



مركز الاستشارات والبحوث والتطوير
بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية

مجلة البحوث الإدارية

Journal of Management Research

علمية - متخصصة - مُكمّمة - دورية ربع سنوية

للسنة
الحادية والأربعون

Vol. 41, No.3; Jul. 2023

عدد يوليو 2023



www.sams.edu.eg/crdc

رئيس مجلس الإدارة
أ.د. محمد حسن عبد العظيم
رئيس أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

رئيس التحرير
أ.د. أنور محمود النقيب
مدير مركز الاستشارات والبحوث والتطوير

ISSN : 1110-225X

العلاقة بين آليات التحسين الإداري وكفاءة الاستثمار في إطار نظرية الوكالة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية

الدكتور

وليد محمد محمد السيد عبد الرحمن
منتدب للعمل كمدرس محاسبة بمعهد الوادي العالي للإدارة
والمالية ونظم المعلومات بالقلوبية

الدكتور

أشرف السعيد احمد السيد عفيفي
مدرس المحاسبة بمعهد الوادي العالي للإدارة والمالية ونظم
المعلومات بالقلوبية

العلاقة بين آليات التحسين الإداري وكفاءة الاستثمار في إطار نظرية الوكالة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية

(ملخص)

تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين آليات التحسين الإداري وكفاءة الاستثمار في البيئة المصرية. ولتحقيق هدف الدراسة، تم دراسة الإطار النظري لآليات التحسين الإداري وكفاءة الاستثمار، وكذلك اختبار العلاقة بين آليات التحسين الإداري وكفاءة الاستثمار. ولإجراء الدراسة الاختبارية تم جمع البيانات من (١٤١) شركة من الشركات المساهمة المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ٢٠١٤ وحتى ٢٠١٩ موزعة على ستة عشر قطاعًا، وقد توصلت نتائج الدراسة الاختبارية باستخدام العينة ككل إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين كل من (ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول والرافعة المالية) وكفاءة الاستثمار. كما توصلت إلى وجود علاقة معنوية سالبة بين كل من (فترة بقاء المدير التنفيذي الأول، الملكية الإدارية) وكفاءة الاستثمار، في حين توصلت إلى عدم وجود علاقة معنوية بين استقلالية مجلس الإدارة وكفاءة الاستثمار. ولمزيد من التحليل تم تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين: الأولى: الشركات التي تتسم بالإفراط في الاستثمار، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين كل من (ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وفترة بقاء المدير التنفيذي الأول) وكفاءة الاستثمار، وعدم وجود علاقة معنوية بين كل من (استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الرافعة المالية) وكفاءة الاستثمار. الثانية: الشركات التي تتسم بالنقص في الاستثمار، فقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين كل من (ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، الرافعة المالية) وكفاءة الاستثمار، في حين وجود علاقة معنوية موجبة بين فترة بقاء المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار، ووجود علاقة معنوية سالبة كل من (الملكية الإدارية، استقلالية مجلس الإدارة) وكفاءة الاستثمار.

الكلمات الأساسية: آليات التحسين الإداري، كفاءة الاستثمار، نظرية الوكالة، ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه.

The Relationship between Managerial Entrenchment Mechanisms and Investment Efficiency within the framework of Agency Theory: Empirical Study on the Egyptian Listed Companies

(Abstract)

The study aims to test relationship between the managerial entrenchment mechanisms and investment efficiency in the Egyptian environment. To achieve the objective of the study, the theoretical framework of managerial entrenchment mechanisms and investment efficiency was studied, as well as testing the potential impact of the managerial entrenchment mechanisms on investment efficiency. To conduct the empirical study, data were collected from (141) joint-stock companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period from 2014 to 2019 distributed over sixteen sectors. The results of the empirical study concluded that there is a significant positive relationship between CEO duality, leverage and investment efficiency. And a significant negative relationship between CEO tenure, managerial ownership and investment efficiency. while it concluded that there wasn't significant relationship between the board independence and investment efficiency. For further analysis, the study sample was divided into two groups: the first: companies that are characterized by over-investment. The results of the empirical study concluded that there is a significant positive relationship between CEO duality, CEO tenure and investment efficiency. And no significant relationship between board independence, managerial ownership, leverage and investment efficiency. The second: companies that are characterized by under-investment. The results concluded that there isn't a significant relationship between CEO duality, leverage and investment efficiency. while there is a positive significant relationship between CEO tenure and investment efficiency, and a significant negative relationship between managerial ownership, board independence, leverage and investment efficiency.

Key words: Managerial Entrenchment Mechanisms, Investment Efficiency, Agency Theory, CEO Duality, CEO Tenure.

• مقدمة ومشكلة الدراسة:

تعد الاستثمارات بمثابة رئة الشركة التي تتنفس من خلالها لتحقيق النمو في الأرباح ومن ثم الاستمرار في الأجل الطويل، حيث أن الأنشطة الاستثمارية هي المحرك الرئيسي لنمو التدفقات النقدية وبالتالي نمو المنشأة، كما أنها من أهم المحددات لقيمة المنشأة (Ohlson 1995)، ويشير مفهوم الاستثمار إلى شراء الأصول الثابتة أو الاستثمارات المالية مثل الأسهم والسندات، ويقصد بالقرارات الاستثمارية تلك القرارات الرأسمالية والمتعلقة بالحصول على (أو التخلص من) الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل، والتي ينتج عنها القسم الثاني من قائمة التدفقات النقدية (الصايف وعبد المجيد، ٢٠١٤).

هذا وتشير كفاءة الاستثمار (Investment Efficiency) إلى "اختيار المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة وذلك في حالة عدم وجود احتكاكات سوقية (Market Frictions) ويقصد بها القيود التي تفرضها طبيعة الأسواق المالية والتي تحد من قدرة المنشأة على تنفيذ الخطة الاستثمارية بالكامل، ومن أمثلة تلك القيود (التوقيت، التكلفة، الأعباء الضريبية)" (Houcine, 2017)، كما أوضح (Chen et al., 2011) أن القرارات الاستثمارية تتصف بالكفاءة في حالة ما إذا كان حجم الاستثمار الفعلي في سنة ما يساوي حجم الاستثمار المتوقع في نفس السنة والذي يحدد بناءً على فرص النمو المتاحة للشركة.

وقد ارتبط بمفهوم كفاءة الاستثمار بمفهوم آخر وهو الحجم الأمثل من الاستثمار (Optimal Level of Investment)، ويختلف هذا الحجم من منشأة إلى أخرى حسب خصائص هذه المنشأة، ويتحقق الحجم الأمثل عندما تتساوى المنافع الحدية للاستثمارات الجديدة مع التكاليف الحدية لها، إلا أنه غالبًا ما يصعب تحقيق هذا المعدل الأمثل للاستثمار. وكذا يصعب أن تتساوى الاستثمارات الفعلية مع الاستثمارات المتوقعة في واقع دنيا الأعمال، حيث قد يحدث أحد أمران وهما:

الأول: الإفراط في الاستثمار (Over-Investment) بمعنى قيام المنشأة بتنفيذ استثمارات ذات صافي قيمة حالية سالبة. **والثاني** نقص وتخفيض الاستثمار (Under-Investment) والذي يحدث عند عدم القيام بتنفيذ استثمارات ذات صافي قيمة حالية موجبة (Biddle et al., 2009). وهذا ما يمكن أن نطلق عليه عدم الكفاءة في الاستثمار (Inefficient Investment) والتي تؤدي إما إلى تعطل السيولة مما قد يترتب عليه خسائر في الأجل القصير، أو تحقيق مصالح ذاتية للمديرين على حساب المنشأة، مما قد يترتب عليه عدم حدوث تعظيم لقيمة المنشأة في الأجل الطويل.

ولقد نال موضوع عدم كفاءة الاستثمار اهتمامًا كبيرًا في أدبيات التمويل والمحاسبة، وخصوصًا ما يتعلق بالأسباب والعوامل التي تؤدي إلى عدم الكفاءة في الاستثمار، ومنها على سبيل المثال: (Tan et al., 2009; Lambert 2001, Biddle, et al., 2009; Biddle et al., 2009) ، فقد أوضحت هذه الدراسات أن هناك العديد من الأسباب منها: القيود المالية، والتدخل الحكومي، النظام المصرفي، وتم التركيز على عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry) بين المديرين ومقدمي التمويل والذي يترتب عليه حدوث مشاكل الوكالة والتي من أهمها: الخطر الأخلاقي (Moral Hazard)، الاختيار المعاكس (Adverse Selection).

هذا ويشير **الخطر الأخلاقي (Moral Hazard)** إلى عدم بذل الجهد الكافي من جانب الوكيل، بمعنى آخر أن الوكيل قد يبدو مترخيًا أو متقاعسًا عن تأدية الجهد المطلوب، وذلك لأن الوكيل يفضل بذل الجهد الأقل عن الجهد الأكبر، وحيث أن الأصيل يجهل حالة المتغيرات البيئية ومستوى الجهد الفعلي المبذول من جانب الوكيل، وبطبيعة الحال يستطيع الوكيل أن يتعلل دائمًا بأثر المتغيرات العشوائية التي لا تحكم له فيها لكي يبرر الأداء السيئ (أبو العز، ١٩٩٥)، وهذا يجعل المديرين يميلون إلى تعظيم مصلحتهم الشخصية بالقيام باستثمارات لا تحقق مصالح المساهمين. فالمديرون في سعيهم لتعظيم مصالحهم الشخصية قد يميلون أحيانًا إلى اتخاذ بعض القرارات بالاستثمار في مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة، والتي قد تعرض عوائد المساهمين للخطر. ويؤدي الخطر الأخلاقي للمديرين إلى الإفراط أو النقص في الاستثمارات اعتمادًا على درجة توافر التمويل الداخلي، فالمديرون يميلون إلى الإفراط في استخدام تلك المصادر في الاستثمار، مما سيؤدي إلى زيادة الاستثمار المفرط إذا كانت لدى الشركات موارد للاستثمار. وفي المقابل عندما يستشعر المساهمون بالخطر على استثماراتهم يقومون بتخفيض حجم تمويلهم، ومن ثم تقييد حرية الإدارة في الاستثمار، وحدثت ظاهرة النقص في الاستثمارات.

أما **الاختيار المعاكس (Adverse Selection)** ينشأ هذا الجانب من جوانب الوكالة لأن الأصيل لا يستطيع التحقق تمامًا من مهارات وقدرات الوكيل، سواء وقت التعيين أو أثناء ممارسته لمهام وظيفته، لذلك يطلق (أبو العز، ١٩٩٥) على هذا الجانب "الغش في المستوى المهاري". وفي ظل عدم تماثل المعلومات المتاحة عادة ما يملك مديرو الشركات مزيدًا 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. إذا نجح المديرين في ذلك، فقد يستخدم عوائد طرح الأسهم في الإفراط بالاستثمار في مشروعات استثمارية محفوفة بالمخاطر. وفي ذات

السياق فإن استئجار المستثمرين بالخطر على استثماراتهم قد يدفعهم لتخفيض حجم تمويلهم، ومن ثم تقييد حرية الإدارة في الاستثمار، وحدثت ظاهرة النقص في الاستثمار.

إن تبني الشركات لآليات حوكمة عالية الجودة يفعل آليات الرقابة والإشراف على أداء المديرين وقراراتهم بصفة عامة، وقرارات الاستثمار الخاصة بالشركات، وفي سبيل رغبة المديرين في الحفاظ على سمعتهم المهنية وتجنب المسؤولية القانونية، وبالتالي يتجنبون عدم كفاءة الاستثمار سواء الناتج عن الإفراط في الاستثمار، أو نقص الاستثمارات، خاصة الشركات التي تواجه صعوبات مالية (Lai & Liu, 2018). كما أن هذا الدور الإشرافي الذي قد يمنع الإدارة من الانخراط في الممارسات الشخصية، والحد من التوجه نحو الاستثمارات غير الحكيمة، وتحسين قدرة المستثمرين على مراقبة كفاءة قرارات الاستثمار (Biddle et al., 2009).

هذا ويمثل التحصين الإداري "Managerial Entrenchment" أحد مظاهر ضعف حوكمة الشركات، كما أنه يعتبر مظهرًا من مظاهر مشكلة الوكالة بين المساهمين والمديرين (Jensen & Ruback, 1983)، ويحدث بصفة عامة عندما يكتسب المديرون سلطة كبيرة تمكنهم من استخدام الشركة لتحقيق مصالحهم الذاتية (Weisbach, 1988:453)، كما يعرف التحصين الإداري بأنه "إلى أي مدى لم يلتزم المديرون بقواعد العمل في إطار النطاق الكامل لحوكمة الشركات، وآليات الرقابة، متضمنة الرقابة بواسطة المجلس، تهديد العزل أو الاستيلاء، حوافز الأسهم والمكافآت المبنية على الأداء" (عفيفي، ٢٠١٧).

وتوجد أدلة على أن التحصين الإداري قد يترتب عليه رفض المديرون لمشروعات 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 المعرفة والخبرة قد يقود المديرين الأقل قدرة إلى التركيز على الأداء قصير الأجل واختيار المشروعات ذات المكاسب قصيرة الأجل، حيث يكون من المرجح التوجه نحو الاستثمار المفرط في المشروعات التي تعمل على تحسين قوتهم أو هيبتهم، والتقليل من الاستثمارات التي قد تزيد من العوائد للمساهمين وتعزز قيمة الشركة (Garcia-Sanchez & Garcia-Meca 2018).

ومن خلال ما سبق عرضه يمكن صياغة مشكلة الدراسة في السؤال البحثي التالي:

- ما هو أثر آليات التحصين الإداري على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة في البيئة المصرية؟

● هدف الدراسة:

من خلال العرض السابق لمشكلة الدراسة، يتمثل الهدف الرئيسي في اختبار ودراسة تأثير آليات التحسين الإداري على كفاءة الاستثمار في البيئة المصرية، وينبثق من هذا الهدف الرئيسي الأهداف الفرعية الآتية:

- ١- دراسة الإطار النظري لآليات التحسين الإداري وكفاءة الاستثمار في البيئة المصرية.
- ٢- اختبار العلاقة بين آليات التحسين الإداري وكفاءة الاستثمار.

● أهمية الدراسة:

تنبع أهمية الدراسة من عدة عوامل واعتبارات وهي:

- ١- يمثل هذا البحث محاولة لتفسير التأثيرات المحتملة لآليات التحسين الإداري على منشآت الأعمال.
- ٢- أهمية نتائج هذه الدراسة للمستثمرين الحاليين والمرتقبين، حيث تساعد في اتخاذ قرارات الاستثمار المختلفة.
- ٣- ندرة الدراسات العربية -على حد علم الباحثان- والتي تناولت موضوع التحسين الإداري بصفة عامة وعلاقة بكفاءة الاستثمار بصفة خاصة.

● خطة الدراسة:

لمعالجة مشكلة البحث وتحقيقاً لهدف البحث، سوف يتم تنظيم البحث على النحو التالي:

- القسم الأول: الدراسات السابقة واشتقاق فرضيات الدراسة.
- القسم الثاني: الإطار النظري لمتغيرات الدراسة.
- القسم الثالث: الدراسة الاختبارية وتحليل وتفسير النتائج.
- القسم الرابع: خلاصة الدراسة ومجالات البحث المقترحة.

القسم الأول:

الدراسات السابقة واشتقاق فرضية الدراسة:

هناك دراسات تناولت موضوع التحسين الإداري وأخري تناولت كفاءة الاستثمار، ولكن هناك ندرة في الدراسات التي قامت باختبار العلاقة بينهما، وسوف يتم عرض هذه الدراسات وفقاً لحداتها كما يلي:

استخدمت دراسة (Muriithi et al., 2022) النظرية السلوكية لحوكمة الشركات للتحقيق في العلاقة بين التحسين الإداري والتزام الشركات بالمسؤولية الاجتماعية. واستخدمت الدراسة متغير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية كمتغير معدل للعلاقة. ولتحقيق هدف الدراسة تم تجميع البيانات من ٣٨٦ شركة أمريكية عن الفترة من ٢٠١١ وحتى ٢٠١٨. توصلت النتائج إلى وجود علاقة بين التحسين الإداري والتزام الشركات بالمسؤولية الاجتماعية في ظل سياقات بيئية معينة، كما تتراجع مشاركة المسؤولية الاجتماعية للشركات في ظل الحوكمة الضعيفة، وأن زيادة عدم التأكد بشأن السياسة الاقتصادية يقلل من التأثير السلبي للتحسين الإداري على التزام الشركات بالمسؤولية الاجتماعية.

اختبرت دراسة (خيرى، ٢٠٢٢) أثر آليات التحسين الإداري (تتمثل آليات التحسين الإداري في: ازدواجية دور الرئيس التنفيذي، وفترة بقاء الرئيس التنفيذي في منصبه، الملكية الإدارية، واستقلال مجلس الإدارة) على السلوك غير المتماثل لتكلفة البضاعة المباعة والتكاليف البيعية والعمومية والإدارية. ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة مكونة من ٥٥ شركة مدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٤ وحتى ٢٠١٧. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها:

- ١- أن تكلفة البضاعة المباعة والتكاليف البيعية والعمومية والإدارية تسلك سلوكاً غير متماثلاً في علاقتها بالتغير في المبيعات.
- ٢- هناك علاقة معنوية بين التحسين الإداري والسلوك غير المتماثل لتكلفة البضاعة والتكاليف البيعية والعمومية والإدارية.
- ٣- هناك تأثير معنوي لكل من ازدواجية دور الرئيس التنفيذي والملكية الإدارية على السلوك غير المتماثل للتكاليف البيعية والعمومية والإدارية، في حين عدم وجود تأثير لكل من فترة بقاء الرئيس التنفيذي في منصبه واستقلال مجلس الإدارة.

٤- وجود علاقة معنوية بين السلوك غير المتماثل لتكلفة البضاعة المباعة ازدواجية دور الرئيس التنفيذي واستقلال مجلس الإدارة، في حين عدم إثبات معنوية هذه العلاقة مع فترة بقاء الرئيس التنفيذي في منصبه والملكية الإدارية.

استهدفت دراسة (فهيمي، ٢٠٢٢) تحليل واختبار أثر ممارسات التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار، وأثر التدفقات النقدية الحرة على هذه العلاقة. ولتحقيق هدف الدراسة استخدمت الدراسة عينة مكونة من ٤٤ شركة مدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٥ وحتى ٢٠٢٠. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية غير معنوية بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار. كما اتضح وجود علاقة طردية معنوية بين حجم الشركة وكفاء الاستثمار، كما أظهرت وجود تأثير معنوي للتدفقات النقدية الحرة على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار. وتأكيداً للنتائج تم إعادة الاختبار باستخدام أسلوب تحليل الحساسية، حيث تبين وجود علاقة عكسية معنوية أيضاً بين التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار، والتدفقات النقدية الحرة لها تأثير على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار في حالة الشركات المربحة.

تناولت دراسة (Bousetta, 2021) الأبعاد والآليات التي يستخدمها المديرون في تحسين أنفسهم (ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة CEO ownership، عمر المدير التنفيذي الأول CEO age، فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه CEO tenure، ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول CEO duality) وأثرها على أداء الشركة. ولتحقيق هدف الدراسة تم إجراء الاختبار على عينة مكونة من ٥٥ شركة مغربية مدرجة ببورصة الأوراق المالية خلال الفترة من ٢٠١٠ وحتى ٢٠١٥. تشير النتائج أنه ليس بالضرورة أن التحسين الإداري ضاراً كما تقترح بعض نظريات الحوكمة، ولكن على العكس من ذلك، يمكن أن يكون لها تأثير مفيد على تكوين الثروة. فمثلاً تظهر النتائج أن ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة تقلل من تكاليف الوكالة وتعزز من أداء الشركة، كما أن فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه فترة طويلة يحسن من أداء الشركة، وهذا يتوافق مع نظرية الاشراف، في حين أن ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول يرتبط سلباً بأداء الشركة، وأن آليه "عمر المدير التنفيذي الأول" تأثيرها ضعيف على أداء الشركة.

تحققت دراسة (Raza et al., 2021) من تأثير القيود التي يفرضها الدائنون كمتغير معدل على العلاقة بين حدود حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار، نظراً لأهمية كفاءة الاستثمار من أجل تنمية اقتصادية أفضل. استخدمت الدراسة البيانات المالية لـ ٢٢ شركة مدرجة في البورصة الباكستانية خلال

الفترة من عام ٢٠١٠ وحتى ٢٠١٩. أيدت النتائج أن حوكمة الشركات تحسن بشكل كبير من كفاءة الاستثمار، كما أظهرت النتائج أن القيود التي يفرضها الدائنون تلعب دور مهم في تحسين الآثار الإيجابية لحوكمة الشركات على كفاءة الاستثمار، كما يساعد التوسع في الاقتراض في تحسين كفاءة الاستثمار في حالة التزام الشركات بآليات الحوكمة، كما أن الالتزام بحوكمة الشركات يجعل القيود التي يفرضها الدائنون عند أدنى مستوى لها وبالتالي تخفيض تكلفة الاستثمار.

وبالتطبيق على بورصة طهران اختبرت دراسة (Salehi et al., 2021) العلاقة بين بعض العوامل المؤسسية (إدارة الأرباح الحقيقية، إدارة الأرباح المتوقعة، الملكية المؤسسية، واستقلال مجلس الإدارة) والتحصين الإداري. ولاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام عينة مكونة من ١١٠ شركة مدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية خلال الفترة من عام ٢٠١١ وحتى ٢٠١٧. تم حساب المؤشر الخاص بالتحصين الإداري باستخدام أربع آليات للحوكمة (نسبة ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة CEO ownership، ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول CEO duality، لوغاريتم تعويضات المدير التنفيذي الأول CEO compensation، فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه CEO tenure). أكدت النتائج أن الأربعم عوامل مؤسسية، وهي إدارة الأرباح الحقيقية، وإدارة الأرباح المتوقعة، والملكية المؤسسية، واستقلال مجلس الإدارة، لها علاقة كبيرة بالتحصين الإداري.

استهدفت دراسة (السواح، ٢٠٢١) اختبار العلاقة بين إدارة الأرباح وكفاءة الاستثمار، ودراسة أثر كل من التخصص الصناعي لمراجع الحسابات واستقلالية مجلس الإدارة (كمتغيرين معدلين) على تلك العلاقة. ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام بيانات عينة مكونة من ٥٥ شركة مدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٥ وحتى ٢٠١٨. وأوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية معنوية بين إدارة الأرباح وكفاءة الاستثمار، كما يوجد أثر معدل لكل من متغير التخصص الصناعي للمراجع واستقلالية مجلس الإدارة كأحد آليات الحوكمة على العلاقة بين إدارة الأرباح وكفاءة الاستثمار. فالنتيجة بين إدارة الأرباح وتخصص المراجع أو استقلالية مجلس الإدارة يدعم كفاءة الاستثمار عن طريق الحد من عدم الكفاءة. ولتدعيم النتائج استخدمت الدراسة أسلوب آخر وهو تحليل الحساسية لقياس إدارة الأرباح، وأيدت وجود علاقة عكسية معنوية بين إدارة الأرباح وكفاءة الاستثمار، وأيدت وجود أثر معدل لمتغير تخصص المراجع على علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الاستثمار، إلا أنها لم تقدم دليلاً على وجود أثر معدل لمتغير استقلالية مجلس الإدارة.

اختبرت دراسة (عبد المنعم، ٢٠٢١) العلاقة بين التحسين الإداري وجودة الأرباح، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاختبار بين خمس آليات للتحسين الإداري (ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، الملكية الادارية، فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، استقلالية مجلس الادارة، والرافعة المالية) وادارة الأرباح، وذلك بالاعتماد على الاستحقاقات الاختيارية لقياس إدارة الأرباح باعتبارها مقياس عكسي لجودة الأرباح). وتم اختبار فرضيات الدراسة باستخدام عينة مكونة من ١٢٥ شركة مساهمة تنتمي لأحد عشر قطاع غير مالي ومدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٧ حتى ٢٠١٩. وتوصلت نتائج الدراسة إلى عدة نتائج أهمها:

- وجود علاقة سالبة بين كل من ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول والملكية الادارية وبين جودة الأرباح.
 - وجود علاقة موجبة بين نسبة المديرين غير التنفيذيين داخل المجلس وجودة الأرباح.
 - وجود علاقة غير خطية بين الرافعة المالية وجودة الأرباح.
 - لم تؤيد وجود تأثير معنوي لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه على جودة الأرباح.
- بالتطبيق على بورصة تايلاند هدفت دراسة (Bangmek, 2020) اختبار العلاقة بين معدل دوران الرئيس التنفيذي والتحفظ المحاسبي، والدور الذي يمكن أن تلعبه الشركات العائلية والتحسين الإداري في هذه العلاقة. ولتحقيق هدف الدراسة تم اجراء الاختبار على عينة مكونة من ٣٠٧ شركة مدرجة في بورصة تايلاند خلال الفترة من عام ٢٠١٢ حتى ٢٠١٧. وقد خلصت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: وجود علاقة سلبية بين معدل دوران الرئيس التنفيذي والتحفظ المحاسبي، بالإضافة إلى وجود تأثير تفاعلي للشركات العائلية ومعدل دوران الرؤساء التنفيذيين يؤدي الى درجة أعلى من التحفظ المحاسبي في التقارير المالية، لأجل التخفيف من المسؤولية القانونية وتقييد السلوكيات الانتهازية للإدارة والمبالغة في الأرباح، وأن هذا الأثر التفاعلي كان أكبر تأثير التحسين الإداري. كما يميل مالكو الشركات العائلة إلى المشاركة بشكل أكبر في عمليات الشركة، وبالتالي، لديهم القدرة على التأثير في السياسات المستخدمة في التقارير المالية، والتي من شأنها تخفيض تكاليف الوكالة وقدرة الرؤساء التنفيذيين المغادرين من استخدام ممارسات محاسبية والتي من الممكن أن تزيد من الأرباح لتحقيق مصالح شخصية لهم.

بالتطبيق على بورصة تايوان عرضت دراسة (Lee, 2020) وجهات النظر المتعارضة للعلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وكفاءة الاستثمار في أحد أسواق الأوراق المالية الآسيوية الناشئة (تايوان). ولتحقيق هدف الدراسة تم الاختبار على بيانات ١٤٣٠ شركة على مدى ٢١ عام (من

١٩٩٧ وحتى ٢٠١٧). ومن أهم ما توصلت إليه الدراسة أن المسؤولية الاجتماعية للشركات لها تأثيرًا واضحًا على تقليل الاستثمار غير الفعال بين الشركات ذات الحوكمة الأكثر فعالية، وأن متغيرات حجم الشركة، وحساسية التدفق النقدي، وقيم الضمانات، وفرص النمو لها آثار إيجابية كبيرة على عدم كفاءة الاستثمار في تاوان.

اختبرت دراسة (خلف، ٢٠٢٠) أثر كل من التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار. ولتحقيق هدف الدراسة تم الدراسة على عينة مكونة من ٩٠ شركة صناعية تنتمي لسبع قطاعات ومدرجة بالبورصة المصرية عن الفترة من عام ٢٠١٥ وحتى ٢٠١٩. وأوضحت نتائج الدراسة إلى أن الشركات التي لديها جودة التقارير المالية المرتفعة يكون لديها مستوى مرتفع من كفاءة الاستثمار حيث ينخفض الاستثمار المفرط والمنخفض لديها. وأرجعت الدراسة ذلك إلى أن التقارير المالية ذات الجودة المرتفعة تلعب دورًا مهمًا في الحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب رأس المال، كما أن الشركات التي يتم مراجعتها بواسطة مراجع متخصص في الصناعة يكون لديها مستوى مرتفع من كفاءة الاستثمار، حيث ينخفض لديها الاستثمار المفرط والمنخفض، ويرجع ذلك إلى فاعلية الدور الرقابي على عملية إعداد التقارير المالية بما يسهم في الحد من عدم تماثل المعلومات.

عرضت دراسة (عبدلي & درحمون، ٢٠٢٠) تأثير جودة التقارير المالية على كفاءة القرار الاستثماري. ولتحقيق هدف الدراسة تم الاختبار باستخدام بيانات عينة مكونة من ٥٨ شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من عام ٢٠١٣ وحتى ٢٠١٦. وايدت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين جودة التقارير المالية وعدم كفاءة الاستثمار، وأن عدد الشركات ذات الاستثمار المنخفض أكبر من عدد الشركات ذات الاستثمار المفرط.

تناولت دراسة (كعموش، ٢٠٢٠) أثر كل من جودة المعايير المحاسبية ومستوى الالتزام بها على كفاءة استثمار، وتم استخدام متغير دور جودة المعلومات كمتغير وسيط للعلاقة بين جودة المعايير المحاسبية ومدى الالتزام العملي بالتطبيق على كفاءة الاستثمار، كما تم استخدام بعض الخصائص التشغيلية للشركات كمتغيرات معدلة (عمر الشركة، حجم الشركة، مستوى الاستثمار في الفترة السابقة، والتدفقات النقدية التشغيلية). ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام بيانات عينة من الشركات غير المالية مكونة من ٩٩ شركة مدرجة بالبورصة السعودية وتنتمي لتسع قطاعات عن الفترة من عام ٢٠١٢ وحتى ٢٠١٨. وأشارت الدراسة إلى أن تبني المعايير الدولية أدى إلى الحد من الاستثمار المنخفض وليس الاستثمار المفرط، وان تبني المعايير الدولية ليس له تأثير على جودة المعلومات، وأن لجودة المراجعة

تأثير معنوي على كفاءة الاستثمار. كما توصلت الدراسة إلى أن الأثر التفاعلي بين كل من تبني المعايير الدولية وجودة المراجعة كان معنويًا على تحسين كفاءة الاستثمارات، كما أشارت النتائج إلى أن بعض الخصائص التشغيلية (عمر الشركة، حجم الشركة، مستوى الاستثمار في الفترة السابقة، والتدفقات النقدية التشغيلية) لم يكن لها تأثير معنوي في حين كان لخاصية (التدفقات النقدية التشغيلية) تأثير معنوي.

فرقت دراسة (عبد المجيد، ٢٠٢٠) بين أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على جوانب الاستثمار المختلفة (متمثلة في: الفرص الاستثمارية المتاحة، وحجم الاستثمار، وكفاءة القرارات الاستثمارية). ولتحقيق هدف الدراسة تم إجراء الدراسة الاختبارية على بيانات عينة مكونة من ١٢٩ شركة غير مالية تنتمي لسبعة عشر قطاع ومدرجة ببورصة الأوراق المالية السعودي وذلك خلال الفترة من عام ٢٠١٨ وحتى ٢٠١٨. وتوصلت الدراسة إلى أن للقدرة الإدارية تأثير موجب ومعنوي على كل من حجم الاستثمار وكفاءة القرارات الاستثمارية، في حين كانت ذات تأثير سالب ومعنوي مع الفرص الاستثمارية المتاحة.

استهدفت دراسة (محمد، ٢٠٢٠) لاختبار تأثير كل من آليات التحسين الإداري (متمثلة في: استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الادارية، ازدواجية دور المدير التنفيذي، فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه) والتحفظ المحاسبي على الأداء المالي للشركات. ولتحقيق هدف الدراسة استخدمت الدراسة عينة عشوائية مكونة من ٣٠ شركة (غير البنوك وشركات التأمين) مدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٥ وحتى ٢٠١٩. وباستخدام نموذج التأثير الثابت ونموذج التأثير العشوائي، أيدت الدراسة وجود تأثير جوهري لآليات التحسين الإداري (استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الادارية، ازدواجية دور المدير التنفيذي، فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه) والتحفظ المحاسبي على متغيرات الأداء المالي.

بالتطبيق على بورصة إندونيسيا اختبرت دراسة (Al'Alam & Firmansyah, 2019) تأثير كل من جودة التقارير المالية، واستحقاق الديون، والارتباط السياسي، وحوكمة الشركات على كفاءة الاستثمار في الشركة. ولتحقيق هدف الدراسة شملت عينة الدراسة ٨٦ شركة تعمل في مجال التصنيع والبنية التحتية ومدرجة في بورصة إندونيسيا عن الفترة من عام ٢٠١٣ وحتى ٢٠١٦. تشير النتائج إلى أن كل من جودة التقارير المالية، وأجال استحقاق الديون، وحوكمة الشركات ترتبط بشكل إيجابي بكفاءة الاستثمار. في حين أنه لا يوجد ارتباط بين الارتباط السياسي وكفاءة الاستثمار.

سعت دراسة (Bzeouich et al., 2019) لاختبار العلاقة بين إدارة الأرباح وكفاءة الاستثمار، والتحقق من التأثير المعدل لخصائص مجلس الإدارة على تلك العلاقة. ولتحقيق هدف الدراسة

تم اجراء الاختبار على عينة مكونة من ٨٧ شركة غير مالية مدرجة في مؤشر (SBF 120 index) في بورصة فرنسا خلال الفترة من عام ٢٠١١ حتى ٢٠١٥. وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين إدارة الأرباح وكفاءة الاستثمار، كما أن هناك علاقة موجبة بين كل من حجم مجلس الإدارة واستقلالية أعضاء مجلس الإدارة والتنوع بين الجنسين وبين كفاءة الاستثمار، كما تسهم هذه الخصائص في تعزيز الرقابة الإدارية والحد من ممارسات إدارة الأرباح، وتوجيه المديرين لاختيار استثمارات المناسبة عند توافر حوكمة قوية.

تحققت دراسة (أبو سالم، ٢٠١٩) من تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة، ولتحقيق هذا الهدف تم قياس متغير قوة المدير التنفيذي الأول من خلال أربع آليات (فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة، استقلالية مجلس الإدارة). ولاختبار الفرضيات تم استخدام بيانات عينة مكونة من ١٠٠ شركة مساهمة غير مالية وتنتمي إلى خمسة عشر قطاع ومدرجة بالبورصة المصرية وذلك خلال الفترة من عام ٢٠١٣ وحتى ٢٠١٦. أيدت النتائج وجود علاقة موجبة بين قوة المدير التنفيذي الأول وتكاليف الوكالة. أما بالنسبة لآليات مؤثر قوة المدير التنفيذي الأول، فهناك علاقة موجبة بين كل من فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، وجود أغلبية من الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة، ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، وبين تكاليف الوكالة. في حين عدم وجود علاقة معنوية بين نسبة ملكية المدير التنفيذي الأول وبين تكاليف الوكالة.

قامت دراسة (حسين، ٢٠١٩) بدراسة دور كل من القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، وجودة التقارير المالية، والالتزام بآليات حوكمة الشركات في تخفيض عدم كفاءة القرارات الاستثمارية. ولتحقيق هدف الدراسة تم اجرائها على عينة مكونة من ٥٦ شركة غير مالية مدرجة بالبورصة المصرية من خلال تحليل قطاعي خلال الفترة من عام ٢٠٠٧ حتى ٢٠١٧. وقد خلصت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها:

- أن القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين والالتزام بآليات حوكمة الشركات وارتفاع جودة التقارير المالية من شأنها تخفيض عدم كفاءة القرارات الاستثمارية المتعلقة بالاستثمار المفرط، ولكن ليس لها تأثير جوهري على نقص الاستثمار.
- أن جودة التقارير المالية تدفع الى تخفيض عدم كفاءة الاستثمار المفرط، وخاصة في الشركات التي تعتمد على المديونية بشكل كبير.

- الشركات الأكثر التزامًا بحوكمة الشركات والتي تقدم تقارير مالية ذات جودة مرتفعة لديها القدرة على الحد من عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، وخاصة المتعلقة بالاستثمار المفرط.

في حين تناولت دراسة (عبد الرحيم، ٢٠١٩) اختبار أثر آليات الحصين الإداري (متمثلة في: فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، ازدواجية دور المدير التنفيذي، عمر المدير التنفيذي، استقلالية مجلس الإدارة) وكذلك أثر التفاعل المشترك لتلك الآليات على قيمة المنشأة. ولتحقيق هدف الدراسة تم اجرائها على عينة مكونة من ٥٠ شركة مدرجة بالبورصة المصرية عن الفترة من عام ٢٠١٣ وحتى ٢٠١٧. وباستخدام نموذج (Tobin's Q) أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة بين كل من ازدواجية دور المدير التنفيذي وفترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، واستقلالية مجلس الإدارة وبين قيمة المنشأة، كما أن هناك علاقة معنوية موجبة للتفاعل المشترك بين كل من فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، واستقلالية مجلس الإدارة وقيمة المنشأة، وكذلك هناك علاقة معنوية موجبة للتفاعل المشترك بين ازدواجية دور المدير التنفيذي واستقلالية مجلس الإدارة وقيمة المنشأة. في حين هناك سلبية بين التفاعل المشترك بين عمر المدير التنفيذي واستقلالية مجلس الإدارة وقيمة المنشأة.

اختبرت دراسة (شرف، ٢٠١٩) العلاقة بين ممارسات الشركة لإدارة الأرباح وكفاءة الاستثمار بها، ومدى تأثر هذه العلاقة ببعض المتغيرات المعدلة للعلاقة (حجم الشركة، ومستوى الرفع المالي للشركة، ونوع رأي مراقب الحسابات). ولتحقيق هدف الدراسة تم اجرائها على عينة مكونة من ٥٠ شركة مدرجة بالبورصة المصرية عن الفترة من عام ٢٠١٢ وحتى ٢٠١٦. وقد خلصت الدراسة إلى أن ممارسات إدارة الأرباح تقلل من كفاءة الاستثمار، حيث يوجد تأثير معنوي لممارسات إدارة الأرباح على كفاءة الاستثمار بالشركات، كما يوجد تأثير معنوي للمتغيرات المعدلة (حجم الشركة، ومستوى الرفع المالي للشركة، ونوع رأي مراقب الحسابات) على العلاقة محل الدراسة.

بالتطبيق في البيئة الأمريكية أجابت دراسة (Bhabra et al., 2018) على التساؤل التالي: ما هو تأثير الحصين الإداري (ضعف الحوكمة) على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية؟ وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من (٣٦١) شركة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من ١٩٩٤ إلى ٢٠٠٤، وتم قياس حوكمة الشركات من خلال بناء مؤشر، والذي بناء عليه تم تقسيم شركات العينة إلى مجموعتين: الأولى شركات ذات حوكمة قوية (أي حصين إداري ضعيف)، والثانية شركات ذات حوكمة ضعيفة (أي حصين إداري قوي). وقد خلصت الدراسة إلى وجود دليل قوي على أن الاستثمارات في الشركات ذات الحوكمة القوية (المديرين غير المتحصنين) حساسة بشدة لتوافر التدفقات النقدية الداخلية، في حين ان هذه

الحساسية تتلاشي في حالة الشركات ذات الحوكمة الضعيفة (المديرين المتحصنين). وهذا يؤكد أن كفاءة الاستثمار - مقاسة بحساسية الاستثمارات للتدفقات النقدية - في الشركات ذات التحصين الإداري المرتفع تكون مدفوعة بالمجازفة المفرطة من المديرين.

وأيضًا بالتطبيق في البيئة الأمريكية طرحت دراسة (Gan, 2018) التساؤلات التالية: هل تختلف كفاءة الاستثمار باختلاف القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين؟ وهل القدرات الإدارية للمديرين التنفيذيين تحسن من الممارسات الاستثمارية؟ وتم اختبرت ذلك على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من ١٩٩١ إلى ٢٠٠٣ بعدد مشاهدات (٢٢٥٣١) مشاهدة. وقد قُسمت عينة الدراسة إلى مجموعتين: الأولى الشركات التي من المحتمل أن تكون قد مارست الإفراط في الاستثمارات، والثانية تتألف من الشركات التي من المحتمل أن تكون قد مارست النقص في الاستثمارات، وكان من ضمن المتغيرات الضابطة لهذه العلاقة التحصين الإداري وجودة التقارير المالية. وخلصت إلى وجود تأثير معنوي موجب للقدرة الإدارية على كفاءة الاستثمار، كما أن هناك علاقة عكسية بين التحصين الإداري وكفاءة الاستثمار.

وأيضًا بالتطبيق في ماليزيا تناولت دراسة (Salin et al., 2018) تأثير آليات حوكمة الشركات (متمثلة في: استقلالية مجلس الإدارة، وحجم المجلس، والملكية الإدارية) على مستوى كفاءة استثمار الشركة. ولتحقيق هدف الدراسة تم الاختبار على البيانات التي توفرها التقارير المالية لعينة مكونة من أفضل ١٦٣ شركة ماليزية (على أساس القيمة السوقية) مدرجة في بورصة ماليزيا. وتم استخدام أسلوب تحليل الانحدار اللوجستي ذي الحدين. وأشارت نتائج الدراسة إلى أن حجم مجلس الإدارة فقط هو الذي يمكن أن يؤثر على مستوى استثمار الشركة، في حين أن استقلالية مجلس الإدارة والملكية الإدارية قادرة على منع عدم كفاءة الشركة في اتخاذ قرارات الاستثمار، كما تؤكد على دور حوكمة الشركات في تعزيز أداء الشركة، ولا سيما دور حجم مجلس الإدارة في حماية مصالح المساهمين.

اختبرت دراسة (Rashed et al., 2018) العلاقة بين آليات هيكل الملكية (الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، تركيز الملكية وملكية أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين) وبين كفاءة الاستثمار. ولتحقيق هدف الدراسة تم إجراء الدراسة الاختبارية على بيانات ٣٥ شركة مدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من عام ٢٠٠٦ وحتى ٢٠١٥. أوضحت النتائج إلى أن الملكية الإدارية لا تتعلق بكفاءة الاستثمار. كما توجد علاقة سلبية بين الملكية المؤسسية وتركيز الملكية وملكية أعضاء

مجلس الإدارة وبين كفاءة الاستثمار، وعدم وجود علاقة بين المتغيرات الضابطة (حجم الشركة، نسبة المديونية، مؤشر Tobin's Q) وكفاءة الاستثمار.

هدفت دراسة (أبو سالم & علوان، ٢٠١٨) التحقق من وجود تأثير لآليات التحصين الإداري (متمثلة في: الملكية الإدارية، ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، استقلالية مجلس الإدارة، فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، والرافعة المالية) على قيمة الشركات. ولتحقيق هدف الدراسة استخدمت الدراسة عينة مكونة من ١٠١ شركة غير مالية تنتمي لخمس عشرة قطاع ومدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٠ وحتى ٢٠١٥. وباستخدام مؤشر توبين كيو (Tobin's Q) وتوبين كيو المعدل بمتوسط الصناعة (Industry- AdiQ) لقياس قيمة الشركة. أظهرت النتائج وجود علاقة سالبة بين كل من نسبة المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة، وكذلك وجود علاقة موجبة بين كل من نسبة الملكية الإدارية والرافعة المالية وقيمة الشركة، في حين عدم وجود تأثير معنوي لفترة بقاء المدير التنفيذي على قيمة الشركة.

استهدفت دراسة (Chen & Chen, 2017) اختبار تأثير عمليات شراء أصول الشركات على كفاءة الاستثمار في ظل حوكمة شركات أكثر فاعلية (تتمثل آليات الحوكمة في: خصائص مجلس الإدارة، هيكل الملكية، تعويضات المدير التنفيذي، جودة لجنة المراجعة، رقابة الأسواق على الشركات). ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام ١١٤٤ مشاهدة للشركات الأمريكية التي أعلنت عن عمليات كبيرة لشراء الأصول خلال الفترة من عام ١٩٨٨ حتى ٢٠٠٦. أشارت نتائج الدراسة بأن عملية تخصيص الاستثمار يتم بشكل كفو والتي أعقبت شراء الأصول في الشركات التي لديها هيكل حوكمة أكثر فاعلية، والتي كانت تم تحديدها من خلال استقلالية أكبر لمجلس الإدارة، ولجان مراجعة عالية الجودة، ومستويات كبيرة من الملكية المؤسسية، بما يوفر دور أكثر فاعلية في مراقبة الإدارة مما يؤدي إلى تحسن كفاءة الاستثمار.

بالتطبيق في البيئة الصينية تحققت دراسة (Chen et al., 2017) من تأثير هيكل الملكية وآليات حوكمة الشركات (الداخلية والخارجية) على كفاءة الاستثمار. ولتحقق من هذا التأثير تم إجراء الاختبار على عينة مكونة من ٥٩١٢ مشاهدة للشركات غير المالية المدرجة في البورصة الصينية خلال الفترة من عام ٢٠٠٤ حتى ٢٠١٢. وكشفت النتائج عن أن تركيز الملكية له تأثير سلبي على كفاءة الاستثمار، وهذا التأثير يكون أكثر وضوحًا في الشركات المملوكة للدولة منه في الشركات الخاصة. بالإضافة إلى ذلك، يساعد اعتماد التعويض القائم على حوافز الاداء على تحسين كفاءة الاستثمار. ووجود علاقة موجبة بين نسبة ملكية المدير التنفيذي (الملكية الإدارية) وكفاءة الاستثمار، كما أن للصناديق

المشتركة تأثير إيجابي على كفاءة الاستثمار في الشركات الخاصة أكثر منه في الشركات المملوكة للدولة، وفي النهاية ليس لآليات الحوكمة الأخرى (استقلال مجلس الإدارة، حجم مجلي الإدارة، ازدواجية دور المدير التنفيذي) أي دور في تحديد كفاءة الاستثمار.

هدفت دراسة (Cherkasova & Rasadi, 2017) لاختبار العلاقة بين جودة الأرباح ومستويات كفاءة الاستثمار. ولتحقيق هدف الدراسة تم إجراء الاختبار على عينة مكونة من ٧٥٤٦ شركة من ١٠ دول بأوروبا الشرقية عن الفترة من ٢٠١٠ وحتى ٢٠١٥ تنتمي لقطاعات مختلفة. وأظهرت النتائج التجريبية أن الجودة المرتفعة للأرباح تخفف من مشاكل الاستثمار المفرط ونقص الاستثمار، كما تبين أن العلاقة بين جودة الأرباح ونقص الاستثمار تكون أقوى في القطاع الصناعي، وأن الشركات العامة في المتوسط لديها جودة أعلى للأرباح ومشكلة أقل في الاستثمار المفرط.

تناولت دراسة (Groskamp, 2017) العلاقة بين التحسين الإداري وهيكل رأس المال. تم استخدام بيانات عينة من الشركات الأمريكية المدرجة في البورصة خلال الفترة من ١٩٩٢ وحتى ٢٠١٦. تم قياس التحسين الإداري باستخدام مجموعة من المقاييس (ملكية المدير التنفيذي في أسهم الشركة CEO ownership، ازدواجية دور المدير التنفيذي CEO duality، فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه CEO tenure، حوكمة الشركات)، كما تم قياس هيكل رأس المال باستخدام كل من القيمة الدفترية والقيمة السوقية للرافعة المالية. تشير نتائج الدراسة على وجود دليل قوى على أن القيمة الدفترية للرافعة المالية تكون أعلى عندما يكون لدى الرئيس التنفيذي ملكية أكبر للأسهم الشركة، وهناك علاقة ارتباط قوية وموجبة بين القيمة السوقية للرافعة المالية وعدد الأسهم التي يمتلكها الرئيس التنفيذي، وسلبية بين القيمة السوقية للرافعة المالية وفترة بقاء الرئيس التنفيذي في منصبه.

بالتطبيق في تايوان سعت دراسة (Lee, 2017) لاختبار أثر العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وحوكمة الشركات على كفاءة الاستثمار بين الشركات، تم الاختبار على بيانات ١٣٨٣ شركة مدرجة في بورصة تايوان خلال الفترة من ١٩٩٧ وحتى ٢٠١٣، أظهرت النتائج التجريبية أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تخفف بشكل كبير من مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات، وكذلك نساهم أيضاً في الحد من عدم كفاءة الاستثمار عدم تكون الحوكمة قوية في الشركات.

هدفت دراسة (Nor et al., 2017) التأكد ما إذا كانت الممارسات الجيدة لحوكمة الشركات تضمن للشركات تحقيق المستوى الأمثل للاستثمار، حيث تم قياس حوكمة الشركات من خلال الآليات التالية (استقلالية مجلس الإدارة، وحجم مجلس الإدارة والملكية الإدارية)، بينما كان متغير كفاءة استثمار

يعتمد على ما إذا كانت الشركة في مستوى الاستثمار المنخفض أو المفرط. ولتحقيق هدف الدراسة اختارت الدراسة عينة مكونة من أفضل ٢٠٠ شركة وفقاً للقيمة السوقية مدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة من عام ٢٠٠٩ وحتى ٢٠١١. تم تحديد مستوى كفاءة الاستثمار بناءً على الانحراف عن الاستثمار المتوقع باستخدام نموذج توقع الاستثمار كدالة لنمو الإيرادات، بينما تم قياس استقلالية مجلس الإدارة من خلال نسبة المدير المستقل غير التنفيذي من المجلس، بينما يعتمد حجم المجلس على إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة، تم احتساب الملكية الإدارية على أساس نسبة الأسهم المملوكة للمدير التنفيذي من إجمالي عدد الأسهم التي أصدرتها الشركة، تم حساب حجم الشركة على أساس إجمالي الأصول المستخدمة كمتغير ضابط للعلاقة. أظهرت النتائج أن حجم مجلس الإدارة فقط هو الذي يؤثر على مستوى الاستثمار في الشركة، بينما تمنع استقلالية مجلس الإدارة والملكية الإدارية عدم الكفاءة فيما يتعلق باتخاذ قرارات الاستثمار، وتؤكد النتائج أيضاً على دور حوكمة الشركات في تعزيز أداء الشركة وخاصة دور حجم مجلس الإدارة في حماية مصالح المساهمين.

استهدفت دراسة (هلال، ٢٠١٧) دراسة أثر التحسين الإداري وإدارة الأرباح على مكافآت مجلس الإدارة، وكذلك الأثر التفاعلي للتحسين الإداري وإدارة الأرباح على مكافآت مجلس الإدارة. ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام عينة من الشركات المساهمة غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية، خلال الفترة من عام ٢٠١٣ وحتى ٢٠١٥. وتوصلت الدراسة إلى أن التحسين الإداري وإدارة الأرباح (تم قياسه بالاستحقاقات الاختيارية) يؤثران على مكافأة مجلس الإدارة.

قامت دراسة (علي، ٢٠١٧) باختبار أثر جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار. ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة مكونة من ٧٣ شركة مدرجة بالبورصة المصرية خلال من عام ٢٠٠٨ وحتى ٢٠٠٩. وكشفت الدراسة إلى أن ٣٦٪ من الشركات تعاني من الاستثمار المفرط، في حين أن ٤٦٪ وهي بقية شركات العينة تعاني من انخفاض الاستثمار، وهو ما يعكس صعوبات في الحصول على التمويل اللازم. كما وجدت الدراسة علاقة عكسية ومعنوية بين جودة التقارير المالية والاستثمار المنخفض والاستثمار المفرط، وهذا يعني أن التقارير المالية ذات الجودة المرتفعة تحسن من كفاءة الاستثمار.

سعت دراسة (Akram & Iqbal, 2016) إلى اختبار معنوية الارتباط بين السلطة الإدارية وتعيينات المديرين التنفيذيين وأداء الشركة. ولتحقيق هدف الدراسة تم اختبار فرضيات الدراسة باستخدام بيانات عام ٢٠١٤ للشركات المدرجة بمؤشر S&P/ASX 50 بسوق الأوراق المالية

الأسترالية. أيدت نتائج الدراسة قبول فرضيات الدراسة والتي تعنى وجود علاقة ارتباط معنوي بين السلطة الإدارية وتعويضات المديرين التنفيذيين، وبين السلطة الإدارية وأداء الشركة، وكذلك بين أداء الشركة وتعويضات المديرين التنفيذيين.

اختبرت دراسة (He, 2016) العلاقة بين بعض خصائص وسمات مجالس إدارة الشركات وكفاءة الاستثمار. ولتحقيق هدف الدراسة استخدمت بيانات ١٤ عام لجميع الشركات المدرجة بمؤشر (ASX) في سوق الأوراق المالية الأسترالية. وخلصت نتائج الدراسة إلى أن مجالس الإدارة التي تتمتع بخبرات وظيفية كبيرة ومساهمين تنفيذيين أكثر تكون أكثر فاعلية في التقليل من حدة الاستثمار المفرط ونقص الاستثمار. وأن حجم مجالس الإدارة الأصغر يكون لديها القدرة في الحد من نقص الاستثمار ولكن ليس لديها القدرة في الحد من الاستثمار المفرط، بينما تستطيع مجالس الإدارة التي تتولى فترات طويلة في كبح جماح الاستثمار المفرط وليس نقص الاستثمار.

تناولت دراسة (Jiang, 2016) العلاقة بين مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه (أحد آليات التحسين الإداري) وكفاءة الاستثمار من خلال دراسة مستوى الإفراط في الاستثمار، وذلك باستخدام عينة من الشركات الصينية خلال الفترة من ٢٠٠٨ إلى ٢٠١٤ بعدد مشاهدات (٦١٤١) مشاهدة. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين طول مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه وكفاءة الاستثمار، أي أنه في السنوات الأولى من العمل تقل كفاءة الاستثمار متمثلة في الإفراط في الاستثمار على عكس السنوات المتأخرة.

حاولت دراسة (Khanqah, 2015) التحقيق في التأثير التفاعلي للتخصص القطاعي لمراجعي الحسابات واستقلالية مجلس الإدارة على كفاءة الاستثمار، بمنعى هل استقلالية مجلس الإدارة أكثر (أو أقل) فاعلية في تقييد الاستثمار المفرط (أو المنخفض) للشركات التي يتم مراجعتها من قبل مراجعين متخصصين في القطاع، مقارنة بالشركات التي يتم مراجعتها من قبل مراجعين غير متخصصين في القطاع. ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة مكونة من ١٠٠ شركة صناعية إيرانية مدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية خلال الفترة من عام ٢٠٠٥ وحتى ٢٠١١. توصلت الدراسة إلى أن الاستثمار المفرط والمنخفض يرتبط ارتباطاً سلبياً باستقلالية مجلس الإدارة للشركات التي يتم مراجعتها من قبل مراجعين متخصصين في قطاع الصناعة، مقارنة بالشركات التي يتم مراجعتها من قبل مراجعين غير متخصصين في قطاع الصناعة، كما تشير النتائج إلى وجود تأثير تفاعل إيجابي للتخصص القطاعي

لمراجعي الحسابات واستقلالية مجلس الإدارة على كفاءة الاستثمار، حيث تؤكد الدراسة على أن المجالس ذات الجودة العالية يمكن أن تكون أكثر فعالية من خلال تعيين مراجعين متخصصين في الصناعة.

استهدفت دراسة (Ellili, 2012) قياس درجة التحسين الإداري ودراسة تأثيره على أداء الشركة. يعتمد نموذج درجة التحسين الإداري على كل من الخصائص الشخصية للمدير وعلى هيكل ملكية الشركة. تم إجراء الدراسة الاختبارية على ٨١٥ شركة أمريكية خلال الفترة من ٢٠٠١ وحتى ٢٠٠٤ (تم استبعاد البنوك وشركات التأمين نظراً لاختلاف طبيعتها التنظيمية). وخلصت الدراسة إلى أن التحسين الإداري ليس دائماً له تأثير ضار على أداء الشركة، حيث أن العلاقة بين أداء الشركة والتحسين الإداري هي علاقة غير خطية تأخذ شكل تأثير ضار ثم تأثير إيجابي مع زيادة درجة التحسين الإداري، كما تعتمد درجة التحسين الإداري بشكل كبير على العمر وعلى مدة عمل المدير وكذلك على القوة النسبية للملكية الإدارية.

استعرضت دراسة (Ellili, 2011) العلاقات المتبادلة بين هيكل الملكية والسياسة المالية وكذلك دراسة العلاقة بين هيكل الملكية والأداء عندما تكون الملكية الإدارية متغير داخلي. ولتحقيق هدف الدراسة تم إجراء الدراسة الاختبارية على بيانات ٨١٥ شركة أمريكية مدرجة في بورصة الأوراق المالية خلال الفترة من عام ٢٠٠١ وحتى ٢٠٠٤. تظهر نتائج نموذج الانحدار أن جميع المساهمين بغض النظر عن أنواعهم (مديرين أو خارجيين أو مؤسسين) لا يميلون إلى امتلاك حصص كبيرة في الشركات ذات المديونية العالية بسبب ارتفاع مخاطر الإفلاس، كما تعزز النتائج العلاقة غير الخطية بين الملكية الإدارية وأداء الشركة أي أن بعض مستويات الملكية الإدارية ليست مفيدة لثروة المساهمين. تظهر نتائج المعادلات المتزامنة أن المديرين المتحسين يتجنبون الديون للهروب من ضغوط الأداء وحماية رأس المال البشري.

● التعليق على الدراسات السابقة:

بعد استعراض الدراسات السابقة يمكن ملاحظة ما يلي:

- ❖ أن معظم هذه الدراسات وما توصلت إليه من نتائج كانت على بيئة مختلفة عن البيئة المصرية مثل (أمريكا، الصين، فرنسا، استراليا، ماليزيا، تاوان، تايلاند، إندونيسيا، السعودية، عمان، المغرب).
- ❖ علي الرغم من اهتمام العديد من الدراسات الأجنبية بموضوع البحث إلا أن هناك ندرة في الدراسات العربية ذات الصلة بهذه الظاهرة.
- ❖ معظم الدراسات السابقة ناقشت تأثير أحد اليات التحسين الإداري على كفاءة الاستثمار ولم تناقش الآليات مجتمعة، أو أن هذه الدراسات قد قامت بدراسة حوكمة الشركات وتأثيرها على كفاءة الاستثمار، على اعتبار أن الحوكمة الجيدة تؤدي إلى نتائج مختلفة عن الحوكمة الضعيفة (مؤشر على التحسين الإداري) في هذا الصدد، ويرى الباحثان أن هذه النقطة هي ما يميز هذا البحث حيث سيتم دراسة أثر أكثر من آلية من آليات التحسين الإداري مثل (ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الرافعة المالية) على كفاءة الاستثمار في البيئة المصرية.

● اشتقاق فرضيات الدراسة:

اعتمادًا على ما تم عرضه من دراسات سابقة توضح الأساس النظري للعلاقة بين متغيري الدراسة، وكما أوضحت دراسة (Garcia-Sanchez & Garcia-Meca 2018) أنه توجد أدلة على أن التحسين الإداري قد يترتب عليه أن يرفض المديرين 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 (ويقلل من قرارات الاستثمار التي قد تزيد من العوائد للمساهمين وتعزز قيمة الشركة).

وبالتالي يمكن صياغة الفرض الرئيسي للدراسة كما يلي:

ف: "توجد علاقة معنوية بين آليات التحسين الإداري وكفاءة الاستثمار".

ولاختبار الفرض الرئيس يمكن تقسيمه إلى مجموعة من الفرضيات الفرعية والتي تختبر علاقة كل آلية من آليات التحصين الإداري مع كفاءة الاستثمار كما يلي:

ف١: "توجد علاقة معنوية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار".

ف٢: "توجد علاقة معنوية بين فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه وكفاءة الاستثمار".

ف٣: "توجد علاقة معنوية بين استقلال مجلس الإدارة وكفاءة الاستثمار".

ف٤: "توجد علاقة معنوية بين الملكية الإدارية وكفاءة الاستثمار".

ف٥: "توجد علاقة معنوية بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار".

- القسم الثاني: الإطار النظري لمتغيرات الدراسة:

تتمثل المتغيرات الأساسية للدراسة في متغيرين أساسيين وهما آليات التحسين الإداري وكفاءة الاستثمار، وسوف يتم دراستهما في ضوء نظرية الوكالة، لذلك سيتم عرض أبعاد نظرية الوكالة وآليات التحسين الإداري وكفاءة الاستثمار كما يلي:

أولاً: نظرية الوكالة وتعارض المصالح:

ظهرت الاختلافات بين حملة الأسهم (الأصيل) والإدارة (الوكيل) نتيجة ظهور الشركات المساهمة والتي تتميز بانفصال الملكية عن الإدارة، حيث يكلف الأصيل الوكيل بالقيام ببعض الأعمال نيابة عنه واتخاذ القرار التي تمكنه من انجاز ما اوكل إليه من مهام، مما ترتب عليه سعى كل طرف لتعظيم منفعته، فالأصيل يسعى للحصول على أكبر قدر من العمل والجهد من قبل الوكيل نظير أجر معقول، وفي الوقت نفسه يسعى الوكيل لتعظيم منفعته بالحصول على أكبر قدر ممكن من الحوافز والمكافآت مع بذل القليل من الجهد (الصغير، ٢٠١٩؛ Nugraha, 2021)، نتيجة لذلك نشأت نظرية الوكالة عام ١٩٧٦ على يد (Jensen & Meckling) للحد من المشاكل الناتجة عن تعارض وتضارب المصالح في المنشأة، وذلك بهدف الحد من السلوك الانتهازي الذي يمكن أن تسلكه الإدارة وتقديم تفسيراً منطقياً للعلاقة بين كل من الأصيل والوكيل. حيث يكمن جوهر مشكلة الوكالة في الاهتمام المفرط من قبل الوكيل في تحقيق مصلحته الشخصية ولو على حساب مصلحة الأصيل (Bendickson et al., 2016).

فنظرية الوكالة تركز على مجموعة من الفروض يمكن تلخيصها فيما يلي (الصغير، ٢٠١٩):

- أن الأصيل والوكيل يتصرف تصرف رشيد، وأن كليهما يسعى لتعظيم منفعته.
- يعمل الوكيل على تعظيم منفعته الخاصة والتي من الممكن أن تتعارض مع مصلحة الطرف الآخر (الأصيل).
- عدم تماثل المعلومات، فالوكيل لديه فرصة أكبر في الوصول للمعلومات والتأثير بشكل أكبر على القرارات من الأصيل.
- نتيجة اختلاف اهتمامات الأصيل والوكيل، يدفع للاعتقاد بأن الوكيل لن يتصرف دوماً بما فيه مصلحة الأصيل.

ونتيجة انخراط الوكيل في السلوك الانتهازي وتحقيق المصلحة الذاتية ظهرت قضية عدم تماثل المعلومات، حيث يصبح الأصيل غير قادر على مراقبة سلوك الوكيل بالشكل الصحيح، وبالتالي تصبح

إمكانية قياس النتائج بعيدة المنال، مما يؤدي إلى ظهور مشكلة أخرى وهي مراقبة سلوك الوكيل والتكاليف المترتبة عليها (خيرى، ٢٠٢٢؛ الصغير، ٢٠١٩). وبالتالي يمكن القول إن أهم مشاكل الوكالة تتمثل في ثلاث مشكلات يمكن توضيحها كما يلي (Panda & Leepsa, 2017):

المشكلة الأولى: تعارض المصالح بين الأصيل والوكيل، حيث يقوم المساهمين بإسناد مهمة إدارة الشركة للمديرين على أمل أن يعمل المديرين لتحقيق مصالح المساهمين، ومع ذلك، فإن المديرين مهتمين أكثر بتعظيم حوافزهم وتعويضاتهم، ولو كان هذا على حساب مصالح الملاك.

المشكلة الثانية: التعارض بين كبار وصغار المساهمين، حيث يمتلك كبار المساهمين في الشركة قوة تصويت أعلى يمكن أن تمكنهم من اتخاذ أي قرار تحقيقاً لمصالحهم على حساب مصالح صغار المساهمين، حيث تتركز الملكية في يد عدد قليل من المساهمين، ومن ثم يجد صغار المساهمون صعوبة في حماية مصالحهم أو ثروتهم.

المشكلة الثالثة: التعارض بين المساهمون والدائنون، ينشأ هذا النوع من التعارض بسبب المشروعات التي يتم تمويلها عن طريق المديونية لمشروعات ذات ربحية ومخاطر مرتفعة، والتخلي عن المشروعات ذات الربحية والمخاطر المقبولة، على الرغم من أن هذه الديون قد يكون لها تأثير مباشر أو غير مباشر في الأجل الطويل على القيمة السوقية للشركة عندما يقوم الدائنون بالمطالبة بسداد الديون.

فمنظراً لطبيعة مشاكل الوكالة، أصبح الالتزام باليات الحوكمة أمر ضروري للمساعدة في مواءمة المخاطر ومراقبة سلوك الوكيل، الأمر الذي يعيدنا إلى المنظور الإيجابي لنظرية الوكالة (Bendickson et al., 2016). فقد عرف الدليل المصري لحوكمة الشركات (٢٠١٦) حوكمة الشركات بأنها "مجموعة من الأسس والمبادئ والنظم التي تحكم العلاقة بين مجلس الإدارة من ناحية وبين ملاك الشركة والأطراف الأخرى المتعاملة معها من ناحية أخرى، بهدف تحقيق أفضل حماية وتوازن بين مصالح كل تلك الأطراف" كما عرف خيرى (٢٠٢٢) علاقة الوكالة بأنها "كل علاقة تنشأ بين طرفين يوكل بموجبها الطرف الأول (الأصيل) طرف ثاني (الوكيل)، بتنفيذ مهام معينة لحسابه على أن يمتلك الطرف الثاني (الوكيل) سلطة اتخاذ القرار في حدود ما يسمح به الطرف الأول، وعلى أن يتحمل الطرف الأول نتائج قرارات الطرف الثاني"

وبعد تناول لأهم مشكلات الوكالة يمكن تصنيف تكاليف الوكالة في ثلاث أنواع، يمكن توضيحها كما يلي (خيرى، ٢٠٢٢)؛ (McColgan, 2001; Panda & Leepsa, 2017):

- تكاليف الرقابة والاشراف: وهي تلك التي يتحملها الأصيل لمراقبة وتقييم أداء الوكيل، وذلك لمنع الوكيل من القيام بأي سلوك انتهازي يضر بمصالح الأصيل، وتشمل هذه التكاليف وتشمل هذه التكاليف تكاليف تعيين وتدريب وتطوير أداء المديرين التنفيذيين. ففي البداية يتحمل الأصيل هذه التكاليف في المرحلة الأولية ولكن في المرحلة اللاحقة، يتحملها المديرون حيث يتم تعويضهم لتغطية هذه التكاليف.

- تكاليف الالتزام: وهي تكاليف يتحملها الوكيل حتى يثبت للأصيل صحة قراراته وتصرفاته وأنها تحقق مصلحة الأصيل، ومن هذه التكاليف تكاليف الإفصاح عن معلومات إضافية للمساهمين، وتكاليف تعيين مراجع خارجي، وتكاليف تطبيق حوكمة الشركات، بهدف تقديم معلومات دقيقة، لتقليل المخاطر والمحافظة على موارد الشركة، وتحديد تعويضات عن أي إجراءات غير صحيحة تتخذ من قبل الوكيل.

- الخسائر المتبقية: على الرغم من الرقابة والارتباط، لا يزال من الصعب أن تتماشى مصالح الأصيل مع مصالح الوكيل بشكل كامل، لذلك لا تزال هناك خسائر وكالة ناجمة عن هذا التضارب في المصالح، وهي تتمثل في الخسائر المحتملة أو الأرباح الضائعة والتي تنتج من اتخاذ الوكيل لقرارات غير مثلى من وجهة نظر الأصيل، ومن أمثلتها انخفاض قيمة المنشأة في الأجل الطويل، وقرارات الاحتفاظ بالموارد على الرغم من انخفاض الطلب عليها.

ثانياً: آليات التحسين الإداري:

بدايةً يلزم التفرقة بين رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي كما وضحاها الدليل المصري لحوكمة الشركات¹، فقد عرف رئيس مجلس الإدارة "بأنه عضو مجلس الإدارة الذي يختاره أعضاء المجلس من بينهم ليرأس اجتماعات المجلس، ويكون الممثل القانوني للشركة"، في حين عرف (الدليل المصري لحوكمة الشركات، ٢٠١٦) الرئيس التنفيذي (Chief Executive Officer) "بأنه هو الشخص الذي يتم تعيينه من قبل مجلس الإدارة ليقوم بتنفيذ كافة الأعمال اليومية للشركة، ويخضع للإشراف المباشر من العضو المنتدب للشركة، ويحدد مجلس الإدارة اختصاصاته وصلاحياته ومخصصاته وتفويضاته في التوقيع عن الشركة، كما يحدد المجلس راتبه الشهري أو السنوي الذي يتقاضاه" ويطلق عليه البعض المدير التنفيذي الأول، لأنه الرئيس المباشر للمديرين التنفيذيين بالإدارة العليا للشركة.

¹ يعتبر اختيار الرئيس التنفيذي الأول (العضو المنتدب) من ضمن مسؤوليات واختصاصات مجلس الإدارة، ليمارس عمله كمدير تنفيذي فعلى للشركة، في حين يقوم مجلس الإدارة بالإشراف والرقابة عليه وتقييم أدائه (الدليل المصري لحوكمة الشركات، ٢٠١٦)

فالتحصين الإداري يمثل أحد مظاهر ضعف حوكمة الشركات، كما أنه يعتبر مظهرًا من مظاهر مشكلة الوكالة بين المساهمين والمديرين (Jensen & Ruback, 1983)، وللتحصين الإداري العديد من المفاهيم يمكن توضيحها كما يلي:

عرفه (Kumar & Zattoni, 2014) "شكل من أشكال صراع الوكالة بين المديرين والمساهمين، في مواجهة آليات الحوكمة والرقابة غير الفعالة، فقد يتابع المديرون مصالحهم على حساب المساهمين ويسعون إلى تحقيق الأهداف الشخصية للحفاظ على وظائفهم وتجنب تدقيق أصحاب المصلحة بدلاً من تحقيق أهداف الشركة".

عرفه أبو سالم & علوان (٢٠١٨) بأنه: "المدى الذي يمكن معه للمديرين عدم الالتزام بإجراءات وقواعد العمل وآليات الرقابة بما يحد من فعاليتها، إضافة إلى قيام بعض المديرين بتحصين أنفسهم ضد الضغوط التي يمكن أن تُمارَس عليهم من خلال آليات حوكمة الشركات الداخلية والخارجية".

عرفه محمد (٢٠٢٠) بأنه: "مجموعة من السياسات التي يقوم بها المديرين لزيادة القوة الذاتية والشرعية أمام المساهمين واستغلال نقاط الضعف في البيئة الرقابية للشركة لاحتفاظهم بمناصبهم وأوضاعهم المالية وتحسين الأداء المالي للشركة والحكم على قراراتهم نتيجة الفصل بين الإدارة (المديرين) والملكية (المساهمين)".

ووفقاً لنظرية الوكالة، يعتبر مجلس الإدارة هو السمة الرئيسية للحوكمة الداخلية القادرة على تقليل مشاكل الوكالة. وبالتالي تعتبر خصائص مجلس الإدارة آليات للحد من السلوك الإداري الانتهازي ومن ثم عدم كفاءة الاستثمار. تركز الأدبيات الموجودة على دور مجلس الإدارة كألية رقابة داخلية للحد من تضارب المصالح وبالتالي تحسين أداء الشركة (Bzeouich et al., 2019). ونظراً لاختلاف الآراء حول التأثير المحتمل للتحصين الإداري سوف نستعرض لمجموعة من الآليات والتي من المحتمل أن يكون لها ارتباط محتمل بالتحصين، والتي يمكن للمديرين استخدامها للحفاظ على نفوذهم وسلطتهم، ويمكن أن تفسر تأثير التحصين الإداري بكفاءة الاستثمار كما يلي:

١- ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول "CEO Duality":

ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول يقصد بها الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، وتعد تلك الازدواجية جمع بين إدارة القرار والرقابة عليه (عبد المنعم، ٢٠٢١). ونظراً لأهمية الفصل بين منصب المدير التنفيذي الأول ورئيس مجلس الإدارة، نص الدليل المصري لحوكمة الشركات

(٢٠١٦) في الإصدار الثالث (الفقرة: ١/٢/٢) على ما يلي: "يتولى مجلس الإدارة انتخاب رئيس المجلس وتعيين العضو المنتدب، ولا يفضل الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب. وفي حال عدم إمكان ذلك يجب الإفصاح عن أسباب ذلك في التقرير السنوي والموقع الإلكتروني للشركة. وفي هذه الحالة وطبقاً لأفضل الممارسات الدولية يتم تعيين نائب رئيس مجلس إدارة مستقل يرأس الاجتماعات التي تناقش أداء الإدارة التنفيذية".

ويرجح البعض أن ازدواج دور المدير التنفيذي الأول يؤدي إلى تركيز السلطة في يد شخص واحد، وبالتالي تحصين المدير التنفيذي الأول وتصبح لديه الفرصة لاتباع سلوك ادارى انتهازي، مما يدفع الى تضارب المصالح، كما يقلل من فاعلية الدور الرقابي لمجلس الإدارة، والتقليل من فرصة اخفاء رئيس مجلس الإدارة لمعلومات جوهرية متعلقة بالشركة (Bzeouich et al., 2019). ويتسق هذا الرأي مع نظرية الوكالة حيث أن ازدواج دور المدير التنفيذي الأول تؤدي إلى تحصين المدير التنفيذي الأول لأنها تخفض من سلطة ورقابة وفاعلية مجلس الإدارة (هلال، ٢٠١٧). كما أن انفصال منصب المدير التنفيذي الأول عن منصب رئيس مجلس الإدارة يخفض من تكاليف الوكالة المتعلقة بمشكلة عدم كفاءة الاستثمار وبالتالي تحسين أداء الشركات (Bzeouich et al., 2019). وتؤيد دراسة (أبو سالم & علوان، ٢٠١٨) و(Bousetta, 2021) أن ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول يرتبط سلباً بأداء الشركة. وعلى الجانب الآخر هناك دراسات تؤيد عدم وجود علاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار (Chen et al., 2017).

ونظراً لتباين النتائج حول تأثير ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على كفاءة الاستثمار، سيتم اختبار تلك العلاقة من خلال صياغة الفرضية الفرعية الأولى للدراسة على النحو التالي:

ف١: "توجد علاقة معنوية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار".

٢- فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة "CEO Tenure":

تتمثل فترة بقاء المدير التنفيذي في منسبة في عدد السنوات التي شغلها المدير في منصب المدير التنفيذي^٢، هناك من يرى أن طول الفترة التي يظل فيها المدير التنفيذي في منصبه تربط أكثر بمزيد من

نص دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات (٢٠١١) (الفقرة: ٥/٢/١٧) "لا يجب أن تتجاوز مدة التعاقد الواحدة لعضو ٢ مجلس الإدارة التنفيذي أكثر من ثلاث سنوات، ما لم يكن ذلك لأسباب واضحة ومحددة يتم الإفصاح عنها في الجمعية العامة للشركة ويجوز تجديد التعاقد لمدة أو مدد أخرى". بما يعنى ضرورة عدم بقاء المدير التنفيذي الأول لفترات طويلة لضمان عدم تحصنه والتقليل من فرصة بناء تحالفات وتحقيق مصالح شخصية

التحصين الإداري (Zheng, 2010). لأن بقاء المدير التنفيذي في منصبه تؤثر على حوافز بناء امبراطورية المدير، فمن المرجح أن يتم تحصيل المديرين الذين لديهم فترات بقاء طويلة في مناصبهم، حيث يكون لديهم المزيد من الوقت لبناء تحالفات وعلاقات، وبالتالي يميلون إلى السيطرة بشكل كبير على مجلس الإدارة وإضعاف آليات الرقابة الداخلية، كما يتم تحفيز المديرين لبناء إمبراطورية على أمل زيادة مكانتهم وتعويضهم من خلال زيادة حجم الشركة. لذلك، يجب أن يكون لدى الرؤساء التنفيذيين الذين لديهم فترات أطول حوافز أكبر لبناء إمبراطوريات لأنهم من المرجح أن يتمتعوا بمكافآت أعلى عندما يزداد حجم الشركة (عفيفي، ٢٠١٧؛ Chen et al., 2012). وبالتالي، من المتوقع أنه مع طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، وتوافر كمية كبيرة من المعلومات عن أداء الشركة وأكثر سيطرة عليها يكون لديه القدرة على تحسين كفاءة الاستثمار (عبد الرحيم، ٢٠١٩؛ محمد، ٢٠٢٠).

فهناك من يؤيد وجود علاقة موجبة بين فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه وكفاءة الاستثمار (عبد الرحيم، ٢٠١٩؛ (Jiang, 2016; Bousetta, 2021)، وهناك من يؤيد أن مجالس الإدارة التي تتولى فترات طويلة تستطيع كبح جماح الاستثمار المفرط (He, 2016). في حين توصلت دراسة (أبو سالم & علوان، ٢٠١٨) إلى عدم وجود تأثير معنوي لفترة بقاء المدير التنفيذي على قيمة الشركة. ونظرًا لتباين النتائج حول تأثير فترة بقاء المدير التنفيذي الأول على كفاءة الاستثمار، سيتم اختبار تلك العلاقة من خلال صياغة الفرضية الفرعية الثانية للدراسة على النحو التالي:

ف٢: "توجد علاقة معنوية بين فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه وكفاءة الاستثمار".

٣- استقلالية مجلس الإدارة "Board Independence":

يعد استقلال مجلس الإدارة أحد جوانب الحوكمة والتي من المحتمل أن تؤثر على التحصين الإداري (عفيفي، ٢٠١٧)، ونظرًا لأهمية استقلال مجلس الإدارة فقد نص الدليل المصري لحوكمة الشركات (٢٠١٦) في الإصدار الثالث (الفقرة: ١/٢/٢) "يشكل مجلس الإدارة من عدد مناسب من الأعضاء على نحو يمكنه من الاضطلاع بوظائفه وواجباته وبما في ذلك تشكيل لجانته. كما يجب أن تكون أغلبية أعضاء المجلس من غير التنفيذيين بينهم عضوين مستقلين على الأقل يتمتعون بمهارات فنية وتحليلية مما يجلب نفعًا للمجلس وللشركة. وطبقًا لأفضل الممارسات الدولية يتم مراعاة مزيج أعضاء المجلس دون التحيز لجنس أو عقيدة. وفي جميع الأحوال يتعين عند اختيار الأعضاء المستقلين وغير التنفيذيين مراعاة أن يكون العضو قادرًا على تخصيص الوقت والاهتمام الكافي للشركة وألا يكون هناك

تعارضًا مع مصالح أخرى له"، يتضح من هذا النص أن الدليل أكد على ضرورة مراعاة استقلال مجلس الإدارة.

يعول المساهمين كثيراً على مجالس الإدارة في الرقابة والإشراف على أداء وقرارات المديرين، للتأكد من عمل المديرين على مصالح المساهمين، وبالتالي فزيادة الأعضاء المستقلين يعزز من الجانب الرقابي على المديرين التنفيذيين ويحد من السلوك الانتهازي الذي يمكن أن يسلكوه (خيرى، ٢٠٢٢). فهناك من يرى أن استقلال مجلس الإدارة من خلال وجود مديرين غير تنفيذيين يحسن من أداء الشركة، لأن استقلالهم يحسن من عملية الرقابة والمتابعة، وبالتالي يقلل من تعارض المصالح (Salehi, 2021). كما أن استقلال مجلس الإدارة يمنع المديرين أيضاً من التلاعب بالأرباح من خلال تحديد المواقف المحتملة للاستثمار المفرط والاستثمار الناقص، وبالتالي فإن وجود أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة يؤثر بشكل إيجابي على أداء الشركة (عبد الرحيم، ٢٠١٩؛ محمد، ٢٠٢٠) (Khanqah, 2015; Bzeouich et al., 2019; Nor et al., 2017; ;).

وتؤكد دراسة (Salehi et al., 2021) على وجود علاقة قوية بين الملكية الإدارية والتحصين الإداري. وعلى الجانب الآخر، هناك من يرى أن المديرين غير التنفيذيين لا يتوافر لديهم المعلومات الكافية عن الشركة، حيث تشير نتائج دراسة (Chen et al., 2017) لعدم وجود علاقة بين استقلال مجلس الإدارة وكفاءة الاستثمار.

ونظرًا لتباين النتائج حول تأثير استقلال مجلس الإدارة على كفاءة الاستثمار، سيتم اختبار تلك العلاقة من خلال صياغة الفرضية الفرعية الثالثة للدراسة على النحو التالي:

ف٣: "توجد علاقة معنوية بين استقلال مجلس الإدارة وكفاءة الاستثمار".

٤- الملكية الإدارية "Managerial Ownership":

تتمثل الملكية الإدارية في نصيب الإدارة في حقوق الملكية، ويمكن حسابها بنسبة الأسهم التي يملكها أعضاء مجلس الإدارة (Nugraha, 2021). ويمكن استخدامها في التخفيف من مشاكل الوكالة بين كل من المديرين والمساهمين، حيث ينخفض الطلب على آليات التقارب بين أهداف حملة الأسهم والمديرين، والمتعلقة بالأجور والمكافآت، كما تعد آلية تحفيزية لمنع المديرية من استغلال مناصبهم لتحقيق مكاسب شخصية والاستلاء على ثروات حملة الأسهم بدلاً من العمل على تحقيق مصالحهم، لأنها تساعد على توحيد المصالح بين المديرين والمساهمين (خيرى، ٢٠٢٢؛ Nugraha, 2021).

يمكن أن تؤدي الملكية الإدارية المرتفعة إلى تحسن المديرين في مناصبهم بالشركة، مما يقلص من فعالية الرقابة والاشراف ويكونوا أقل عرضة للمساءلة (Kumar & Zattoni, 2014)،

كما أن الملكية الإدارية المرتفعة قد تعمل على تقارب الأهداف والمواءمة بين مصالح المديرين وحملة الأسهم، حيث توجه المديرين نحو استثمارات واستراتيجيات تزيد من قيمة الأسهم، بالإضافة إلى تحملهم المخاطر اتخاذهم لقرارات خاطئة (Kumar & Zattoni, 2014; Nugraha, 2021). في حين أن الشركات التي لديها مستويات ملكية إدارية منخفضة يكون لديها انفصال بين الملكية والإدارة وبالتالي تواجه مشاكل وكالة أقل "النوع الأول من مشاكل الوكالة الذي ينشأ بين الأصيل والوكيل" من مثيلتها التي لديها مستوى ملكية إدارية مرتفع. إلا أنها قد تواجه مشاكل وكالة متفاقمة من نوع آخر وهي التي تنشأ بين حملة الأسهم أنفسهم، أي بين الحملة المسيطرين وغير المسيطرين "النوع الثاني من مشاكل الوكالة" (عفيفي، ٢٠١٧).

في حين تشير نتائج دراسة (Rashed et al., 2018) عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية وكفاءة الاستثمار، وعلى النقيض من ذلك تشير نتائج دراسة (Chen et al., 2017) لوجود علاقة موجبة بين الملكية الإدارية وكفاءة الاستثمار، وتؤكد دراسة (Salehi et al., 2021) على وجود علاقة قوية بين الملكية الإدارية والتحصين الإداري. وهناك من يؤكد وجود علاقة موجبة بين الملكية الإدارية وكفاءة الاستثمار، حيث تشير نتائج بعض الدراسات أن ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة تقلل من تكاليف الوكالة وتعزز من أداء الشركة (أبو سالم & علوان، ٢٠١٨)، (Salehi et al., 2021; Salin et al., 2018; Bousetta, 2021; Nor et al., 2017;)

ونظرًا لتباين النتائج حول تأثير الملكية الإدارية على كفاءة الاستثمار، سيتم اختبار تلك العلاقة من خلال صياغة الفرضية الفرعية الرابعة للدراسة على النحو التالي:

ف،: "توجد علاقة معنوية بين الملكية الإدارية وكفاءة الاستثمار".

٥- الرافعة المالية "Leverage":

قد يدفع الارتفاع في مستويات المديونية المقرضين نحو فرض إجراءات رقابية إضافية من خلال عقود المديونية وما تتضمنه من اشتراطات وتعهدات على الشركات المقترضة، وبالتالي قد يؤدي الارتفاع في مستويات المديونية لانخفاض احتمالات التحصين الإداري، كما قد يؤدي الانخفاض في مستويات المديونية لارتفاع احتمالات التحصين الإداري (أبو سالم & علوان، ٢٠١٨؛ عبد المنعم، ٢٠٢١).

أما بخصوص علاقة المديونية بكفاءة الاستثمار وقيمة الشركة فقد أظهرت نتائج دراسة (Raza et al., 2021) أن القيود التي يفرضها الدائنون تلعب دور مهم في تحسين الآثار الإيجابية لحوكمة الشركات على كفاءة الاستثمار، كما يساعد التوسع في الاقتراض في تحسين كفاءة الاستثمار في حالة التزام الشركات بآليات الحوكمة، كما أن الالتزام بحوكمة الشركات يجعل القيود التي يفرضها الدائنون عند أدنى مستوى لها وبالتالي تخفيض تكلفة الاستثمار. كما تشير نتائج دراسة (أبو سالم & علوان، ٢٠١٨) لوجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة. في حين تشير نتائج دراسة (Rashed et al., 2018) لعدم وجود علاقة بين نسبة المديونية وكفاءة الاستثمار.

ونظرًا لتباين النتائج حول تأثير الرافعة المالية على كفاءة الاستثمار، سيتم اختبار تلك العلاقة من خلال صياغة الفرضية الفرعية الخامسة للدراسة على النحو التالي:

ف٥: "توجد علاقة معنوية بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار".

بعد استعراض مشكلات الوكالة وآليات التحسين يضح أن التحسين الإداري يعتبر أحد المسببات الرئيسية لزيادة مشاكل الوكالة، حيث يترتب عليه زيادة القوة والسلطة لدى المديرين بالمقارنة بأصحاب المصالح الأخرى، وبالتالي سيطرتهم على عملية اتخاذ القرار، وبالتالي استغلال أصول وموارد الشركة في تحقيق منافع شخصية على حساب أصحاب المصالح، وبالتالي من المحتمل أن يجعل التحسين الإداري المديرين المتحسين يميلون إلى تجنب المخاطر وتجنب القرارات الصعبة والاستثمارات ذات المخاطر المرتفعة (عفيفي، ٢٠١٧؛ عبد المنعم، ٢٠٢١؛ خيرى، ٢٠٢٢).

ثالثًا: كفاءة الاستثمار في إطار نظرية الوكالة:

ترتبط كفاءة الاستثمار بصافي القيمة الحالية الموجبة للمشروع، وهذا يعنى أن الانحراف عن المستوي أو الحجم الأمثل المتوقع للاستثمار يؤدي إلى انخفاض في كفاءة الاستثمار، فيمكن أن تكون عدم كفاءة الاستثمار باستثمار أكثر من اللازم أي في شكل استثمار مفرط أو مبالغ فيه (Over-investment) مما يعنى الاستثمار في مشروعات صافي القيمة الحالية لها تكون سالبة، وعلى الجانب الآخر يمكن أن تكون عدم كفاءة الاستثمار باستثمار أقل من اللازم أي في شكل استثمار ناقص أو منخفض (Under-investment) مما يعنى رفض الاستثمار في مشروعات على الرغم من أن صافي القيمة الحالية لها موجبة (Chen et al., 2011).

هناك عدة مناهج يمكن من خلالها تفسير عدم كفاءة الاستثمار، مثل نظرية الوكالة، والتدفق النقدي الحر، والثقة الإدارية المفرطة، والتحصين الإداري، نرجسية المدير التنفيذي (Bimo et al., 2022). فوفقاً لنظرية الوكالة، قد ينتج عدم كفاءة الاستثمار من الخطر الأخلاقي والاختيار المعاكس، والذي يرجع إلى مشاكل الوكالة التي تنشأ بسبب عدم تماثل المعلومات، فنتيجة امتلاك الإدارة لمعلومات عن القيمة الفعلية للاستثمارات، قد تستفيد من عدم تماثل المعلومات في اختيار الاستثمارات التي تفيد الإدارة على حساب حملة الأسهم (الأصيل)، وهذا يوضح السلوك الانتهازي للإدارة في قرارات الاستثمار (Bimo et al., 2022).

تؤكد العديد من الدراسات على أن عدم كفاءة الاستثمار سواء كان استثمار مفرط أو استثمار ناقص مرتبط بعدم تماثل المعلومات، لأن عدم تماثل المعلومات مرتبط في الأساس بمشكلتين. الأولى: وهي مشكلة الخطر الأخلاقي (Moral Hazard) والتي تعني إمكانية سعي المديرين نحو تحقيق مصالحهم الشخصية وإغفال مصالح حملة الأسهم، الثانية: مشكلة الاختيار المعاكس (Adverse Selection) والتي تعني سوء الاختيار نتيجة التصرفات غير الرشيدة مما يؤدي إلى عدم الكفاءة في استثمار موارد وأصول الشركة (خلف، ٢٠٢٠؛ خيرى، ٢٠٢٢؛ الصغير، ٢٠١٩)؛ (Lee, 2017; Bimo et al., 2022).

فقد عرف فهيمي (٢٠٢٢) كفاءة الاستثمار "اقتناء أو استثمارات للاستفادة منها في توليد الدخل في المستقبل، مع الأخذ في الاعتبار المنفعة والتكلفة الحدية للاستثمار، والوصول إلى المستوى الأمثل لكفاءة الاستثمار بما يخفض من الاستثمارات المغالى فيها وتنفيذ الفرص الاستثمارية الموجبة المتاحة للشركة، بما يؤدي لزيادة قيمة الشركة".

كما عرف (Bimo et al., 2022) كفاءة الاستثمار "تتحقق كفاءة الاستثمار عندما يكون للاستثمار صافي قيمة حالية موجبة، وعلى العكس من ذلك يقال بأن الاستثمار غير كفؤ عندما يكون هناك فرط في الاستثمار أو نقص في الاستثمار، مما يشير إلى أن الاستثمار يتجاوز أو يقل عن القيمة المثلى".

بينما عرف (Biddle, et al. 2009) كفاءة الاستثمار "تنفيذ الشركة لمشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة، في ظل عدم وجود احتكاكات في السوق مثل الاختيار المعاكس أو تكاليف الوكالة".

وهذا يعني أن عدم كفاءة الاستثمار تتحقق في حالة الإفراط في الاستثمار، أي اختيار مشروعات لها صافي قيمة حالية سالبة، أو نقص الاستثمار، أي عدم اختيار مشروعات لها صافي قيمة حالية موجبة (Biddle, et al. 2009). كما يجب الإشارة إلى أن كفاءة الاستثمار لا تتوقف فقط على اختيار مشروعات

لها صافي قيمة حالية موجبة، بل يوجد بعد آخر وهو مستوى الاستثمار الأمثل، ويقصد به اختيار حزمة استثمارات تتساوى فيها المنفعة الحدية لاستثمار رأس المال مع التكلفة الحدية (Biddle, et al. 2009).

فمن حيث المبدأ، تهدف حوكمة الشركات إلى التخفيف من السلوكيات الانتهازية للإدارة، وحماية مصالح المساهمين، ومواءمة مصالح كل من الوكلاء والمديرين وتقليل عدم تناسق المعلومات، مما يؤدي بدوره إلى زيادة كفاءة الاستثمار (Bimo et al., 2022). كما تم التأكيد على أن حوكمة الشركات تعد آلية مهمة لمنع السلوك الإداري الانتهازي، لأنها عبارة عن سلسلة من الآليات الإشرافية التي تحمي مصالح المستثمرين، كما تهدف إلى ضمان توافق مصالح الإدارة جيداً مع مصالح المستثمرين، كما يمكن لمواءمة المصالح هذه أن تخفف من عدم تماثل المعلومات وتقلل في النهاية من احتمالية الخطر الأخلاقي والاختيار المعاكس (Bimo et al., 2022).

كما أن التخفيف من عدم تماثل المعلومات يمكن أن يعزز شفافية المعلومات المالية. نتيجة لذلك، من المرجح أن تزداد كفاءة الاستثمار لأن الإدارة ستختار الاستثمارات التي توفر عوائد مثالية للشركة (Bimo et al., 2022). كما أن الشركات التي تتبنى آليات حوكمة شركات ذات جودة عالية، يكون لديها آليات للرقابة والإشراف على أداء وقرارات المديرين، وبالتالي يمنع المديرين من الانخراط في الأنشطة والممارسات الشخصية والتي تدمر القيمة بهدف بناء امبراطورية، والحد من الاستثمار غير الفعال، وزيادة قدرة المستثمرين على مراقبة قرارات الاستثمار (Biddle, et al. 2009).

- القسم الثالث: الدراسة الاختبارية وتحليل وتفسير النتائج.

• مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع البحث في الشركات المساهمة المصرية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ٢٠١٤ وحتى ٢٠١٩، وتم الاعتماد في سبيل إتمام الدراسة على عينة من تلك الشركات يبلغ حجمها ١٤١ شركة موزعة على ستة عشر قطاعا وبما يعادل (٨٠,١٪، ٧٩,٢٪، ٨٠,١٪، ٨٠,٦٪، ٨٢,٥٪، ٨٤,٤٪) تقريبا من إجمالي عدد الشركات غير المالية المقيدة خلال سنوات الدراسة الست على التوالي، ولتحقيق نوع من التجانس بين شركات العينة تم استبعاد البنوك وشركات الخدمات المالية بخلاف البنوك، مثل شركات التأمين وذلك لاختلاف أنشطتها وتقاريرها عن نظيرتها في الشركات غير المالية بمعنى الافتقار إلى القابلية للمقارنة.

• مصادر الحصول على بيانات الدراسة:

تم تجميع البيانات يدوياً من خلال التقارير المالية للشركات والتي تم الحصول عليها من المصادر التالية:

- ١- شركة مصر لنشر المعلومات المملوكة للبورصة المصرية، والتي تقدم خدمة توفير التقارير المالية الدورية الخاصة بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
 - ٢- موقع مباشر مصر والذي يحتوي على جانب كبير من التقارير المالية الخاصة بالشركات المصرية المسجلة في السوق المصري.
 - ٣- بعض المواقع الالكترونية لعدد من شركات العينة.
- يوضح الجدول التالي العينة النهائية للشركات المساهمة المتضمنة في الدراسة الاختبارية مصنفة على أساس قطاعي من قبل البورصة المصرية.^(٣)

(٣) المصدر: موقع البورصة المصرية.

جدول رقم (١) عينة الدراسة لكل قطاع

م	القطاع	عدد المشاهدات	السنوات وعدد الشركات					
			٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧	٢٠١٦	٢٠١٥	٢٠١٤
١	قطاع أغذية ومشروبات وتبغ	١٣٨	٢٣	٢٣	٢٣	٢٣	٢٣	٢٣
٢	قطاع اتصالات وإعلام وتكنولوجيا	١٨	٣	٣	٣	٣	٣	٣
٣	قطاع تجارة وموزعون	١٨	٣	٣	٣	٣	٣	٣
٤	قطاع خدمات النقل والشحن	٢٤	٤	٤	٤	٤	٤	٤
٥	قطاع خدمات تعليمية	١٢	٢	٢	٢	٢	٢	٢
٦	قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٣٠	٥	٥	٥	٥	٥	٥
٧	قطاع الرعاية الصحية والأدوية	٦٠	١٠	١٠	١٠	١٠	١٠	١٠
٨	قطاع سياحة وترفيه	٨٤	١٤	١٤	١٤	١٤	١٤	١٤
٩	قطاع الطاقة والخدمات المساندة	١٢	٢	٢	٢	٢	٢	٢
١٠	قطاع العقارات	١٥٦	٢٦	٢٦	٢٦	٢٦	٢٦	٢٦
١١	قطاع المرافق	٦	١	١	١	١	١	١
١٢	قطاع المقاولات والإنشاءات الهندسية	٤٨	٨	٨	٨	٨	٨	٨
١٣	قطاع المنسوجات والسلع المعمرة	٤٨	٨	٨	٨	٨	٨	٨
١٤	قطاع مواد البناء	٧٨	١٣	١٣	١٣	١٣	١٣	١٣
١٥	قطاع موارد أساسية	٩٠	١٥	١٥	١٥	١٥	١٥	١٥
١٦	قطاع ورق ومواد تعبئة وتغليف	٢٤	٤	٤	٤	٤	٤	٤
	الإجمالي	٨٤٦	١٤١	١٤١	١٤١	١٤١	١٤١	١٤١
	عدد الشركات المقيدة	٢١٤	٢٢٠	٢٢٢	٢٢٢	٢٢١	٢١٤	٢١٨
	عدد الشركات المالية المقيدة ^(٤)	٣٨	٤٩	٤٧	٤٦	٤٣	٣٨	٥١
	عدد الشركات غير المالية	١٧٦	١٧١	١٧٥	١٧٦	١٧٨	١٧٦	١٦٧
	نسبة العينة إلى إجمالي الشركات غير المالية المقيدة	٪٨٠,١	٪٨٢,٥	٪٨٠,٦	٪٨٠,١	٪٧٩,٢	٪٨٠,١	٪٨٤,٤

• نموذج الدراسة:

تم الاعتماد في اختبار فرضيات الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد وسوف يتم استخدام النموذج التالي:

$$InvEff_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CEO\ Dual_{i,t} + \beta_2 CEO\ Tenure_{i,t} + \beta_3 Board\ IND_{i,t} + \beta_4 MOWN_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 FSIZE_{i,t} + \beta_7 BSIZE_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث:

كفاءة الاستثمار للشركة i في السنة t.	$InvEff_{i,t}$
ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول للشركة i في السنة t.	$CEO\ Dual_{i,t}$
فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منسبة للشركة i في السنة t.	$CEO\ Tenure_{i,t}$
استقلالية مجلس الإدارة للشركة i في السنة t.	$Board\ IND_{i,t}$
الملكية الإدارية للشركة i في السنة t.	$MOWN_{i,t}$
الرافعة المالية للشركة i في السنة t.	$LEV_{i,t}$

الشركات المالية المقيدة: يقصد بها تلك الشركات التي تنتمي إلى قطاع البنوك و قطاع الخدمات المالية بخلاف البنوك.^(٤)

حجم الشركة للشركة i في السنة t .	$FSIZE_{i,t}$
حجم مجلس الإدارة للشركة i في السنة t .	$BSIZE_{i,t}$
العائد على الأصول للشركة i في السنة t .	$ROA_{i,t}$
ثابت الانحدار.	β_0
معاملات الانحدار لمتغيرات التحصين الإداري.	$B_1 - \beta_5$
معاملات الانحدار للمتغيرات الضابطة.	$B_6 - \beta_8$
الخطأ العشوائي.	$\varepsilon_{i,t}$

• تعريف متغيرات الدراسة:

في ضوء فرضيات الدراسة، يمكن تحديد متغيرات الدراسة كما يلي:

١- المتغير المستقل: التحصين الإداري:

- أ- **التعريف المفاهيمي:** (إلى أي مدى لم يلتزم المديرون بقواعد العمل في إطار النطاق الكامل لحوكمة الشركات، وآليات الرقابة، متضمنة الرقابة بواسطة المجلس، تهديد العزل أو الاستيلاء، حوافز الأسهم والمكافآت المبنية على الأداء).
- ب- **التعريف الإجرائي:** سوف يتم استخدام مجموعة من الآليات التي تعبر عن التحصين الإداري وهي:

◀ ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول.

◀ فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه.

◀ استقلال مجلس الإدارة.

◀ الملكية الإدارية.

◀ الرافعة المالية.

٢- المتغير التابع: كفاءة الاستثمار:

- أ- **التعريف المفاهيمي:** "اختيار المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة"
- ب- **التعريف الإجرائي:** سوف يتم استخدام المنهج المتبع في دراسة (Biddle et al, 2009) والذي يقوم على قياس كفاءة الاستثمار من خلال المقارنة بين الاستثمارات الفعلية لشركة معينة في سنة معينة وبين الحجم الأمثل للاستثمار المتوقع لهذه الشركة في نفس السنة، ويتم تقدير الحجم الاستثمار المتوقع للشركة في العام القادم في ضوء فرص نمو هذه الشركة في العام القادم، ويتم قياس فرص نمو الشركة من خلال عدة أساليب مثل الاعتماد على التغير في الإيرادات من سنة

إلى اخري (نمو الإيرادات) أو التغير في إجمالي الأصول من سنة إلى اخري (النمو في الأصول) باعتباره مؤشراً على فرص النمو في الشركة، أما الاستثمار الفعلي في سنة معينة فيتمثل في مجموع (الاستثمارات الجديدة في الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل ونفقات البحوث والتطوير) مطروحاً منها (مبيعات الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل).

وبعد تحديد الحجم الأمثل للاستثمار المتوقع للشركة في سنة معينة والاستثمارات الفعلية لهذه الشركة في نفس السنة فإن كفاءة الاستثمارية يتم قياسها باعتبارها الانحراف في الاستثمارات الفعلية عن المتوقعة، وبالتالي يكون القرار الاستثماري غير كفاء عند الزيادة أو النقص، ويتم استخدام نموذج الانحدار التالي:

$$Inv_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Neg_{i,t-1} + \beta_2 RrevGrowth_{i,t-1} + \beta_3 Neg_{it-1} * RrevGrowth_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

الاستثمار الفعلي ويتم قياسه من خلال مجموع الأصول الثابتة الجديدة ونفقات البحوث والتطوير مطروحاً منها مبيعات الأصول الثابتة للشركة عن السنة t+1 مقسوماً على إجمالي الأصول متغير وهمي يأخذ القيمة واحد إذا كان نمو الإيرادات رقم سالب، ويأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك. معدل نمو الإيرادات. الخطأ العشوائي (قيمة البواقي) والتي تستخدم في قياس كفاءة الاستثمار.

$Inv_{i,t+1}$

$Neg_{i,t-1}$

$RrevGrowth_{i,t-1}$

$\varepsilon_{i,t}$

ووفقاً لنتائج هذا النموذج وعن طريق البواقي (الفرق بين قيمة الاستثمار الفعلية، وقيمة الاستثمار المتوقعة) يمكن تحديد كفاءة أو عدم كفاءة الاستثمار ويمكن في هذه الحالة تقسيم البواقي إلى نوعين كما يلي:

◀ بواقي سالبة حيث الاستثمار الفعلي يكون أقل من المتوقع والتالي عدم كفاءة متمثلة في (استثمار أقل من اللازم) Under-Investment.

◀ بولقي موجبة حيث الاستثمار الفعلي يكون أعلى من المتوقع وبالتالي عدم كفاءة متمثلة في (الإفراط في الاستثمار). Over-Investment.

٣- المتغيرات الضابطة:

نظراً لأن التحصين الإداري ليس هو المتغير الوحيد المؤثر على كفاءة/ عدم كفاءة الاستثمار فقد استخدمت معظم الدراسات السابقة مثل: (Biddle et al, 2009; Jiang, 2016; Gan, 2018;

(Garcia-Sanchez & Garcia-Meca, 2018) مجموعة من المتغيرات الضابطة اختير منها المتغيرات الأتية والتي من الضروري إضافتها إلى نموذج الانحدار: -

- ◀ حجم الشركة.
- ◀ حجم مجلس الإدارة.
- ◀ معدل العائد على الأصول.

ويوضح الجدول التالي التعريف الاجرائي لمتغيرات الدراسة (المتغير المستقل، المتغير التابع، المتغيرات الضابطة).

جدول رقم (٢) التعريف الاجرائي لمتغيرات الدراسة:

التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
	رمز المتغير	اسم المتغير
المتغير التابع:		
الفرق بين المستوى الأمثل للنفقات الاستثمارية المقدره وفقاً لنموذج (Biddle et al., 2009) والقيمة الفعلية للنفقات الاستثمارية.	<i>InvEff</i>	كفاءة الاستثمار
المتغير المستقل: آليات التحصين الإداري:		
متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) يشغل وظيفة رئيس مجلس الإدارة ويأخذ (صفر) بخلاف ذلك.	<i>CEO Dual</i>	ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول.
متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كانت فترة شغل المنصب أكثر من ٣ سنوات ويأخذ (صفر) بخلاف ما سبق.	<i>CEO Tenure</i>	فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه.
عدد الأعضاء غير التنفيذيين في المجلس / إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة.	<i>Board IND</i>	استقلالية مجلس الإدارة.
نسبة الأسهم المملوكة من قبل أفراد الإدارة العليا.	<i>MOWN</i>	الملكية الإدارية.
إجمالي الالتزامات / إجمالي الأصول في نهاية الفترة.	<i>LEV</i>	الرافعة المالية.
المتغيرات الضابطة:		
اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية الفترة	<i>FSIZE</i>	حجم الشركة
عدد أعضاء مجلس الإدارة	<i>BSIZE</i>	حجم مجلس الإدارة
صافي الربح / إجمالي الأصول	<i>ROA</i>	العائد على الأصول

• اختبار وتحليل النتائج:

تم بإجراء الدراسة الاختبارية طبقاً للخطوات التالية:

- ◀ تقدير قيم متغيرات النماذج باستخدام التعريفات الإجرائية السابق توضيحها لكل متغير.
- ◀ معالجة مشاكل القياس الخاصة بعينة الدراسة: الارتباط الذاتي بين الأخطاء، الأزواج الخطي، ثبات التباينات.
- ◀ دراسة علاقة الانحدار وفقاً لنماذج الانحدار الخاص بالدراسة.

وسوف يتم تناول الإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة، نتائج نماذج الانحدار المستخدمة في اختبار فرضيات الدراسة، مناقشة نتائج الاختبار على النحو التالي:

١- الإحصاءات الوصفية لعينة البحث:

○ الإحصاءات الوصفية الإجمالية:

جدول رقم (٣) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عدد المشاهدات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	المتوسط المعياري
المتغير التابع:					
كفاءة الاستثمار (كامل العينة)	٨٤٦	٣٨,٧-	٤٣,٣	٣,٣	١,٧
الإفراط في الاستثمار	٦٣٠	٠,١٧	٤٣,٣	٥,٥٤	٦,٦٥
النقص في الاستثمار	٢١٦	٣٨,٧-	٦٤,٣-	٣,٩٧-	١,٣٣-
المتغير المستقل: آليات التحسين الإداري					
ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول	٨٤٦	٠,٠	١,٠	٠,٥٤٣	١,٠
فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه	٨٤٦	٠,٠	١,٠	٠,٤٩٥	٠,٠
استقلالية مجلس الإدارة	٨٤٦	٠,٠٠٠	١,٠٠٠	٦٢,٢	٦٦,٧
الملكية الإدارية	٨٤٦	٠,٠	٩٩	٣٠,٤٩	١٣,٠
الرافعة المالية	٨٤٦	٠,٠	٨٢,٣٤	٤٧,٢٣	٤٥,٢٢
المتغيرات الضابطة:					
حجم الشركة	٨٤٦	٤,٣٥١	٨,٠١٦	٥,٩٣٢	٨,٨٨٨
حجم مجلس الإدارة	٨٤٦	١,٠	١٧,٠	٨,٠	٩,٠
العائد على الأصول	٨٤٦	٠,٠	٤٩	٨,٧٩	٧,٠

○ الإحصاءات الوصفية للمتغير التابع (كفاءة الاستثمار) على مستوى السنوات والقطاعات:

جدول رقم (٤) الإحصاءات الوصفية للمتغير التابع على مستوى السنوات

السنوات	كامل العينة			الإفراط في الاستثمار			النقص في الاستثمار		
	العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	العدد	المتوسط	الانحراف المعياري
٢٠١٤	١٤١	٢٥,٤٧	٠,٠٦٨١٦٠	١٠٥	٤,٩٥	٠,٠٤٥٢٠١	٣٦	٤٧,٤٧-	٠,٠٧٥٦٠٤
٢٠١٥	١٤١	٤٤,٤١	٠,٠٧١٣٠٧	١١٤	٦,٢٤	٠,٠٦٤٣٩٩	٢٧	٣,١٤-	٠,٠٤٤٤٩٦
٢٠١٦	١٤١	٢١,٠٩	٠,٠٥٣٠٤٥	٨٨	٤,٨٤	٠,٠٤٥٢٩٠	٥٣	٦,٦-	٠,٠٣٠٤٢٤
٢٠١٧	١٤١	٢٣,٦٦	٠,٠٥٤٧٤٦	١٠٠	٤,٥٣	٠,٠٤٢٣٩٠	٤١	٢,٩-	٠,٠٤٤٨٩٨
٢٠١٨	١٤١	٣,٩٨	٠,٠٧١٤٥٦	١٠٥	٦,١٦	٠,٠٦٩٠٩٦	٣٦	٢,١-	٠,٠٣٨٥١٧
٢٠١٩	١٤١	٤,٤٨	٠,٠٥٤٥٥٩	١١٨	٦,٢٠	٠,٠٣٨٣٣١	٢٣	٣,٩٥-	٠,٠٥٣٩١٣
الإجمالي	٨٤٦	٣,٣	٠,٠٦٣٣٥٨	٦٣٠	٥,٥٤	٠,٠٦٣٣٥٨	٢١٦	٣,٩٧-	٠,٠٤٨٦٧٧

جدول رقم (٥) الإحصاءات الوصفية للمتغير التابع على مستوى القطاعات

القطاعات	كامل العينة			الإفراط في الاستثمار			النقص في الاستثمار		
	العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	العدد	المتوسط	الانحراف المعياري
أغذية ومشروبات وتبغ	١٣٨	٣,٧٣	٠,٠٥٩٨٨	٩٨	٥,٨٦	٠,٠٥٨٣٣٤	٤٠	١,٤٨-	٠,٠١٤٣٩٠
اتصالات وإعلام وتكنولوجيا	١٨	٠,٦١	٠,٠٣١١٣٩	١١	٢,٣٦	٠,٠٢٦٢٢٧	٧	٢,١٥-	٠,٠١٢٤٠٤
تجارة وموزعون	١٨	١,٩٠	٠,١٠٨٧٠٣	١٦	٤,٦٣	٠,٠٣٩٥٥٩	٢	١٩,٨٩-	٠,٢٦٥٦٤١
خدمات النقل والشحن	٢٤	٤,٥٤	٠,٠٣٩٩٧٢	٢٢	٥,٠٠	٠,٠٣٨٤٤١	٢	٠,٥٨-	٠,٠٣٧٤٠
خدمات تعليمية	١٢	٥,٥٦	٠,٠٥٨١٧٣	١٢	٥,٥٦	٠,٠٥٨١٧٣	٠	٠	٠
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٣٠	٠,٥٣-	٠,٠٤٥١١٠	١٥	٢,٤	٠,٠٢٧٨٠٧	١٥	٣,٤٥-	٠,٠٤٠٠٩٤

٠,٠٣٢٤٧٥	%٢,٦٨-	٢٧	٠,٠٣٢٣٨٠	%٢,٩٣	٣٣	٠,٠٤٢٧٠٨	%٠,٤١	٦٠	الرعاية الصحية والأدوية
٠,٠٣٣٨٩٥	%٢,٥٢-	٣١	٠,٠٤٨٥٩٧	%٥,٤٧	٥٣	٠,٠٥٨٣١٨	%٢,٥٢	٨٤	سياحة وترفيه
٠,٠١٨٤٢٦	%٢,٠٧-	٣	٠,١٢٦٨٤٧	%٩,٦٤	٩	٠,١٢٠٦٨٧	%٦,٧١	١٢	الطاقة والخدمات المساندة
٠,٠٣٢٩٠٦	%٢,٧٤-	٤٧	٠,٠٣٩٩٥٠	%٥,٧٤	١٠٩	٠,٠٥٤٣٨٦	%٣,١٩	١٥٦	العقارات
٠,٠٠٥٦٠٣	%٠,٧٧-	٣	٠,٠٠١٤٩٧	%٠,٤٠	٣	٠,٠٠٧٢٨٦	%٠,٢-	٦	المرافق
٠,١٠٧٥٢٩	%٦,٠٩-	٤	٠,٠٣٦٨٦٩	%٤,٩١	٤٤	٠,٠٥٤٠٨٨	%٤,٠٠	٤٨	المقاولات والإنشاءات الهندسية
٠,١٠١٠٣٩	%٧,٨٥-	٢	٠,٠٣٧٩٥٢	%٥,٨٥	٤٦	٠,٠٤٨٥٩٠	%٥,٢٨	٤٨	المنسوجات والسلع المعمرة
٠,٠٦٥٦٢٤	%٦,٤٩-	٥	٠,٠٤٧٤٤٨	%٥,٣٥	٧٣	٠,٠٥٣٨٧٤	%٤,٧٢	٧٨	مواد البناء
٠,٠٧٤٩٧٧	%٥,٤٥-	٢٣	٠,٠٧٣١٤٣	%٧,٢٧	٦٧	٠,٠٩٢٠٢٤	%٤,٠٢	٩٠	قطاع موارد أساسية
٠,٠٤٨٨١٧	%٣,٢٨-	٥	٠,٠٧٤٦١٧	%٧,٢٦	١٩	٠,٠٧٣٠٧٩	%٤,٢٣	٢٤	ورق ومواد تعبئة وتغليف
٠,٠٤٨٦٧٧	%٣,٩٧-	٢١٦	٠,٠٦٣٣٥٨	%٥,٥٤	٦٣٠	٠,٠٦٣٣٥٨	%٣,٣	٨٤٦	الإجمالي

توضح الجداول السابقة من (٣ إلى ٥) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الدراسة، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات العينة، وبإلقاء النظر على تلك الإحصاءات يمكن استخلاص ما يلي:

• **فيما يتعلق بالمتغير التابع (كفاءة الاستثمار) نجد أن:**

- ❖ تراوح متغير كفاءة الاستثمار على مستوى كامل العينة خلال فترة الدراسة بين (-٣٨,٧٪، ٤٣,٣٪) بمتوسط قدرة (٣,٣٪) وانحراف معياري (٠,٠٦٣٣٥٨)، وأن سنة (٢٠١٨) هي أقل السنوات بمتوسط (٣,٩٨٪) وانحراف معياري (٠,٠٧١٤٥٦)، وسنة (٢٠١٥) هي أعلى السنوات بمتوسط (٤٤,٤١٪) وانحراف معياري (٠,٠٧١٣٠٧)، وقد سجل قطاع الطاقة والخدمات المساندة أعلى القطاعات بمتوسط (٦,٧١٪) وانحراف معياري (٠,١٢٠٦٨٧)، وسجل قطاع المرافق أقل قيمة بمتوسط (-٠,٢٪) وانحراف معياري (٠,٠٠٧٢٨٦).
- ❖ كما أن عدد الشركات التي سجلت إفراط في الاستثمار بلغ (١٠٥) شركة بواقع (٦٣٠) مشاهدة بنسبة (٧٤,٤٧٪) من حجم العينة، وكانت سنة (٢٠١٥) هي اعلي السنوات بمتوسط (٦,٢٤٪) وانحراف معياري (٠,٠٦٤٣٩٩)، وسنة (٢٠١٧) هي أقل السنوات بمتوسط (٤,٥٣٪) وانحراف معياري (٠,٠٤٢٣٩) وقد سجل قطاع الطاقة والخدمات المساندة أعلى القطاعات بمتوسط (٩,٦٤٪) وانحراف معياري (٠,١٢٦٨٤٧)، وسجل قطاع المرافق أقل قيمة بمتوسط (٠,٤٪) وانحراف معياري (٠,٠٠١٤٩٧).
- ❖ بينما بلغ عدد الشركات التي سجلت انخفاض في الاستثمار (٣٦) شركة بواقع (٢١٦) مشاهدة بنسبة (٢٥,٥٣٪) من حجم العينة، وكانت سنة (٢٠١٤) هي اعلي السنوات بمتوسط (-٤,٤٧٪) وانحراف معياري (٠,٠٧٥٦٠٤)، وسنة (٢٠١٨) هي أقل السنوات بمتوسط (-٢,١٪) وانحراف معياري (٠,٠٣٨٥١٧) وقد سجل قطاع التجارة والموزعون أعلى القطاعات بمتوسط (-١٩,٨٩٪) وانحراف معياري (٠,٢٦٥٦٤١)، وسجل قطاع المرافق أقل قيمة بمتوسط (-٠,٧٧٪) وانحراف

معياري (٠,٠٠٥٦٠٣)، مع ملاحظة أن قطاع الخدمات التعليمية لم يسجل أي حالة نقص في الاستثمار ولكن سجلت الشركات المختارة ضمن العينة من هذا القطاع افراط في الاستثمار خلال فترة الدراسة، كما أن قطاع المرافق والذي تم تمثيله في العينة من خلال شركة واحدة، نجد أن هناك ثلاث سنوات بها افراط في الاستثمار وهي (٢٠١٤، ٢٠١٦، ٢٠١٧) وثلاث سنوات بها نقص في الاستثمار وهي (٢٠١٥، ٢٠١٨، ٢٠١٩).

• فيما يتعلق بالمتغير المستقل (آليات حصين الإداري) نجد أن:

- ❖ عدد المشاهدات الخاصة بوجود فصل بين مناصبي المدير التنفيذي الأول ورئيس مجلس الإدارة (والتي تعبر عن ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول) بلغت ٣٨٦ مشاهدة بنسبة قدرها ٦٣,٤٥٪، وهذا يعني عدم وجود ازدواجية في تولي هذين المنصبين من قبل نفس الشخص، وهو ما قد يشير إلى أن النسبة الأكبر من شركات العينة لم تلتزم بما ورد في دليل حوكمة الشركات المصري في هذه الجزئية.
- ❖ بالنسبة لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، فإن عدد المشاهدات التي تدل على زيادة فترة البقاء عند ٣ سنوات بلغت ٤١٩ مشاهدة بنسبة ٤٩,٥٣٪، مما يدل على أن حوالي نصف عينة الدراسة قد قامت بتغيير المدير التنفيذي الأول بعد الفترة الأولى التي هي (٣ سنوات) والنصف الآخر قد جددت لنفس الشخص لمدة ثانية أو أكثر.
- ❖ بالنسبة لاستقلالية مجلس الإدارة مفاضة بنسبة المديرين غير التنفيذيين، هذه النسبة تراوحت بين (صفر، ١٠٠٪) بمتوسط ٦٢,٢٪ وانحراف معياري (٠,٢٥١٤٦٣)، من هنا يتضح أن مدي الاستقلالية يعتبر واسع ويتراوح بين عدم الاستقلالية والاستقلالية التامة وبمتوسط كبير، مما يدل على أن أغلب شركات العينة كانت ملتزمة بمتطلبات دليل حوكمة الشركات المصري في هذا الخصوص.
- ❖ بالنسبة للملكية الإدارية فقد تراوحت بين (صفر، ٩٩٪) بمتوسط قدرة (٣٠,٤٩٪) وانحراف معياري (٠,٣٢٣٤٥٨)، وهو ما يشير إلى ارتفاع الوزن النسبي للمساهمات المباشرة لأعضاء مجلس الإدارة في شركات العينة خلال فترة الدراسة.
- ❖ بالنسبة للرافعة المالية نجد أنها تراوحت بين (صفر، ٨٢,٣٤٪) بمتوسط ٤٧,٢٣٪ وانحراف معياري (٠,٣٥٨٢٠٤)، وهذا يدل على أن متوسط الاعتماد على حقوق الملكية على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة كانت ٥٢,٧٧٪.

• فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة نجد أن:

- ❖ بالنسبة لحجم شركات العينة فقد تراوحت بين (٤,٣٥١، ٨,٠١٦) بمتوسط ٥,٩٣٢ وانحراف معياري (٠,٧٣٠٢٣٩)، وبالنسبة لحجم مجلس الإدارة فقد تراوح بين (١ عضو، ١٧ عضو) وبمتوسط ٨ عضو وانحراف معياري (٢,٨١٢٥١١)، كما أن متوسط معدل العائد على الأصول بلغ (٨,٧٩%).
- ❖ نلاحظ وجود تفاوت ملحوظ في معظم قيم متغيرات الدراسة وهذا يُعد مؤشراً قوياً لدراساتها واستخلاص النتائج المرتبطة بها.

٢- تحليل الانحدار:

تم دراسة مشاكل القياس التي يمكن أن يتعرض لها نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وذلك حتى لا تتهدد صحة نتائج اختبارات الفروض، وهي على النحو التالي:

أ- الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation):

تنشأ هذه المشكلة نتيجة لوجود علاقة ارتباط بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث أنه من ضمن الافتراضات الهامة لنموذج الانحدار المتعدد استقلال الأخطاء عن بعضها البعض، فوجود خطأ في مشاهدة معينة يجب ألا يؤثر على الأخطاء في المشاهدات الأخرى، وقد تم استخدام اختبار Durbin-Watson للكشف عن مدى وجود هذه المشكلة من عدمه، وتوصل إلى معامل يتراوح بين (١,٦٦٨ إلى ١,٨٠٩) لنماذج الانحدار المستخدمة، وبالكشف عنه وجد أنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء في ظل هذا المعامل لكل نموذج من نماذج الانحدار المقدر.

ب - الازدواج الخطي: (Multi-collinearity):

تنشأ هذه المشكلة إذا كانت هناك علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة المكونة لنماذج الانحدار وبعضها البعض، وقد تم التحقق من مدى وقوع النماذج المقدر في مشكلة الازدواج الخطي من خلال قياس معامل التضخم "VIF" Variance Inflation Factor، فوجد أن كل قيم معامل التضخم "VIF" لمتغيرات نماذج الانحدار المقدر لم تتجاوز الـ ١٠، حيث بلغت أقصى قيمة لمعامل التضخم (١,٣٣٣) في جميع النماذج المستخدمة، وهو ما يعني عدم وقوع النموذج المقدر في مشكلة الازدواج الخطي.

ج- عدم ثبات التباينات (Heteroscedasticity):

تنشأ هذه المشكلة إذا ما كانت تباينات الأخطاء (البواقي) الخاصة بقيم المتغير التابع في نماذج الانحدار المقدر غير ثابتة وتتغير بتغير قيم المتغيرات المستقلة، وقد تم التحقق من عدم وجود مشكلة في

ثبات التباينات، وذلك باستخدام معامل ارتباط سبيرمان بين القيم المطلقة لبواقي نموذج الانحدار والقيم المتوقعة للمتغير التابع من نموذج الانحدار، وقد وجد أنها غير دالة إحصائيًا.

هذا وقد تم إجراء التحليل الإحصائي للبيانات التي تم تجميعها بالاعتماد على برنامج الحقيبة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS Ver.16) بهدف دراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة. وفيما يلي عرض نتائج التحليل الإحصائي لنماذج الانحدار الخاص باختبار العلاقة بين آليات التحسين الإداري وكفاءة الاستثمار:

جدول رقم (٦) معاملات الانحدار المتعدد عند دراسة علاقة آليات التحسين الإداري على كفاءة الاستثمار (باستخدام كامل عينة الدراسة)

المتغيرات المفسرة	قيمة (B)	الخطأ المعياري	قيمة (Bata)	قيمة (t)	الدلالة Sig.	معامل التضخم VIF
ثابت الانحدار (Constant)	0.342	1.129		0.302	0.001***	
ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول	0.001	0.005	0.008	0.237	.008***	1.062
فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه	-0.001	0.004	-0.008	-0.242	.007***	1.011
استقلالية مجلس الإدارة	-0.008	0.009	-0.030	-0.816	0.415	1.118
الملكية الإدارية	-0.012	0.007	-0.063	-1.783	.007***	1.047
الرافعة المالية	0.005	0.007	0.029	0.820	0.00***	1.079
حجم الشركة	-0.004	0.003	-0.044	-1.241	0.00***	1.073
حجم مجلس الإدارة	0.001	0.001	0.059	1.620	0.009***	1.103
معدل العائد على الأصول	.002	0.027	0.003	0.093	0.926	1.013
***، **، * الفروق دالة عند مستوي معنوية 1%، 5%، 10% على الترتيب						
معامل التحديد (R2) = 0.23			R2 المعدلة = 0.21			
قيمة F المحسوبة = 1.092			دلالة F = 0.000			
ن (حجم العينة) = 846			قيمة اختبار (Durbin - Watson) = 1.80			

جدول رقم (٧) معاملات الانحدار المتعدد عند دراسة علاقة آليات التحسين الإداري بكفاءة الاستثمار (الإفراط في الاستثمار)

المتغيرات المفسرة	قيمة (B)	الخطأ المعياري	قيمة (Bata)	قيمة (t)	الدلالة Sig.	معامل التضخم VIF
ثابت الانحدار (Constant)	0.054	0.020		2.765	0.006***	
ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول	0.001	0.004	0.01	0.233	.006***	1.066
فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه	0.00	0.004	0.003	.086	.009***	1.023
استقلالية مجلس الإدارة	0.012	0.009	0.056	1.335	.182	1.096
الملكية الإدارية	0.002	0.007	0.011	0.272	0.786	1.049
الرافعة المالية	-0.004	0.006	-0.031	-.752	0.452	1.070

1.068	0.657	0.444-	0.018-	0.003	0.001-	حجم الشركة
1.100	0.652	0.451	0.019	0.001	0.00	حجم مجلس الإدارة
1.024	0.0877*	0.155-	0.006-	0.025	0.004-	معدل العائد على الأصول
***, **, * الفروق دالة عند مستوي معنوية 1% ، 5% ، 10% على الترتيب						
معامل التحديد (R2) = 0.182			R2 المعدلة = 0.169			
قيمة F المحسوبة = 0.444			دلالة F = 0.004			
ن (حجم العينة) = 630			قيمة اختبار (Durbin - Watson) = 1.809			

جدول رقم (٨) معاملات الانحدار المتعدد عند دراسة علاقة آليات التحصين الإداري بكفاءة الاستثمار (النقص في الاستثمار)

معامل التضخم VIF	الدلالة Sig.	قيمة (t)	قيمة (Bata)	الخطأ المعياري	قيمة (B)	المتغيرات المفسرة
	0.001***	1.593-		0.028	0.045-	ثابت الانحدار (Constant)
1.069	0.418	0.811	0.054	0.007	0.005	ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول
1.073	0.001***	1.109	0.075	.007	0.007	فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه
1.276	0.003***	1.872-	0.137-	0.014	0.027-	استقلالية مجلس الإدارة
1.085	0.000***	3.742-	0.253-	0.010	0.037-	الملكية الإدارية
1.333	0.097*	1.669	0.125	0.016	0.027	الرافعة المالية
1.283	0.793	0.263	0.019	0.005	0.001	حجم الشركة
1.184	.038**	2.093	0.148	0.040	.002	حجم مجلس الإدارة
1.038	0.356	0.926-	0.061-	0.040	0.037-	معدل العائد على الأصول
***, **, * الفروق دالة عند مستوي معنوية 1% ، 5% ، 10% على الترتيب						
معامل التحديد (R2) = 0.355			R2 المعدلة = 0.126			
قيمة F المحسوبة = 3.738			دلالة F = 0.000			
ن (حجم العينة) = 216			قيمة اختبار (Durbin - Watson) = 1.668			

٣- مناقشة نتائج اختبار فروض البحث:

يمكن مناقشة نتائج نماذج الانحدار المستخدمة في اختبار فروض البحث كما يلي:

أ- مناقشة نتائج نموذج الانحدار الخاص بكامل العينة:

أظهرت نتائج تشغيل نموذج الانحدار الخاص بكامل العينة والموضحة بالجدول رقم (٦) والخاص باختبار أثر آليات التحصين الإداري على كفاءة الاستثمار ما يلي:

- القوة التفسيرية للنموذج بلغت (٠,٢١)، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر (٢١٪) من التغيير في المتغير التابع، وهذه النسبة تعتبر نسبة جيدة من منطلق أن المتغيرات التي تؤثر على كفاءة الاستثمار كثيرة ومتعددة، وقد تم دراسة العديد من هذه المتغيرات بشكل منفصل أو مجتمع وبكثرة في أدبيات المحاسبة والتمويل.

- معنوية نموذج الانحدار ككل بدرجة عالية باستخدام اختبار (F- Test)، حيث تبلغ دلالة F (١,٠٩٢) بمستوي معنوية (٠,٠٠٠) وذلك عند مستوي معنوية (٥٪).

- وجود علاقة موجبة معنوية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار عند مستوي معنوية (١٪)، وتوجد علاقة سالبة معنوية بين فترة بقاء المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار عند مستوي معنوية (١٪)، كما أظهرت نتائج تحليل الانحدار عدم وجود تأثير معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على كفاءة الاستثمار، بينما أظهرت وجود علاقة معنوية سالبة بين الملكية الإدارية وكفاءة الاستثمار عند مستوي معنوية (١٪)، ووجود علاقة معنوية موجبة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار عند مستوي معنوية (١٪).

- وبالنسبة للمتغيرات الضابطة تظهر نتائج الانحدار وجود علاقة معنوية سالبة بين (حجم الشركة) وكفاءة الاستثمار عند مستوي معنوية (١٪)، كما توجد علاقة معنوية موجبة بين (حجم مجلس الإدارة) وكفاءة الاستثمار عند مستوي معنوية (١٪)، كما أظهرت النتائج عدم وجود علاقة معنوية بين معدل العائد على الأصول وكفاءة الاستثمار.

ب- مناقشة نتائج نموذج الانحدار الخاص الإفراط في الاستثمار:

أظهرت نتائج تشغيل نموذج الانحدار الخاص بكامل العينة والموضحة بالجدول رقم (٧) والخاص باختبار أثر آليات التحصين الإداري على كفاءة الاستثمار ما يلي:

- القوة التفسيرية للنموذج بلغت (٠,١٦٩)، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر (١٦,٩٠٪) من التغيير في المتغير التابع، وهذه النسبة تعتبر نسبة جيدة من منطلق أن المتغيرات التي تؤثر على كفاءة الاستثمار كثيرة ومتعددة، وقد تم دراسة العديد من هذه المتغيرات بشكل منفصل أو مجتمع وبكثرة في أدبيات المحاسبة والتمويل.

- معنوية نموذج الانحدار ككل بدرجة عالية باستخدام اختبار (F- Test)، حيث تبلغ دلالة F (٠,٤٤٤) بمستوي معنوية (٠,٠٠٤) وذلك عند مستوي معنوية (١٪).

- وجود علاقة موجبة معنوية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار عند مستوي معنوية (١٪)، وتوجد علاقة معنوية موجبة بين فترة بقاء المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار عند

مستوي معنوية (١٪)، كما أظهرت نتائج تحليل الانحدار عدم وجود تأثير معنوي لكل من (استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الرافعة المالية) على كفاءة الاستثمار.

- وبالنسبة للمتغيرات الضابطة تظهر نتائج الانحدار عدم معنوية بين كل من (حجم الشركة، حجم مجلس الإدارة، معدل العائد على الأصول) وكفاءة الاستثمار.

ج- مناقشة نتائج نموذج الانحدار الخاص بالنقص في الاستثمار:

أظهرت نتائج تشغيل نموذج الانحدار الخاص بكامل العينة والموضحة بالجدول رقم (٨) والخاص باختبار أثر آليات التحصين الإداري على كفاءة الاستثمار ما يلي:

- القوة التفسيرية للنموذج بلغت (٠,١٢٦) وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر (١٢,٦٠٪) من التغيرات في المتغير التابع، وهذه النسبة تعتبر نسبة جيدة من منطلق أن المتغيرات التي تؤثر على كفاءة الاستثمار كثيرة ومتعددة، وقد تم دراسة العديد من هذه المتغيرات بشكل منفصل أو مجتمع وبكثرة في أدبيات المحاسبة والتمويل.

- معنوية نموذج الانحدار ككل بدرجة عالية باستخدام اختبار (F- Test)، حيث تبلغ دلالة F (٣,٧٣٨) بمستوي معنوية (٠,٠٠٠) وذلك عند مستوي معنوية (١٪).

- وجود علاقة موجبة معنوية بين فترة بقاء المدير التنفيذي الأول وكفاءة الاستثمار عند مستوي معنوية (١٪)، وتوجد علاقة سالبة معنوية بين استقلالية مجلس الإدارة وكفاءة الاستثمار عند مستوي معنوية (١٪)، كما أظهرت نتائج تحليل الانحدار عدم وجود تأثير معنوي لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على كفاءة الاستثمار، بينما أظهرت النتائج وجود علاقة معنوية سالبة بين الملكية الإدارية وكفاءة الاستثمار عند مستوي معنوية (١٪)، ووجود علاقة معنوية موجبة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار عند مستوي معنوية (١٠٪).

- وبالنسبة للمتغيرات الضابطة تظهر نتائج الانحدار وجود علاقة معنوية موجبة بين حجم مجلس الإدارة وكفاءة الاستثمار عند مستوى معنوية (٥٪)، في حين عدم وجود علاقة معنوية بين كل من (حجم الشركة، معدل العائد على الأصول) وكفاءة الاستثمار.

- القسم الرابع: خلاصة الدراسة والأفكار البحثية المستقبلية:

- خلاصة الدراسة:

نظراً لأن الجهود البحثية الخاصة بدراسة العلاقة بين "آليات التحسين الإداري وكفاءة الاستثمار" تعد قليلة – على حد علم الباحثان- في البيئة العربية والمصرية على وجه الخصوص، مما يؤدي إلى وجود فجوة بحثية توفر فرصة لاكتشاف هذه العلاقة، كما أنها توفر فرصة أخرى لمحاولة تفسير أحد التأثيرات المحتملة للتحسين الإداري على منشآت الأعمال، لذلك هدف البحث الحالي بشقيه النظري والاختباري إلى تحقيق هذه الغاية. وقد استخدم الباحثان نماذج الانحدار في اختبار فروض البحث، هذا ويوفر البحث دليلاً اختبارياً لهذه العلاقة يمكن تلخيصه في الجدول التالي:

جدول رقم (٨): ملخص نتائج اختبار فروض البحث

النتيجة						المتغيرات	آليات التحسين الإداري
النقص في الاستثمار		الإفراط في الاستثمار		العينة ككل			
نتيجة اختبار الفرض	نوع العلاقة	نتيجة اختبار الفرض	نوع العلاقة	نتيجة اختبار الفرض	نوع العلاقة		
رفض	غير دالة إحصائياً	قبول	موجبة	قبول	موجبة	ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول	
قبول	موجبة	قبول	موجبة	قبول	سالبة	فترة بقاء المدير التنفيذي الأول	
قبول	سالبة	رفض	غير دالة إحصائياً	رفض	غير دالة إحصائياً	استقلالية مجلس الإدارة	
قبول	سالبة	رفض	غير دالة إحصائياً	قبول	سالبة	الملكية الإدارية	
رفض	غير دالة إحصائياً	رفض	غير دالة إحصائياً	قبول	موجبة	الرافعة المالية	

- الأفكار البحثية المستقبلية:

هناك مجالات يمكن أن تكون أساساً لبحوث في المستقبل ومنها:

- ١- أثر آليات التحسين الإداري على التجنب الضريبي.
- ٢- أثر آليات التحسين الإداري على تمهيد الدخل.
- ٢- أثر آليات التحسين الإداري على المسؤولية الاجتماعية للشركات.

مراجع البحث

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- أبو العز، محمد السعيد، (٢٠١٥)، **موضوعات في المحاسبة الإدارية**، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- أبو سالم، سيد سالم محمد، (٢٠١٩)، "تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية" **مجلة الفكر المحاسبي**، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد (٢٣)، العدد (٤)، ديسمبر، ص. ص ٥٦٨-٦٣٤.
- أبو سالم، سيد سالم محمد & علوان، محمد فؤاد محمد، (٢٠١٨)، "تأثير آليات التحسين الإداري على قيمة الشركة نظرية الوكالة مقابل نظرية الإشراف: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية" **مجلة الفكر المحاسبي**، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد (٢٢)، العدد (٢)، يوليو، ص. ص ٤٦٨-٤١٠.
- السواح، تامر ابراهيم، (٢٠٢١) "أثر التخصص الصناعي لمراجع الحسابات واستقلالية مجلس الإدارة على علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الاستثمار - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، **مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية**، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد (٥)، العدد (٣)، سبتمبر، ص. ص ٣١٣ - ٣٩٢.
- الصايغ، عماد سعد محمد & عبد المجيد، حميدة محمد، (٢٠١٤)، "قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية"، **مجلة المحاسبة والمراجعة**، كلية التجارة جامعة بنى سويف، المجلد (٣)، العدد (١)، ص. ص ٤٩-١.
- الصغير، محمد السيد محمد، (٢٠١٩)، "دور التكلفة للزجة في ترشيد قرارات الربحية وتقييم الأداء في ظل فروض نظرية الوكالة: دراسة نظرية ميدانية"، **مجلة الفكر المحاسبي**، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد (٢٣)، العدد (٢)، يوليو، ص. ص ٦٨ - ١.
- الهيئة العامة للرقابة المالية، مركز المديرين المصري، (٢٠١٦)، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، الطبعة الثالثة.
- عفيفي، هلال عبد الفتاح السيد، (٢٠١٧)، "أثر التحسين الإداري وإدارة الأرباح على مكافآت مجلس الإدارة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية" **مجلة البحوث التجارية**، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، المجلد (٣٩)، العدد (١)، ص. ص ٤٤٢-٣٣٩.
- حسين، محمد إبراهيم محمد، (٢٠١٩)، "قياس تأثير جودة التقارير المالية، وآليات حوكمة الشركات، وخصائص المديرين التنفيذيين على كفاءة القرارات الاستثمارية: دراسة تطبيقية"، **مجلة الفكر المحاسبي**، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد (٢٣)، العدد (٢)، يوليو، ص. ص ٥٢٧ - ٥٨٤.
- خيرى، يسري محمد علي، (٢٠٢٢)، "أثر التحسين الإداري على السلوك غير المتماثل للتكلفة في إطار نظرية الوكالة: دراسة تطبيقية" **المجلة المصرية للدراسات التجارية**، كلية التجارة، جامعة المنصورة، المجلد (٤٦)، العدد (٤)، ص. ص ٣٩٦-٣٣٦.
- خلف، محمد سامي سلامة، (٢٠٢٠)، "أثر التخصص الصناعي للمراجع وجوده التقارير المالية على كفاءة الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة الصناعية المقيدة بالبورصة المصرية"، **مجلة الفكر**

- المحاسبى، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد (٢٤)، العدد (٤)، ديسمبر، ص. ٤٦٠ - ٤١٠.
- شرف، ابراهيم أحمد ابراهيم، (٢٠١٩) "أثر ممارسات إدارة الأرباح على كفاءة الاستثمار بالشركات - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد (٣)، العدد (٢)، سبتمبر، ص. ٢٢٧ - ٢٨٥.
- عبدلي، يمينة أحمد & درحمون، هلال، (٢٠٢٠) "أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرار الاستثماري في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية"، *الريادة لاقتصاديات الأعمال*، جامعة حسينية بن بو علي الشلف، الجزائر، المجلد (٦)، العدد (٣)، سبتمبر، ص. ٩٧ - ١٠٩.
- عبد الرحيم، أسماء إبراهيم، (٢٠١٩) "دراسة الأثر التفاعلي بين آليات التحصين الإداري واستقلالية مجلس الإدارة على قيمة المنشأة: دراسة اختبارية على الشركات المسجلة في البورصة المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد (٣)، العدد (٣)، سبتمبر، ص. ٣٣٥ - ٣٩٣.
- عبد المجيد، حميدة محمد، (٢٠٢٠)، "قياس أثر القدرة الإدارية على الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات السعودية"، *مجلة الإدارة العامة*، المجلد (٦١)، العدد (١)، سبتمبر، ص. ٧٢ - ٩٠.
- عبد المنعم، ريم محمد محمود، (٢٠٢١) "العلاقة بين التحصين الإداري وجودة الأرباح: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، المجلد (٣)، العدد (٢)، ص. ١ - ٧٥.
- علي، جابر محمد حسن، (٢٠١٧) "أثر جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المصرية المسجلة بالبورصة"، *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد (٥٤)، العدد (١)، يناير، ص. ١ - ٣٣.
- فهمي، أحمد محمد شوقي محمد، (٢٠٢٢) "أثر ممارسات التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار في ظل التدفقات النقدية الحرة كمتغير معدل دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد (٦)، العدد (١)، يناير، ص. ١ - ٥٢.
- كعموش، شريف علي خميس إبراهيم، (٢٠٢٠) "أثر جودة المعايير المحاسبية ومستوى الالتزام بتطبيقها على كفاءة استثمار الشركات - ودور الخصائص التشغيلية للشركات كمتغيرات معدلة - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بسوق الأسهم السعودية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد (٤)، العدد (٣)، سبتمبر، ص. ١ - ٨٦.
- محمد، هشام سعيد إبراهيم، (٢٠٢٠)، "تأثير العلاقة بين آليات التحصين الإداري والتحفيز المحاسبى على الأداء المالي للشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المدرجة بسوق الأوراق المالية"، *مجلة الفكر المحاسبى*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد (٢٤)، العدد (٤)، ديسمبر، ص. ١٤١ - ٢١٠.
- وزارة الاستثمار، (٢٠١١)، "دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية"، مركز المديرين المصري، فبراير.

ثانيًا: المراجع باللغة الأجنبية:

- Akram, F., & Iqbal, S., (2016). "An empirical analysis of managerial power and executive remuneration: Mediating role of firm performance", *An International Peer-reviewed Journal*, Vol. 22, pp. 48-56.
- Al'Alam, M. P. A., & Firmansyah, A., (2019). "The effect of financial reporting quality, debt maturity, political connection, and corporate governance on investment efficiency: Evidence from Indonesia", *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, Vol. 7, No. 6, pp. 39-56.
- Bangmek, R., (2020). "Dual entrenchment and accounting conservatism: CEO turnover and family firms", *Business Administration Journal*, Vol.166, pp. 82-103.
- Bendickson, J., Muldoon, J., Liguori, E.W., & Davis, P.E., (2016), "Agency theory: background and epistemology", *Journal of Management History*, Vol. 22, No. 4, pp. 437-449.
- Bhabra, G. S., Kaur, P., & Seoungpil, A., (2018). "Corporate governance and the sensitivity of investments to cash flows", *Accounting & Finance*, Vol. 58, No. 2, pp. 367-396.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S., (2009). "How does financial reporting quality relate to investment efficiency?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 48, No. (2-3), pp. 112-131.
- Bimo, I. D., Silalahi, E. E., & Kusumadewi, N. L. G. L. (2022). "Corporate governance and investment efficiency in Indonesia: the moderating role of industry competition", *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol. 20, No. 2, pp. 371-384
- Bousetta, M., (2021). "Managerial entrenchment and firm performance: Evidence from Moroccan listed companies", *Central European Management Journal*, Vol. 29, No. 3, pp. 40-62.
- Bzeouich, B., Lakhal, F., & Dammak, N., (2019). "Earnings management and corporate investment efficiency: does the board of directors matter?", *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol. 17, No. 4, pp. 650-670.
- Chen, I. J., & Chen, S. S., (2017). "Corporate governance and the investment efficiency of diversified corporate asset buyers", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 29, No. 1, pp. 99-114.
- Chen, F., Hope, O., Qingyuan, L., & Wang, X., (2011). "Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets", *The Accounting Review*, Vol. 86, No. 4, pp. 1255-1288.

- Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T., (2012). "The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 29, No. 1, pp. 252-282.
- Chen, N., Sung, H.-C. & Yang, J., (2017), "Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms", *Pacific Accounting Review*, Vol. 29, No. 3, pp. 266-282.
- Cherkasova, V., & Rasadi, D., (2017). "Earnings quality and investment efficiency: Evidence from eastern Europe", *Review of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 4, pp. 441-468.
- Ellili, N. O. D., (2011). "Ownership structure, financial policy and performance of the firm: US evidence", *International Journal of Business and Management*, Vol. 6, No. 10, pp. 80-93.
- Ellili, N. O. D., (2012). "Managerial entrenchment: Model and impact on the shareholders' wealth", *Corporate Ownership & Control*, Vol. 9, No. (2-4), pp. 449-460.
- Gan, H., (2018). "Does CEO managerial ability matter? Evidence from corporate investment efficiency", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 52, No. 4, pp. 1085-1118.
- 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*, Vol. 26, No. 4, pp. 238-254.
- Groskamp, C. L., (2017). "The influence of managerial entrenchment on the capital structure", *Business Economics*, Available at: <http://hdl.handle.net/2105/38627>
- He, R., (2016). "Board effectiveness and firm investment efficiency", *Research in International Business and Finance*, Faculty of Business and Economics, Macquarie University, Sydney, Australia, Available at: <http://hdl.handle.net/10.25949/19435001.v1>
- Houcine, A., (2017). "The effect of financial reporting quality on corporate investment efficiency: Evidence from the Tunisian stock market", *Research in International Business and Finance*, Vol. 42, pp. 321-337.
- Jensen, M., & Meckling, W., (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Jiang, X., (2016). " Over-investment of free cash flow during CEO's tenure", *Technology and Investment*, Vol. 7, pp. 51-58. Available at: <http://dx.doi.org/10.4236/ti.2016.73007>

- Khanqah, V. T., (2015). "The interaction effect of auditor industry specialization and board independence on investment efficiency", *Iranian Journal of Business and Economics*, Vol. 2, No. 1. Available at: <https://www.researchgate.net/publication/290444374>
- Kumar, P., & Zattoni, A. (2014). "Ownership, managerial entrenchment, and corporate performance", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 22, No. 1, pp. 1-3.
- Lai, S. M., & Liu, C. L., (2018). "Management characteristics and corporate investment efficiency", *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, Vol. 25, No. (3-4), pp. 295-312.
- Lee, M. T., (2017). "Corporate Social Responsibility, Corporate Governance, and Investment Efficiency: Evidence from an Asian Emerging Market", *the 7th International Conference of the Japanese Accounting Review (TJAR)* to be held on 7 January 2017 at, Rokkodai Campus of Kobe University in Japan, pp. 1-44.
- Lee, M. T., (2020). "Corporate social responsibility and investment efficiency: Evidence from an emerging Asian market", *DLSU Business & Economics Review*, Vol. 29, No. 2, pp. 1-16.
- McColgan, P., (2001). "Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective", Department of Accounting and Finance, *working paper*, Available at: https://scholar.google.com/eg/scholar?cluster=231609678159968467&hl=ar&as_sdt=2005&sciodt=0,5
- Muriithi, S. G., Walters, B. A., McCumber, W. R., & Robles, L. R., (2022). "Managerial entrenchment and corporate social responsibility engagement: The role of economic policy uncertainty", *Journal of Management and Governance*, Vol. 26, No. 2, pp. 621-640.
- Nor, N. H. M., Nawawi, A., & Salin, A. S. A. P., (2017). "The influence of board independence, board size and managerial ownership on firm investment efficiency", *Pertanika Journal of Social Science and Humanities*, Vol. 25, No. 3, pp. 1039-1058.
- Nugraha, N. M., (2021). "The Influence of Institutional Ownership, Managerial Ownership, and Board of Commissioners on Agency Costs", *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education (TURCOMAT)*, Vol. 12, No. 8, pp. 1381-1387.
- Ohlson, J. A., (1995). "Earnings, book values, and dividends in equity valuation", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, pp. 661-687.

-
- Panda, B., & Leepsa, N. M., (2017). "Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives", *Indian Journal of Corporate Governance*, Vol. 10, No. 1, pp. 74-95.
 - Rashed, A., Abd El-Rahman, E., Isamil, E., & Abd El-Samea, D., (2018). "Ownership structure and investment efficiency: Evidence from Egypt", *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, Vol. 8, No. 4, pp. 1-22.
 - Raza, A., Malik, I. R., Zafar, S., & Ahmed, K., (2021) "The impact of corporate governance boundaries on investment efficiency: Evidence from Pakistan", *Journal of Management Research*, Vol. 7, No. 3, pp. 71-90.
 - Salehi, M., Dashtbayaz, M. L., & Mohtashami, M., (2021). "The Effects of Corporate Characteristics on Managerial Entrenchment", *Iranian Journal of Management Studies*, Vol. 14, No. 1, pp. 245-272.
 - Salin, A. S. A. P., Nor, N. H. M., & Nawawi, A., (2018). "Corporate governance and investment efficiency: Malaysian evidence", *In Proceeding of INSIGHT 2018 1st International Conference on Religion, Social Sciences and Technological Education*, University Sains Islam Malaysia, Malaysia, pp. 31-40.
 - Zheng, Y., (2010). "The Effect of CEO Tenure on CEO Compensation", *Managerial Finance*, Vol. 36, No. 10, pp. 832-859.