديرين على الإفراط الاستثماري، وذلك بعد التحكم في الرافعة المالية، وعمر الشركة، ونسبة الفائض النقدي، وإدخال تأثير السنوات والصناعة ضمن نموذج الدراسة، ويعرض الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار للنموذج الثاني:

الجدول رقم (١٤) نتائج تحليل الانحدار للنموذج الثاني

تأثير جودة التقارير المالية، حوكمة الشركات، والقدرة الإدارية للمديرين على الإفراط الاستثماري

$$\text{OverInv}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{FRQ}_{it-1} + \beta_2 \text{G-index}_{it-1} + \beta_3 \text{DEAScore}_{it-1} + \beta_4 \text{FRQ} * \text{G-index}_{it-1} + \beta_5 \text{Debt}_{it-1} + \beta_6 \text{FRQ} * \text{Debt}_{it-1} + \beta_7 \text{OCF}_{it-1} + \beta_8 \text{Age}_{it-1} + \beta_9 \text{SLACK}_{it-1} + \text{Industry} + \text{Years} + \varepsilon$$

Variable	النموذج الثاني			
	Dependent Variable: OverInv			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Constant	0.847349	0.069907	12.12101	0.00
FRQ	-0.098354	0.029687	-3.313	0.0010
DEAScore	-0.196964	0.079307	-2.48355	0.0133
G_INDEX	-0.250336	0.105295	-2.37748	0.0177
FRQ*G_INDEX	-0.247473	0.052252	-4.736126	0.0000
DEBT	0.418412	0.067064	6.238947	0.0000
FRQ*DEBT	-0.159148	0.067065	-2.37305	0.018
OCF	-0.004068	0.003508	-1.15966	0.2467
SLACK	-0.00349	0.022136	-0.15767	0.8748
AGE	-0.058552	0.015742	-3.71941	0.0002
Industry	Included			
Years	Included			
R-squared	0.453279			
F-statistic	24.62385			
Prob(F-statistic)	0.000000			
Durbin-Watson stat	0.529656			

حيث أن: (OverInv) الإفراط الاستثماري، (FRQ) جودة التقارير المالية، (G-index) مؤشر الحوكمة، (DEAScore) خصائص المديرين التنفيذيين، (FRQ*G_INDEX) جودة التقارير المالية للشركات ذات الالتزام بحوكمة الشركات، (DEBT) نسبة الديون طويلة الأجل، (OCF) التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول أول الفترة، (FRQ*DEBT) جودة التقارير المالية للشركات ذات المديونية المرتفعة، (SLACK) الفائض النقدي، (AGE) عمر الشركة، (Industry) الصناعة، (Years) السنوات.

وقد أشارت نتائج تحليل الانحدار المتعدد بالجدول رقم (١٤) إلى وجود علاقة عكسية ذات طبيعة جوهرية بين جودة التقارير المالية (FRQ) والإفراط الاستثماري (OverInv)، وذلك عند مستوى معنوية ٠,٠٥ ($Coeff. = -0.098, P\text{-value} = 0.0010 < .10$). فالشركات التي لديها تقارير مالية أعلى في الجودة تتحسن كفاءة القرارات الاستثمارية بتخفيض الإفراط الاستثماري Over-Investment الناتج عن اختيار الإدارة للمشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية السالبة وذلك بمعامل انحدار مقداره (-0.0983)، ومستوى معنوية محسوبة (0.0010)، وهي النتيجة التي تثبت صحة الفرض الثاني للبحث (H₂) بان جودة التقارير المالية تؤثر بشكل سلبي على الإفراط في الاستثمارات. وكما أضافت نتائج تحليل الانحدار المتعدد بالجدول رقم (١٣) إلى أن جودة التقارير المالية تدفع إلى تخفيض عدم الكفاءة في القرارات الاستثمارية من خلال الإفراط في الاستثمار في المشروعات ذات صافي القيمة الحالية السالبة، وذلك وبصفة خاصة بالشركات التي تعتمد على التمويل بالمديونية بنسبة أكبر (FRQ*DEBT) وذلك عند مستوى معنوية ٠,٠٥ ($Coeff. = -0.159, P\text{-value} = 0.0018 < .05$).

وقد أضافت نتائج تحليل الانحدار المتعدد بالجدول رقم (١٤) إلى وجود علاقة عكسية ذات طبيعة جوهرية بين حوكمة الشركات (G_INDEX) والإفراط الاستثماري (OverInv)، وذلك عند مستوى معنوية ٠,٠٥ ($Coeff. = -0.250, P\text{-value} = 0.00177 < .05$). فكلما زاد التزام الشركة بآليات حوكمة الشركات الداعمة لاستقلالية دور مجلس الإدارة واللجان التابعة له، مثل: لجنة المراجعة، ولجنة إدارة المخاطر يتزايد الدور الإشرافي المنوط بها، مما قد يؤدي بالمديرين إلى اتخاذ قرارات استثمارية تتماشى مع مصالح المستثمرين، وتخفيض فرص عدم كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال الإفراط بالاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة؛ لتحقيق المديرين لمصالحهم الخاصة وهي النتيجة التي تثبت صحة الفرض الخامس للبحث H₅ بان حوكمة الشركات تؤثر بشكل سلبي على الإفراط في الاستثمارات، وهي النتيجة التي تتفق مع ما خلصت له دراسة (Jin & Yu (2018) بأن الحوكمة من شأنها تقليص عدم تماثل المعلومات، نتيجة تحسين فعالية الإشراف الداخلي والخارجي على الشركات والذي من شأنه تقييد السلوك الانتهازي للمديرين.

كما أظهرت نتائج تحليل الانحدار المتعدد بالجدول رقم (١٤) إلى أن الشركات الأكثر التزاماً بحوكمة الشركات وتقدم تقارير مالية ذات جودة مرتفعة (FRQ*G_INDEX) هي الأكثر قدرة على الحد من عدم كفاءة القرارات الاستثمارية الناتج عن الإفراط في الاستثمار وذلك عند مستوى معنوية ٠,٠٥ ($Coeff. = -0.247, P\text{-value} = 0.00 < .05$). أخيراً، فقد أكدت نتائج تحليل الانحدار المتعدد بالجدول رقم (١٣) إلى وجود علاقة عكسية بين خصائص المديرين التنفيذيين معبراً عنها بمؤشر القدرة الإدارية (DEAscore) والإفراط الاستثماري (OverInv) وذلك عند مستوى معنوية ٠,٠٥ ($Coeff. = -0.196, P\text{-value} = 0.0013 < .05$). فالمديرين التنفيذيين من ذوي القدرات الإدارية من المرجح أن يتخذوا قرارات استثمار أكثر

كفاءة للشركات بسبب قدرتهم الكبيرة على توقع التغييرات في الاقتصاد الأساسي لشركاتهم؛ لتحديد فرص الاستثمار المواتية لدعم النمو الداخلي والخارجي لشركاتهم وتجنب شركاتهم الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية السالبة. وهي النتيجة التي تثبت صحة الفرض الثامن (H8) بأن القدرة الإدارية للمديرين تؤثر بشكل سلبي على الإفراط في الاستثمارات.

استهدف النموذج الثالث اختبار تأثير جودة التقارير المالية، والالتزام باليات بحوكمة الشركات، والقدرة الإدارية للمديرين على النقص الاستثماري وذلك بعد التحكم في الرافعة المالية، وعمر الشركة، ونسبة الفائض النقدي، وإدخال تأثير السنوات والصناعة ضمن نموذج الدراسة، ويعرض الجدول رقم (١٥) نتائج تحليل الانحدار للنموذج الثالث.

الجدول رقم (١٥) نتائج تحليل الانحدار للنموذج الثالث

تأثير جودة التقارير المالية، وحوكمة الشركات، والقدرة الإدارية للمديرين على النقص الاستثماري

$$\text{UnderInv}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{FRQ}_{it-1} + \beta_2 \text{G-index}_{it-1} + \beta_3 \text{DEAScore}_{it-1} + \beta_4 \text{FRQ} * \text{G-index}_{it-1} + \beta_5 \text{Debt}_{it-1} + \beta_6 \text{FRQ} * \text{Debt}_{it-1} + \beta_7 \text{OCF}_{it-1} + \beta_8 \text{Age}_{it-1} + \beta_9 \text{SLACK}_{it-1} + \text{Industry} + \text{Years} + \varepsilon$$

Variable	النموذج الثالث			
	Dependent Variable: UnderInv			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Constant	-0.278991	0.064822	-4.30399	0.000
FRQ	0.029178	0.027527	1.059969	0.290
DEAScore	-0.008792	0.073538	-0.11956	0.9049
G_INDEX	0.075633	0.097634	0.774651	0.439
FRQ*G_INDEX	-0.059303	0.048451	-1.22399	0.221
DEBT	-0.032302	0.062185	-0.51945	0.6036
FRQ*DEBT	-0.000839	0.062186	-0.01349	0.9892
OCF	-8.08E-04	0.003253	-0.24828	0.804
SLACK	-0.034683	0.020526	-1.68972	0.0916
AGE	0.058303	0.014597	3.99422	0.0001
Industry & Years	Included			
R-squared	0.357289			
F-statistic (Prob(F-statistic))	16.51052 (0.00)			
Durbin-Watson stat	1.13838			

حيث أن: (UnderInv) النقص الاستثماري، (FRQ) جودة التقارير المالية، (G-index) مؤشر الحوكمة، (DEAScore) خصائص المديرين التنفيذيين، (FRQ*G_INDEX) جودة التقارير المالية للشركات ذات الالتزام بحوكمة الشركات، (DEBT) نسبة الديون طويلة الأجل، (OCF) التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول أول الفترة، (FRQ*DEBT) جودة التقارير المالية للشركات ذات المديونية المرتفعة، (SLACK) الفائض النقدي، (AGE) عمر الشركة، (Industry) الصناعة، (Years) السنوات.

تشير نتائج تحليل الانحدار المتعدد بالجدول رقم (١٥) الى عدم وجود تأثير جوهري لجودة التقارير المالية (FRQ) على نقص الاستثمارات (UnderInv) الناتج عن رفض المديرين لمشاريع مربحة وذات قيمة عالية موجبة، وذلك إذا لم يترتب عليها زيادة ما يحصلون عليه من تعويضات، أو على تحقيق مردودات إيجابية على سمعتهم في بيئة الأعمال، وهي النتيجة التي تثبت عدم صحة فرض البحث الثالث (H₃) بان جودة التقارير المالية تؤثر بشكل سلبي على نقص الاستثمارات.

كما أن نتائج تحليل الانحدار المتعدد بالجدول رقم (١٥) للعلاقة بين حوكمة الشركات (G_INDEX) ونقص الاستثمارات (UnderInv)، تشير إلى عدم وجود تأثير جوهري لحوكمة الشركات (G_INDEX) على عدم كفاءة القرارات الاستثمارية للمديرين الناتج عن نقص الاستثمارات (UnderInv) وهي النتيجة التي تثبت عدم صحة فرض البحث السادس (H₆) بأن حوكمة الشركات تؤثر بشكل سلبي على نقص الاستثمارات.

أخيراً فإن نتائج تحليل الانحدار المتعدد بالجدول رقم (١٤) للعلاقة بين خصائص المديرين التنفيذيين معبراً عنها بمؤشر القدرة الإدارية (DEAscore)، ونقص الاستثمارات (UnderInv) أشارت إلى عدم وجود تأثير جوهري للقدرة الإدارية للمديرين على عدم كفاءة القرارات الاستثمارية الناتج عن نقص الاستثمارات وهي النتيجة التي تثبت عدم صحة فرض البحث التاسع (H₉) بأن القدرة الإدارية للمديرين تؤثر بشكل سلبي على نقص الاستثمارات.

الجدول التالي يعرض ملخص لنتائج اختبارات فروض الدراسة التطبيقية:

الجدول رقم (١٦)

نتائج اختبارات الفروض

نتيجة اختبار الفرض	الفرض
صحة الفرض	الفرض الأول (H ₁): جودة التقارير المالية تؤثر بشكل سلبي على عدم كفاءة القرارات الاستثمارية.
صحة الفرض	الفرض الثاني (H ₂): جودة التقارير المالية تؤثر بشكل سلبي على الإفراط في الاستثمارات
عدم صحة الفرض	الفرض الثالث (H ₃): جودة التقارير المالية تؤثر بشكل سلبي على نقص الاستثمارات.
صحة الفرض	الفرض الرابع (H ₄): حوكمة الشركات تؤثر بشكل سلبي على عدم كفاءة القرارات الاستثمارية.
صحة الفرض	الفرض الخامس (H ₅): حوكمة الشركات تؤثر بشكل سلبي على الإفراط في الاستثمارات.
عدم صحة الفرض	الفرض السادس (H ₆): حوكمة الشركات تؤثر بشكل سلبي على نقص الاستثمارات.
صحة الفرض	الفرض السابع (H ₇): القدرة الإدارية للمديرين تؤثر بشكل سلبي على عدم كفاءة القرارات الاستثمارية.
صحة الفرض	الفرض الثامن (H ₈): القدرة الإدارية للمديرين تؤثر بشكل سلبي على الإفراط في الاستثمارات.
عدم صحة الفرض	الفرض التاسع (H ₉): القدرة الإدارية للمديرين تؤثر بشكل سلبي على نقص الاستثمارات.

سادساً الخلاصة:

توصف القرارات الاستثمارية بالكفاءة **Investment Efficiency** إذا كانت تتعهد فقط بالمشاريع ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة، في ظل سيناريو عدم وجود احتكاكات في السوق، مثل: الاختيار العكسي، والخطر الأخلاقي الناتج عن مشكلة عدم تماثل المعلومات. ومن ثم، فإن الاستثمار غير الكفاء يشمل اجتياز فرص الاستثمار التي سيكون لها صافي القيمة الحالية الإيجابي، في غياب الاختيار المعاكس (نقص الاستثمار Underinvestment). وبالمثل، يشمل الاستثمار غير الكفاء القيام بمشاريع ذات صافي القيمة الحالية السالبة (الإفراط في الاستثمار Overinvestment).

وقد استهدف البحث الحالي دراسة دور القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، وجودة التقارير المالية، وحوكمة الشركات في تخفيض عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، سواء الناتج عن نقص الاستثمار أو حتى بالإفراط في الاستثمار. فمن المتوقع أن تساعد القدرة الإدارية للمديرين الذين يمارسون أدوارهم في ظل بيئة معلوماتية تنتج تقارير مالية تتصف بالجودة أن تدعم الدور الرقابي والأشرافي لأليات حوكمة الشركات حيث تسهم في التخفيف من حالات الإفراط في الاستثمار، ونقص الاستثمارات بسبب زيادة قدرة المديرين المهوبين على الحد من عدم التماثل المعلوماتي والوصول إلى الموارد المالية الأقل تكلفة.

وقد استخدم الباحث المنهجية التي قدمها (Biddle et al., 2009) للاستدلال على كفاءة القرارات الاستثمارية واستخدمت في العديد من الدراسات (Richaerdson, 2006; Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011)، والتي تقوم على قياس كفاءة القرارات الاستثمارية بالفرق بين القيمة المطلقة للقيمة المقدرة لقيمة الاستثمارات المتوقعة على مستوى كل شركة والقيمة الفعلية للاستثمارات لكل سنة، أو ما يعرف إحصائياً ببواقي النموذج (ε) للتعبير عن كفاءة القرارات الاستثمارية (InvEff). كما استخدم الباحث الفروق الموجبة للاستدلال على الإفراط في الاستثمار (OverInv)، أما الفروق السالبة سيستدل بها على النقص في الاستثمار. كما تبنى الباحث للتعبير عن جودة التقارير المالية بالقيمة المطلقة للمستحقات التشغيلية (الاختيارية)، والتي سيتم حسبها وفقاً لنموذج (Jones modified cross-sectional Jones model) (1991).

كما قد استخدم الباحث مؤشر القدرة الإدارية (DEA score) الذي قدمه Demerjian, et al. (2012) لقياس القدرة الإدارية للمديرين بناء على كفاء استغلال المديرين للموارد المتاحة، وتحقق أعلى مقدار من المخرجات مقارنة بالمديرين الآخرين في نفس الصناعة للتعبير عن الخصائص الإدارية للمديرين، وللتعبير عن حوكمة الشركات فقد عبر عنها الباحث من خلال اقتراح مؤشر للحوكمة يقيس مدى التزام الشركات بآليات حوكمة الشركات متعلقة بصفة أساسية بكفاءة مجلس الإدارة ولجنة المراجعة التابعة لمجلس الإدارة. وقد تم

التحكم في الرافعة المالية، وعمر الشركة، ونسبة الفائض النقدي، وإدخال تأثير السنوات والصناعة في نماذج الدراسة.

وقد تمت الدراسة من خلال تحليل قطاعي زمني Panel Data يغطي السنوات من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٧ لـ ٥٦ شركة. وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن ارتفاع جودة التقارير المالية تؤثر بشكل عكسي على عدم كفاءة الاستثمارات بشكل عام، وبالإفراط في الاستثمار بشكل خاص دون أن يكون هذا التأثير جوهرياً على نقص الاستثمار. كما أن جودة التقارير المالية تدفع إلى تخفيض عدم الكفاءة في القرارات الاستثمارية والإفراط في الاستثمار، وبصفة خاصة بالشركات التي تعتمد على التمويل بالمدىونية بنسبة أكبر. وهي النتيجة التي تشدد على أهمية التقارير المالية لكونها ليه مهمة لنقل معلومات الشركات الى جميع الأطراف ذات المصلحة، ويمكن أن تساعد المعلومات المحاسبية في لعب دور الإشراف على سوق الأسهم، وبالتالي المساهمة في الحد من مشكلات الوكالة بين المساهمين والمديرين، وزيادة القدرات الإشرافية للمساهمين، وتحسين اختيارهم للمشروعات وخفض تكاليف التمويل، وبالتالي زيادة كفاءة الاستثمار. لذلك يجب أن نحسن ونستفيد من البنية التحتية للسوق خاصة التقارير المالية للشركات المدرجة ونظام الإفصاح، لكي تلعب دوراً أفضل لجودة التقارير المالية في قرارات تخصيص رأس المال وبصفة خاصة في الشركات التي تواجه قيود تمويلية.

كما أشارت نتائج الدراسة الى وجود علاقة عكسية ذات طبيعة جوهريّة بين الالتزام بآليات حوكمة الشركات، وعدم كفاءة القرارات الاستثمارية، والإفراط في الاستثمار دون أن يكون التأثير السلبي جوهرياً على نقص الاستثمار. كما أضافت نتائج الدراسة إلى أن الشركات الأكثر التزاماً بآليات حوكمة الشركات وتقدم تقارير مالية ذات جودة مرتفعة هي الأكثر قدرة على الحد من عدم كفاءة القرارات الاستثمارية وبصفة خاصة عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، الناتج عن الإفراط في الاستثمار.

أما العلاقة بين خصائص المديرين التنفيذيين معبراً عنها بمؤشر القدرة الإدارية (DEAscore) الذي قدمه (Demerjian, et al. (2012) وكفاءة القرارات الاستثمارية، أشارت نتائج التحليل إلى وجود علاقة عكسية ذات طبيعة جوهريّة بين القدرة الإدارية للمديرين وكفاءة القرارات الاستثمارية، التي يمكن تفسيرها بأن المديرين التنفيذيين من ذوي القدرات الادارية من المرجح أن يتخذوا قرارات استثمار أكثر كفاءة للشركات، بسبب قدرتهم الكبيرة على توقع التغييرات في الاقتصاد الأساسي لشركاتهم، لتحديد فرص الاستثمار المواتية لدعم النمو الداخلي والخارجي لشركاتهم، ومن ثم تحسين كفاءة الاستثمار وتقليل الانحراف عن المستوى الأمثل لحجم الاستثمار بالإفراط في الاستثمار دون أن يكون التأثير السلبي جوهرياً على نقص الاستثمار. النتيجة السابقة تسلط الضوء على أهمية أن تدرك مجالس الإدارة أنه على الرغم من أن الوصول إلى الموارد المالية بأقل تكلفة هو عامل محدد للنجاح المالي للشركات، فإن القدرات الفردية للمديرين على راس إدارتها أمر جوهري في اتخاذ قرارات الاستثمار تتسم بالكفاءة، والتي يجب أخذها في الاعتبار عند تعيين مديرين جدد وتصميم خطط المكافآت.

كما لقت النتائج الضوء أيضا الى أن الهيئات التنظيمية يجب أن تكون على درأيه بأهمية حماية المستثمر، وإنفاذ القانون، وفعالية مجالس الادارات لتحسين الاستفادة من القدرات الإدارية للمديرين وبالتالي الكفاءة المالية للشركات.

في النهاية يقترح الباحث إجراء بحوث مستقبلية تتناول بالتحليل كفاءة القرارات الاستثمارية للمديرين

بالتطبيق على البيئة المصرية، ولكن بعد إدخال متغيرات أخرى، مثل:

- دراسة العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وكفاءة القرارات الاستثمارية،
- دراسة تأثير شروط اتفاقيات الديون Debt Covenants، وتكلفة التمويل على كفاءة القرارات الاستثمارية،
- دراسة تأثير أنشطة التجنب الضريبي Tax Avoidance والتحصين الإداري Managerial Entrenchment على كفاءة القرارات الاستثمارية.

المراجع:

الصايغ، عماد سعد محمد، عبد المجيد، حميده محمد، (٢٠١٤)، قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية، مجلة المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة جامعة بنى سويف، المجلد الثالث، العدد الأول، ص ١ - ٤٩.

Books:

1. Laguna, M & Marklund, J. (٢٠١٣) *Business process modeling, simulation and design*. CRC Press.
2. Gujarati, D. (2014). *Econometrics by example*. Palgrave Macmillan.

Periodicals:

- Ağca, Ş., & Mozumdar, A. (2008). The impact of capital market imperfections on investment–cash flow sensitivity. *Journal of Banking & Finance*, 32(2), 207-216.
- Andreou, P. C., Ehrlich, D., & Louca, C. (2013). Managerial ability and firm performance: Evidence from the global financial crisis. Cyprus Univeristy of Technology Working Paper, January.
- Andreou, P.C., Philip, D., & Robejsek, P. (2016). Bank liquidity creation and risk-taking: Does managerial ability matter? *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1-2): 226-259.

- Baik, B. O. K., Farber, D. B., & Lee, S. A. M. (2011). CEO ability and management earnings forecasts. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1645-1668.
- Balakrishnan, K., Core, J. E., & Verdi, R. S. (2014). The relation between reporting quality and financing and investment: evidence from changes in financing capacity. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 1-36.
- Bamber, L.S., Jiang, J., Wang, I.Y. (2010). What's my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, 85(4): 1131- 1162.
- Beatty, A., Liao, S., & Weber, J. (2010). Financial reporting quality, private information, monitoring, and the lease-versus-buy decision. *The Accounting Review*, 85(4), 1215-1238.
- = Bhabra, G. S., Kaur, P., & Seoungpil, A. (2018). Corporate governance and the sensitivity of investments to cash flows. *Accounting & Finance*, 58(2), 367-396.
- 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., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131.
- Biddle, G. C., Ma, M. and Song, M., (2013). The Risk Management Role of Accounting Conservatism. *Working paper*, University of Hong Kong
- Block, J. H. (2012). R&D investments in family and founder firms: An agency perspective. *Journal of Business Venturing*, 27, 248–265.
- Bui, D., Chen, Y., Hasan, Y., & Lin, C. (2018). Can lenders discern managerial ability from luck? Evidence from bank loan contracts. *Journal of Banking & Finance*, 87, 187–201.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333.
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2011). Capital allocation and timely accounting recognition of economic losses. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(1-2), 1-33.
- Chemmanur, J.T., & Paeglis, I. (2005). Management quality, certification, and initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 76(2): 331-368.
- Chemmanur, T. J., Paeglis, I., & Simonyan, K. (2009). Management quality, financial and investment policies, and asymmetric information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 1045–1079.

- Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255-1288.
- Chen, I. J., & Chen, S. S. (2017). Corporate Governance and the Investment Efficiency of Diversified Corporate Asset Buyers. *Journal of Applied Corporate Finance*, 29(1), 99-114.
- Chen, N., Sung, H. C., & Yang, J. (2017). Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms. *Pacific Accounting Review*, 29(3), 266-282.
- Chen, R., El Ghoul, S., Guedhami, O., & Wang, H. (2013). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, 42, 408–421.
- Cheng, M., Dhaliwal, D., & Zhang, Y. (2013). Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting?. *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 1-18.
- Choi, W., Han, S., Jung, S.H., & Kang, T. (2015). CEO's Operating Ability and the Association between Accruals and Future Cash Flows. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(5-6): 619-634.
- Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58(7), 1229–1248.
- Demerjian, P., Lewis-Western, M., & McVay, S. (2017). How does intentional earnings smoothing vary with managerial ability?. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 0148558X17748405.
- Durnev, A., & Mangen, C. (2009). Corporate investments: Learning from restatements. *Journal of Accounting Research*, 47(3), 679-720.
- Field, L. C., & Lowry, M. (2009). Institutional versus individual investment in IPOs: The importance of firm fundamentals. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(3), 489-516.
- Francis, B.B, Ren, N., Sun, X., & Qiang W. (2016). Do better managers get better loan contracts? Working paper.
- Francis, J., Nanda, D., & Olsson, P. (2008). Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 46(1), 53-99.
- Gan, H. (2015). CEO managerial ability, corporate investment quality, and the value of cash. PhD thesis, Virginia Commonwealth University.
- Gao, R., & Yu, X. (2018). How to measure capital investment efficiency: a literature synthesis. *Accounting & Finance*. Online Version of Record before inclusion in an issue

- García-Sánchez, I. M., & García-Meca, E. (2018). Do talented managers invest more efficiently? The moderating role of corporate governance mechanisms. *Corporate Governance: An International Review*, 26(4), 238-254.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 42, 262-274.
- Halling, M., Ibert, M., & Lenz, M. (2017). Firm Fundamentals and Realized Factor Betas. *Swedish House of Finance Research Paper No. 17-14*.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440.
- Houcine, A. (2017). The effect of financial reporting quality on corporate investment efficiency: Evidence from the Tunisian stock market. *Research in International Business and Finance*, 42, 321-337.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.;
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.;
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.;
- Jin, X., & Yu, J. (2018). Government governance, executive networks and corporate investment efficiency. *China Finance Review International*, 8(2), 122-139
- Khurana, I. K., Moser, W. J., & Raman, K. K. (2018). Tax Avoidance, Managerial Ability, and Investment Efficiency. *Abacus*, 54(4), 547-575.
- Lai, S. M., & Liu, C. L. (2018). Management characteristics and corporate investment efficiency. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 25(3-4), 295-312.
- Lai, S. M., Liu, C. L., & Wang, T. (2014). Increased disclosure and investment efficiency. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 21(3), 308-327.
- Lambert, R.A., 2001. Contracting theory and accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 3-87.
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 221-238.

- = Lei, Q., & Chen, H. (2019). Corporate Governance Boundary, Debt Constraint, and Investment Efficiency. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(5), 1091-1108.
- Li, Q., & Wang, T. (2010). Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience. *Nankai Business Review International*, 1(2), 197-213.
- McNichols, M. F., & Stubben, S. R. (2008). Does earnings management affect firms' investment decisions?. *The Accounting Review*, 83(6), 1571-1603.
- Pathan, S. (2009). Strong boards, CEO power and bank risk-taking. *Journal of Banking & Finance*, 33(7), 1340-1350.
- Pindado, J., & De La Torre, C. (2009). Effect of ownership structure on underinvestment and overinvestment: empirical evidence from Spain. *Accounting & Finance*, 49(2), 363-383.
- Ramalingegowda, S., Wang, C. S., & Yu, Y. (2013). The role of financial reporting quality in mitigating the constraining effect of dividend policy on investment decisions. *The Accounting Review*, 88(3), 1007-1039.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2-3), 159-189.
- Schleicher, T., Tahoun, A., & Walker, M. (2010). IFRS adoption in Europe and investment-cash flow sensitivity: Outsider versus insider economies. *The International Journal of Accounting*, 45(2), 143-168.
- Schrand, C. M., & Zechman, S. L. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), 311-329.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139.