



مدى تأثير العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرّة وغموض التقارير المالية على كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية: دراسة تطبيقية

إعداد

د. محسن عبيد عبد الغفار عزام د. علاء عاشور عبد الله زلط
أستاذ المحاسبة والمراجعة المساعد مدرس بقسم المحاسبة والمراجعة
كلية التجارة – جامعة المنوفية كلية التجارة – جامعة المنوفية

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد الثالث - العدد الأول - الجزء الثاني - يناير ٢٠٢٢

التوثيق المقترح وفقا لنظام APA:

عزام، محسن عبيد عبد الغفار؛ زلط، علاء عاشور عبد الله (٢٠٢٢). مدى تأثير العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرّة وغموض التقارير المالية على كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية: دراسة تطبيقية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٣ (١) ج٢، ٣٢٩-٣٧٦.

رابط المجلة: <https://cfdj.journals.ekb.eg/>

مدى تأثير العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية على كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية: دراسة تطبيقية

د. علاء عاشور عبد اللطيف

د. محسن عبيد عبد الغفار عزام

ملخص الدراسة

تهدف الدراسة الحالية الى التعرف على مدى تأثير كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية على كفاءة الإستثمار من ناحية واختبار تأثير العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية على كفاءة الإستثمار من ناحية أخرى في عينة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية قوامها (٤٨) شركة خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٩. ولقد اعتمدت الدراسة على حزمة من الأساليب الإحصائية لإختبار فروضها منها معامل ارتباط بيرسون وتحليل الإنحدار التدريجي بالإضافة إلى مجموعة من الإحصاءات الوصفية كالتوسط والانحراف المعياري وأعلى قيمة وأقل قيمة للتعرف على سلوك بيانات الدراسة. ولقد ركزت الدراسة على محاولة الحكم على كفاءة الإستثمار في شركات العينة من خلال عرض مداخل القياس ووصولاً إلى الأدلة التطبيقية بشأن مظاهر كفاءة الإستثمار، ومحاولة الكشف عن غموض التقارير المالية لشركات العينة وأثر هذا الغموض على كفاءة الإستثمار، تأثير التدفقات النقدية التشغيلية الحرة على كفاءة الإستثمار بالإضافة إلى تأثير العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية على كفاءة الإستثمار في شركات الدراسة. ولقد كشفت النتائج عن وجود علاقة ارتباط طردية عالية المعنوية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وكفاءة الإستثمار حيث بلغ معامل الارتباط (٠,٩٧٢) عند مستوي معنوية ١%، ووجود علاقة ارتباط عكسية بين غموض التقارير المالية وكفاءة الإستثمار حيث بلغ معامل الارتباط (-٠,٢٥٥) عند مستوي معنوية ١%، ووجود علاقة ارتباط طردية عالية المعنوية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة والإفراط المتعمد في الإستثمار بمعامل ارتباط (٠,٩٨٥)، كما أشارت النتائج لوجود تأثير معنوي لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة، حجم الشركة، وغموض التقارير المالية على كفاءة الإستثمار، حيث بلغ معامل الإنحدار ٠,٩٦٤، -٠,٠٣٨ - ٠,٠٣٧، علي الترتيب. وللدراسة مساهمات عملية لكل حملة الأسهم وأصحاب المصالح والإدارة والأطراف ذات الصلة في التعرف على محددات كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

الكلمات الدالة: كفاءة الإستثمار، الإفراط المتعمد في الإستثمار، النقص المتعمد في الإستثمار، التدفقات النقدية التشغيلية الحرة، غموض التقارير المالية.

١. مشكلة الدراسة

يتم الحكم على كفاءة الإستثمار في الشركات من خلال ممارسات الإفراط المتعمد في الإستثمار Overinvestment أو النقص المتعمد في الإستثمار Underinvestment ونادراً ما يتسم مستوى الإستثمار بالمثالية خاصة فيما يتعلق بالمستوى الأمثل لحجم الإستثمارات ومدى كفاءة الإستثمار وأثر ذلك على عملية ترشيد القرارات الإدارية وقرارات حملة الأسهم وغيرهم من أصحاب المصالح كالمستثمرين والمحللين الماليين والجمهور والعملاء والموردين. ويرجع ذلك للعديد من الدوافع والخيارات الإدارية التي تعكس مشاكل نظرية الوكالة بين الأصل والوكيل خاصة ما يتعلق منها بعدم تماثل المعلومات وأثره على غموض التقارير المالية والتدفقات النقدية التشغيلية الحرة للشركة.

كما تحظى كفاءة الإستثمار باهتمام متزايد في الفكر المحاسبي حيث تم التطرق لكفاءة الإستثمار من أكثر من ناحية، فمن حيث علاقة كفاءة الإستثمار بحجم المديونية أشارت دراسة Jeon and Oh (2017) إلي وجود علاقة ارتباط طردية ومعنوية بين الديون قصيرة الأجل وكفاءة الإستثمار فكلما زاد الإعتماد على الديون قصيرة الأجل زادت كفاءة الإستثمار وكلما كانت قيمة عقود الدين بالشركات كبيرة كلما انخفضت قدرتها على التفاوض مع المقرضين مع زيادة الميل نحو تقليص حجم الإستثمار (Dou,2012).

ومن حيث أثر التدفقات النقدية التشغيلية الحرة على كفاءة الإستثمار أشارت دراسة Cai (2014) إلي وجود تأثير للتدفقات النقدية التشغيلية الحرة على كفاءة الإستثمار حيث تبين أن الشركات التي بها تدفقات نقدية حرة موجبة تكون أكثر ميلاً للإفراط المتعمد في الإستثمار والشركات التي بها تدفقات نقدية سالبة تكون أكثر ميلاً للتقليص المتعمد^١ في الإستثمار. وفي نفس السياق، أظهرت دراسة Zhang and Guo (2019) والتي أجريت على عينة من الشركات الصينية المقيدة بالبورصة وجود علاقة إرتباط طردية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة والإفراط المتعمد في الإستثمار بالإضافة إلي وجود تأثير غير مباشر للتوزيعات النقدية على الإفراط في الإستثمار في هذه الشركات.

وفي سياق مختلف تناولت العديد من الدراسات علاقة غموض التقارير المالية من ناحية وخطر انهيار سعر السهم وجوده التقارير المالية من ناحية أخرى (Kim and Zhang, 2014; Ng et al., 2015)، كما بُحثت العلاقة بين غموض التقارير المالية وأرقام الدخل الشامل الأخر وكشفت النتائج عن وجود علاقة طردية بين غموض التقارير المالية والمبالغة في أرقام الدخل الشامل الآخر (Sunghee, 2016). كما توصل البعض الآخر (Chae et al., 2020; Yu et al., 2020) إلي وجود تأثير طردى لغموض التقارير المالية على خطر انهيار سعر السهم نظراً لأن هذا الغموض يؤدي لزيادة فجوة عدم تماثل المعلومات مع حجب هذه المعلومات عن الأطراف ذات الصلة خاصة المستثمرين إلي أن تتسرب هذه المعلومات في موجات متتالية للسوق في وقت لاحق إيداناً بحدوث خطر إنبهار أسعار الأسهم في السوق على نحو مفاجئ. مما يُفسر العلاقة الطردية بين غموض التقارير المالية وعدم كفاءة الإستثمار.

^١ - سوف يستخدم الباحثان مصطلح النقص في الإستثمار أو التقليص في الإستثمار كمترا دافان طوال الدراسة.

وعلى الرغم مما تتميز به الدراسات السابقة من تنوع في أطر التطبيق المكانية والزمانية إضافة إلى التنوع في المنطلقات الفكرية لهذه الدراسات إلا أنها جاءت في معظمها في مجموعات منفصلة فبعضها جاء مقتصرًا على كفاءة الإستثمار ومنها ما يتعلق بغموض التقارير المالية ومنها ما يتعلق بالتدفقات النقدية التشغيلية الحرة، وتكمن مشكلة الدراسة الحالية في تحليل مدى تأثير العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية على مدى كفاءة الإستثمار وذلك من خلال توجيه الإهتمام نحو ثلاثة محاور هامة ورئيسية حيث يمثل المحور الأول في تقييم أثر التدفقات النقدية التشغيلية الحرة على كفاءة الإستثمار الإجمالي في الشركات العاملة في البيئة المصرية، ويمثل المحور الثاني في تحديد مدى تأثير غموض التقارير المالية على كفاءة الإستثمار للشركات المقيدة في البورصة المصرية وإنعكاساته على الإستثمار الإجمالي أو الإفراط المتعمد في الإستثمار أو التقليل المتعمد في الإستثمار، في حين يمثل المحور الثالث في تحليل مدى تأثير التدفقات النقدية التشغيلية الحرة مجتمعة مع غموض التقارير المالية على كفاءة الإستثمار داخل الشركات المقيدة في البورصة المصرية بهدف الحكم على مدى كفاءة الإستثمار بهذه الشركات، ومن ثم تستهدف الدراسة الحالية تغطية هذه الفجوة من خلال دراسة وتحليل مدى ارتباط التدفقات النقدية التشغيلية الحرة بغموض التقارير المالية وانعكاس هذه العلاقة على مدى كفاءة الإستثمار سواء ما يتعلق منها بالإفراط المتعمد في الإستثمار أو التقليل المتعمد في الإستثمار استجابة لدوافع إدارية تتأسس على تعظيم المصالح الذاتية للمديرين دون مراعاة لمصالح المستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح في المشروع أو إنطلاقاً من دوافع أخرى كالرغبة في بناء إمبراطورية إدارية *Managerial Empire* أو تحقيق التحصين الإداري *Managerial Entrenchment* أو بدافع الإفراط في ثقة المديرين بأنفسهم *Managerial Over-confidence* وذلك بعيداً عن تحرى أوجه كفاءة الإستثمار، وإزاء هذا التوجه فإن الدراسة الحالية تسعى للإجابة عن مجموعة من التساؤلات البحثية التي تشكل جوهر مشكلة الدراسة الحالية.

٢. تساؤلات الدراسة:

تتمثل التساؤلات البحثية التي تسعى الدراسة الحالية للإجابة عنها فيمايلي:

١-٢ إلى أي مدى توجد علاقة بين كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية من ناحية وبين كفاءة الإستثمار بشكل إجمالي من ناحية أخرى بالشركات المقيدة في البورصة المصرية؟

٢-٢ إلى أي مدى توجد علاقة بين كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية من ناحية وبين الإفراط المتعمد في الإستثمار من ناحية أخرى بالشركات المقيدة في البورصة المصرية؟

٣-٢ إلى أي مدى توجد علاقة بين كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية من ناحية وبين النقص المتعمد في الإستثمار من ناحية أخرى بالشركات المقيدة في البورصة المصرية؟

٤-٢ إلى أي مدى يوجد تأثير لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية على كفاءة الإستثمار إجمالاً في الشركات المقيدة في البورصة المصرية؟

- ٥-٢ إلى أى مدى يوجد تأثير للعلاقة التفاعلية لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي كفاءة الإستثمار إجمالاً في الشركات المقيدة في البورصة المصرية؟
- ٦-٢ إلى أى مدى يوجد تأثير لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي الإفراط المتعمد في الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية؟
- ٧-٢ إلي أي مدى يوجد تأثير لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي النقص المتعمد في الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية؟

٣. أهداف الدراسة:

تستهدف الدراسة الحالية تحقيق مجموعة الأهداف التالية:

- ١-٣ تحليل طبيعة العلاقة بين كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية وبين كفاءة الإستثمار إجمالاً في الشركات المقيدة في البورصة المصرية بغرض التعرف على اتجاه هذه العلاقة وقوتها ومدى معنويتها.
- ٢-٣ تحليل طبيعة العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية وبين الإفراط المتعمد في الإستثمار بالشركات المقيدة في البورصة المصرية وذلك لمعرفة اتجاه هذه العلاقة وقوتها ومدى معنويتها قياساً على ما هو متاح من بيانات.
- ٣-٣ التعرف على طبيعة العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية وبين النقص المتعمد في الإستثمار بالشركات المقيدة في البورصة المصرية وذلك من حيث اتجاه هذه العلاقة ومدى قوتها ومدى معنويتها.
- ٤-٣ دراسة وتحليل مدى تأثير كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي كفاءة الإستثمار إجمالاً بالشركات المقيدة في البورصة المصرية.
- ٥-٣ دراسة وتحليل مدى تأثير العلاقة التفاعلية لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية.
- ٦-٣ دراسة وتحليل تأثير كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي الإفراط المتعمد في الإستثمار بالشركات المقيدة في البورصة المصرية.
- ٧-٣ دراسة وتحليل مدى تأثير كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي النقص المتعمد في الإستثمار بالشركات المقيدة في البورصة المصرية.

٤. بناء فروض الدراسة

في مشكلة الدراسة وتساؤلاتها يمكن بناء فروض الدراسة الحالية في صورتها العدمية كما يلي:

- ١-٤ لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية من ناحية وبين كفاءة الإستثمار إجمالاً من ناحية أخرى في الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

- ٢-٤ لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية من ناحية وبين الإفراط المتعمد في الإستثمار من ناحية أخرى في الشركات المقيدة في البورصة المصرية.
- ٣-٤ لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية من ناحية وبين النقص المتعمد في الإستثمار من ناحية أخرى للشركات المقيدة في البورصة المصرية.
- ٤-٤ لا يوجد تأثير معنوي لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي كفاءة الإستثمار إجمالاً للشركات المقيدة في البورصة المصرية.
- ٥-٤ لا يوجد تأثير معنوي للعلاقة التفاعلية لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي كفاءة الإستثمار إجمالاً في الشركات المقيدة في البورصة المصرية.
- ٦-٤ لا يوجد تأثير معنوي لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي الإفراط المتعمد في الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية.
- ٧-٤ لا يوجد تأثير معنوي لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي النقص المتعمد في الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

٥. أهمية الدراسة:

تحقق الدراسة الحالية مساهمة علمية وعملية يمكن عرض كل منها كما يلي:

١-٥ المساهمة العلمية للدراسة:

- ١-١-٥ تعتبر الدراسة الحالية امتداداً للدراسات التي تستهدف تقييم كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية باعتبارها إحدى الأسواق النامية للأوراق المالية في الشرق الأوسط.
- ٢-١-٥ تساعد الدراسة الحالية في الكشف عن العوامل المحددة لمدى كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية.
- ٣-١-٥ تفتح الدراسة الحالية مجالات بحثية جديدة بشأن آليات قياس غموض التقارير المالية وأثاره علي مدى كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية.
- ٤-١-٥ تسلط الدراسة الضوء على طبيعة العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وكفاءة الإستثمار من ناحية وغموض التقارير المالية وكفاءة الإستثمار من ناحية أخرى مما يساعد في بناء وإقتراح أطر فكرية لمحددات كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

٢-٥ المساهمة العملية للدراسة:

- ١-٢-٥ تساعد الدراسة الحالية حملة الأسهم Shareholders في الحكم على قرارات الإستثمار من حيث مدى كفاءتها ومن ثم ترشيد عملية اتخاذ القرارات الإستثمارية.

٢-٢-٥ تعتبر الدراسة الحالية مفيدة للمحللين الماليين Financial analysts فى تقييم القرارات الإستثمارية داخل الشركات المقيدة فى البورصة المصرية.

٣-٢-٥ تساعد الدراسة الحالية أصحاب المصالح Stakeholders فى التعرف على مظاهر غموض التقارير المالية وانعكاسها على قرارات الإستثمار فى الشركات المقيدة فى البورصة المصرية.

٤-٢-٥ تساعد الدراسة الحالية المديرين التنفيذيين بالشركات المقيدة فى البورصة المصرية فى ترشيد قرارات الإستثمار.

٦. الجهود البحثية ذات الصلة بمتغيرات الدراسة

٦-١ الجهود البحثية ذات الصلة بغموض التقارير المالية.

تناول الفكر المحاسبى بالدراسة والتحليل مفهوم غموض التقارير المالية Financial Reporting Opacity إلا أن هذه الدراسات قد تباينت فما بينها من حيث الأطر الزمنية والمكانية ونطاق التطبيق وبيئة التطبيق وكذلك النتائج والدلالات، فعلى سبيل المثال لا الحصر استهدفت دراسة (Li and Wang (2010) إختبار العلاقة بين مدى جودة التقارير المالية وكفاءة الإستثمار فى الشركات الصينية فى الفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠٠٦ بإجمالى مشاهدات ٢١٣٩ مشاهدة، حيث أشارت الدراسة لإمكانية قياس جودة التقارير المالية وفقاً لأكثر من طريقة كجودة الإستحقاقات واستمرارية الأرباح والقدرة التنبؤية للأرباح وملاءمة الأرباح، وأوضحت الدراسة أن الحكم على كفاءة الإستثمار يكون من خلال الإنحراف الموجب أو السالب عن الإستثمار المتوقع، وأظهرت نتائج الدراسة لوجود علاقة سلبية بين جودة التقارير المالية وكفاءة الإستثمار فكلما زادت جودة التقارير المالية كلما حدث انخفاض فى عدم تماثل المعلومات مما يؤدي إلى الحد من مشكل الإفراط الإستثمار أو مشكل تعمد تقليص الإستثمار.

كما تناولت دراسة (Kim and Zhang (2014) العلاقة بين غموض التقارير المالية Financial Reporting Opacity وخطر انهيار سعر السهم على عينة من الشركات خلال الفترة من ١٩٩٦ إلى ٢٠٠٨ بإجمالى مشاهدات (١٤٧٣٤) مشاهدة، وتم قياس غموض التقارير المالية بالدراسة من خلال ثلاثة مقاييس هى إدارة الأرباح من خلال الإستحقاقات وإعادة تعديل القوائم المالية، وضعف الرقابة الداخلية، وكشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين خطر انهيار سعر السهم ومقاييس غموض التقارير المالية حيث أشارت الدراسة أن غموض التقارير المالية يساعد المديرين فى حجب المعلومات السيئة عن الأطراف ذات الصلة إلى الحد الذى عنده تعجز الإدارة عن تخزين أو حجب المزيد من الأخبار السيئة ويصبح ذلك فوق طاقتها فتبدأ المعلومات فى التسرب للسوق فى موجات كبيرة فيحدث إنهيار مفاجئ لسعر السهم فى السوق.

كما تناول البعض (Ng et al. (2015) مدى تأثير تأميمات البطالة على غموض التقارير المالية من خلال نموذج انحدار تضمن عدة متغيرات رقابية منها التدفقات النقدية والمبيعات ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وحجم الشركة والرفعة المالية لها والتعثر المالى ومعدل النمو، وذلك على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من ١٩٩١ إلى ٢٠١٢ بإجمالى

مشاهدات (٦٣١٨٦) مشاهدة، وأظهرت النتائج وجود تأثير سلبي معنوي لتأمينات البطالة على غموض التقارير المالية.

كما تناول (2016) Sunghee العلاقة بين الدخل الشامل الآخر Other Comprehensive Income وغموض التقارير المالية وخطر انهيار سعر السهم على عينة من الشركات خلال الفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠١٤ وأظهرت النتائج أن الأرقام الموجبة للدخل الشامل الآخر تؤدي للحد من خطر انهيار سعر السهم كما أن المبالغة في الدخل الشامل الآخر سلباً أو إيجاباً تؤدي إلى زيادة غموض التقارير المالية. وفي نفس السياق ، تناول البعض Chae et al., (2020) العلاقة بين غموض التقارير المالية وخطر انهيار سعر السهم على عينة من الشركات اليابانية خلال الفترة من ٢٠١٥ إلى ٢٠١٧ بإجمالي مشاهدات (٣١٠٢) مشاهدة ، وكشفت النتائج عن وجود علاقة ارتباط طردية بين غموض التقارير المالية وحدوث خطر انهيار سعر السهم نظراً لأن غموض التقارير المالية يتضمن في طياته حجب Hoarding للأخبار السيئة استجابة لدوافع إدارية يغلب عليها طابع التحيز للمصالح الذاتية، كما أشارت النتائج إلى أن الإلتزام بمعايير التقارير المالية قد أدى لتحسين شفافية التقارير المالية ومن ثم الحد نسبياً من احتمالات حدوث خطر انهيار سعر السهم.

أيضاً استهدفت دراسة محمد (٢٠١٨) تفسير العلاقة بين هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة وغموض الأرباح Earnings Opacity واستمرارية الأرباح في عينة من (٣٧) شركة مقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٧ ، واعتمدت الدراسة في قياسها لغموض الأرباح على نسبة التغير في الأصول المتداولة والتغير في القروض طويلة الأجل والتغير في الأرباح قبل الضرائب مطروحاً منه التغير في الإلتزامات المتداولة والتغير في النقدية ومصروف الإهلاك إلى الأصول في بداية الفترة، ولقد كشفت نتائج الدراسة عن إلتزام الشركات بالمتطلبات القانونية لتشكيل مجالس الإدارات ولجان المراجعة بها بالإضافة لحدوث تراجع في غموض الأرباح في نحو ٥٧% من الشركات التي تمثل الملكية الحكومية بها أكثر من ٢٠% مقارنة بالشركات التي تقل الملكية الحكومية بها عن ٢٠%.

كما تناول البعض (2020) Chae et al. العلاقة بين غموض التقارير المالية وجودة المراجعة وخطر انهيار سعر السهم في السوق في الشركات المقيدة في اليابان خلال الفترة من ٢٠١٥ إلى ٢٠١٧ بإجمالي مشاهدات (٣١٠٢) مشاهدة وذلك بغرض التحقق من مدى تأثير كل من غموض التقارير المالية وجودة المراجعة على خطر انهيار الأسهم، وقد تم قياس غموض التقارير المالية من خلال الإستحقاقات الإختيارية والتي يستدل عليها من بواقي residuals نموذج انحدار الإستحقاقات الكلية والذي يعرف بنموذج جونز المعدل. ولقد كشفت النتائج عن أن غموض التقارير المالية لها تأثير معنوي في تقدير حدوث خطر انهيار سعر السهم مقاساً بالإلتواء الشرطي السالب (NCSKEW) لعوائد الأسهم حيث بلغ معامل الإنحدار نحو (٠,٦٣٦) بمستوى معنوية ٥% مما يعني أن غموض التقارير المالية يساعد في حدوث خطر انهيار الأسهم حيث يساعد غموض التقارير المالية المديرين في حجب المعلومات السيئة أطول فترة ممكنة مما يعزز من فرضية عدم تماثل المعلومات بين الأطراف ذات الصلة بالسوق وفي حالة عدم قدرة المديرين على الإستمرار في تخزين المعلومات السيئة تتدفق الأخبار السيئة دفعة واحدة للسوق ثم يسود خطر انهيار أسعار الأسهم. كما أشارت النتائج أن جودة المراجعة لها تأثير سلبي على

خطر انهيار الأسهم مقاساً بتذبذب عائد السهم من أسفل لأعلى (DOV) حيث بلغ معامل الانحدار نحو (-0,037) بمستوى معنوية 10% مما يعنى أن جودة المراجعة تقلل من حالات عدم تماثل المعلومات ومن ثم المساهمة في الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم في السوق.

كما تناولت دراسة حسين (2020) تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية وأداء المسؤولية الاجتماعية وممارسات التجنب الضريبي وخطر الانهيار المستقبلي لسعر السهم في عينة من (47) شركة في البورصة المصرية خلال الفترة من 2012 إلى 2018. وإعتمدت الدراسة في قياسها لغموض التقارير المالية على المجموع المتحرك لثلاث فترات من القيمة المطلقة للاستحقاقات الإختيارية المستتنبطة من نموذج جونز المعدل كمقياس لجودة التقارير المالية، بينما اعتمدت الدراسة في قياسها لأداء المسؤولية الاجتماعية على اللوغاريتم الطبيعي لمعكوس درجة ترتيب الشركة في مؤشر البورصة المصرية للإستدامة، كما اعتمدت الدراسة في قياسها لممارسات التجنب الضريبي على الفرق بين معدل الضريبة القانوني ومعدل الضريبة الفعال، أما خطر انهيار سعر السهم فقد اعتمدت الدراسة في قياسه على ثلاثة مقاييس هي الإنخفاض الحاد للعوائد الإسيوعية للسهم خلال السنة التالية، معامل الإلتواء السالب للعوائد الإسيوعية للسهم ، وتقلبات العوائد الإسيوعية للسهم من أسفل لأعلى. ولقد كشفت نتائج الدراسة أن خطر الانهيار المستقبلي لسعر السهم يرتبط بعلاقة موجبة ذات تأثير معنوي بكل من غموض التقارير المالية وممارسات التجنب الضريبي كما يرتبط بعلاقة سالبة ذات تأثير معنوي مع أداء المسؤولية الاجتماعية.

٦-٢ الجهود البحثية ذات الصلة بكفاءة الإستثمار

تناول (Balachandran 2001) عقود مكافآت المديرين وفقاً للدخل المتبقى كبديل عن الأرباح بغرض التعرف على مدى تأثير هذه العقود على الإفراط المتعمد في الإستثمار Over-investment أو التقليل المتعمد في الإستثمار Under-investment، وذلك في عينة مكونة من 181 شركة في الفترة من 1986 إلى 1998، وأظهرت النتائج أن إبرام عقود مكافآت المديرين على أساس الدخل المتبقى كبديل عن العائد على الإستثمار يؤدي إلى التوجه لزيادة الإستثمار مع تخفيض معدلات التوزيعات النقدية ، بينما عقود المكافآت على أساس الدخل المتبقى كبديلاً عن الأرباح تؤدي لتقليل الإستثمار مع تحسين معدلات توزيع النقدية. كما استهدف (Biddle and Hillary 2006) تقدير كفاءة الإستثمار من خلال إنحدار الإنفاق الإستثماري الرأسمالي مرجحاً بأصول السنة السابقة علي التدفقات النقدية التشغيلية ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية وذلك من واقع المعادلة الرياضية التالية:

$$I_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it-1} + \beta_2 MTB_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن I_{it} يشير إلي حجم الإنفاق الإستثماري مرجحاً بإجمالي أصول السنة السابقة للشركة i خلال الفترة t ، CFO_{it-1} يشير إلي التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i خلال الفترة $t-1$ ، MTB_{it-1} يشير إلي القيمة السوقية إلي القيمة الدفترية لحقوق الملكية للشركة i خلال الفترة t ، ε_{it} يشير إلي بواقي نموذج الإنحدار وقاعدة القرار وفقاً لهذا النموذج تعتمد علي قيمة معامل التدفقات النقدية التشغيلية المتمثل في (B_1) فكلما زادت هذه القيمة دل ذلك علي كفاءة الإستثمار والعكس.

$$\text{Invest}_{it}^{\text{NEW}} = \beta_0 + \beta_1 \text{MTB}_{it-1} + \beta_2 \text{Leverage}_{it-1} + \beta_3 \text{Cash}_{it-1} + \beta_4 \text{Age}_{it-1} + \beta_5 \text{Size}_{it-1} + \beta_6 \text{Stock Return}_{it-1} + \beta_7 \text{I}_{\text{NEW}}_{it-1} + \text{Year \& Industry Dumy} + \varepsilon_{it}$$

كما ركز Richardson, (2006) في تقديره لكفاءة الإستثمار علي نظرية التسارع في الإستثمار Accelerator Theory of Investment من خلال القيام بخطوتين أساسيتين، تتمثل الأولى في تقسيم إجمالي إستثمارات الشركة (INV-total) إلي جزئين وهما (النفقات الإستثمارية اللازمة للإستحواذ علي الأصول طويلة الأجل والمحافظة عليها Inv-maintain، والإنفاق الإستثماري علي المشروعات الجديدة Inv-new) ثم تقسيم الإنفاق الإستثماري علي المشروعات الجديدة الي نوعين هما (الإستثمارات المتوقعة Inv-Expected، والإستثمارات غير المتوقعة Inv.Unexpected) بحيث تعبر الإستثمارات غير المتوقعة علي عدم كفاءة القرارات الإستثمارية، وتعتمد الخطوة الثانية علي عمل نموذج إحدار للإنفاق الإستثماري علي المشروعات الجديدة وإستخراج بواقي النموذج في ظل مجموعة من المتغيرات الرقابية أهمها معدل النمو والرافعة المالية ونسبة النقدية وحجم الشركة والعائد علي الأصول وعمر الشركة إستناداً علي المعادلة الرياضية التالية:

حيث أن Invest_{it} يشير إلي الإنفاق الإستثماري غير المتوقعة علي المشروعات الجديدة للشركة i خلال الفترة t ، MTB_{it-1} يشير إلي فرص النمو المستقبلي والذي يتم قياسه من خلال نسبة القيمة السوقية إلي القيمة الدفترية لحقوق الملكية للشركة i خلال الفترة $t-1$ ، Leverage_{it-1} تشير إلي الرافعة المالية للشركة خلال السنة السابقة، Cash_{it-1} تشير إلي النقدية بالشركة خلال السنة السابقة، Age_{it-1} يشير إلي عمر الشركة، Size_{it-1} يعبر عن حجم الشركة، $\text{Stock Return}_{it-1}$ يشير إلي عائد السهم، $\text{I}_{\text{NEW}}_{it-1}$ يشير إلي الإنفاق الإستثماري علي المشروعات الجديدة السنة السابقة، $\text{Year \& Industry Dumy}$ متغير وهمي يأخذ القيمة واحد للشركات التي تنتمي للقطاع الصناعي والقيمة صفر خلاف ذلك، ε_{it} يشير إلي بواقي نموذج الإحدار التي تعبر عن كفاءة القرارات الإستثمارية غير المتوقعة للمشروعات الجديدة.

كما قاما McNichols and Stubben (2008) بدراسة مدى تأثير ممارسات إدارة الأرباح علي قرارات الإستثمار بغرض التعرف علي دور جودة الإستحقاقات في الإفراط المتعمد في الإستثمار حيث تم الإستدلال علي التلاعب في إدارة الأرباح من خلال مدخلين أولهما تحديد الشركات التي تم إيقاف التداول علي أسهمها كمؤشر علي التلاعب في الأرباح والمدخل الثاني يركز علي الشركات التي تم تعديل قوائمها المالية، وعلى الرغم من مزايا وعيوب كل مدخل يوجد توافق بشأن فعالية الإستحقاقات الإختيارية في الحكم علي ممارسات إدارة الأرباح، وإعتمدت الدراسة علي عينة من الشركات في الفترة من ١٩٨٧ إلى ٢٠٠٢ وكشفت نتائج الدراسة عن وجود ارتباط إيجابي بين إدارة الأرباح والإفراط المتعمد في الإستثمار، مما يعني أن تعمد إدارة الأرباح يمثل أحد الخيارات الإدارية الهادفة للإفراط غير المبرر في الإستثمار من خلال المصادر التمويل الخارجية.

كما هدفت دراسة (Xu et al (2012) إلى تحليل دور التحفظ المحاسبي في قرارات الإستثمار في الشركات الصينية خلال الفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠٠٧ باجمالى (٥٢٦٥) مشاهدة، ولقد أشارت نتائج الدراسة إلي وجود ارتباط طردى معنوى بين التحفظ المحاسبي وكل من السيولة والتدفقات النقدية التشغيلية وصافي الثروة بينما يوجد ارتباط عكسى معنوى بين التحفظ والرافعة المالية، فى حين تبين وجود علاقة ارتباط عكسى معنوى بين التحفظ المحاسبي والإستثمار حيث بلغ معامل الارتباط بينهما نحو (-٠,٠٥٩*). إلا أن النتائج تباينت فى ظل تقسيم الشركات وفقاً لمدى كفاية صافي الثروة لتغطية الإستثمار، ففى عينة الشركات التى زاد صافي الثروة عن إحتياجات الإستثمار جاءت العلاقة بين التحفظ المحاسبي والإستثمار عكسية وعالية المعنوية بمعامل (-٠,٠٦٧***). بينما فى عينة الشركات التى كان صافي الثروة أقل من الإستثمار جاءت العلاقة طردية عالية المعنوية بمعامل (٠,٠٣٩**).

أيضاً قامت دراسة (Park et al., (2017 بتحليل كفاءة الإستثمار علي عينة من كل من الشركات المقيدة وغير المقيدة فى البورصة الكورية خلال الفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠١٤ وذلك بغرض التعرف على أيهما أفضل من حيث كفاءة الإستثمار، ولقد أشارت النتائج إلى أن الشركات المقيدة لها الأفضلية من حيث كفاءة الإستثمار مقارنة بالشركات غير المقيدة، كما أظهرت النتائج أن الحجم والمبيعات ونسبة الأصول الملموسة ومدة دورة التشغيل والعائد على الأصول والتدفقات النقدية التشغيلية لها تأثير عالى المعنوية وطردى على كفاءة الإستثمار فى الشركات.

كما تناول (Cherkasova and Rasadi, (2017 العلاقة بين كفاءة الإستثمار وجودة الأرباح فى (١٠) دول بأوروبا الشرقية خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٥ على عينة مكونة من (٧٥٤٦) شركة بغرض التحقق من مدى تأثير جودة الأرباح على كفاءة القرارات الإستثمارية سواء من حيث الإفراط المتعمد فى الإستثمار أو التقليل المتعمد فى الإستثمار خاصة فى قطاع التجزئة والقطاع الصناعى، ولقد كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة ارتباط عكسية ارتباط عالية المعنوية، وأظهرت النتائج أنه كلما زادت جودة الأرباح أدى ذلك لتخفيض مظاهر عدم كفاءة الإستثمار سواء الإستثمار الكلى أو الإفراط فى الإستثمار أو تقليص الإستثمار حيث جاءت جميع معاملات انحدار الأستثمار على جودة الأرباح سالبة وعالية المعنوية فيما يخص إجمالى الإستثمار أو الإفراط فى الإستثمار أو تقليص الإستثمار.

كما تناول (Jeon and Oh, (2017 مدى تأثير إستحقاق الدين على كفاءة الإستثمار فى عينة من الشركات الكورية خلال الفترة من ٢٠٠٢ إلى ٢٠١٤ باجمالى مشاهدات (٦٨٢٧) مشاهدة وأظهرت النتائج أنه كلما إعتمدت الشركات على الديون قصيرة الأجل كلما زادت كفاءة الإستثمار حيث تبين وجود علاقة معنوية بين تعاقدات الديون قصيرة الأجل وكفاءة الإستثمار فى الشركات التى تتسم بالإفراط فى الإستثمار، وخلافاً لذلك تناول (Dou (2012 العلاقة بين الديون والإستثمار وأظهرت النتائج أن الشركات التى تتعاقد على عقود دين بقيم كبيرة تكون أقل قدرة على التفاوض مع الجهات المانحة ويغلب عليها الميل لتقليص الإستثمار.

كما استهدفت دراسة على (٢٠١٧) إختبار مدى تأثير جودة التقارير المالية معبراً عنها بمدى دقة التقارير المالية ذات الصلة بالتدفقات النقدية المتوقعة على كفاءة الإستثمار معبراً عنه بمقدار الإنحراف عن الإستثمار المتوقع، وذلك فى عينة من (٧٣) شركة مقيدة فى البورصة

المصرية خلال الفترة من ٢٠٠٨-٢٠٠٩ ، ولقد أشارت الدراسة إلى أن عدم تماثل المعلومات بين الأصيل والوكيل يحول دون تحقيق كفاءة الإستثمار فمن المحتمل أن يقوم الوكيل (الإدارة) باستخدام رأس مال الأصيل (الملاك) في مشروعات ذات قيمة حالية سالبة فيما يعرف بالإفراط في الإستثمار أو عدم الإستفادة من فرص استثمارية ذات قيمة حالية موجبة فيما يعرف بتقليص الإستثمار ما دامت هذه الخيارات تحقق منافع ذاتية للإدارة وبصرف النظر عن مدى تعارضها مع مصالح الملاك، ولقد خلصت الدراسة إلى أن ٣٦% من العينة تعاني من إفراط في الإستثمار من خلال تضخيم الإستثمار في مشاريع ذات قيمة حالية سالبة و ٦٤% من عينة الشركات تعاني من تقليص الإستثمار من خلال تجاهل مشاريع ذات قيمة حالية موجبة استنادا لتحقيق دوافع إدارية معينة.

كما هدفت دراسة حماد (٢٠١٨) لاختبار دور التحفظ المحاسبي المشروط في الحد من ممارسات إدارة الأرباح وأثره على كفاءة الإستثمار وذلك على عينة (٥٧) شركة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠٠٥ إلى ٢٠١٦، ولقد أشارت الدراسة لوجود جدل كبير بشأن آثار التحفظ المحاسبي في القوائم المالية حيث يرى البعض أن التمثيل الصادق للمعلومات المحاسبية أصبح يتضمن الإكتمال والحياد والخلو من الأخطاء دون التحفظ المحاسبي بينما يرى البعض الآخر أن للتحفظ المحاسبي دور هام في إصدار تقارير مالية ذات نفع للفئات المستفيدة بالإضافة لكون معايير المحاسبة تتضمن العديد من المعاملات التي تحمل في طياتها التحفظ المحاسبي مثل المعالجة المحاسبية للمخزون والانخفاض في الأصول طويلة الأجل والأصول غير الملموسة وغيرها، خاصة وأن تطبيق التحفظ المحاسبي يؤدي إلى الحد من كل من عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال واستمرارية الأرباح والقدرة التنبؤية للأرباح ودقة التنبؤات المالية وملاءمة الأرباح من ناحية كما يؤدي لزيادة ممارسات إدارة الأرباح من ناحية أخرى. ولقد كشفت نتائج الدراسة عن وجود تأثير معنوي عكسي للتحفظ المحاسبي المشروط والإفراط في الإستثمار في الشركات الأكثر تحفظا، ووجود تأثير عكسي معنوي للتحفظ المحاسبي المشروط وإدارة الأرباح بالاستحقاقات في حين تبين وجود تأثير طردي غير معنوي بين التحفظ المحاسبي المشروط وإدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية.

كما استهدفت دراسة حسين (٢٠١٩) دور القدرة الإدارية للمديرين وجودة التقارير والإلتزام بحوكمة الشركات على كفاءة الإستثمار في عينة مكونة من (٥٦) شركة خلال الفترة من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٧، ولقد أشارت الدراسة إلى أن عدم كفاءة الإستثمار ترجع إلى الخطر الأخلاقي للمديرين Moral Hazard والاختيار العكسي للمستثمرين نتيجة لعدم تماثل المعلومات بين الوكيل والأصيل. كما أشارت الدراسة لثلاثة محددات على مستوى الشركة يمكن من خلالها الحد من عدم كفاءة الإستثمار هي الدور المعلوماتي للتقارير المالية والدور الرقابي المتمثل في حوكمة الشركات والدور الإداري والمتمثل في مهارات المديرين، وكشفت نتائج الدراسة عن أن جودة التقارير المالية من شأنها تخفيض عدم كفاءة الإستثمار بشكل عام وتخفيض الإستثمار المفرط بشكل خاص، كما أن إلتزام الشركات بحوكمة الشركات يؤدي إلى تخفيض كفاءة الإستثمار بشكل عام والإستثمار المفرط بشكل خاص، كما كشفت النتائج عن وجود علاقة عكسية معنوية بين القدرة الإدارية للمديرين وكفاءة الإستثمار.

كما استهدفت دراسة شرف (٢٠١٩) التعرف على أثر ممارسات إدارة الأرباح استناداً للاستحقاقات الاختيارية لنموذج جونز المعدل وكفاءة الاستثمار معبراً عنها بالانحراف عن الاستثمار المتوقع على عينة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٦، ولقد أشارت الدراسة إلى أن كفاءة الاستثمار تعكس التخصيص الأمثل لرأس مال الشركة بين الفرص الاستثمارية المتاحة بناء على صافي القيمة الحالية لكل منها فالانحراف المتعمد في المشروعات ذات القيمة الحالية السالبة يعنى إفراطاً غير مبرر في الاستثمار كما أن تجاهل فرص استثمارية ذات قيمة عالية موجبة يعنى تقليصاً متعمداً في الاستثمار نظراً للخيارات الإدارية المتحيزة للمصالح الذاتية للمديرين، كما أوضحت الدراسة أن قرار الاستثمار بصفة عامة يرتبط بعدم تماثل المعلومات بين الوكيل والأصيل ومن ثم يتأثر قرار الاستثمار طردياً ومعنوياً بجودة التقارير المالية للشركات وأشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير سلبي لممارسات إدارة الأرباح على كفاءة الاستثمار، كما أشارت النتائج أن كلاً من نسبة الرفع المالي ونوع رأى مراقب الحسابات له تأثير على العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح وكفاءة الاستثمار سواء كان ذلك منفرداً أو في شكل تفاعل بينما يؤثر حجم الشركة على كفاءة الاستثمار منفرداً.

وأخيراً استهدفت دراسة محمد (٢٠٢٠) تحليل العلاقة بين ممارسات تجنب الضريبة وكفاءة الاستثمار والتعرف على أثر جودة التقارير المالية على العلاقة بين أنشطة تجنب الضريبة وكفاءة الاستثمار بالإضافة إلى التعرف على مدى تأثير القدرة الإدارية على العلاقة بين تجنب الضريبة وكفاءة الاستثمار، وذلك على عينة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٥ إلى ٢٠١٨، وأشارت النتائج لوجود تأثير طردي معنوي لأنشطة تجنب الضريبة وعدم كفاءة الاستثمار حيث بلغت قيمة معامل الانحدار لمعدل الضريبة المحاسبي ومعدل الضريبة النقدي نحو 0.046^* و 0.098^* في حالة الإفراط في الاستثمار من خلال تفضيل مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة عالية سالبة، كما أشارت النتائج لوجود تأثير طردي معنوي بين لكل من معدل الضريبة المحاسبي ومعدل الضريبة النقدي والتقليص المتعمد في الاستثمار من خلال تجاهل فرص استثمارية ذات صافي قيمة عالية موجبة حيث بلغ معامل الانحدار للمعدل نحو 0.055^* و 0.043^* بالترتيب. كما كشفت النتائج أنه في ظل جودة التقارير المالية توجد علاقة سالبة ومعنوية بين تجنب الضريبة وفقاً للمعدل النقدي للضريبة وعدم كفاءة الاستثمار المتمثل في الإفراط في الاستثمار بالإضافة لوجود علاقة ارتباط سالبة ومعنوية بين تجنب الضريبة وفقاً للمعدل المحاسبي والمعدل النقدي وعدم كفاءة الاستثمار المتمثل في تقليص الاستثمار.

٦-٣ الجهود البحثية ذات الصلة بالعلاقة التدفقات النقدية التشغيلية الحرة

أشارت العديد من الدراسات (Biddle et al., 2009; Wang et al., 2015; Moez and Amina, 2018) إلى أن التدفقات النقدية التشغيلية الحرة هي عبارة عن التدفقات اللازمة للحفاظ على وصيانة الأصول طويلة الأجل داخل الشركة من أجل ضمان الحفاظ على المستوي الأمثل من الاستثمارات الحالية للشركة، وكذلك لتمويل الاستثمارات الجديدة المتوقعة حيث أن التدفقات النقدية الحرة تساعد إدارة الشركة على تمويل المشروعات ذات العوائد المنخفضة والتي يمكن الإعتماد في مصادر تمويلها على حقوق الملكية أو حقوق حملة الأسهم وذلك من خلال المعادلة الرياضية التالية:

$$FCF_{i,t} = CFO - I_{maintaince} - I_{new} + R\&D$$

حيث أن FCF يشير إلي التدفقات النقدية الحرة للشركة في الفترة $CFO_{i,t}$ يشير إلي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة في الفترة $I_{maintaince_{i,t}}$ يشير إلي الإنفاق الإستثماري اللازم لصيانة والحفاظ علي أصول الشركة I_{new} يشير إلي المستوي المتوقع من الإنفاق الإستثماري علي الإستثمارات الجديدة للشركة $R\&D$ يشير إلي تكاليف البحوث والتطوير للشركة في الفترة t إن وجدت.

كذلك أشارت دراسة (Fakhroni et al., 2018) إلي أنه يمكن الإعتماد في قياس التدفقات النقدية الحرة علي التدفقات النقدية التشغيلية بعد إستبعاد قيمة التوزيعات النقدية علي المساهمين مرجحة بإجمالي قيمة أصول الشركة خلال العام السابق، ويمكن التعبير عنها من خلال المعادلة الرياضية التالية:

$$FCF_{i,t} = (CFO_{it} - DIV_{it}) / TA_{it-1}$$

حيث أن FCF يشير إلي التدفقات النقدية الحرة للشركة في الفترة $CFO_{i,t}$ يشير إلي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة في الفترة t ، DIV_{it} عبارة عن التوزيعات النقدية الموزعة علي المساهمين ، TA_{it} عبارة عن إجمالي الأصول للعام السابق.

٤-٦ الجهود البحثية للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وغموض التقارير المالية وكفاءة الإستثمار

تناول Cai (2014) العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وكفاءة الإستثمار في عينة من الشركات الصينية خلال الفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠١١ بإجمالي مشاهدات ٨٥٤٨ مشاهدة وأظهرت النتائج أن الشركات التي تحقق تدفقات نقدية حرة سالبة أكثر ميلا لتقليص الإستثمار.

كما استهدفت دراسة (Wang et al., 2015) تحليل العلاقة التفاعلية بين جودة التقرير المالي والتدفقات النقدية الحرة وأثرها علي كفاءة الإستثمار علي عينة من الشركات الصينية قوامها ٣٧٢٦ شركة في الفترة من ٢٠٠٨ - ٢٠١٢ وأظهرت النتائج وجود علاقة إرتباط سلبية بين جودة التقرير المالي والإفراط في الإستثمار و التقليص في الإستثمار كما أظهرت النتائج وجود إرتباط أكثر قوة بين جودة التقرير المالي والإفراط في الإستثمار في الشركات الأعلى من حيث التدفق النقدي الحر مما يعني أن جودة التقرير المالي يقلل من عدم تماثل المعلومات الناجم عن صراع مشاكل الوكالة.

أيضاً إستهدفت دراسة (Jiang, 2016) تقييم العلاقة بين الإفراط في الإستثمار والتدفقات النقدية الحرة في فترة بقاء المدير التنفيذي للشركة كرئيس لمجلس الإدارة وذلك بالتطبيق علي ٦١٤١ مشاهدة خلال الفترة من عام ٢٠٠٨ وحتى عام ٢٠١٤ ، وقد أشارت نتائج الدراسة إلي وجود علاقة إرتباط طردية بين الإفراط في الإستثمار والتدفقات النقدية الحرة في ضوء الجمع بين وظيفة المدير التنفيذي للشركة ورئيس مجلس الإدارة، كما أشارت النتائج إلي التأثير المعنوي لفترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه علي كفاءة الإستثمار.

كما تناولت دراسة (Kamran et al., 2017) تقييم تأثير التدفقات النقدية الحرة علي ربحية الشركات الباكستانية وذلك بالتطبيق علي ٥٨٠ شركة باكستانية خلال الفترة من عام ٢٠١٠ وحتى عام ٢٠١٤، وقد أشارت نتائج الدراسة الي دور التدفقات النقدية الحرة في تعميم مشاكل الوكالة بين المساهمين وإدارة الشركة علي الرغم من التأثير المعنوي المباشر للتدفقات النقدية الحرة علي ربحية وأداء الشركات الباكستانية.

في سياق مختلف إستهدفت دراسة (Fakhroni et al., 2018) اختبار كفاءة الإستثمار كمتغير مُعدل للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وإدارة الأرباح وأيضاً اختبار تأثير حقوق حملة الأسهم كمتغير وسيط بين التدفقات النقدية الحرة وكفاءة الإستثمار وذلك بالتطبيق علي ٦٩ شركة صناعية خلال الفترة من ٢٠١٠ وحتى ٢٠١٥، وقد أشارت نتائج الدراسة إلي وجود علاقة ارتباط طردية بين التدفقات النقدية الحرة وإدارة الأرباح بالإضافة إلي قدرة كفاءة الإستثمار علي تفسير العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وكفاءة الإستثمار.

كما تناولت دراسة (Moez and Amina, 2018) العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والإفراط في الإستثمار والثقة الإدارية المفرطة وذلك بالتطبيق علي ١٥٠ شركة أمريكية خلال الفترة من عام ١٩٩٥ وحتى عام ٢٠١٢، وقد أشارت نتائج الدراسة إلي وجود علاقة ارتباط طردية عالية المعنوية بين التدفقات النقدية الحرة والإفراط في الإستثمار وذلك في ظل وجود ثقة إدارية مفرطة للمديرين.

كما إستهدفت دراسة (Zhang and Guo, 2019) دراسة وتحليل العلاقة بين كل من التدفقات النقدية الحرة والإفراط في الإستثمار والتوزيعات النقدية وذلك بالتطبيق علي ٧٦٣٤ مشاهدة للشركات الصينية المقيدة بالبورصة خلال الفترة من ٢٠١٠ وحتى ٢٠١٣، وقد خلصت الدراسة إلي وجود إنتشار كبير لممارسات الإفراط المتعمد في الإستثمار للشركات الصينية بالإضافة إلي وجود ارتباط معنوي طردي بين التدفقات النقدية الحرة والإفراط المتعمد في الإستثمار وعدم وجود تأثير معنوي للتوزيعات النقدية علي كفاءة الإستثمار.

وأخيراً إستهدفت دراسة يوسف (٢٠١٩) اختبار أثر التدفقات النقدية التشغيلية ومستوي المديونية كمتغيرين معدلين علي العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الإستثمار وذلك بالتطبيق علي عينة مكونة من ٥٨ شركة غير مالية خلال الفترة من ٢٠١٣ وحتى ٢٠١٦، وقد أشارت نتائج الدراسة إلي وجود تأثير معنوي لجودة التقارير المالية علي كفاءة الإستثمار، بالإضافة إلي وجود تأثير معنوي عكسي للتدفقات النقدية التشغيلية ومستوي المديونية علي قوة العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الإستثمار.

٥-٦ تقييم الجهود البحثية السابقة:

يمكن عرض أهم الدلالات المستخلصة من الجهود البحثية السابقة بغرض تحديد الفجوة البحثية للدراسة الحالية على النحو التالي:

١-٥-٦ وجود تباين في نتائج الدراسات السابقة حول أهمية التدفقات النقدية الحرة وتأثيرها علي كفاءة الإستثمار، حيث أشار البعض إلي وجود تأثير معنوي إيجابي، بينما يري أشار البعض إلي وجود تأثير معنوي سلبي.

- ٢-٥-٦ توافق الدراسات السابقة في وجود علاقة إرتباط سلبية بين غموض التقارير المالية وعدم كفاءة الإستثمار سواء الإفراط المتعمد في الإستثمار أو النقص المتعمد في الإستثمار في الشركات.
- ٣-٥-٦ تنفيذ عقود المكافآت على أساس الدخل المتبقى يؤدي إلى النقص المتعمد في الإستثمار في الشركات.
- ٤-٥-٦ وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين جودة الأرباح والإفراط في الإستثمار بالشركات.
- ٥-٥-٦ وجود علاقة ذات دلالة بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وكفاءة الإستثمار في الشركات.
- ٦-٥-٦ وجود علاقة سالبة ذات دلالة بين جودة الأرباح وكفاءة الإستثمار سواء الإفراط المتعمد في الأستثمار أو النقص المتعمد في الإستثمار.
- ٧-٥-٦ وجود تباين في النتائج بشأن مدى تأثير عقود الدين على كفاءة الإستثمار في الشركات
- ٨-٥-٦ يلاحظ من الدلالات السابقة وجود ندرة في الدراسات السابقة ونتائجها بشأن مدى تأثير العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية الحرة وغموض التقارير المالية وإنعكاسها على كفاءة الإستثمار بالشركات المقيدة في البورصة المصرية، ولذلك تهذف الدراسة الحالية علي تغطية هذه الفجوة البحثية في ضوء بيانات الشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٩.

٧. منهجية الدراسة:

تشمل منهجية الدراسة كلا من مجتمع وعينة الدراسة، متغيرات الدراسة، نماذج القياس، الأساليب الإحصائية اللازمة لإختبار فروض الدراسة، وحدود الدراسة ويمكن تناول كل منها بإيجاز كما يلي:

٧-١ مجتمع وعينة الدراسة:

- يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المقيدة والمتداول أسهمها في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٩ وعددها (٢١٥) شركة موزعة علي ثمانية عشر قطاعاً، ولأغراض تحديد عينة الدراسة تم الإسترشاد بمجموعة الشروط التالية:
- ٧-١-١ إستمرار قيد الشركة في البورصة المصرية خلال فترة الدراسة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٩.
- ٧-١-٢ توافر التقارير المالية والإيضاحات المتممة للشركة خلال الفترة من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٩ وذلك لإستيفاء متطلبات قياس بعض المتغيرات التي تحتاج إلي سنوات سابقة.
- ٧-١-٣ إعداد القوائم المالية للشركة محل الدراسة بالجنية المصرى خلال الفترة المستهدفة لتقادم مشاكل أسعار الصرف عند ترجمة القوائم المالية.
- ٧-١-٤ توافق الشركات المستهدف دراستها في الفترة المحاسبية بحيث تنتهي في آخر ديسمبر من كل عام وذلك لأغراض دقة القياس.
- وبناء عليه بلغ عدد شركات العينة نحو (٤٨) شركة بنسبة (٢٢,٣٣ %) من شركات مجتمع الدراسة وهي نسبة مقبولة في البحوث العلمية، ويمكن توضيح عدد شركات العينة داخل كل قطاع ونسبتها في العينة كما هو مبين في الجدول رقم (١):

د. محسن عبيد عزام - د. علاء عاشور زلط

جدول رقم (١): توزيع الشركات عينة الدراسة علي القطاعات ونسبتها في العينة

م	اسم القطاع	اجمالي شركات القطاع	الشركات المستبعدة بالقطاع	شركات العينة بالقطاع	النسبة (%)
١	اتصالات واطلام وتكنولوجيا المعلومات	٤	--	٤	٨,٣٣
٢	أغذية ومشروبات وتبغ	٢٨	٢٥	٣	٦,٢٥
٣	البنوك	١٢	١٢	--	--
٤	تجارة وموزعون	٤	٤	--	--
٥	خدمات النقل والشحن	٤	٤	--	--
٦	خدمات تعليمية	٣	٣	--	--
٧	خدمات مالية غير مصرفية	٣٠	٣٠	--	--
٨	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٦	٢	٤	٨,٣٣
٩	رعاية صحية وأدوية	١٧	١٢	٥	١٠,٤٢
١٠	سياحة وترفيه	١٦	١٤	٢	٤,١٧
١١	طاقة وخدمات مساندة	٣	٢	١	٢,٠٩
١٢	عقارات	٣٢	٢٦	٦	١٢,٥
١٣	مرافق	١	--	١	٢,٠٩
١٤	مقاولات وإنشاءات هندسية	١٠	٧	٣	٦,٢٥
١٥	منسوجات و سلع معمرة	٩	٦	٣	٦,٢٥
١٦	مواد البناء	١٥	٥	١٠	٢٠,٨٤
١٧	موارد أساسية	١٦	١٠	٦	١٢,٥
١٨	ورق و مواد تعبئة وتغليف	٥	٥	--	--
	الإجمالي	٢١٥	١٦٧	٤٨	١٠٠

٢-٧ متغيرات الدراسة:

تتضمن متغيرات الدراسة المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة التفسيرية والمتغيرات الحاكمة ويمكن عرض توصيف موجز لهذه المتغيرات مع بيان طريقة قياسها علي النحو التالي:

١-٢-٧ المتغير التابع للدراسة (Investment Efficiency)

اعتمدت الدراسة على أربع متغيرات تابعة هي النموذج الإجمالي لكفاءة الإستثمار ويقاس هذا المتغير من خلال نموذج (Biddle et al., 2009) وهي عبارة عن (الإستثمارات الجديدة في الأصول الثابتة والإستثمارات طويلة الأجل ونفقات البحوث والتطوير إن وجدت (-) مبيعات الأصول الثابتة في العام الحالي) / إجمالي الأصول في العام السابق ويرمز له في النموذج المستخدم في الدراسة بالرمز $Invest_{it}$. بينما تمثل المتغير الثاني النموذج الإجمالي لكفاءة الإستثمار في ظل العلاقة التفاعلية للمتغيرات التفسيرية المؤثرة على كفاءة الإستثمار ويرمز له بالرمز $Interaction Investment_{it}$ ، أما المتغير التابع الثالث فيتمثل في الإفراط المتعمد في الإستثمار ويرمز له بالرمز $Over Investment_{it}$ ويقاس من خلال متغير وهمي يأخذ القيمة (صفر) إعتماً على البواقي غير العادية الموجبة للنموذج الإجمالي لكفاءة الإستثمار (Biddle et al., 2017; Jeon and Oh., 2015; Wang et al., 2015). في حين أن المتغير التابع الرابع فيتمثل في النقص المتعمد في الإستثمار ويرمز له بالرمز $Under Investment$ ويقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة واحد إعتماً على البواقي غير العادية السالبة للنموذج الإجمالي لكفاءة الإستثمار (Balachandran, 2001; Cherkasova and Rasadi, 2017; Gan, 2019).

٢-٢-٧ المتغيرات المستقلة التفسيرية للدراسة

اعتمدت الدراسة الحالية على ثلاثة متغيرات مستقلة بغرض تفسير التغير في كفاءة الإستثمار من شركة لأخرى حيث يتمثل المتغير الأول في غموض التقارير المالية، ويقاس هذا المتغير من خلال بواقي نموذج جونز المعدل باستخدام متغير وهمي يأخذ القيمة (واحد) إذا كانت القيمة المطلقة للبواقي غير العادية (مجموع الثلاث سنوات) أكبر من متوسطها، أما إذا كانت القيمة المطلقة للبواقي غير العادية (مجموع الثلاث سنوات) أقل من متوسطها فهذا يشير إلى عدم وجود غموض في التقارير المالية ويتم التعبير عنها بمتغير وهمي يأخذ القيمة صفر (Dempsey et al., 2012; Gallemore, 2019; Chae et al., 2020).

أما المتغير المستقل الثاني فيتمثل في التدفقات النقدية التشغيلية الحرة ويقاس هذا المتغير من خلال نسبة التدفقات النقدية التشغيلية للعام الحالي مطروحاً منها التوزيعات النقدية للمساهمين للعام الحالي إلى إجمالي الأصول في العام السابق (Fakhroni et al., 2018) أما المتغير المستقل الثالث فهو متغير تفاعلي يختص بالعلاقة بين غموض التقارير المالية والتدفقات النقدية التشغيلية الحرة ($FRO*FCF$) ويقاس بحاصل ضرب المتغيرين المستقلين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة \times غموض التقارير المالية لقياس الأثر التفاعلي للمتغيرات التفسيرية على النموذج الإجمالي لكفاءة الإستثمار ونموذجي الإفراط المتعمد في الإستثمار والنقص المتعمد في الإستثمار.

٣-٢-٧ المتغيرات الحاكمة للدراسة

اعتمدت الدراسة على خمسة متغيرات حاكمة بغرض تحقيق التجانس بين الشركات محل الدراسة ألا وهي حجم الشركة (Size) ويتم قياس حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول العام السابق (الصايغ و عبدالمجيد، ٢٠١٥: المليجي، ٢٠١٧)، والرافعة المالية (Leverage) وتقاس بنسبة إجمالي الإلتزامات للسنة الحالية إلى إجمالي أصول العام السابقة (Hooper and Kim, 2007; Xu et al., 2012; Chen et al., 2017)، والفائض النقدي (Slack) مقاساً بإجمالي النقدية وما في حكمها إلى إجمالي أصول العام السابق (Jeon and

الأصول الثابتة للعام الحالي إلى إجمالي أصول العام السابق (Park and Kim, 2017; Gan, 2019; Oh, 2017)، ملموسية الأصول (Tangability) والتي يتم قياسها بنسبة الدخل للسنة الحالية إلى إجمالي أصول العام السابق (Cherkasova and Rasadi, 2017)، معدل العائد على الأصول (ROA) مقاساً بصافي الدخل للسنة الحالية إلى إجمالي أصول العام السابق (Dempsey et al., 2012; Ramadan, 2017; Park and Kim, 2017).

٣-٧ نماذج القياس لمتغيرات الدراسة:

اعتمدت الدراسة على مجموعة من النماذج المتعارف عليها في الفكر المحاسبي وذلك لقياس كل من كفاءة الإستثمار والتدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية، ويمكن عرض هذه النماذج كما يلي:

١-٣-٧ نموذج قياس كفاءة الإستثمار

اعتمدت الدراسة الحالية في قياسها لكفاءة الإستثمار على ما ورد في الفكر المحاسبي من نماذج وما طرأ عليها من تطورات، نظراً لما تتميز به هذه النماذج من كفاءة بالإضافة لتوافر البيانات اللازمة لتطبيقها على الشركات المقيدة في البورصة المصرية وشيوع إستخدامها في العديد من الدراسات السابقة، حيث تركز هذه النماذج على تقدير كفاءة الإستثمار من خلال بواقى نموذج إنحدار الإستثمار على معدل نمو المبيعات مع تصنيف المشاهدات وفقاً لإشارة البواقى إلي الإفراط في الإستثمار Over investment، والنقص في الإستثمار Under investment، وذلك إستناداً الي المعادلة الرياضية التالية (Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011):

$$\text{Invest}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{NEG}_{it-1} + \beta_2 \% \text{ Sales Growth}_{it-1} + \beta_3 \text{NEG}_{it-1} * \% \text{ Sales Growth}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

Invest_{it} يشير إلي حجم الإنفاق الإستثماري (عبارة عن الإستثمارات الجديدة في الأصول الثابتة والإستثمارات طويلة الأجل ونفقات البحوث والتطوير إن وجدت للشركة i للسنة t) مرجحاً بإجمالي أصول السنة السابقة للشركة i خلال الفترة t-1.

Invest_{it}

% Sales Growth_{it-1} يشير إلي معدل نمو المبيعات السنوية للشركة i خلال الفترة t-1، وهو عبارة عن إيرادات العام السابق t-1 - إيرادات العام قبل السابق t-2) ÷ إيرادات العام السابق t-1

% Sales

Growth_{it-1}

NEG_{it-1} متغير وهمي يعتمد علي معدل نمو المبيعات للشركة i خلال الفترة t-1، بحيث يأخذ معدل نمو المبيعات الموجب القيمة (صفر)، ومعدل نمو المبيعات السالب القيمة (1)

NEG_{it-1}

متغير تفاعلي عبارة عن حاصل ضرب معدل نمو المبيعات في المتغير الوهمي بهدف إستبعاد معدل النمو الموجب وبيان تأثير معدل النمو السالب في المبيعات علي قيمة إستثمارات الشركة.

$NEG_{it-1} * \% Sales Growth_{it-1}$

ε_{it} يشير إلى بواقي نموذج الإنحدار.

ويعتمد هذا النموذج علي القيام بنموذج الإنحدار التدريجي للإنفاق الإستثماري للشركة i خلال السنة t علي المتغيرات المستقلة الثلاثة بهدف الوصول إلي معلمات النموذج والتي يتم إستخدامها في الوصول إلي البواقي غير العادية للنموذج والتي قد تكون بواقي موجبة أو بواقي سالبة وعليه يتم تقسيم المشاهدات إلي عينتين تمثل العينة الأولى ذات البواقي الموجبة الإفراط المتعمد في الإستثمار *Over investment*، والعينة الثانية ذات البواقي السالبة تمثل النقص المتعمد في الإستثمار *Under investment*.

٧-٣-٢ نموذج قياس غموض التقارير المالية

اعتمدت الدراسة الحالية على نموذج جونز المعدل لإستنباط قيمة الإستحقاقات الإختيارية واستخدامها كمقياس بديل proxy لغموض التقارير المالية حيث إستقرت العديد من الدراسات المحاسبية علي إستخدام نموذج جونز المعدل لتقدير المجموع المتحرك لثلاث فترات من القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية واستخدامه كمؤشر يعبر عن مستوى غموض التقارير المالية ((Dempsey et al., 2012; Gallemore, 2019; Chae et al., 2020). ولقد إستهدف نموذج جونز المعدل قياس ممارسات إدارة الأرباح من خلال الإستحقاقات كمقياس بديل لغموض التقارير المالية وذلك من خلال البواقي غير العادية لنموذج إنحدار الإستحقاقات الكلية علي مجموعة من المتغيرات المستقلة أهمها مقلوب الأصول والفرق بين التغير في الإيرادات والتغير في الحسابات المدينة مرجحاً بالأصول أول الفترة، والآلات والمعدات مرجحة بالأصول أول الفترة، وذلك بغرض حساب الإستحقاقات غير الإختيارية وصولاً إلي الإستحقاقات الإختيارية، وجزير بالذكر أنه يتم الوصول للبواقي غير العادية والتي تُعبر عن الإستحقاقات الإختيارية من خلال مجموعة الخطوات التالية:

(١) تقدير الإستحقاقات الكلية من خلال صافي الدخل مطروحاً منها التدفقات النقدية التشغيلية.

$$TAC_{it} = NI_{it} - CFO_{it}$$

حيث أن:

TAC_{it} يشير إلي إجمالي الاستحقاقات للشركة i في الفترة t

NI_{it} يشير إلي صافي الدخل للشركة i في الفترة t

CFO_{it} التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة i في الفترة t

ε_{it} يشير إلي بواقي نموذج الإنحدار.

(٢) تقدير الإستحقاقات غير الإختيارية (الإجبارية) إستناداً إلى معاملات نموذج الإنحدار السابق وبناءً علي بيانات متغيرات نموذج الدراسة لكل شركة سنوياً، من خلال نموذج الإنحدار التالي:

$$\begin{aligned} \text{NEDAC}_{it} \div A_{it-1} &= \beta_0 + \beta_1 (1 \div A_{it-1}) + \beta_2 ((\Delta \text{REV}_{it} - \Delta \text{REC}_{it}) \div A_{it-1}) + \\ &= \beta_3 (\text{PPE}_{it} \div A_{it-1}) + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

حيث أن:

NEDAC_{it}	يشير إلى الاستحقاقات غير الإختيارية للشركة في الفترة t
A_{it-1}	يشير إلى التغير في إيرادات الشركة من الفترة $t-1$ إلى الفترة t .
REV_{it}	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة في الفترة t
ΔREC_{it}	التغير في الحسابات المدينة للشركة من الفترة $t-1$ إلى الفترة t
PPE_{it}	إجمالي الممتلكات، المعدات، والتجهيزات للشركة في الفترة t
ε_{it}	يشير إلى بواقي نموذج الإنحدار.

(٣) تقدير الإستحقاقات الإختيارية من خلال الإستحقاقات الكلية مطروحاً منها الإستحقاقات غير الإختيارية

$$\text{DEAC}_{it} = \text{TAC}_{it} - \text{NEDAC}_{it}$$

حيث أن:

DEAC_{it} : الاستحقاقات الإختيارية للشركة في الفترة t

(٤) حساب القيمة المطلقة للاستحقاقات الإختيارية **Abnormal Residual** للشركات عينة الدراسة، ثم حساب متوسط القيمة المطلقة كمقياس مرجعي مع جمع القيم المطلقة للبواقي غير العادية خلال ثلاث سنوات قبل السنة الحالية للدلالة علي قيام الشركة بممارسات إدارة الأرباح من خلال غموض التقارير المالية وكلما زادت القيمة المطلقة عن المتوسط كلما دل ذلك علي غموض التقارير المالية، ويتم التعبير عنها بالمعادلة الرياضية التالية:

$$\text{FROPA}_{it} = \text{Abs} (\text{DA}_{it-1}) + \text{Abs}(\text{DA}_{it-2}) + \text{Abs}(\text{DA}_{it-3})$$

(٥) بناءً علي نتيجة المعادلة السابقة يتم التعبير عن غموض التقارير المالية بمتغير وهمي (واحد) إذا كانت القيمة المطلقة للبواقي غير العادية (وفقاً لمجموع الثلاث سنوات) أكبر من متوسطها، أما إذا كانت القيمة المطلقة للبواقي غير العادية (وفقاً لمجموع الثلاث سنوات) أقل من متوسطها فهذا يشير إلى عدم وجود غموض في التقارير المالية ويتم التعبير عنها بمتغير وهمي (صفر).

٣-٣-٧ نماذج قياس التدفقات النقدية التشغيلية الحرة

اعتمدت الدراسة الحالية على ما خلص إليه البعض (Fakhroni et al., 2018) بشأن قياس التدفقات النقدية الحرة التشغيلية حيث يتم قياس التدفقات النقدية الحرة إعتماً على التدفقات النقدية التشغيلية بعد إستبعاد التوزيعات النقدية للمساهمين، وتعد هذه التدفقات الأداة التي يمكن لإدارة الشركة إستخدامها في تمويل الإستثمارات الحالية والإستثمارات الجديدة المتوقعة، ويمكن التعبير عنها من خلال المعادلة الرياضية التالية:

$$FCF_{it} = (CFO_{it} - DIV_{it}) / TA_{it-1}$$

حيث أن:

FCF	يشير إلى التدفقات النقدية الحرة للشركة في الفترة t
CFO _{it}	يشير إلى التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة في الفترة t
DIV _{it}	يشير إلى التوزيعات النقدية الموزعة على المساهمين للشركة في الفترة t
TA _{it-1}	يشير إلى إجمالي أصول الشركة في الفترة t-1

٤-٣-٧ النموذج المقترحة للدراسة

تقترح الدراسة الحالية استخدام التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية والعلاقة التفاعلية بينهما في تقييم كفاءة الإستثمار سواء على المستوى الإجمالي أو على مستوى كل من الإفراط المتعمد في الإستثمار أو النقص المتعمد في الإستثمار مع استخدام مجموعة من المتغيرات الحاكمة جنباً إلى جنب مع المتغيرات المستقلة التفسيرية، وإزاء هذا التوجه وتحقيفاً لأهداف الدراسة يعرض الباحثان نماذج الإنحدار المقترحة لإختبار مدى تأثير المتغيرات التفسيرية الثلاثة على المتغيرات التابعة الأربعة وذلك على النحو التالي :

١-٤-٣-٧ نموذج إختبار تأثير التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية على

كفاءة الإستثمار إجمالاً حيث يرمز لكفاءة الإستثمار إجمالاً بالرمز Invest_{it}

$$Invest_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it-1} + \beta_2 FRO_{it-1} + \beta_3 Size_{it-1} + \beta_4 Leverage_{it-1} + \beta_5 Slack_{it-1} + \beta_6 Tangability_{it-1} + \beta_7 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

٢-٤-٣-٧ نموذج إختبار تأثير العلاقة التفاعلية بين كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة

وغموض التقارير المالية على كفاءة الإستثمار في ظل العلاقة التفاعلية للمتغيرات التفسيرية، حيث يرمز لكفاءة الإستثمار بالرمز InterInvest_{it} كما هو مبين بالمعادلة الرياضية التالية:

$$Inter Invest_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it-1} + \beta_2 FRO_{it-1} + \beta_3 FCF * FRO_{it-1} + \beta_4 Size_{it-1} + \beta_5 Leverage_{it-1} + \beta_6 Slack_{it-1} + \beta_7 Tangability_{it-1} + \beta_8 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

٣-٤-٣-٧ نموذج إختبار تأثير التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية على الإفراط المتعمد في الإستثمار كما هو مبين بالمعادلة الرياضية التالية:

$$\text{Over Invest}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{FCF}_{it-1} + \beta_2 \text{FRO}_{it-1} + \beta_3 \text{Size}_{it-1} + \beta_4 \text{Leverage}_{it-1} + \beta_5 \text{Slack}_{it-1} + \beta_6 \text{Tangability}_{it-1} + \beta_7 \text{ROA}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

٣-٤-٤-٧ نموذج إختبار تأثير التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية على النقص المتعمد في الإستثمار، كما هو مبين بالمعادلة الرياضية التالية:

$$\text{Under Invest}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{FCF}_{it-1} + \beta_2 \text{FRO}_{it-1} + \beta_3 \text{Size}_{it-1} + \beta_4 \text{Leverage}_{it-1} + \beta_5 \text{Slack}_{it-1} + \beta_6 \text{Tangability}_{it-1} + \beta_7 \text{ROA}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

٨ تحليل نتائج الدراسة:

قام الباحثان بتوظيف البيانات المتاحة لقياس متغيرات الدراسة بهدف تحديد أثر العلاقة التفاعلية بين كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي كفاءة الإستثمار بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وذلك من خلال إستخدام الأساليب الإحصائية المتمثلة في أسلوب تحليل الارتباط وأسلوب تحليل الإنحدار المتجزئ بغرض تحليل بيانات الدراسة وإختبار مدي صحة فرضيات الدراسة وإستخلاص نتائجها، ويمكن توضيح ذلك علي النحو التالي:

٨-١ نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يمكن توضيح خصائص متغيرات الدراسة من خلال نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة من خلال الجدول رقم (١) التالي:

جدول رقم (١): نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	نموذج الإفراط في الاستثمار			نموذج الإفراط في الاستثمار			النموذج الإجمالي لكفاءة الاستثمار		
	أعلى قيمة	المتوسط	الأدنى	أعلى قيمة	المتوسط	الأدنى	أعلى قيمة	المتوسط	المتغير
أولاً: المتغيرات المنفصلة:									
كفاءة الاستثمار (Y)	١,٠٨٣٦٤	١,٠٠٢٧٥	١,٠٤٢٦٨	١,٠٧٦٣	١,٠٠٥٨	١,٠٦٣٦٦	١,٠٠٨٥٩	١,٠٦٤٤٨	
التقلبات التقديرية الحرة FCF Size	١,٠٤٤٨	١,٠٠٥١٩	١,٠٢٠٨	١,٠٦٩٥	١,٠٢٨٧٣٤	١,٠٦٩٥	١,٠٦٦٤٩	١,٠٤٧٨٦	
حجم الشركة Size	٧,٥٦٩	١,٠٢٧	١,٠٢٧	١,٣٠٥٥	١,٣١٦	١,١٠٩	١,٢٨٤٧	٤,٩٩٠	
الرافعة المالية Leverage	٢٧,٦٦٦٩	٥,٢٦٢	٥,٢٦٢	١,١٨٧٣	٥,٤٩	٥,٤٩	٥,١٨٩	٥,٨١٥٥	
العائد على الأصول ROA	٨,٠٣٥	٧٢,٠٦	٧٢,٠٦	٢٧,٨٨	٤,١٩٢٦	١٢,١٧٩	٧٢,٠٦٨	٧,٣٣٦	
المخاطر التقديرية Slack	٦٨,٠٩	١,٠١٩٤	١,٠٥٨	٤١,٤٧٦	١,٠٦٤٤	١,٠٦٤٤	١,٠١٠٠	٨,٣٢٣	
ملموسية الأصول Tangibility	٢١,٤٩٩	٥,٢٢٧	٥,٢٢٧	١,٣٨٥٧	٧,١٠٢٥	٢٩,٤٣٩	١,٣٨٥٧٥	٦,٥٧١	
ثانياً: المتغيرات المنفصلة									
عروض التقارير المالية FRO	١	١,٠٢٩	١,١٩٧٧	٠	١,٠٤٧٨	١,٣٤٧١	٠	١,٤٣٠٥	١,٢٤٤٧
المتغير	ملاحظات محققة (١)								
الإفراط في الاستثمار	النسبة (%)			النسبة (%)			التكرار		
التفص في الاستثمار	٦٨,٤٨			٣١,٥١			١٢١		
المصدر: نتائج التحليل الإحصائي	٢٦٣								

بفحص بيانات الجدول رقم (١) لوحظ ارتفاع متوسط كفاءة الإستثمار في الشركات عينة الدراسة حيث بلغ نحو (٠,٦٨٤) بحد أدنى وأعلى (-٠,٧٦٣، ٢,٢٩٦) علي الترتيب، وبمقارنة هذا المتوسط مع الدراسات السابقة إتضح ارتفاع معدل كفاءة الإستثمار للشركات في عينة الدراسة عن بعض الدراسات السابقة منها علي سبيل المثال (Xu. et al., 2012; Cai, 2014; Wang et al., 2015; Cherkasova and Rasadi, 2017; Chen et al., 2017; Moradi, 2017) حيث بلغ (٠,٠٨٩، ٠,٠٧٨، ٠,٠٧٥، ٠,٠٧٠، ٠,٠٣٥٧، ٠,٠٦٤) ، كما لوحظ وجود تقارب في المتوسط مع القيم الواردة في بعض الدراسات السابقة والتي من أهمها (Verdi, 2006; McNichols and Stubben, 2008; Park and Kim, 2017; Ramadan, 2017) حيث بلغ المتوسط بها (٠,٤٧، ٠,٦٠٣، ٠,٦١٨، ٠,٤٨٣) بالترتيب.

ويلاحظ أيضاً أن عدد المشاهدات المتعلقة بالإفراط في الإستثمار بلغ (١٢١) مشاهدة بنسبة (٣١,٥١%)، بينما بلغ عدد مشاهدات النقص في الإستثمار في الشركات عينة الدراسة (٢٦٣) مشاهدة بنسبة (٦٨,٤٨%) ، وهو ما يتفق نسبياً مع بعض الدراسات السابقة في البيئة العربية والتي بلغ فيها نسبة مشاهدات الإفراط في الاستثمار والنقص في الإستثمار (٤٤,٨٨%)، (٥٥,١٢%) علي التوالي في دراسة (المليجي، ٢٠١٧)، بينما بلغت (١٨,٣٩%)، (١٤,٢٤%) علي التوالي في دراسة (حسين، ٢٠١٩) وقد يرجع السبب في ذلك إلي أنه مع بداية عام ٢٠١٢ عانت العديد من الشركات المصرية من النقص الشديد في مصادر التمويل اللازمة لعمليات الإستثمار نتيجة الظروف السياسية التي كانت تمر بها البلاد والتي أثرت بالسلب علي فرص التمويل اللازمة للقيام بالعمليات الإستثمارية للشركات عينة الدراسة والتي تمثلت في زيادة حالات نقص الإستثمار عن حالات الإفراط في الإستثمار نظراً لحالة عدم التأكد بشأن جدوي الإستثمار في بيئة أعمال سريعة التحول إقتصادياً وتشريعياً وسياسياً.

وفيما يتعلق بالمتغيرات التفسيرية المستقلة يلاحظ زيادة غموض التقارير المالية للشركات عينة الدراسة عن مثيلاتها من الدراسات السابقة حيث بلغ متوسط غموض التقارير المالية في الشركات عينة الدراسة نحو (٠,٢٤٤) ، بإنحراف معياري بلغ (٠,٤٣٠٥) وهو ما يتفق مع نتائج بعض الدراسات السابقة (Li and Wang,2010; Dempsey et al., 2012; Wang et al., 2015; Sunghee,2016) والتي بلغ فيها متوسط غموض التقارير المالية نحو (٠,٥٠١، ٠,٦٠٣، ٠,٨٩٠، ٠,٦٠٢) بالترتيب ، بينما جاءت مختلفة مع عدد من الدراسات منها (Maffett,2012; lin, 2014; Chae et al., 2020) والذ بلغ متوسط غموض التقارير المالية فيها نحو (٠,٠٢٩، ٠,٠٥٣، ٠,٠٤٠) بالشكل الذي يشير إلي تباين غموض التقارير المالية بين قطاعات الدراسة.

بينما لوحظ انخفاض متوسط التدفقات النقدية التشغيلية الحرة في الدراسة الحالية حيث بلغ (٠,٠٤٧٨) مقارنة بما ورد بالدراسات السابقة (Wang et al., 2015; Gan, 2019; Jeon and Oh,2017) والتي بلغ متوسط التدفقات النقدية التشغيلية الحرة فيها (٠,١٢٤، ٠,١٠٦) علي الترتيب.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة فقد بلغ متوسط حجم الشركات عينة الدراسة (٤,٩٩) وتشير نتيجة الإنحراف المعياري إلي وجود إختلاف كبير في حجم الشركات عينة الدراسة نتيجة تعدد القطاعات وتنوعها وإختلاف حجم الأصول بها من قطاع لآخر ويتفق متوسط حجم الشركة

مع النتائج الواردة في الدراسات السابقة (Verdi,2006; Lin,2014; Gan,2019) حيث بلغ متوسط حجم الشركة فيها (٤,٨٧، ١,٠٢١، ٧,٢٦٦) علي الترتيب.

بينما بلغ متوسط الرافعة المالية للشركات عينة الدراسة نحو (٥,٨١) كما تبين وجود إختلاف بين الشركات فيما يتعلق بمعدل المديونية مقارنة بقيمة أصولها حيث بلغ الإنحراف المعياري عن المتوسط نحو (٥,١٨) بما يتوافق مع النتائج الواردة في الدراسات في البيئة العربية ومنها (المليجي،٢٠١٧: حسين، ٢٠١٨) والتي بلغ متوسط الرافعة المالية فيها نحو (٢,٣٣، ٦,٣٦) علي الترتيب.

كما لوحظ إنخفاض متوسط العائد علي الأصول للشركات عينة الدراسة حيث بلغ نحو (١,٣٣١) بالشكل الذي يشير إلي تأثير إستثمارات الشركات عينة الدراسة خلال الفترة من عام ٢٠١٢ وحتى ٢٠١٩ بانحراف معياري يعبر عن وجود إختلافات كبيرة بين الشركات عينة الدراسة فيما يتعلق بالعائد علي الأصول مقارنة مع متوسط العائد في بعض الدراسات السابقة في بيئة الأعمال العربية (الصايغ وعبدالمجيد، ٢٠١٥: المليجي، ٢٠١٧) والذي بلغ المتوسط فيها نحو (٢٤,٨٥، ٨,٣٩) علي الترتيب.

كما يلاحظ إرتفاع متوسط ملموسية الأصول Tangability والذي بلغ (٦,٥٧) عن العديد من الدراسات السابقة (Batachandran,2001; Park and Kim,2017;) والذي بلغ متوسط ملموسية الأصول فيها (Cherkasova and Rasadi,2017; Gan,2019) وعلي الترتيب (٠,٢٩٤، ٠,٠٦٢، ٠,٠٩٦، ٠,٠٣١) علي التوالي.

وأخيراً يلاحظ إرتفاع متوسط الفائض النقدي Slack بعينة الدراسة والذي بلغ نحو (٨,٢٣) مقارنة بالمتوسط في العديد من الدراسات السابقة ذات الصلة ومنها (Batachandran,2001; Park and Kim,2017; Cherkasova and Rasadi,2017;) حيث بلغ متوسط الفائض النقدي في هذه الدراسات نحو (٠,٣٤٢، ٠,٠٣١) علي الترتيب (١,٤٩٢، ٠,٤٠٥).

٨-٢- نتائج الأهمية النسبية للعوامل المفسرة لكفاءة الإستثمار في الشركات المصرية:

لتحديد العوامل المفسرة والمؤثرة في كفاءة الإستثمار في البيئة المصرية فسوف يتم تناول وتحليل علاقات الإرتباط وتحديد المساهمة النسبية للعوامل المحددة لكفاءة الإستثمار من بين المتغيرات المستقلة التفسيرية والمتغيرات الحاكمة المؤثرة علي كفاءة الإستثمار إجمالاً أو العوامل التي تدفع الشركات لإتخاذ قرارات الإفراط المتعمد في الإستثمار أو تُحد من قدرة الشركة علي الإستثمار والمتمثلة في النقص المتعمد في الإستثمار، ويوضح الجدول (٢) قيمة معامل إرتباط بيرسون والأهمية النسبية للعوامل المحددة لكفاءة الإستثمار إجمالاً أو نماذج الإفراط المتعمد أو النقص المتعمد في الإستثمار وذلك علي النحو التالي:

جدول رقم (٢): نتائج الأهمية النسبية لمحددات كفاءة قرارات الإستثمار

محددات التفصّل في الإستثمارات (ج)		محددات الإفراط في الإستثمار (ب)		محددات إجمالي كفاءة الإستثمار (أ)		المتغيرات
الترتيب	الأهمية النسبية	الترتيب	الأهمية النسبية	الترتيب	الأهمية النسبية	
٤	٢,١٣%	٢	١١,٧٠%	٢	٦,٥%	أولاً: المتغيرات التفسيرية المستقلة:
١	٥٨,٩٨%	١	٩٧,٠٢%	١	٩٤,٤%	
٦	١,٢٤%	٥	١,٦٢%	٦	١,١٤%	ثانياً: المتغيرات الرقابية
٢	٤,١٢%	٧	١,٢٦%	٤	١,٣٩%	حجم الشركة
٥	١,١٢%	٤	١,٢٩%	٥	١,٣٨%	الرافعة المالية
٣	٢,٢٥%	٣	٣,٦١%	٣	١,٧٠%	العائد على الأصول
٧	١,١٤%	٦	١,٢٩%	٧	١,١٤%	الفاصل النقدي
						ملفوسية الأصول

*** ارتباط معنوي عند مستوى ١% * ارتباط معنوي عند مستوى ٥%
المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

وبتحليل نتائج الجدول (٢) يمكن تحديد نتائج علاقات الارتباط علي النحو التالي:

٨-٢-١ نتائج علاقات الارتباط المحددة لكفاءة الإستثمار بشكل إجمالي:

تشير النتائج الواردة في الجدول (٢-أ) إلي وجود علاقة ارتباط طردية عالية المعنوية بين مستوي التدفقات النقدية التشغيلية الحرة بالشركات عينة الدراسة وكفاءة الإستثمار إجمالاً، حيث بلغ معامل الارتباط (٠,٩٧٢) عند مستوي معنوية ١% بنسبة مساهمة بلغت ٩٤,٤%، ويرجع الباحثان ذلك إلي أن توافر التدفقات النقدية الحرة الناتجة من الأنشطة التشغيلية قد يشجع الشركة علي التفكير باتخاذ قرارات إستثمارية توسعية نتيجة توافر السيولة النقدية اللازمة لذلك ومن ناحية أخرى قد يؤدي الركود الناتج عن الظروف السياسية إلي تفكير الشركات عينة الدراسة في توجيه التدفقات النقدية نحو قرارات إستثمارية بشكل عام إستغلالاً للقيود التشريعية والقانونية كما هو الحال في قطاعات البناء والتشييد وقطاع العقارات والسياحة والقطاعات كثيفة رأس المال.

كما أشارت النتائج الواردة في الجدول (٢-أ) إلي وجود علاقة ارتباط عكسية بين غموض التقارير المالية وكفاءة الإستثمار إجمالاً حيث بلغ معامل الارتباط (-٠,٢٥٥) عند مستوي معنوية ١% بنسبة مساهمة ٦,٥٥%، ويرجع الباحثان ذلك إلي وجود تضارب في المصالح بين إدارة الشركة ومساهميها والناتج عن نظرية الوكالة والذي قد يدفع إدارة الشركة إلي القيام بممارسات إدارة الأرباح من أجل تعظيم مصالحهم والحفاظ علي مناصبهم الوظيفية وضمان الحصول علي مكافآت، وذلك من خلال بعض الأنشطة التي تزيد من غموض التقارير المالية سواء ما يتعلق بتمهيد الدخل أو ممارسات إدارة الأرباح بالإستحقاقات أو بالأنشطة الحقيقية، أو من خلال بنود الدخل الشامل أو إعادة تويبب بعض البنود.

كذلك أشارت النتائج الواردة في الجدول (٢-أ) إلي إنخفاض المساهمة النسبية لعوامل (الفائض النقدي، الرافعة المالية، العائد علي الأصول، حجم الشركة، وملموسية الأصول) علي الترتيب في كفاءة الإستثمار إجمالاً، وعدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين هذه العوامل وضعف مساهمتها في كفاءة الإستثمار في الشركات عينة الدراسة.

ومن النتائج السابقة يمكن رفض فرض العدم الأول للدراسة والذي ينص علي عدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية من ناحية وبين كفاءة الإستثمار من ناحية أخرى في الشركات المقيدة في البورصة المصرية، وقبول الفرض البديل القائل بأنه توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية من ناحية وبين كفاءة الإستثمار من ناحية أخرى في الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

٨-٢-٢ نتائج علاقات الارتباط المحددة للإفراط في الإستثمار:

تشير النتائج الواردة بالجدول (٢-ب) إلي وجود علاقة ارتباط طردية عالية المعنوية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة والإفراط المتعمد في الإستثمار وإرتفاع المساهمة النسبية لها، حيث بلغ معامل الارتباط (٠,٩٨٥) بمساهمة نسبية بلغت ٩٧,٠٢%، وتشير هذه النتائج إلي أن مستوي التدفقات النقدية التشغيلية الحرة المرتفعة تُشجع الشركات علي الإفراط في الإستثمار نتيجة توافر النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية، حيث تقوم الإدارة بقبول مشروعات

د. محسن عبيد عزام - د. علاء عاشور زلط

ذات صافي قيمة حالية سالبة من خلال التدفقات النقدية التشغيلية الحرة لخدمة المصالح الذاتية بعيداً عن مصالح حملة الأسهم.

كما أشارت النتائج الواردة بالجدول (٢ - ب) إلي وجود علاقة ارتباط عكسية عالية المعنوية بين غموض التقارير المالية والإفراط المتعمد في الإستثمار حيث بلغ معامل الارتباط (- ٠,٣٤٢) بمساهمة نسبية (١١,٧٠%)، ويُلاحظ زيادة الأهمية النسبية لمُعبري التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية ومدى تأثيرها علي قرارات الإفراط المتعمد في الإستثمار في الشركات عينة الدراسة، مما يعني أن التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية يتعاظم في حالة ميل الإدارة إلي الإستثمار المفرط في الشركات عينة الدراسة تحقيقاً لمصالح ذاتية قد تتعارض مع مصالح حملة الأسهم وفقاً لنظرية الوكالة.

بينما مازالت النتائج الواردة بالجدول (٢ - ب) الخاصة بالعوامل الحاكمة لخصائص الشركات ضعيفة المساهمة في تحديد طبيعة العلاقة مع الإفراط المتعمد في الإستثمار، حيث تشير النتائج إلي عدم وجود علاقة ارتباط بين عوامل (الفائض النقدي، العائد علي الأصول، حجم الشركة، ملموسية الأصول، والرافعة المالية) علي الترتيب والإفراط المتعمد في الإستثمار، وتُشير هذه النتائج إلي ضعف القوة التفسيرية لهذه المتغيرات في عينة الدراسة.

ومن النتائج السابقة يمكن رفض فرض العدم الثاني للدراسة والذي ينص علي عدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية من ناحية وبين الإفراط المتعمد في الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية من ناحية أخرى، وقبول الفرض البديل بأنه " توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية من ناحية وبين الإفراط المتعمد في الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية من ناحية أخرى".

٣-٢-٨ نتائج علاقات الارتباط المحددة للنقص المتعمد في الإستثمار:

تشير النتائج الواردة بالجدول (٢ - ج) إلي وجود علاقة ارتباط طردية معنوية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة والرافعة المالية والفائض النقدي وبين النقص المتعمد في الإستثمار وإرتفاع المساهمة النسبية لها، حيث بلغ معامل الارتباط (٠,٧٦٨، ٠,١٥٠، ٠,٢٠٣) علي الترتيب بمساهمات نسبية بلغت (٥٨,٩٨% ، ٤,١٢% ، ٢,٢٥%) علي الترتيب عند مستوي معنوية ١%، ٥% ، وتشير هذه النتائج إلي أن ارتفاع التدفقات النقدية التشغيلية الحرة لدي الشركات قد يجعل الشركات تكتفي بوجود فائض نقدي يُشجع إدارة الشركة علي إجراء توزيعات نقدية والحصول علي مكافآت ومزايا دون الدخول في مشاريع إستثمارية جديدة أو قد يرجع السبب إلي أن فترة الدراسة بدأت مع عام ٢٠١٠م والذي واكب تغيرات سياسية كان لها تأثير سلبي علي الشركات من حيث الركود وتباطؤ معدلات النمو وخلق أجواء سلبية وحالة من عدم التأكد فيما يتعلق بالبيئة الإستثمارية، أيضاً أشارت النتائج إلي أنه كلما زاد إعتدال الشركات علي التمويل بالديون كلما كان لذلك تأثير كبير علي قرارات الإستثمار متمثلة في النقص في الإستثمار، ويرجع ذلك إلي أن الشركات التي تعتمد علي التمويل من خلال الديون تكون خاضعة لرقابة الدائنين وغالباً ما تكون هذه الرقابة ذات طابع صارم في تحديد المشروعات المتوقع تمويلها من خلال الدين بالإضافة إلي أعباء الدين التي تحد من الدخول في إستثمارات إضافية.

كما أشارت النتائج الواردة بالجدول (٢ - ج) إلي وجود علاقة ارتباط عكسية معنوية عند مستوي ٥% بين غموض التقارير المالية والنقص المتعمد في الإستثمار حيث بلغ معامل الارتباط (- ٠,١٤٦) بمساهمة نسبية (٢,١٣%)، بالشكل الذي يدل علي أنه كلما زادت ممارسات إدارة الأرباح كلما زاد غموض التقارير المالية بالشكل الذي يؤثر علي كفاءة الإستثمار من خلال النقص المتعمد في الإستثمارات خاصة إذا كانت عقود مكافآت الإدارة مبنية علي الأرباح المحققة القابلة للتوزيع.

بينما أشارت النتائج الواردة بالجدول (٢ - ج) إلي عدم وجود علاقة ارتباط بين عوامل (العائد علي الأصول، حجم الشركة، ملموسية الأصول) علي الترتيب والنقص المتعمد في الإستثمار في الشركات عينة الدراسة، ومن النتائج السابقة يمكن رفض فرض العدم الثالث للدراسة والذي ينص علي عدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية من ناحية وبين النقص المتعمد في الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية من ناحية أخرى.

٣-٨ تقييم تأثير العوامل المُفسرة علي كفاءة القرارات الإستثمارية:

إعتمدت الدراسة علي أسلوب الإنحدار المرحلي Stepwise Regression لتحديد أهم العوامل المُفسرة لكفاءة الإستثمار، وقد قام الباحثان بتقسيم ذلك من خلال قياس أثر العوامل المستقلة التفسيرية (التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية) مرة دون الأخذ في الإعتبار العلاقة التفاعلية بين المتغيرات التفسيرية وفي ظل وجود المتغيرات الحاكمة ومرة أخرى في وجود المتغيرات التفسيرية وفي ظل العلاقة التفاعلية بينهما لدراسة أثر هذه العوامل علي كفاءة الإستثمار، ويعتمد هذا الأسلوب علي إختيار العوامل المُفسرة ذات المساهمة النسبية المرتفعة مع كفاءة الإستثمار والتي لا يوجد ارتباط ذاتي بينها وبالتالي فإن العوامل التي تظهر في النموذج هي المتغيرات التفسيرية المستقلة التي تُفسر وبدقة كفاءة الإستثمار في ظل النموذج الإجمالي لكفاءة الإستثمار، ويمكن توضيح ذلك علي النحو التالي:

١-٣-٨ نتائج تحليل الإنحدار المرحلي للعوامل المُفسرة لكفاءة الإستثمار إجمالاً

يمكن توضيح نتائج تحليل الإنحدار للعوامل المُفسرة لكفاءة الإستثمار في حالة التداخل وعدم التداخل بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية وذلك من خلال الجدول رقم (٣) علي النحو التالي:

د. محسن عبيد عزام - د. علاء عاشور زلط

جدول رقم (٣): نتائج تحليل الانحدار المرهني للعوامل المفسرة لكفاءة الإستثمار في ظل النموذج الإجمالي								
النموذج الإجمالي لكفاءة الإستثمار في ظل تداخل المتغيرات التفسيرية (ب)				النموذج الإجمالي لكفاءة الإستثمار (أ)				متغيرات النموذج
الترتيب	المعنوية	الخطأ القياسي	معامل الإندثار	الترتيب	المعنوية	الخطأ القياسي	معامل الإندثار	
١	٠,٠٠٠	٠,٠١٣	٠,٩٥٢	١	٠,٠٠٠	٠,٠١٢	٠,٩٦٤	التدفقات النقدية الحرة FCF
٣	٠,٠٠٠	٠,٠٠٢	٠,٠٤٢ -	٢	٠,٠٠١	٠,٠٠٢	٠,٠٣٨ -	حجم الشركة Size
٤	٠,٠١١	٠,٠٠١	٠,٠٣١ -	٣	٠,٠٠٢	٠,٠٠١	٠,٠٣٧ -	غموض التقارير المالية FRO
٢	٠,٠٠١	٠,٠٠١	٠,٠٤١ -	٠	٠	٠	٠	العلاقة التفاعلية بين متغير غموض التقارير المالية ومتغير التدفقات النقدية الحرة FCF*FRO
٠,٠٢٠ -				٠,٠٢٢ -				ثابت النموذج
مقاييس تقييم دقة نموذج تقدير كفاءة الإستثمار في ظل النموذج الإجمالي:								
٠,٩٧٤				٠,٩٧٣				معامل الارتباط (R)
% ٩٤,٩				% ٩٤,٧				معامل التحديد (R ²)
% ٩٤,٨				% ٩٤,٧				معامل التحديد المعدل (Adj. R ²)
(٣٧٩,٤)				(٣٨٠,٣)				درجات الحرية (df)
** ٠,٠٠٠				** ٠,٠٠٠				المعنوية (Sig.)
١,٨٧١				١,٨٦٢				قيمة ديرين واتسون (Durbin-Watson)
** معنوي عند مستوي ١ %								
المصدر: نتائج التحليل الإحصائي								

تُشير نتائج الجدول (٣ - أ) والخاصة بالعوامل المُفسرة لكفاءة الإستثمار إجمالاً إلى التأثير المعنوي لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة، حجم الشركة، وغموض التقارير المالية على كفاءة الإستثمار إجمالاً، حيث بلغ معامل الإندثار (٠,٩٦٤، -٠,٠٣٨، -٠,٠٣٧) علي الترتيب بمستوي معنوية ١ %، وقد يرجع ذلك إلي التباين في هذه العوامل من شركة إلي أخرى ومن قطاع إلي آخر والتي تتوافق من نتائج الأهمية النسبية السابق ذكرها في الجدول (٢ - أ)، وفي نفس السياق فقد إستبعد تحليل الإندثار المرهني عوامل أخرى (الرافعة المالية والفائض النقدي وملموسية الأصول ومعدل العائد علي الأصول) وذلك لوجود ارتباط ذاتي بين هذه العوامل فضلاً عن عدم وجود ارتباط قوي وجوهري مع كفاءة الإستثمار إجمالاً كما سبق تحليله سابقاً في الجدول رقم (٢ - أ) وما ترتب عليه من إنخفاض المساهمة النسبية لهذه العوامل في تقدير كفاءة الإستثمار بشكل إجمالي، وفي ضوء النتائج السابقة يُمكن صياغة نموذج الإندثار لتقييم كفاءة الإستثمار بشكل إجمالي في ضوء العوامل التفسيرية المُفسرة وبفرض عدم وجود تداخل (تفاعل) بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية وذلك علي النحو التالي:

$$\text{Total Investement}_{i,t-1} = -0.022 + 0.964 (\text{FCF}) - 0.038 (\text{Size}) - 0.037 (\text{FRO})$$

ولقد جاءت نتائج الإندثار المتعدد المشار إليها متوافقة مع نتائج تحليل الارتباط الواردة في الجدول (٢ - أ) والمتعلقة بتقييم دقة نموذج الإندثار المرهني والتي أشارت إلي أن قيمة

معامل الارتباط المتعدد للعوامل المُفسرة لكفاءة الإستثمار إجمالاً قد بلغت (٠,٩٧٣) وبلغت المساهمة النسبية لها (٩٤,٧%) وهي نسبة عالية جداً وقد ترجع إلي التباين في تأثير العوامل المُسرة الداخلة في النموذج خلال فترة الدراسة، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد والتي بلغت (٩٤,٧%) مع قيمة معامل التحديد المُعدل والتي بلغت (٩٤,٧%) مما يُشير إلي أن حجم العينة المُستخدم في الدراسة كان كافياً للإعتماد عليه في تعميم نتائج الدراسة فضلاً عن دقة النموذج وإستقلالية العوامل المُفسرة لكفاءة الإستثمار إجمالاً، كما تشير النتائج إلي عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين متغيرات الدراسة والتي قد تؤثر علي دقة النموذج، حيث تُشير النتائج إلي أن قيمة (D-W) بلغت ١,٨٦٢ وهي بذلك تقع داخل الذي المسموح به (١,٥ – ٢,٥).

وفي ضوء ما سبق عرضه من نتائج يمكن رفض فرض العدم الرابع للدراسة والقائل بأنه لا يوجد تأثير لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية، وقبول الفرض البديل القائل بوجود تأثير معنوي لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

كما يلاحظ من خلال النتائج الواردة بالجدول (٣ – ب) والمتعلقة بتقييم تأثير العوامل المُفسرة لكفاءة الإستثمار مع الأخذ في الإعتبار العلاقة التفاعلية بين المتغيرات التفسيرية المستقلة وجود تأثير معنوي لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة، حجم الشركة، وغموض التقارير المالية والعلاقة التفاعلية بين غموض التقارير المالية والتدفقات النقدية التشغيلية الحرة علي الترتيب بمعامل إنحدار (٠,٩٥٢ - ،٠,٠٤٢ - ،٠,٠٣١ - ،٠,٠١٤ -) علي الترتيب وقد يرجع ذلك إلي التباين في هذه العوامل من شركة إلي أخرى ومن قطاع إلي آخر والتي تتوافق من نتائج الأهمية النسبية السابق ذكرها في الجدول (٢-أ)، وفي نفس السياق فقد إستبعد تحليل الإنحدار المرحلي عوامل (الرافعة المالية والفائض النقدي وملموسية الأصول ومعدل العائد علي الأصول) وذلك لوجود ارتباط ذاتي بين تلك العوامل فضلاً عن عدم وجود ارتباط قوي وجوهري مع كفاءة الإستثمار في ضوء العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية كما سبق تحليله في نتائج الجدول رقم (٢-أ) وما ترتب عليه من إنخفاض المساهمة النسبية لهذه العوامل في تقدير كفاءة الإستثمار، وفي ضوء النتائج السابقة يُمكن صياغة نموذج الإنحدار لتقييم كفاءة الإستثمار في ضوء العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية بالإضافة إلي العوامل الأخرى في المعادلة التالية:

$$\text{Inter Investement}_{i,t-1} = -0.020 + 0.952 (\text{FCF}) - 0.041 (\text{FCF} * \text{FRO}) - 0.042 (\text{Size}) - 0.031 (\text{FRO})$$

وُشير نتائج تقييم دقة نموذج الإنحدار المرحلي إلي أن قيمة معامل الارتباط المتعدد للعوامل المُفسرة لكفاءة الإستثمار قد بلغت (٠,٩٧٤) كما بلغ معامل التحديد نحو (٩٤,٩%) وهي نسبة عالية جداً وقد ترجع إلي التباين في تأثير العوامل المُسرة الداخلة في النموذج خلال فترة الدراسة، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد والتي بلغت (٩٤,٩%) مع قيمة معامل التحديد المُعدل والتي بلغت (٩٤,٨%) مما يُشير إلي أن حجم العينة المُستخدم في الدراسة كان كافياً للإعتماد عليه في تعميم نتائج الدراسة فضلاً عن دقة النموذج وإستقلالية العوامل المُفسرة

د. محسن عبيد عزام - د. علاء عاشور زلط

لكفاءة الإستثمار في النموذج الإجمالي في ظل العلاقة التفاعلية بين المتغيرات المُفسرة، كما تشير النتائج إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين متغيرات الدراسة والتي قد تؤثر على دقة النموذج حيث تُشير النتائج إلى أن قيمة (D-W) بلغت ١,٨٧١ وهي بذلك تقع داخل الذي المسموح به (١,٥ - ٢,٥).

ومن النتائج السابقة يمكن رفض فرض العدم الخامس للدراسة والقائل بأنه لا يوجد تأثير للعلاقة التفاعلية لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية على كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية، وقبول الفرض البديل القائل بأنه يوجد تأثير ذو دلالة للعلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية على كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

٢-٣-٨ نتائج تحليل الإنحدار المرحلي للعوامل المُفسرة للإفراط المتعمد في الإستثمار والنقص المتعمد في الإستثمار:

يوضح الجدول رقم (٤) نتائج تحليل الإنحدار للعوامل المُفسرة للإفراط المتعمد في الإستثمار والنقص المتعمد في الإستثمار وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٤): نتائج تحليل الإنحدار المرحلي للعوامل المُفسرة لكفاءة الإستثمار في ظل نموذجي الإفراط والنقص في الإستثمار

العوامل المُفسرة للنقص في الإستثمار (ب)				العوامل المُفسرة للإفراط في الإستثمار (أ)				متغيرات النموذج
الترتيب	المعنوية	الخطأ القياسي	معامل الإنحدار	الترتيب	المعنوية	الخطأ القياسي	معامل الإنحدار	
١	٠,٠٠٠	٠,٠٣٣	٠,٧٨٥	١	٠,٠٠٠	٠,٠١٦	٠,٩٦٦	التدفقات النقدية الحرة
٠	٠	٠	٠	٢	٠,٠٠٠	٠,٠٠١	٠,٠٦٧-	غموض التقارير المالية
٢	٠,٠١٩	٠,٠٠١	-٠,٠٩٥	٠	٠	٠	٠	حجم الشركة
٠,٠١٦ -				٠,٠٤٣ -				ثابت النموذج
مقاييس تقييم دقة نموذج تقدير كفاءة الإستثمار في ظل نموذجي الإفراط والنقص في الإستثمار:								
٠,٧٧٣				٠,٩٨٧				معامل الارتباط (R)
% ٥٩,٨				% ٩٧,٤				معامل التحديد (R ²)
% ٥٩,٥				% ٩٧,٤				معامل التحديد المعدل (Adj. R ²)
(٢٦١, ٢)				(١١٩, ٢)				درجات الحرية (df)
١,٥٥٣				١,٦٤٣				قيمة ديرين واتسون (D-W)
** ٠,٠٠٠				** ٠,٠٠٠				المعنوية (Sig.)
** معنوي عند مستوي ١%								
المصدر: نتائج التحليل الإحصائي								

تُشير النتائج الواردة بالجدول (٤-أ) إلي أن العوامل المعنوية المؤثرة والمفسرة للإفراط في الإستثمار قد تمثلت في كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة، وغموض التقارير المالية حيث بلغ معامل الإنحدار عند مستوي معنوية ١% (٠,٩٦٦، - ٠,٠٦٧) علي الترتيب، وقد يرجع ذلك إلي التباين في هذه العوامل من شركة إلي أخرى ومن قطاع إلي آخر والتي تتوافق من نتائج الأهمية النسبية السابق ذكرها في الجدول (٢ - ب)، وفي نفس السياق فقد إستبعد تحليل الإنحدار المرحلي عوامل الرافعة المالية والفائض النقدي وملموسية الأصول ومعدل العائد علي الأصول، حجم الشركة وذلك لوجود إرتباط ذاتي بين تلك العوامل فضلاً عن عدم وجود إرتباط قوي وجوهري مع الإفراط المتعمد في الإستثمار كما سبق تحليله في الجدول رقم (٢-ب) وما ترتب عليه من إنخفاض المساهمة النسبية لهذه العوامل في تقدير الإفراط في الإستثمار، وفي ضوء ما سبق عرضه يُمكن صياغة نموذج الإنحدار لتقييم الإفراط في الإستثمار في ضوء العوامل التفسيرية المُفسرة دون الأخذ في الإعتبار العلاقة التفاعلية بينهما علي النحو التالي:

$$\text{Over Investement}_{i,t-1} = -0.043 + 0.966 (\text{FCF}) - 0.067 (\text{FRO})$$

كذلك تُشير نتائج تقييم دقة نموذج الإنحدار المرحلي إلي أن قيمة معامل الإرتباط المتعدد للعوامل المُفسرة للإفراط المتعمد في الإستثمار قد بلغت (٠,٩٨٧) كما بلغ معامل التحديد نحو (٩٧,٤%) وهي نسبة عالية جداً وقد ترجع إلي التباين في تأثير العوامل المُسرة الداخلة في النموذج خلال فترة الدراسة، كما تشير النتائج إلي عدم وجود مشكلة الإرتباط الذاتي بين متغيرات الدراسة والتي قد تؤثر علي دقة النموذج حيث تُشير النتائج إلي أن قيمة (D-W) بلغت ١,٦٤٣ وهي بذلك تقع داخل الذي المسموح به (١,٥ - ٢,٥).

ومن النتائج السابقة يمكن رفض فرض العدم السادس للدراسة والقائل لا يوجد تأثير لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي الإفراط المتعمد في الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية، وقبول الفرض البديل القائل بأنه يوجد تأثير لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي الإفراط المتعمد في الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

ومن ناحية أخرى أشارت النتائج الواردة بالجدول رقم (٤ - ب) إلي أنه يُلاحظ قيام تحليل الإنحدار المرحلي بتحديد أهم العوامل المؤثرة علي النقص المتعمد في الإستثمار وهي التدفقات النقدية التشغيلية الترتيب الحرة، حجم الشركة علي الترتيب حيث بلغ معامل الإنحدار لها (٠,٧٨٥، - ٠,٠٩٥) علي، وقد إستبعد تحليل الإنحدار المرحلي عوامل (الرافعة المالية والفائض النقدي وملموسية الأصول ومعدل العائد علي الأصول، وغموض التقارير المالية) وذلك لوجود إرتباط ذاتي بين تلك العوامل فضلاً عن عدم وجود إرتباط قوي وجوهري مع النقص المتعمد في الإستثمار بشكل عام كما سبق بيانه في الجدول رقم (٢ - ج) وما ترتب عليه من إنخفاض المساهمة النسبية لهذه العوامل في تقدير النقص المتعمد في الإستثمار، وفي ضوء النتائج السابقة يُمكن صياغة نموذج الإنحدار لتقييم النقص المتعمد في الإستثمار في ضوء العوامل التفسيرية المُفسرة في المعادلة الرياضية التالية:

$$\text{Under Investement}_{i,t-1} = -0.016 + 0.785 (\text{FCF}) - 0.095 (\text{Size})$$

كذلك تُشير نتائج تقييم دقة نموذج الإنحدار المرحلي إلي أن قيمة معامل الارتباط المتعدد للعوامل المُفسرة للنقص المتعمد في الإستثمار قد بلغت (٠,٧٧٣) كما بلغ معامل التحديد نحو (٥٩,٨%) وهي نسبة عالية جداً وقد ترجع إلي التباين في تأثير العوامل المُسرة الداخلة في النموذج خلال فترة الدراسة، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد والتي بلغت (٥٩,٨%) مع قيمة معامل التحديد المُعدل والتي بلغت (٥٩,٥%)، كما تُشير النتائج إلي عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين متغيرات الدراسة والتي قد تؤثر علي دقة النموذج حيث تُشير النتائج إلي أن قيمة (D-W) بلغت ١,٥٥٣ وهي بذلك تقع داخل الذي المسموح به (١,٥ - ٢,٥).

ومن النتائج السابقة يمكن رفض فرض عدم السابع للدراسة والقائل بأنه لا يوجد تأثير لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي النقص المتعمد في الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية، وقبول الفرض البديل القائل بأنه يوجد تأثير لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي النقص المتعمد في الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

٩. خلاصة ونتائج وتوصيات الدراسة:

٩-١ خلاصة الدراسة:

استهدفت الدراسة الحالية التعرف على مدى تأثير كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية بالإضافة إلى التأثير المشترك أو التفاعلي لهما على مدى كفاءة الإستثمار في عينة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية قوامها (٤٨) شركة خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٩ حيث تم تحديد العينة وفقاً لمجموعة من الاعتبارات أهمها الإستمرارية في القيد في البورصة المصرية خلال فترة الدراسة، توافر البيانات المالية لها، وإعداد التقارير المالية بالجنية المصري لتفادي مخاطر أسعار الصرف على دلالة البيانات، وانتهاء السنة المالية للشركة في نهاية ديسمبر من كل عام. ولقد اعتمدت الدراسة على حزمة من الأساليب الإحصائية لإختبار فروضها منها معامل ارتباط بيرسون وتحليل الإنحدار التدريجي بالإضافة إلى مجموعة من الإحصاءات الوصفية كالتوسط والانحراف المعياري وأعلى قيمة وأقل قيمة للتعرف على سلوك بيانات الدراسة من حيث تركزها أو تشتتها.

ولقد ركزت الدراسة في جوهرها على عدة أبعاد حيث اختص البعد الأول بمحاولة الحكم على مدى كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية من خلال تناول مداخل القياس ووصولاً إلى الأدلة التطبيقية بشأن محددات كفاءة الإستثمار في بيئة الأعمال المصرية بينما اختص البعد الثاني بمحاولة الكشف عن مدى غموض التقارير المالية للشركات المقيدة في البورصة المصرية وأثر هذا الغموض على مدى كفاءة الإستثمار، في حين ركز البعد الثالث على مدى تأثير التدفقات النقدية التشغيلية الحرة على كفاءة الإستثمار بالشركات محل الدراسة، أما البعد الرابع فقد ركز على التأثير التفاعلي (المشترك) للتدفقات النقدية الحرة وغموض التقارير المالية على كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

ولقد تم تنظيم الدراسة بحيث تتضمن عشرة أقسام يخدم كل منها غرض محدد حيث تناول القسم الأول مشكلة الدراسة والتي يكمن جوهرها في إختبار مدى تأثير التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية على مدى كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في

البورصة المصرية خلال الفترة ٢٠١٠ إلى ٢٠١٩ مع مراعاة تأثير مجموعة من العوامل الحاكمة كالحجم. أما القسم الثاني والثالث والرابع والخامس فقد تناول تساؤلات الدراسة وأهدافها وفروضها وأهميتها بالترتيب. في حين اختص القسم السادس بعرض الجهود البحثية ذات الصلة بالدراسة والتي جاءت مبوبة في مجموعات حيث تناولت المجموعة الأولى الدراسات السابقة ذات الصلة بغموض التقارير المالية ومداخل قياسها ودلالاتها وخلصت هذه الدراسات إلى وجود علاقة ذات دلالة بين غموض التقارير المالية من ناحية وخطر انهيار الأسهم وممارسات التجنب الضريبي والإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية من ناحية أخرى في حين ركزت المجموعة الثانية على مدى كفاءة الإستثمار ومداخل القياس ومظاهر الإستدلال عليه وخلصت الدراسات لوجود ثمة أدلة تطبيقية ذات دلالة على وجود علاقة بين كفاءة الإستثمار من جهة وعدم تماثل المعلومات وجودة الأرباح وجودة التقارير المالية وإدارة الأرباح والقدرة الإدارية والإلتزام بحوكمة الشركات من جهة أخرى. في حين ركزت الدراسات في المجموعة الثالثة بالقسم السادس على التدفقات النقدية التشغيلية الحرة و مداخل قياسها ومدى دلالتها وتأثيرها على مدى كفاءة الإستثمار في الفكر المحاسبي حيث أمكن قياس التدفقات النقدية التشغيلية الحرة من خلال التدفقات النقدية التشغيلية مطروحا منها التوزيعات النقدية للمساهمين، أما المجموعة الرابعة من الدراسات التي تم تضمينها في القسم السادس فقد اختصت بالدراسات التي تجمع بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية ومدى كفاءة الإستثمار إلا أن هذه النوعية من الدراسات في ضوء معرفة الباحثين قد جاءت محدودة للغاية وهو ما شكل دافعا قويا لدراسة مدى تأثير العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية على مدى كفاءة الإستثمار في الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية سواء تعلق ذلك بالإستثمار إجمالاً أو الإفراط المتعمد في الإستثمار أو التقليل المتعمد في الإستثمار.

أما القسم السابع من الدراسة فقد اختص بعرض منهجية الدراسة بما تحتويه في طياتها من توصيف لمجتمع الدراسة وعينة الدراسة ومعايير إختيارها والأساليب الإحصائية اللازمة لإختبار الفروض بالإضافة على إطلالة سريعة لالقاء نظرة عين طائر على النماذج المتعارف عليها لقياس متغيرات الدراسة الرئيسية سواء مدى كفاءة الإستثمار وغموض التقارير المالية والتدفقات النقدية التشغيلية الحرة مع توصيف طرق قياس المتغيرات الحاكمة ذات الصلة بهذه النماذج، كما تضمن هذا القسم النماذج المزمع الإعتماد عليها في الدراسة الحالية وعددها أربعة نماذج استهدفت في جوهرها التعرف على العوامل المفسرة للتغير في مدى كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية سواء كان ذلك على مستوى الإستثمار إجمالاً أو مستوى الإفراط المتعمد في الإستثمار أو مستوى التقليل المتعمد في الإستثمار من ناحية، ومن ناحية أخرى التعرف على الأثر التفاعلي بين التدفقات النقدية التشغيلية وغموض التقارير المالية الدولية على كفاءة الإستثمار الإجمالي أما القسم الثامن من الدراسة فقد تضمن عرض وتفسير نتائج تحليل بيانات الدراسة في حين تضمن القسم التاسع خلاصة الدراسة وأهم نتائجها وتوصياتها في حين أن القسم العاشر تناول الدراسات المستقبلية.

٢-٩ نتائج الدراسة

١/٢/٩ وجود علاقة ارتباط طردية عالية المعنوية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة بالشركات عينة الدراسة وكفاءة الإستثمار إجمالاً حيث بلغ معامل الارتباط (٠,٩٧٢)

د. محسن عبيد عزام - د. علاء عاشور زلط

عند مستوي معنوية ١% بنسبة مساهمة بلغت ٩٤,٤%، ويرجع الباحثان ذلك إلي أن توافر التدفقات النقدية الحرة الناتجة من الأنشطة التشغيلية قد يشجع الشركة علي التفكير بإتخاذ قرارات إستثمارية توسعية نتيجة توافر السيولة النقدية اللازمة لذلك ومن ناحية أخرى قد يؤدي الركود الناتج عن الظروف السياسية إلي تفكير الشركات عينة الدراسة في تذليل التدفقات النقدية نحو قرارات إستثمارية بشكل عام إستغلالاً للقيود التشريعية والقانونية كما هو الحال في قطاعات البناء والتشييد وقطاع العقارات والسياحة والقطاعات كثيفة رأس المال.

٢/٢/٩ وجود علاقة إرتباط عكسية بين غموض التقارير المالية وكفاءة الإستثمار إجمالاً، حيث بلغ معامل الإرتباط (-٠,٢٥٥) عند مستوي معنوية ١% بنسبة مساهمة ٦,٥٥%، ويرجع الباحثان ذلك إلي وجود تضارب في المصالح بين إدارة الشركة ومساهميها والناتج عن نظرية الوكالة والذي قد يدفع إدارة الشركة إلي القيام بممارسات إدارة الأرباح من أجل تعظيم مصالحهم والحفاظ علي مناصبهم الوظيفية وضمان الحصول عل مكافآت.

٣/٢/٩ إنخفاض المساهمة النسبية لعوامل (الفائض النقدي، الرافعة المالية، العائد علي الأصول، حجم الشركة، ولموسية الأصول) علي الترتيب في كفاءة الإستثمار إجمالاً وعدم وجود علاقة إرتباط معنوية بين هذه العوامل وكفاءة الإستثمار في الشركات عينة الدراسة.

٤/٢/٩ وجود علاقة إرتباط طردية عالية المعنوية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة والإفراط المتعمد في الإستثمار وإرتفاع المساهمة النسبية لها، حيث بلغ معامل الإرتباط (٠,٩٨٥) بمساهمة نسبية بلغت ٩٧,٠٢%، وتشير هذه النتائج إلي أن مستوي التدفقات النقدية التشغيلية الحرة المرتفعة تُشجع الشركات علي إنتهاج سياسات الإفراط المتعمد في الإستثمار نتيجة توافر النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية.

٥/٢/٩ وجود علاقة إرتباط عكسية عالية المعنوية بين غموض التقارير المالية والإفراط المتعمد في الإستثمار حيث بلغ معامل الإرتباط (-٠,٣٤٢) بمساهمة نسبية (١١,٧٠%)، ويُلاحظ زيادة الأهمية النسبية لمتغيري التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية ومدى تأثيرها علي الإفراط المتعمد في الإستثمار في الشركات عينة الدراسة.

٦/٢/٩ ضعف المساهمة النسبية للعوامل الحاكمة لخصائص الشركات في الإفراط المتعمد في الإستثمار، حيث تشير النتائج إلي عدم وجود علاقة إرتباط بين عوامل (الفائض النقدي، العائد علي الأصول، حجم الشركة، ملموسية الأصول، والرافعة المالية) علي الترتيب والإفراط المتعمد في الإستثمار.

٧/٢/٩ وجود علاقة إرتباط طردية معنوية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة والرافعة المالية والفائض النقدي وبين النقص المتعمد في الإستثمار وإرتفاع المساهمة النسبية لها، حيث بلغ معامل الإرتباط (٠,٧٦٨، ٠,١٥٠، ٠,٢٠٣) علي الترتيب بمساهمة نسبية بلغت (٥٨,٩٨% ، ٤,١٢% ، ٢,٢٥%) علي الترتيب عند مستوي معنوية ١%، ٥% ، وتشير هذه النتائج إلي أن إرتفاع التدفقات النقدية التشغيلية الحرة لدي الشركات قد يجعل الشركات تكتفي بوجود فائض نقدي يُشجع إدارة الشركة علي إجراء توزيعات نقدية والحصول علي مكافآت ومزايا دون الدخول في مشاريع إستثمارية جديدة أو قد يرجع

السبب إلي أن فترة الدراسة بأنت مع عام ٢٠١٢م والذي واكب تغيرات سياسية كان لها تأثير سلبي علي الشركات من حيث الركود وتباطؤ معدلات النمو وخلق أجواء سلبية فيما يتعلق بالبيئة الإستثمارية، أيضاً أشارت النتائج إلي أنه كلما زاد إعتتماد الشركات علي التمويل بالديون كلما كان لذلك تأثير كبير علي قرارات الإستثمار متمثلة في النقص المتعمد في الإستثمار.

٨/٢/٩ وجود علاقة إرتباط عكسية معنوية عند مستوي ٥% بين غموض التقارير المالية والنقص المتعمد في الإستثمار حيث بلغ معامل الإرتباط (- ٠,١٤٦) بمساهمة نسبية (٢,١٣%)، بالشكل الذي يفسر علي أنه كلما زادت ممارسات إدارة الأرباح كلما زاد غموض التقارير المالية بالشكل الذي يوتر علي كفاءة الإستثمار من خلال إنتهاج إدارات الشركات لسياسات النقص المتعمد في الإستثمارات.

٩/٢/٩ عدم وجود علاقة إرتباط بين عوامل (العائد علي الأصول، حجم الشركة، ملموسية الأصول) علي الترتيب والنقص المتعمد في الإستثمار في الشركات عينة الدراسة. وقد يرجع ذلك للتباين في حجم الشركات أو التباين بين القطاعات عينة الدراسة.

١٠/٢/٩ وجود تأثير معنوي لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة، حجم الشركة، وغموض التقارير المالية علي كفاءة الإستثمار إجمالاً، حيث بلغ معامل الإنحدار (٠,٩٦٤ - ٠,٠٣٨) علي الترتيب بمستوي معنوية ١%، وقد يرجع ذلك إلي التباين في هذه العوامل من شركة إلي أخرى ومن قطاع إلي آخر، وفي نفس السياق فقد إستبعد تحليل الإنحدار المرحلي عوامل (الرافعة المالية والفائض النقدي وملموسية الأصول ومعامل العائد علي الأصول) وذلك لوجود إرتباط ذاتي بين تلك العوامل فضلاً عن عدم وجود إرتباط قوي وجوهري مع كفاءة الإستثمار إجمالاً وما ترتب عليه من إنخفاض المساهمة النسبية لهذه العوامل في تقدير كفاءة الإستثمار.

١١/٢/٩ بلغت قيمة معامل الإرتباط المتعدد للعوامل المُفسرة لنموذج كفاءة الإستثمار الإجمالي (٠,٩٧٣) بمساهمة نسبية بلغت (٩٤,٧%) وهي نسبة عالية جداً وقد ترجع إلي التباين في تأثير العوامل المُسرة الداخلة في النموذج خلال فترة الدراسة، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد (٩٤,٧%) مع قيمة معامل التحديد المُعدل (٩٤,٧%) مما يُشير إلي أن حجم العينة المُستخدم في الدراسة كان كافياً للإعتتماد عليه في تعميم نتائج الدراسة فضلاً عن دقة النموذج وإستقلالية العوامل المُفسرة لكفاءة الإستثمار في النموذج الإجمالي، كما تشير النتائج إلي عدم وجود مشكلة الإرتباط الذاتي بين متغيرات الدراسة والتي قد تؤثر علي دقة النموذج، حيث تُشير النتائج إلي أن قيمة (D-W) بلغت ١,٨٦٢ وهي بذلك تقع داخل الذي المسموح به (١,٥ - ٢,٥).

١٢/٢/٩ وجود تأثير معنوي للعوامل المُفسرة لكفاءة الإستثمار مع الأخذ في الإعتبار العلاقة التفاعلية بينهما فقد قام تحليل الإنحدار المرحلي بتحديد أهم العوامل المعنوية المؤثرة والمُفسرة لكفاءة الإستثمارية في كل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة، حجم الشركة، وغموض التقارير المالية والعلاقة التفاعلية بين غموض التقارير المالية والتدفقات النقدية التشغيلية الحرة علي الترتيب بمعامل إنحدار (٠,٩٥٢ - ٠,٠٤٢ - ٠,٠٣١) علي الترتيب، وفي نفس السياق فقد إستبعد تحليل الإنحدار المرحلي عوامل (الرافعة المالية

د. محسن عبيد عزام - د. علاء عاشور زلط

والفائض النقدي و ملموسية الأصول ومعدل العائد علي الأصول) وذلك لوجود ارتباط ذاتي بين تلك العوامل فضلاً عن عدم وجود ارتباط قوي وجوهري مع كفاءة الإستثمار في ضوء العلاقة التفاعلية بين المتغيرات التفسيرية. وبلغ قيمة معامل الارتباط المتعدد للعوامل المُفسرة لكفاءة الإستثمار في ضوء العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية الحرة وغموض التقارير المالية (٠,٩٧٤) وبلغت المساهمة النسبية لها (٩٤,٩%) وهي نسبة عالية جداً وقد ترجع إلي التباين في تأثير العوامل المُسرة الداخلة في النموذج خلال فترة الدراسة، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد والتي بلغت (٩٤,٩%) مع قيمة معامل التحديد المُعدل والتي بلغت (٩٤,٨%).

١٣/٢/٩ وجود تأثير معنوي لكل من التدفقات النقدية التشغيلية الحرة، وغموض التقارير المالية علي الإفراط المتعمد في الإستثمار، حيث بلغ معامل الإنحدار عند مستوي معنوية ١% (٠,٩٦٦ - ٠,٠٦٧) علي الترتيب، وفي نفس السياق فقد إستبعد تحليل الإنحدار المرحلي عوامل الرافعة المالية والفائض النقدي و ملموسية الأصول ومعدل العائد علي الأصول، حجم الشركة وذلك لوجود ارتباط ذاتي بين تلك العوامل فضلاً عن عدم وجود ارتباط قوي وجوهري مع الإفراط المتعمد في الإستثمار، وبلغ قيمة معامل الارتباط المتعدد للعوامل المُفسرة للإفراط في الإستثمار (٠,٩٨٧) وبمساهمة نسبية (٩٧,٤%)، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد والتي بلغت (٩٧,٤%) مع قيمة معامل التحديد المُعدل والتي بلغت (٩٧,٤%).

١٤/٢/٩ تمثلت العوامل المعنوية المؤثرة والمفسرة للنقص في الإستثمارات في التدفقات النقدية التشغيلية الحرة، حجم الشركة علي الترتيب حيث بلغ معامل الإنحدار (٠,٧٨٥) ، - (٠,٠٩٥)، وفي نفس السياق فقد إستبعد تحليل الإنحدار المرحلي عوامل (الرافعة المالية والفائض النقدي و ملموسية الأصول ومعدل العائد علي الأصول، ومستوي غموض التقارير المالية) وذلك لوجود ارتباط ذاتي بين تلك العوامل فضلاً عن عدم وجود ارتباط قوي وجوهري مع النقص المتعمد في الإستثمار، كما بلغت قيمة معامل الارتباط المتعدد للعوامل المُفسرة للنقص في الإستثمار (٠,٧٧٣) بمساهمة نسبية (٥٩,٨%)، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد والتي بلغت (٥٩,٨%) مع قيمة معامل التحديد المُعدل والتي بلغت (٥٩,٥%).

٣-٩ توصيات الدراسة:

١-٣-٩ ضرورة الإهتمام بوضع ضوابط لآليات الإفصاح عن القوائم والتقارير المالية للشركات المقيدة بالبورصة بغرض الحد من التلاعب في الأرباح ومن ثم الحد من حالات غموض التقارير المالية التي يكون سببها الأساسي هو إدارة الأرباح داخل الشركة.

٢-٣-٩ ضرورة إهتمام الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بتنمية التدفقات النقدية الحرة الناتجة من العمليات التشغيلية لتأثيرها الكبير علي كفاءة الإستثمار ودورها في تخطي الأزمات المالية والسياسية من خلال دفع الإستثمارات نحو تحقيق الأهداف الموضوعية.

- ٣-٣-٩ أهمية قيام الشركات بدراسة دوافع الإفراط المتعمد في الإستثمار والنقص المتعمد في الإستثمار لتحديد آثارهما السلبية علي إستمرارية الأرباح وفرص النمو والعائد علي الأرباح.
- ٤-٣-٩ يجب علي إدارات الشركات الإهتمام بالحد من غموض التقارير المالية للحد من حالات عدم التماثل المعلوماتي لآثرها الكبير في تقييم أسباب الإستثمار أكبر من اللازم (الإفراط المتعمد أو النقص المتعمد في الإستثمار).
- ٥-٣-٩ ضرورة العمل علي تحسين جودة التقارير المالية لتأثيرها الجوهرية علي كفاءة الإستثمار بالشركات المصرية.
- ٦-٣-٩ ضرورة العمل علي الحد من ممارسات إدارة الأرباح سواء من خلال الإستحقاقات أو الأنشطة الحقيقية نظراً لآثر ذلك علي كفاءة الإستثمار بالشركات المصرية.
١٠. الدراسات المستقبلية **Further research**:
- ١-١٠ دراسة العلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال وإنعكاساتها علي كفاءة الإستثمار.
- ٢-١٠ تقييم تأثير التحسين الإداري وخصائص مجلس الإدارة علي كفاءة الإستثمار.
- ٣-١٠ أثر الرافعة المالية وتوزيعات الأرباح علي غموض التقارير المالية.
- ٤-١٠ تقييم تأثير التدفقات النقدي التشغيلية الحرة علي الثقة الإدارية المفرطة للمديرين وإنعكاساتها علي قيمة الشركة.
- ٥-١٠ تقييم الأثر التفاعلي للتدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية علي جودة الأرباح للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
- ٦-١٠ دور معايير التقارير المالية الدولية في الحد من غموض التقارير المالية في الشركات المصرية.

١١. مراجع الدراسة

١١-١ المراجع العربية

الصايغ، عماد سعد محمد & عبد المجيد، حميدة محمد، (٢٠١٥)، قياس أثر جودة التقارير المالية علي كفاءة القرارات الإستثمارية للشركات المصرية، *مجلة المحاسبة والمراجعة*، ٣ (١)، ص ص ٤٩-١.

المليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم، (٢٠١٧)، تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال وأثرها علي كفاءة القرارات الإستثمارية للشركات المصرية، *مجلة الإدارة العامة*، معهد الإدارة العامة، السعودية، ٥٧ (٤)، ص ص ٧٨١-٧٠٢.

حسين، علاء علي أحمد، (٢٠٢٠)، تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الإجتماعية، ممارسات تجنب الضريبة وبين خطر الإنهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للإستدامة، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٤ (١). ص ص ٢٧٥-٢٠٨.

حسين، محمد إبراهيم محمد، (٢٠١٩)، قياس تأثير جودة التقارير المالية وآليات حوكمة الشركات وخصائص المديرين التنفيذيين علي كفاءة القرارات الاستثمارية: دراسة تطبيقية، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٣ (٢)، ص ص ١-٥٧.

حماد، مصطفى أحمد محمد أحمد. (٢٠١٨). دور التحفظ المحاسبي المشروط في الحد من التلاعب في الأرباح وأثره علي كفاءة القرارات الإستثمارية: دراسة تطبيقية، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٢ (٢)، ص ص ٣٠٤-٣٦١.

شرف، إبراهيم أحمد إبراهيم، (٢٠١٩)، أثر ممارسات إدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار بالشركات-دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٣ (٢)، ص ص ٢٢٨-٢٨٨.

علي، جابر محمد حسن، (٢٠١٧)، أثر جودة التقارير المالية علي كفاءة الاستثمار في الشركات المصرية المسجلة بالبورصة، *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية. ٥٤ (١)، ص ص ١-٣٣.

محمد، احمد سليم، (٢٠١٨)، تفسير العلاقة بين هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة بشفافية واستمرارية الأرباح - دراسة تطبيقية علي الشركات المشتركة، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٣ (٢)، ص ص ٨٠٧-٨٤١.

محمد، عبد الله حسين يونس، (٢٠٢٠)، أثر جودة التقارير المالية والقدرة الإدارية علي العلاقة بين ممارسات تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الإستثمارية في بيئة الأعمال المصرية، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٤ (٣)، ص ص ٥٤٣-٥٩٣.

يوسف، أيمن يوسف محمود يوسف، (٢٠١٩)، التدفقات النقدية التشغيلية ومستوى المديونية كمتغيرين معدلين علي العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الإستثمار، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، ٦ (٢)، ص ص ٤٢٣-٣٤٩.

٢-١١ المراجع الإنجليزية:

- Balachandran, S. V., (2001), Over- Investment and Under- Investment in Firms that Implement Residual Income Based Compenasion, *Doctoral Dissertation*, School of Business Administration, Harvard Univesity.
- Biddle, G. and Hilary, G., (2006), Accounting quality and Firm –Level Capital Investment, *The Accounting Review*, 83 (3), 665-703.
- Biddle, G., Hilary, G., and Verdi, R. S., (2009), How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?, *Journal of Accounting and Economics*, 48 (1), 112-131.
- Cai, J. F., (2014), Investor Protections, Financial Development and Corporate Investment Efficiency, *Journal of Applied Finance and Banking*, 4(6), 59-92.
- Chae, S. J., Nakano, M., and Fujitani, R. (2020). Financial Reporting opacity, Audit Quality and Crash Risk: Evidence from Japan. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(1), 9-17.
- Chen, F., Hope, O. L., Li, Q., and Wang, X., (2011), Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets, *The Accounting Review*, 86 (4), 1255-1288.
- Chen, N., Sung H.C., and Yang, J., (2017), Ownership Structure, Corporate Governance and Investment Efficiency, *Pacific Accounting Review*, 29 (3), 266-282.
- Cherkasova, V., and Rasadi, D. (2017). Earnings Quality and Investment Efficiency: Evidence from Eastern Europe. *Review of Economic Perspectives*, 17(4), 441-468.
- Dou, Y., (2012), The Debt- Contracting Value of Accounting Numbers, Renegotiation, and Investment Efficiency, *Doctoral Dissertation*, Joseph L. Rotman School of Management, University of Toronto, Canada.

- Dempsey, S. J., Harrison, D. M., Luchtenberg, K. F., and Seiler, M. J. (2012). Financial Opacity and Firm Performance: The Readability of REIT Annual Reports. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 45(2), 450-470.
- Fakhroni, Z., Ghozali, I., Harto, P., and Yuyetta, E. N., (2018), Free Cash Flow, Investment Inefficiency, and Earnings Management: Evidence from Manufacturing Firms Listed on the Indonesian Stock Exchange, *Investment Management and Financial Innovations*, 15 (1), 199-310.
- Gallemore, J. (2019). Bank Financial Reporting Opacity and Regulatory Intervention. Available at SSRN 2838541.
- Gan, H., (2019), Does CEO Managerial Ability Matter? : Evidence from Corporate Investment Efficiency, *Review of Financial Accounting*, 52 (1), 1085-1118.
- Hooper, V., and Kim, S. J. (2007). The Determinants of Capital Inflows: Does Opacity of Recipient Country Explain the Flows?. *Economic Systems*, 31(1), 35-48.
- Jeon, H. J., and Oh, H. M. (2017). Debt Maturity and Investment Efficiency Evidence from Korea. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 33(6), 1081-1094
- Jiang, X., (2016), Over- Investment of Free Cash Flow during CEO 's Tenure, *Technology and Investment*, 7, 51-58, Available from: <http://www.scirp.org/journal/ti>, <http://dx.doi.org/10.4236/ti.2016.73007>.
- Karman, M. R., Zhao, Z. and Ambreen, S., (2017), Free Cash Flow Impact on Firm 's Profitability: An Empirical Indication of Firms Listed in KSE, Pakistan, *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, 6(1), 146-157.
- Kim, J. B., and Zhang, L. (2014). Financial Reporting Opacity and Expected Crash Risk: Evidence from Implied Volatility Smirks. *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 851-875.

- Li, Q., and Wang, T., (2010), Financial Reporting Quality and Corporate Investment Efficiency: Chinese Experience, *Nankai Business Review International.*, 1 (2), 197-213.
- Lin, Y., (2014), Zombie Lending, Financial Reporting Opacity and Contagion, *Doctoral Dissertation*, National University of Singapore.
- McNichols, M. F., and Stubben, S. R. (2008). Does Earnings Management Affect Firms' Investment Decisions?. *The Accounting Review*, 83(6), 1571-1603.
- Maffett, M. (2012). Financial Reporting Opacity and Informed Trading by International Institutional Investors, *Journal of Accounting and Economics*, 54(2-3), 201-220.
- Moez, E., and Amina, Z., (2018), Overinvestment of Free Cash Flow and Manager 's Overconfidence, *International Business Research*, 11 (3), 48-57.
- Moradi, A.A., (2017), Scrutinizing the Relation between Financial Reporting Quality and Investment Efficiency: Evidence from Tehran Stock Exchange, *International Journal of Economic Perspectives*, 11 (4), 785-791.
- Ng, J., Ranasinghe, T., Shi, G., and Yang, H. I. (2015). Opaque Financial Reporting due to Unemployment Concerns. *Research Collection School of Accountancy*. 1-47, Available at: https://ink.library.smu.edu.sg/soa_research/1285
- Park, S., Kim, I., and Kim, W. (2017). Investment Efficiency between Listed and Unlisted Firms, and Big 4 Audit Firms' Effect: Evidence from Korea. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 33(6), 1095-1112.
- Ramadan, M., (2017), Financial Reporting Quality as adeterminant of the Relationship between Financial Constrains and Investment Efficiency: An Applied Study on Nonfinancial Firms Listed in the Egyptian Stock Exchange, *Alexandria Journal of Accounting Research*, 1 (2), 39-68.
- Richardson, S., (2006), Over- Investment of Free Cash Flow, *Review of Accounting Studies*, 11 (2-3), 159-189.

- Sunghee, K., (2016), Does Other Comprehensive Income Affect Financial Reporting Opacity and Crash Risk?, *Doctoral dissertation*, Seoul National University.
- Verdi, R. S., (2006), Financial Reporting Quality and Investment Efficiency, *Doctoral Dissertation*, University of Pennsylvania.
- Wang, F., Zhu, Z., and Hoffmire, J., (2015), Financial Reporting Quality, Free Cash Flow, and Investment Efficiency, *SHS Web Conference*, 17, 01027, DOI: 10.1051/shsconf/20151701027.
- Xu, X., Wang, X., and Han, N., (2012), Accounting Conservatism, Ultimate Ownership and Investment Efficiency, *China Finance Review International*, 2(1), 53-77.
- Yu, H. F., Lin, T. J., Chang, H. Y., and Wang, Y. h., (2020), The Impact of Political Connection and Information Asymmetry on Investment Efficiency: Evidence from China, *Sustainability*, 12 (1), DOI:10.3390/su12145607, available at: <http://www.mdpi.com/journal/sustainability>.
- Zhang, Y. and Guo, X., (2019), Study on Free Cash Flow, Over-Investment and Cash Dividend, *Journal of Social Sciences Studies*, 2(3), 133-139.

The Impact of Interaction Relationship Between Free Operating Cash Flow and Financial Reporting Opacity on Investment Efficiency of Listed Firms in Egyptian Stock Exchange: An Empirical Study

By

**Dr. Mohsen Ebied Abdelghafar
Azzam**

*Assistant Professor of Accounting
Faculty of Commerce
Menoufya University*

**Dr. Alaa Ashour Abdallah
Zalat**

*Lecturer of Accounting
Faculty of Commerce
Menoufya University*

Abstract

The study aims to identify to what extent free operating cash flow and financial reporting opacity individually impact the investment efficiency from one side and the impact of the interaction relationship between free operating cash flow and financial reporting opacity on investment efficiency on the other side using data of listed firms in Egyptian Stock Exchange throughout the period 2010-2019. The study utilized a set of statistical techniques to examine its hypotheses especially Pearson correlation and stepwise regression besides a bunch of descriptive statistics such as the mean, standard deviation, minimum value and maximum value in order to determine behavior of data. The study focuses on evaluating the investment efficiency in the sample's firms through the presentation of measurement approaches till reaching the empirical implications related to the features of investment efficiency, detecting the financial reporting opacity in sample's firms and its impact of this opacity on investment efficiency , impact of free operating cash flow on investment efficiency and the impact of the interaction relationship between free operating cash flow and financial reporting opacity on the investment efficiency in the sample's firms.

The results revealed that there is a positive and highly significant relationship between free operating cash flow and investment efficiency as the correlation coefficient is 0.971 at 1% level and there is a negative and highly significant relationship between financial reporting opacity

and investment efficiency as the correlation coefficient is - 0.255 at 1% level, there is a positive and highly significant relationship between free operating cash flow and over-investment as the correlation coefficient is 0.985. The results indicate that there is a significant impact of free operating cash flow, financial reporting opacity and firm size on investment efficiency as their regression coefficients are 0.964, -.038 and -0.037 respectively. This study has practical implications for shareholders, stakeholders and management and other related parties in area of investment efficiency determinants in listed firms in Egyptian Stock Exchange.

Key Words: Total Investment Efficiency, Over Investment, Under Investment, Free Operating Cash Flow, Financial Reporting Opacity.