

تأثير الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية
"دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"

**The Effect of Managerial Ownership and Financial Leverage
on Investment Efficiency
"An Empirical Study on Egyptian Listed Companies"**

د/ فاطمة محمود ابراهيم الدسوقي
مدرس بقسم المحاسبة
كلية التجارة - جامعة الزقازيق

المخلص:

تسعى هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية في الشركات المساهمة المصرية، حيث تم قياس الملكية الإدارية من خلال نسبة الأسهم التي يمتلكها أفراد الإدارة العليا للشركة، وتم قياس الرافعة المالية (المديونية) من خلال النسبة بين إجمالي الإلتزامات وإجمالي الأصول، كما تم قياس الكفاءة الاستثمارية من خلال القيمة المطلقة للبواقي التي يتم الحصول عليها من نموذج التنبؤ بالاستثمار والتي تمثل انحراف عن المستوى الأمثل للاستثمار (كمقياس عكسي للكفاءة الاستثمارية)، كما تم الاستعانة بأربعة متغيرات ضابطة وهي (كثافة رأس المال، ومعدل العائد على الأصول، وحجم الشركة، والتدفقات النقدية التشغيلية) وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٦٣ شركة من الشركات المساهمة المصرية في الفترة من ٢٠١٥ إلى ٢٠٢١، والتي تنتمي لاثني عشر قطاعاً غير مالياً، وبتطبيق أسلوب الانحدار المتعدد فقد توصلت الدراسة إلى:

هناك علاقة معنوية عكسية بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية بمعنى أنه كلما ارتفعت نسبة الأسهم المملوكة للمديرين كلما انخفضت الكفاءة الاستثمارية للشركة، وتتفق تلك النتيجة مع فرضية التحسين الإداري والتي تشير إلى أنه مع

زيادة نسبة الملكية الإدارية ترتفع دوافع المديرين لإحكام السيطرة على الشركة وتحقيق المنافع الشخصية مما يخفض من الكفاءة الاستثمارية للشركات، وأيضاً كان هناك علاقة عكسية غير معنوية بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية، وكان هناك تأثير موجب للعلاقة بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية، والذي يمكن تفسيره بأن الرافعة المالية يمكن لها أن تحد من الدوافع الانتهازية للمديرين عند زيادة الملكية الإدارية مما ينعكس بشكل موجب على الكفاءة الاستثمارية، وتؤكد هذه النتائج على أهمية التأثير المشترك للملكية الإدارية والرافعة المالية على تحسين الكفاءة الاستثمارية للشركات.

الكلمات الدالة: الملكية الإدارية، الرافعة المالية، الكفاءة الاستثمارية.

Abstract:

This study aimed to test the effect of managerial ownership and financial leverage on investment efficiency in Egyptian Listed Companies, where managerial ownership measured by the percentage of shares owned by management, and financial leverage (debt) was measured through the ratio of total liabilities to total assets. Investment efficiency was also measured through the absolute value of the residuals obtained from the investment prediction model, which represent a deviation from the optimal level of investment (as an inverse measure of investment efficiency). Four control variables were also used: (capital density, return on assets, size and operating cash flows), the study relied on a sample of by 63 Egyptian Listed Companies between 2015 and 2021, which belong to twelve non-financial

sectors, and by applying the multiple regression method, the study concluded:

There is a significant negative relationship between managerial ownership and investment efficiency, meaning that the higher the percentage of shares owned by managers, the lower the company's investment efficiency. This result is consistent with the hypothesis of managerial entrenchment, which indicates that as the percentage of managerial ownership increases, managers' motivations to tighten control over the company and achieve personal benefits increase, which It reduces the investment efficiency of companies. Also, there was a non-significant negative relationship between financial leverage and investment efficiency, and there was a positive effect of the relationship between managerial ownership and financial leverage on investment efficiency, Which can be explained by that leverage limit the opportunistic motivations of managers when increasing managerial ownership, which reflects positively on investment efficiency. These results confirm the importance of the combined effect of managerial ownership and financial leverage on improving the investment efficiency of companies.

Keywords: Managerial Ownership, Financial Leverage, Investment efficiency.

١. مقدمة ومشكلة البحث

تعد الكفاءة الاستثمارية من أهم العوامل المؤثرة على الشركات وتطورها، فهي تؤثر على كل من ربحية وقيمة الشركة وتدفعاتها النقدية ومعدلات نموها، وبالتالي تعتبر قرارات الاستثمار واحدة من أهم القرارات التي تؤثر على أداء الشركة، وتحاول كل الشركات أن تصل باستثمارتها إلى المستوى الأمثل، حيث أن الانحراف عن المستوى الأمثل يتسبب في عدم الكفاءة الاستثمارية بمعنى زيادة (الافراط) في الاستثمار (Over investment) أو نقص الاستثمار (Under investment)، وترجع عدم الكفاءة في الاستثمار إلى العديد من العوامل ومنها على سبيل المثال مشكلة عدم تماثل المعلومات والقيود المالية وتكاليف الوكالة، فعلى الرغم من أن القرارات الاستثمارية ترتبط بالقدرة على استغلال الموارد المتاحة للشركة والكفاءة في إدارة تلك الموارد، إلا أن تنفيذ العديد من الاستثمارات يتم بناء على تعظيم منفعة الإدارة بصرف النظر عن مدى تحقيق تلك الاستثمارات لصافي قيمة حالية موجبة (Karimi, et al 2019).

ونظراً لاختلاف المصالح بين المديرين والمستثمرين، وعدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية، يكون هناك الدافع لدى المديرين لاتخاذ القرارات التي تعظم من منفعتهم على حساب المستثمرين مما يترتب عليه اتخاذ قرارات تقلل من قيمة الشركة، وكذلك القيام باستثمارات غير فعالة، فقد يدفع السلوك الانتهازي الإدارة إلى القيام باستثمارات دون المستوى الأمثل مما يترتب عليه الإفراط في الاستثمار مما يزيد من انخفاض قيمة الشركة (Jensen and Meckling, 1976)، وكذلك فعدم التماثل في المعلومات يجعل الإدارة تحصل على معلومات لا يعلمها ممولي رأس المال الخارجى والتي من خلالها يمكن لهم تقييم الاستثمارات التي تقوم بها الشركة، مما يترتب عليه حالة من عدم التأكد فيما يتعلق باستثمارات الشركة وبالتالي زيادة تكلفة رأس المال الخارجى، مما يقلل من قدرة الشركة على زيادة الرافعة المالية مما قد يسبب حالة نقص الاستثمارات (Myers and Majluf; 1984).

كما أوضح (Jensen and Meckling, 1976) مشاكل الوكالة التي تحدث بسبب التصرفات الانتهازية من قبل المديرين والتي تحدث بسبب مشكلة الخطر الأخلاقي (Moral Hazard) في محاولة منهم لبناء الامبراطورية أو استهلاك موارد الشركة في غير صالح المساهمين، حيث يصعب على المالكين مراقبة المديرين في ظل وجود معلومات غير متماثلة يمكن أن تؤدي إلى نقص الاستثمار أو الإفراط في المفرط، حيث أشار (Richardson, 2006) إلى أن الإدارة تميل إلى الإفراط في الاستثمار أى الدخول في مشروعات سالبة القيمة الحالية أو منخفضة القيمة الحالية في حالة زيادة الديون وتوافر تدفقات نقدية حرة مرتفعة بمعنى أن زيادة التدفقات النقدية الحرة تؤدي إلى الإفراط في الاستثمار، وعلى العكس من ذلك عندما يكون هناك صعوبة في الحصول على التمويل أو مع ارتفاع تكلفة التمويل تميل الشركات إلى ترك العديد من الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة مما يؤدي إلى حدوث نقص في الاستثمار (Jensen, 1986).

ونظراً لأن المديرين يحاولون تعظيم مصالحهم الشخصية بدلاً من تعظيم ثروة الملاك كنتيجة للفصل بين الملكية والإدارة (Jensen and Meckling, 1976)، فيمكن للرافعة المالية المرتفعة التقليل من الإنفاق الزائد والاستثمار المفرط، حيث أن زيادة الرافعة المالية تعنى زيادة رأس المال الخارجى وبالتالي مزيد من الرقابة من قبل الدائنين وقرارات صارمة لفحص الاستثمارات، وبالتالي التوجه نحو المشروعات الاستثمارية الفعالة وعدم إهدار الأموال (Guo et al., 2021)، وفي هذه الحالة يمكن أن يكون الدين حلاً فعالاً لحل مشكلة الاستثمار المفرط (Danso et al., 2019).

بينما يوضح نموذج المخاطر والذي قدمه (Jensen, 1986) إلى أنه في الشركات ذات الديون المرتفعة والتدفقات النقدية الحرة العالية، يتصرف مديروها بشكل انتهازى، ويستهلكون موارد الشركة من أجل تحقيق منافعهم الذاتية، مما قد يتسبب في حدوث إفراط في الاستثمار من خلال تنفيذ مشاريع ذات صافي قيمة حالية منخفضة أو سالبة، وبالتالي يمكن أن يتناسب المستوى المرتفع للديون عكسياً مع الكفاءة

الاستثمارية، مما يتسبب في إعاقة الاستثمار، حيث يوضح (Myers, 1977) أن هناك علاقة عكسية بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية حيث أن الشركات ذات الرافعة المالية الأعلى يجب أن تتخلى عن فرص الاستثمار الجيدة بسبب عبء الديون المفرطة، بمعنى أن استخدام الدين له تأثير عكسي على الاستثمار لأن الاستثمار في مشاريع جديدة سيكون أكثر فائدة لمقدمي الديون من المساهمين، لذلك عندما يكون هناك المزيد من الديون المستخدمة في الشركات لتمويل أصولها ومشاريعها ستكون الأنشطة الاستثمارية أكثر تقييداً.

كما يشير (Myers, 1977) إلى حدوث تكاليف الوكالة التي تنشأ نتيجة التضارب في المصالح بين الدائنين والملاك، وتظهر هذه النزاعات عند ظهور مخاطر التخلف عن سداد الديون، وبسبب تراكم الديون تحدث مشكلة نقص الاستثمارات، أي أنه يمكن القول أنه بسبب تراكم الديون ستؤدي الرافعة المالية إلى التأثير السلبي على الكفاءة الاستثمارية، ويؤكد ذلك (Stulz, 1990) بأن الرافعة المالية تقلل من مشكلة الاستثمار المفرط ولكنها تزيد من مشكلة نقص الاستثمارات، بمعنى أنه مع زيادة الرافعة المالية يخفى التأثير الموجب لها ويزداد التأثير السالب على الاستثمارات.

ومن ناحية أخرى تعتبر الملكية الإدارية واحدة من آليات حوكمة الشركات التي يمكن لها التأثير على تكاليف الوكالة، فيمكن للملكية الإدارية أن تقلل من تكاليف الوكالة عن طريق الموازنة في المصالح بين الإدارة والملاك، وأوضح (Balatbat, et al., 2004) وجود ارتباطاً موجباً بين الملكية الإدارية وأداء الشركة، وكذلك توصل (Morck et al., 1988) إلى أن هناك علاقة موجبة بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة، لذلك من المتوقع أنه كلما زادت الملكية الإدارية ستحاول الإدارة قدر الإمكان العمل لصالح المساهمين، لأن الإدارة ستستفيد أيضاً عندما تحقق الشركة ربحاً، مما يؤدي لزيادة الثقة بين الإدارة والملاك مما ينعكس أيضاً على قيمة الشركة.

كما أشار (Kim and Sorensen, 1986) إلى وجود علاقة موجبة بين الملكية الإدارية والرافعة المالية، بمعنى أنه مع زيادة نسبة الملكية الإدارية تزداد دوافع المديرين للحصول على مزيد من الديون، حيث أن المديرين في ظل الملكية الإدارية المرتفعة يسعون لإصدار المزيد من الديون ويتحملون المخاطر المرتبطة بزيادة الرافعة المالية في محاولة منهم لعدم إضعاف قدرتهم في السيطرة على الشركة (Agrawal and Mandelker, 1987)، أى أن الملكية الإدارية تقلل السلوك الانتهازي للمديرين مما يقلل من المخاطر، حيث أن زيادة الرقابة من قبل المقرضين تمنح المستثمرين مزيد من الثقة في قرارات الإدارة الاستثمارية (Rahmawati, 2018)، وكذلك يشير (Ding et al., 2020) إلى أنه عندما ترتفع الرافعة المالية ترتفع الكفاءة الاستثمارية، حيث أن الرافعة المالية تخفض من الحافز نحو الإفراط في الاستثمار وخاصة في الشركات منخفضة النمو.

على النقيض من ذلك أشارت بعض الدراسات إلى وجود علاقة سالبة بين الملكية الإدارية وأداء وقيمة الشركة، حيث تستند تلك الدراسات إلى فرضية التحصين الإداري التي توضح أن زيادة الملكية الإدارية تؤدي إلى التحصين الإداري الذي يمكن أن يقلل من أداء الشركة وقيمتها (Fama and Jensen, 1983; Slovin and Sushka, 1993).

وكذلك أشارت بعض الدراسات إلى أن هناك علاقة عكسية بين الملكية الإدارية والرافعة المالية، ويمكن تفسير ذلك بتجنب المديرين أصحاب الملكية الإدارية لزيادة الديون وذلك لتفادي المخاطر المرتبطة بزيادة مستوى المديونية، مثل مخاطر عدم القدرة على السداد أو الإفلاس أو مخاطر ترك الوظيفة مما ينعكس بشكل سلبي على قيمة الشركة (Friend and Lang, 1988; Jensen et al., 1992)، ويرى (Vo and Nguyen, 2014) أن الملكية الإدارية تخفض من مستوى المديونية مما يخفض من مشاكل الوكالة، كما توصلت دراسة (Aivazian et al., 2005; Danso et al., 2019; Segara, and Yang, 2020; Thi et al., 2023; Ahmed et al., 2023) إلى وجود علاقة عكسية بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية.

مما سبق يتضح أهمية الدور الذى يقوم به كلا من الملكية الإدارية والرافعة المالية فى التأثير على الكفاءة الاستثمارية، إلا أن الدراسات السابقة لم توجه الاهتمام الكافى لكلا المتغيرين كأحد الآليات الداخلية الهامة لحوكمة الشركات ولم تقدم إجابة كافية للعديد من التساؤلات المتعلقة بهذه المتغيرات، وبالتالي يعتبر هذا الموضوع مجالاً خصباً للدراسة والبحث، خاصة فى ظل أهمية الكفاءة الاستثمارية للشركات وما يترتب عليها من آثار اقتصادية تنعكس على أداء وقيمة الشركات.

مما سبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة فى التساؤلات التالية:

١. ما هو أثر الملكية الإدارية على الكفاءة الاستثمارية للشركات المساهمة المصرية؟
٢. ما هو أثر الرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية للشركات المساهمة المصرية؟
٣. وهل يوجد تأثير تفاعلى للعلاقة بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية للشركات المساهمة المصرية؟

٢. هدف البحث

يتمثل الهدف الرئيسى للبحث فى قياس تأثير العلاقة بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية للشركات المساهمة المصرية، ويمكن اشتقاق عدة أهداف فرعية من هذا الهدف الرئيسى وهى:

- اختبار العلاقة بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية.
- اختبار العلاقة بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية.
- اختبار التأثير التفاعلى للعلاقة بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية للشركات المساهمة المصرية.

٣. أهمية البحث

- يكتسب البحث الحالي أهميته من عدة نقاط تتمثل في الآتي:
- يقدم البحث الحالي إضافة إلى الأدبيات المرتبطة بالعلاقة بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية للشركات.
 - كما يقدم أيضاً إضافة إلى الأدبيات المرتبطة بالعلاقة بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية للشركات.
 - في الآونة الأخير يعتبر العلاقة بين هيكل رأس المال وكفاءة الاستثمار من الأمور الهامة المتعلقة بتمويل الشركات، وعلى الرغم من أهمية تلك العلاقة إلا أنها لم تحظى بالاهتمام الكافي من الباحثين.
 - في حدود علم الباحثة لا توجد دراسات سابقة تناولت الأثر التفاعلي للعلاقة بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية للشركات بشكل عام، وفي مصر بشكل خاص، مما يدعم من تلك الدراسة.
 - النتائج الخاصة بهذه الدراسة ذات أهمية خاصة بالنسبة للمستثمرين لأنها تقدم رؤى حول العوامل التي يمكن أن تستخدم للتأكد من مدى الكفاءة الاستثمارية.
 - أهمية الكفاءة الاستثمارية في التأثير على قرارات تخصيص الموارد للشركات، وبالتالي التأثير على الأداء الاقتصادي الكلي والجزئي، مما يبرز أهمية دراسة العوامل المؤثرة عليها.

٤. خطة البحث:

من خلال العرض السابق لمشكلة البحث، وأهدافه ينقسم البحث الحالي إلى ستة أقسام وهي:

القسم الأول والذي يتناول العلاقة بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية للشركات، أما **القسم الثاني** فسوف يتناول العلاقة بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية للشركات، وفي **القسم الثالث** سوف يتم عرض الدراسات السابقة واشتقاق فروض

الدراسة، ويوضح القسم الرابع تصميم البحث، والقسم الخامس يوضح تحليل النتائج، وأخيراً القسم السادس يُعرض فيه الخلاصة والدراسات المستقبلية.

القسم الأول

العلاقة بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية للشركات

في هذا القسم سوف يتم تناول الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية للشركات ومحدداتها، والعلاقة بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية للشركات:

١. الملكية الإدارية

تعتبر الملكية الإدارية عن نسبة عدد الأسهم التي يمتلكها أفراد الإدارة العليا مقسومة على العدد الإجمالي للأسهم المتداولة للشركة، أي أنها تعبر عن ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة التي يقوموا بإدارتها، وتعتبر آلية من آليات حوكمة الشركات والتي يمكن أن تؤثر بشكل مباشر على مشاكل الوكالة، حيث يمكن لها تحقيق التوافق في المصالح بين مصلحة الإدارة وحملة الأسهم، على العكس في حالة عدم وجود ملكية إدارية فإن ذلك يخلق نوعاً من الخوف لدى الإدارة وخاصة عندما لا يكون لديهم حق في التدفقات النقدية الخاصة بالشركة إلا في حدود العقود المتفق عليها، مما يدفعهم إلى تعظيم مصالحهم الشخصية على حساب مصلحة حملة الأسهم (Choi et al., 2011).

وتشير نظرية الوكالة إلى التعارض في المصالح بين الإدارة والمساهمين، حيث يهتم المساهمين بتعظيم الثروة من خلال التركيز على القيمة الحالية للتدفق النقدي الذي يتم تنشيطه من خلال استثمار الشركات، بينما يركز المديرون على زيادة نمو الشركة وحجمها (Alni et al., 2018)، ويمكن النظر إلى ملكية الشركات من قبل المديرين على أنها وسيلة لتوفيق المصالح بين المساهمين والمديرين، ومن ثم التغلب على مشكلة الوكالة إذا كان المديرون هم أيضاً المساهمون، حيث يتم الوصول إلى المواءمة

فى المصالح بين المديرين والمساهمين من خلال الملكية الإدارية وبالتالي اتخاذ القرارات التى تعظم من أرباح الشركات (Jensen et al., 1976).

ويرى (Morck et al., 1988; Shuto, and Tomomi, 2010) أن هناك وجهتان نظر لأثر الملكية الإدارية على أداء الشركات والدوافع التى يتبناها المديرين، حيث تتمثل **وجهة النظر الأولى**: بأن الملكية الإدارية لها تأثير موجب على الأداء المالى للشركة، فالملكية الإدارية تصنع نوعاً من التوافق فى المصالح بين المديرين والمساهمين مما يقلل من الصراعات الناتجة عن الوكالة (Li et al., 2007)، كما تخفض من مشكلة عدم تماثل المعلومات، وبالتالي يدفع ذلك المديرين إلى تحسين الأداء وتحقيق الكفاءة الاستثمارية، واتخاذ الإجراءات التى تعظم من ثروة المساهمين، لأن أى اجراءات مخالفة لذلك سيتحملون تكلفتها (Cho, 1998).

حيث يشير (Basu, 2014) إلى أنه عندما يمتلك المديرين نسبة صغيرة من أسهم الشركة ينخفض لديهم الدافع للعمل من أجل تعظيم منافع المستثمرين الخارجيين مما يزيد من تكاليف الوكالة، وعلى العكس كلما زادت نسبة الملكية الإدارية يحدث التقارب فى المصالح، وبالتالي انخفاض السلوك الانتهازي للمديرين مما يخفض من تكاليف الوكالة ورفع الأداء المالى لها.

كما يمكن للملكية الإدارية أن تحسن من أداء الشركات من منظور أن المديرين الذين يملكون حصة فى أسهم الشركة لديهم القدرة على التحكم فى قراراتها من خلال مناصبهم، فعندما تكون تزداد الملكية الإدارية فى الشركة ستقل تكلفة الوكالة لأنها تعمل كحافز لمواءمة المصالح بين المديرين والمساهمين، لأن المالكون والإدارة هم نفس الأفراد، وبعبارة أخرى تعتبر الحصة التى يحتفظ بها المدير آلية فعالة للتخفيف من مشاكل الوكالة وكذلك لمواءمة مصلحة المديرين مع المساهمين، إلى جانب ذلك سيكون لدى المدير المالك أيضاً معلومات أكبر تتعلق بفرص نمو الشركة مما سيؤدي

ذلك إلى تقليل عدم تماثل المعلومات وإعطاء حافز للمديرين لتحسين الأداء (Kao, 2019; Chen, 2001)

على العكس من وجهة النظر السابقة تؤيد وجهة النظر الثانية أن للملكية الإدارية تأثير عكسي على الأداء المالي للشركات، حيث يشير البعض إلى أن زيادة الملكية الإدارية يؤدي إلى وجود التحصين الإداري الذي ينتج عنه زيادة السيطرة وصعوبة الرقابة، مما يدفع المديرين إلى التصرف بشكل انتهازى وزيادة ثروتهم على حساب المستثمرين (Jensen and Meckling, 1976)، فعند امتلاك المديرين لعدد كبير من أسهم الشركة ترتفع قدرتهم على السيطرة على الشركة، مما قد يدفعهم إلى عدم تحقيق مصلحة المساهمين وتغليب مصلحتهم الشخصية على مصلحة غالبية المساهمين (Morck et al., 1988).

٢. الكفاءة الاستثمارية للشركات

تعد القرارات الاستثمارية من أهم القرارات التي تقوم بها الإدارة نظراً لتأثيرها على فرص النمو المستقبلي للشركة، حيث يتطلب الأمر من الإدارة تحقيق التوازن بين المخاطر والفرص الاستثمارية المتاحة مما يعظم من قيمة الشركة (Gan, 2018)، ولكن في حقيقة الأمر يشجع انفصال الملكية عن الإدارة على قيام المديرين باتخاذ القرارات التي تعظم منافعهم على حساب مصلحة المساهمين، فالشركات التي لديها فائض نقدي كبير وقدرة على الاقتراض تقوم بعمليات الاستحواذ أو استخدام تلك الأموال في النفقات الرأسمالية مما يخفض من قيمة الشركة، أو تقوم بالاشتراك في المشروعات غير المربحة لتحقيق بناء الامبراطورية والحفاظ على السلطة (Khurana, et al. 2018).

وترتبط الكفاءة الاستثمارية للشركات بكيفية استثمار الشركات لأصولها، بمعنى أن الكفاءة الاستثمارية الأعلى تعني استخداماً أكثر فعالية لأصول الشركة وبالتالي أداء أفضل لها (Chen et al., 2017)، أي أن الكفاءة الاستثمارية للشركات ترتبط

بمدى القدرة على تخصيص واستغلال مواردها بالطريقة المثلى، حيث يتم تعريف الكفاءة الاستثمارية للشركات بأنها تنفيذ المشروعات التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة Net Present Value، فإذا لم تقوم الشركة باستغلال جميع المشروعات الاستثمارية التي يتولد عنها صافي قيمة حالية موجبة يتصف الاستثمار بالنقص أو الضعف (Under- investment)، أما في حالة الاستثمار في مشروعات استثمارية يتولد عنها صافي قيمة حالية سالبة يتصف الاستثمار في هذه الحالة بالزيادة أو الإفراط (Over investment) (Biddle et al., 2009).

بمعنى أن الشركات تحقق الكفاءة الاستثمارية إذا كانت قادرة على تحقيق وضع الاستثمار الأمثل، بمعنى عدم إضاعة أي فرص استثمارية لها صافي قيمة حالية موجبة (نقص الاستثمارات)، أو الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة (الإفراط أو زيادة الاستثمارات) (Biddle et al., 2009).

ويحدث نقص الاستثمار بسبب أمرين، الأمر الأول وهو عدم القدرة على تمويل المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، فالشركات تحتاج إلى تعزيز هيكل رأس مالها لتمويل الفرص الاستثمارية الجيدة عندما تظهر، الأمر الثاني وهو أنه على الرغم من توافر رأس المال لتمويل مشروعات صافي القيمة الحالية الموجبة إلا أن المديرين يقوموا بمصادرة تلك الأموال من أجل الاستثمار غير الفعال لتحقيق مصالحهم الشخصية (Verdi, 2006)، وعلى الجانب الآخر يحدث الإفراط في الاستثمار بسبب دوافع المديرين إلى تحويل موارد الشركة إلى منافعهم الخاصة على حساب المستثمرين ومحاولة بناء الامبراطورية (Jensen and Meckling 1976).

وتحدث عدم الكفاءة الاستثمارية بسبب مشكلة عدم تماثل المعلومات ومشكلة الوكالة، حيث يشير (Biddle and Hilary, 2006) إلى أن انحراف الشركة عن مستويات الاستثمار المثلى يقع نتيجة مشكلة الاختيار العكسي والخطر الأخلاقي تبعاً

لارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات، كما تؤدي مشكلة عدم تماثل المعلومات إلى وجود قيود على رأس المال والسيولة بسبب مشكلة الاختيار العكسي.

وأوضح (Cheng et al., 2013) أن مشكلة الخطر الأخلاقي تجعل المديرين يميلون إلى استخدام الفائض في التدفقات النقدية في الكثير من المشروعات بسبب عدم قدرة المستثمرين على إجراء رقابة عليهم مما يؤدي إلى الإفراط في الاستثمار وذلك من أجل تحقيق منافعهم الشخصية، كذلك تؤدي مشكلة الاختيار العكسي إلى أن تقوم الإدارة التي تملك معلومات لا يعلمها المستثمرين إلى بيع الأسهم بأسعار أعلى من قيمتها وتحقيق عوائد تقوم باستغلالها في الدخول في استثمارات غير فعالة مما يترتب عليه حدوث إفراط أو زيادة في استثمارات الشركة، بينما نجد أن الإدارة تحاول أن تنقص من الاستثمارات التي تقوم بها في حالة ارتفاع تكلفة التمويل (Biddle et al., 2009; Cheng et al., 2013)، أي أنه يمكن القول أن مشكلة عدم تماثل المعلومات ومشكلة الوكالة قد تؤديان إما إلى إفراط (زيادة في الاستثمارات) أو إلى نقص في الاستثمارات وفي كلتا الحالتين يحدث عدم الكفاءة الاستثمارية.

٢, ١. محددات الكفاءة الاستثمارية للشركات:

تلعب الكفاءة الاستثمارية في الشركات دوراً هاماً في قضية كفاءة تخصيص رأس المال سواء على المستوى الاقتصادي الكلي أو الجزئي، مما يحتم على الشركات ضرورة التركيز على المشروعات الاستثمارية الفعالة التي تحقق صافي قيمة عالية موجبة، الأمر الذي يبرر أهمية التركيز على محددات الكفاءة الاستثمارية والتي نعرض لأهمها فيما يلي:

● جودة التقارير المالية: تؤثر جودة التقارير المالية على الكفاءة الاستثمارية للشركات خاصة في ظل قيود التمويل وعدم تركيز الملكية (Verdi, 2006)، كما أشار (Chen et al., 2011) إلى أن هناك علاقة موجبة بين جودة التقارير المالية والكفاءة الاستثمارية للشركات، وأيضاً توصل (Biddle and Hilary, 2006) إلى أن جودة

التقارير المالية تؤدي إلى رفع الكفاءة الاستثمارية عن طريق الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات، وأكد ذلك (Cho and Kang, 2019; Zhai and Wang, 2016) بأن الشركات التي تتمتع بجودة في معلوماتها المحاسبية لديها القدرة على تحقيق الكفاءة الاستثمارية، وكذلك أشار (حسين، ٢٠١٩) أن جودة التقارير المالية تخفض من عدم الكفاءة في القرارات الاستثمارية وبشكل خاص إذا كانت الشركة تعتمد على المديونية بشكل كبير، على العكس من تلك النتائج فقد توصل (Wang et al., 2015) إلى وجود تأثير سالب لجودة التقارير المالية على الكفاءة الاستثمارية للشركات سواء في صورة نقص أو زيادة وبالأخص بالنسبة للشركات التي لديها فائض في التدفقات النقدية الحرة.

● حوكمة الشركات: يمكن لحوكمة الشركات أن تزيد من كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال الدور الرقابي الذي تقوم به والذي يترتب عليه خفض تكاليف الوكالة (Chen and Chen, 2017)، ومن أهم الآليات التي تفرضها الحوكمة هي الآليات الخاصة بمجلس الإدارة، حيث نجد أن بعض الدراسات وجدت تأثير موجب لخصائص مجلس الإدارة مثل حجم المجلس واستقلال المجلس على الكفاءة الاستثمارية للشركات، حيث وجد (Bzeouich et al., 2018) تأثير موجب لحجم مجلس الإدارة على الكفاءة الاستثمارية، وأيضاً توصل (Chen and Chen, 2017;) إلى وجود علاقة موجبة بين استقلال مجلس الإدارة والكفاءة الاستثمارية للشركات، بينما توصل (Gao et al., 2017) إلى أن تلك العلاقة سالبة.

كذلك وجد (Chen et al., 2017) أن الملكية الإدارية تخفض من تكاليف الوكالة عن طريق الموازنة بين مصالح المديرين والمساهمين مما يرفع من الكفاءة الاستثمارية للشركات، على العكس من ذلك فإن تركيز الملكية يؤدي إلى سيطرة كبار المساهمين مما يضر بحقوق أقلية الأسهم مما ينعكس بالسلب على الكفاءة الاستثمارية.

● التدفقات النقدية الحرة : هناك العديد من الدراسات التي تناولت العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والكفاءة الاستثمارية للشركات مثل (Richardson, Bhuiyan and Hooks, 2019; 2006) حيث توصلوا إلى أن الكفاءة الاستثمارية تنخفض بشكل كبير مع زيادة التدفقات النقدية الحرة، حيث تتجه الشركة إلى الدخول في استثمارات غير فعالة بصرف النظر عن تحقيقها لصافي قيمة حالية موجبة مما يؤدي إلى زيادة أو الإفراط في الاستثمار مما يخفض من الكفاءة الاستثمارية.

● التمويل ورأس المال: تتوقف الكفاءة الاستثمارية أيضاً على مصادر التمويل ومدى توافر رأس المال، فيمكن للشركات التي تعاني من قيود على التمويل مثل الشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة من فقدان العديد من المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة وبالتالي حدوث نقص أو انخفاض في الاستثمار (Verdi, 2006).

● مستوى إفصاح الشركة: أيضاً يرى (رميلي، ٢٠١٨) و(Lai et al., 2014) أنه يمكن لمستوى الإفصاح ان يؤثر على الكفاءة الاستثمارية، ويرجع ذلك إلى أنه مع زيادة مستوى الإفصاح ينتج عنه مستوى أقل من عدم التماثل في المعلومات وبالتالي زيادة الكفاءة الاستثمارية، بالإضافة إلى أن انخفاض مستوى عدم تماثل المعلومات يعطى الدافع للإدارة إلى اتخاذ القرارات الاستثمارية التي تحقق مصلحة المساهمين وتفيد من الدافع نحو اتخاذ القرارات الاستثمارية غير الفعالة، كما أكد ذلك الرأي (Li et al., 2019) بأن افصاح الشركات المتكرر عن المخاطر يدعم الكفاءة الاستثمارية.

● جودة الأرباح: تؤثر جودة الأرباح على الكفاءة الاستثمارية حيث توصل كل من (Cherkasova and Rasadi, 2017; Cardoso, j., 2019) إلى وجود علاقة طردية بين جودة الأرباح وبين الكفاءة الاستثمارية، على العكس من دراسة

(Wang et al, 2019) والتي توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين جودة الأرباح والكفاءة الاستثمارية.

● الملكية الحكومية: تعتبر الملكية الخاصة من حوافز الاستثمار أكثر من الملكية الحكومية، حيث ترتبط الملكية الحكومية ارتباطاً عكسياً بالكفاءة الاستثمارية، بمعنى أنه مع ارتفاع نسبة الملكية الحكومية تزداد فرص الدخول في مشروعات استثمارية غير فعالة مما يخفض من الكفاءة الاستثمارية، وتتجه الشركات للدخول في مشاركة بين القطاعين العام والخاص وذلك للتخفيف من مشكلة انخفاض الكفاءة الاستثمارية سواء في صورة نقص أو زيادة في الاستثمارات (Dao et al., 2020)، كذلك هناك علاقة عكسية بين الملكية الأجنبية والكفاءة الاستثمارية ومع وجود قيود مالية تزداد قوة تلك العلاقة (Tran,2020).

٣. العلاقة بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية للشركات

يعتمد اتخاذ القرارات الاستثمارية على الفرص الاستثمارية المتاحة دون غيرها من العوامل وذلك بفرض كفاءة أسواق رأس المال أو في أسواق رأس المال المثالية (Modigliani and Miller, 1958)، ولكن في الواقع العملي نجد أن هناك العديد من المشاكل التي تتسبب في حدوث انتقاص من كفاءة الأسواق مثل مشكلة الوكالة وتعارض المصالح بين الإدارة والمساهمين وكذلك مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والأطراف الخارجية مما يتسبب في التأثير على قرارات التمويل وما يرتبط بها من قرارات استثمارية، مما يؤثر على الكفاءة الاستثمارية للشركات (Jensen and Meckling, 1976)، وقد تحدث عدم الكفاءة الاستثمارية بسبب تعارضات الوكالة بين المديرين والمستثمرين في صورة نقص في الاستثمارات (Jensen and Meckling, 1976) أو في صورة زيادة في الاستثمارات.

حيث أن فصل الملكية عن الإدارة يؤدي إلى حدوث نوعان من مشاكل الوكالة، النوع الأول هو التعارض في المصالح بين المديرين والمساهمين (Jensen and

(Meckling, 1976)، والنوع الثاني هو التعارض في المصالح بين المساهمين المسيطرين والمساهمين غير المسيطرين (La Porta et al., 2000)، حيث ينتج عن النوع الأول مشكلة الاختيار العكسي والتي تتسبب في رفع تكلفة التمويل مما ينتج عنه نقص الاستثمارات، أما النوع الثاني فينتج عنه مشكلة الخطر الأخلاقي نتيجة لتعارض المصالح بين الإدارة وكبار حملة الأسهم، وبالتالي انخراط المديرين في المشروعات الاستثمارية التي تحقق منافعهم على حساب المستثمرين مما يؤدي إلى زيادة أو الإفراط في الاستثمار (Lara et al., 2016)، وتحقق الملكية الإدارية التوافق في المصالح بين المديرين والمساهمين، مما يقلل من مشكلة عدم تماثل المعلومات وخفض مشاكل المخاطر الأخلاقية، ودفع المديرين للقيام بالاستثمارات المثلى مما يعزز من الكفاءة الاستثمارية (Bimo et al., 2021).

ولقد أشارت نظرية الوكالة إلى أنه هناك علاقة موجبة بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية للشركات، حيث تخفض الملكية الإدارية من تعارضات الوكالة بين المديرين والمساهمين، كما تحفز المديرين بشكل غير مباشر على تنفيذ الاستثمارات المعززة لقيمة الشركة (Jensen and Meckling, 1976)، كما يرى (Short and Kevin 1999) أن الملكية الإدارية يمكن أن تحد من التلاعب الإداري وزيادة جودة التقارير المالية وتحسن الأداء المالي، وأيضاً توصلت دراسة (Vijayakumaran, 2021; Nor et al., 2021) (محمود، ٢٠٢٢) إلى وجود تأثير موجب للملكية الإدارية على الكفاءة الاستثمارية للشركات وأكد على ذلك (Cho, 1998) بأن الملكية الإدارية لها تأثير موجب على استثمارات الشركة وكذلك قيمتها.

وعلى العكس من ذلك فقد توصلت بعض الدراسات الأخرى إلى وجود علاقة عكسية بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية، حيث تسمح الملكية الإدارية بتوفير موارد مالية يمكن للإدارة استخدامها في تنفيذ مشروعات غير مربحة مما يترتب عليه انحراف عن الكفاءة الاستثمارية في صورة زيادة في الاستثمارات، وكذلك كلما زادت الملكية الإدارية تزداد فرص التحصين الإداري وسيطرة المديرين وصعوبة الرقابة عليهم مما يضعف من الكفاءة الاستثمارية للشركات (Siddique and Abdul, 2023; Azhar et al., 2023).

(Chen et al., 2017; 2019)، كما أشار إلى أنه في حالة زيادة تأثير التحصين الإدارى على المواءمة فى المصالح بين الملاك والمساهمين سينعكس ذلك بشكل سلبى على الكفاءة الاستثمارية (Mueller and Spitz-Oener, 2006).

على الجانب الأخر هناك بعض الدراسات التى لم تجد أى علاقة بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية للشركات مثل دراسة (Cho, 1998; Rashed, et al., 2018) (محمد، ٢٠٢١).

القسم الثانى

العلاقة بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية للشركات

وينقسم هذا القسم إلى جزئين الأول يتناول الرافعة المالية والثانى يتناول العلاقة بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية للشركات:

١. الرافعة المالية

تعبر الرافعة المالية عن نسبة ديون الشركة مقسومة على إجمالى حقوق الملكية، ويمكن أن تحقق الرافعة المالية المثلى منافع كثيرة للشركة لعل أهمها هو تعظيم العائد باستخدام نسبة أقل من حقوق الملكية، وكذلك تحقيق وفورات ضريبية نتيجة لأن فائدة الدين تعفى من الضرائب، ولكن من ناحية أخرى يمكن أن تتعرض الشركة لخطر الإفلاس عند زيادة مستوى الرافعة المالية عن حد معين (Gustafsson, 2010, and Per,).

ويوضح (Jensen, 1986) أن الرافعة المالية يمكن أن تخفض من تكاليف الوكالة التى ترتبط بالتدفقات النقدية الحرة، لأن الاعتماد على الديون يجعل الشركة تقوم بالتزامات معينة وفى حالة عدم الوفاء بتلك الالتزامات قد تتعرض للإفلاس، مما يحد من دخول الشركة فى استثمارات غير مربحة وتنفيذ الاستثمارات ذات الكفاءة العالية مما يخفض من تكاليف الوكالة، ومن ناحية أخرى يشير (Berger et al., 1997) إلى أن الإدارة تحاول تقليل نسبة المديونية لأن زيادة الرافعة المالية سوف يقلل من قدرتهم على استغلال التدفقات النقدية فى تحقيق منفعتهم الشخصية بدلاً من

تعظيم قيمة الشركة، بالإضافة إلى أن زيادة الرافعة المالية تجعل المديرين يقوموا باستبعاد الاستثمارات غير الفعالة مما يقلل من حجم الشركة وهذا يتعارض مع دوافعهم لبناء الامبراطورية.

٢. العلاقة بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية للشركات

تؤثر القرارات المتعلقة بكل من هيكل رأس المال والاستثمار بشكل كبير على بقاء واستمرار أى شركة، لذلك تعتبر من الأمور الجوهرية التى تعطىها الشركات اهمية خاصة، حيث تسعى كل شركة دائماً إلى تحقيق الكفاءة الاستثمارية وترغب في تحديد هيكل رأس مالها عند النقطة المثلى حتى تصل إلى أعلى قيمة للشركة (Thi et al., 2023)، وتصل الشركة إلى الكفاءة الاستثمارية إذا زاد الاستثمار من قيمة الشركة، حيث يشير (Jorgenson, 1963) إلى أن الاستثمارات تعتبر فعالة إذا كان المعدل الحدى للعائد المتوقع مساوياً لتكلفة رأس المال، ومع ذلك فإن بعض الشركات تستثمر بشكل غير فعال من خلال الانخراط في الاستثمار الناقص أو المفرط، وقد يرجع ذلك الأمر إلى حدوث مشاكل الوكالة وما يرتبط بها من وجود تعارض في المصالح بين المساهمين والمديرين، ويمكن أن تؤدي هذه النزاعات إلى عدم الكفاءة الاستثمارية.

حيث يعتبر من أهم الأسباب لعدم الكفاءة الاستثمارية هي مشاكل الوكالة حيث يؤدي الفصل بين الإدارة والملكية إلى وجود تضارب بين مصلحة المديرين والمساهمين، وعندما تنشئت الملكية يصعب على المساهمين الإشراف الفعال على المديرين، ويميل مديرى الشركات إلى استخدام النقد الفائض للاستثمار في المشروعات غير المربحة، مما يؤدي إلى عدم الكفاءة الاستثمارية (Stulz, 1990)، أى أنه كلما ازداد التعارض بين مصالح المديرين والمساهمين ترتفع معدلات الاستثمار غير الفعالة (الاستثمار المفرط)، حيث يسعى المديرون إلى تنمية الشركة بما يتجاوز حجمها الأمثل لتحقيق منافعهم الشخصية، ويظهر ذلك بوضوح فى الشركات ذات التدفقات النقدية الحرة المرتفعة، وقلة المشاريع ذات صافى القيمة الحالية الموجبة (Jensen, 1986).

وقد ترجع عدم الكفاءة الاستثمارية أيضاً إلى مشكلة عدم تماثل المعلومات، فوفقاً لنظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل (pecking order) يحدث عدم تماثل في المعلومات بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية، حيث تمتلك الأطراف الداخلية معلومات لا يمكن للأطراف الخارجية الحصول عليها مثل معلومات عن القيمة الحقيقية للشركة وكذلك معلومات عن استثمارات الشركة، وبالتالي يمكن لهم اصدار الأسهم المسعرة بأعلى من قيمتها إلى المستثمرين الذين يملكون المعلومات الأقل وبالتالي تحدث مشكلة الاختيار المعاكس adverse selection، ويتوقع المستثمرون الخارجيون علاوة المخاطرة مما يزيد من تكلفة التمويل الخارجى مقارنة بالتمويل الداخلى (Myers and Majluf, 1984)

ويرى (Berle and Means, 1932) أن من العوامل التي يمكن أن تقلل من نزاعات الوكالة هي تركيز الملكية، نظراً لأن المساهم صاحب الملكية الكبيرة لديه حوافز لمراقبة المديرين ويصبح خصماً قوياً في هذا الصراع أكثر من الشركات ذات الملكية غير المركزة، حيث يكون المساهمون لديهم حافز محدود لمراقبة الإدارة بعناية، ويمكن أن تنتج عدم الكفاءة الاستثمارية أيضاً عن صراع بين المساهمين وحاملي الديون، وعلى الرغم من أنه في العادة لا يوجد صراع بين المساهمين وحاملي الديون إلا أنه قد يحدث ذلك إذا كان هناك خطر التخلف عن السداد، لأنه في تلك الحالة يمكن للمساهمين تحقيق مكاسب على حساب حاملي الديون، وكلما زادت مخاطر التخلف عن السداد كان الصراع بين المساهمين وحاملي الديون أقوى بشكل عام (Myers, 2001).

ويرى (Jensen and Meckling, 1976) أن الوجود الحتمي لتكاليف المعاملات وعدم تماثل المعلومات يؤديان إلى حدوث مشاكل الوكالة بين المساهمين وأصحاب الديون والمديرين، مما قد يؤدي إلى انحراف الكفاءة الاستثمارية وبالتالي نقص أو زيادة في الاستثمار، ويوضح (Vo, 2019) أن هناك علاقة عكسية بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية للشركات، ويفسر هذا الارتباط السالب لوجود تعارض في المصالح بين

المديرين والمساهمين، حيث أنه يتم استخدام الديون كأداة للسيطرة على مشكلة الاستثمار المفرط الناتج عن زيادة التدفقات النقدية، لأن لجوء المديرين إلى خيار تمويل الديون يخفض الإجراءات المشددة التي يفرضها أصحاب الأسهم لتخفيض الأموال المتاحة للمشاريع الاستثمارية بسبب تكلفة الديون، ويتفق معه في ذلك الرأى (Aivazian et al., 2005) حيث وجد ارتباطاً سالباً بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية وبشكل أكثر وضوحاً في الشركات التي لديها فرص نمو منخفضة.

وتركز النسبة الأكبر من الأدبيات التي تدرس العلاقة بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية للشركات بشكل أساسي على بعض الأسواق المتقدمة مثل سوق المملكة المتحدة، والسوق الكندي، وخاصة سوق الولايات المتحدة حيث أنها واحدة من الأسواق الرئيسية في الاقتصاد العالمي (Guariglia, 2005; Aivazian et al., 1996; Lang et al., 2008; Ahmed et al., 2023) أن تأثير الرافعة المالية على قرار الاستثمار الحقيقي يتجلى بوضوح في الأسواق النامية تحت تأثير عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة التي تؤدي إلى عدم الكفاءة الاستثمارية، وفي الآونة الأخيرة هناك بعض الباحثين المهتمين بدراسة هذه العلاقة في الأسواق النامية مثل الصين وباكستان (Ling and Wu, 2022; Vo, 2019; Zeng et al., 2022) ومع ذلك لا يزال عدد الدراسات في الأسواق الناشئة الأخرى محدوداً.

ولقد اختلفت الأدبيات السابقة فيما يتعلق بالعلاقة بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية، حيث توصل بعضها إلى وجود علاقة عكسية بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية (Aivazian et al., 2005; Phan, 2018; Gebauer, et al., 2018) ، بينما توصل البعض الآخر إلى أن هذه العلاقة طردية (Chang, et al., 2020 Nan and Wen, 2023; Gustafsson, and Per, 2010) في حين أن بعضها أشار إلى عدم وجود علاقة بين المتغيرين (واكد وآخرون، ٢٠٢٣؛ علي، ٢٠٢١؛ خلف، ٢٠٢٠؛ بلال، ٢٠٢٠)، مع وجود العديد من العوامل التي تؤثر على تلك العلاقة مثل العوامل المتعلقة بخصائص الشركة ومن أهمها معدلات النمو، هيكل الملكية والملكية الإدارية

والشكل القانوني (Lang et al., 1996; Gedajlovic and Shapiro, 1998, Thomsen and Pedersen, 2000, Pindado and de la Torre, 2009).

وتناول الباحثون العلاقة بين الرافعة المالية والاستثمار في إطار نظرية الوكالة، في إشارة إلى العلاقة المعنوية بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية للشركات، حيث وصف (Myers, 1977) الرافعة المالية كأحد الأسباب الرئيسية المؤثرة على الكفاءة الاستثمارية وأوضح أن الشركات ذات الرافعة المالية الأعلى يجب أن تتخلى عن فرص الاستثمار الجيدة بسبب عبء الديون المفرطة، علاوة على ذلك هناك فائدة أقل للمساهمين في الشركات ذات المديونية العالية للاستفادة من فرص الاستثمار الجيدة، ووجد (Aivazian et al., 2005) أن الشركات التي لديها ديون ضخمة تستثمر أقل على الرغم من توفر فرص استثمارية جيدة، وينتهي بها الأمر بنقص الاستثمار، ولقد وجدت العديد من الدراسات علاقة سالبة بين الرافعة المالية والاستثمار، ولكن هذه العلاقة تزداد قوة أو تضعف اعتماداً على الخصائص المختلفة للشركات وتؤدي إلى نتائج متضاربة، وتكون هذه العلاقة أقوى بالنسبة للشركات ذات فرص النمو المنخفضة (Firth et al., 2008).

كما تشير الأدبيات السابقة إلى أن المعيار الأساسي في تقييم الاستثمارات هو صافي القيمة الحالية الموجبة، بالإضافة إلى هذا العامل يعتبر التمويل أو قدرة الديون من الأمور الهامة في تقييم النشاط الاستثماري، وقد يؤدي ذلك إلى استنتاج أن الرافعة المالية لها تأثير موجب على الكفاءة الاستثمارية على اعتبار أن المزيد من الديون يعني المزيد من الاستثمارات (Gustafsson, and Per, 2010)، ومع ذلك يجد الكثير من الباحثين أن الرافعة المالية تخفض من أنشطة الاستثمار في الشركات (Firth et al., 2008; Vo, 2019).

كذلك توصل (Firth et al., 2008) إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية والاستثمار في حالة الشركات غير المملوكة للدولة على العكس من الشركات المملوكة

للدولة، ويؤكد ذلك (Vo, 2019) حيث وجد تأثيراً سالباً للرافعة المالية على استثمار الشركة ويظهر أن الرافعة المالية لها تأثير سالب أقوى على الكفاءة الاستثمارية للشركات ذات فرص النمو المرتفعة مقارنة بفرص النمو المنخفضة، ويتفوقوا في ذلك مع الرأي الذي قدمه (Myers,1977) بأن الرافعة المالية تقلل من الأنشطة الاستثمارية للشركات.

وكذلك يرى (شخاترة، ٢٠١٢) أن الارتباط بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية يعتمد على عدم كفاءة الأسواق ومشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات، مما يؤدي بدوره إلى عدم الكفاءة الاستثمارية، مما يجعل الرافعة المالية يمكن أن تكون آلية فعالة لتقليل الاستثمار المفرط أو يمكن أن تؤدي إلى نقص الاستثمار.

كذلك توصل (Phan, 2018) إلى وجود تأثيراً سالباً للرافعة المالية على الاستثمار ويذكر أن هذا التأثير أقوى في الشركات المملوكة للدولة مقارنةً بالقطاع الخاص، كما أوضح (Gebauer, et al., 2018) أن هناك علاقة عكسية بين الاستثمار والرافعة المالية وأشاروا إلى أن هذه العلاقة تزداد قوة مع الأزمات العالمية، حيث أن الشركات لديها موارد داخلية أقل للاستثمار في المشروعات الجديدة، وأيد النتائج السابقة (Danso et al., 2019) بأن الرافعة المالية تؤثر تأثيراً عكسياً على استثمارات الشركة ويزداد هذا التأثير مع زيادة مستوى عدم تماثل المعلومات، كما توصل (Segara, and Yang, 2020) أن هذا التأثير السالب يزداد مع الشركات ذات معدلات النمو المنخفضة.

وعلى العكس مما سبق فقد أظهر (Gustafsson, and Per, 2010) علاقة موجبة بين الرافعة المالية والشركات التي تفرط في الاستثمار، بينما كانت هذه العلاقة سالبة في الشركات التي لديها نقص في الاستثمارات، وكذلك أشار (Chang, et al., 2020; Iiu, 2018) إلى نتائج متباينة من الشركات الصينية التي تتمتع بعلاقة موجبة للرافعة المالية السوقية والكفاءة الاستثمارية، مع التأثير السالب للرافعة المالية

الدفترية على الكفاءة الاستثمارية، كذلك توصل (Barbiero et al., 2018) إلى وجود ارتباط موجب بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية وبالأخص في الشركات التي تتوفر لديها فرص نمو أجنبية، ويختفى هذا التأثير إذا كان مستوى الديون مفرطاً، وتوصل (Ding et al., 2020) أن زيادة مستوى الديون قصيرة الأجل والتي تخفض من انتهازية المديرين وبالتالي تساعد الشركات على تحسين القرارات الاستثمارية، كما توصل (Chang, et al., 2020 Nan and Wen, 2023) إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية الكفاءة الاستثمارية للشركات.

القسم الثالث

الدراسات السابقة واشتقاق فروض الدراسة

١. الدراسات السابقة عن العلاقة بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية للشركات

اختبرت دراسة (Chen et al., 2017) ما إذا كان هيكل الملكية وحوكمة الشركات لها تأثير على كفاءة الاستثمار للشركات الصينية المدرجة في البورصة، ولقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود تأثير سالب لكل من تركيز الملكية وهيكل الملكية على كفاءة الاستثمار، كما وجدت أن صناديق الاستثمار المشتركة لها تأثير موجب على كفاءة الاستثمار.

كما هدفت دراسة (Nor et al., 2017) إلى فحص العلاقة بين حوكمة الشركات والمتمثلة في (استقلالية مجلس الإدارة، وحجم المجلس، والملكية الإدارية) وكفاءة الاستثمار في الشركات الماليزية المدرجة في البورصة خلال الفترة من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١١ كعينة للدراسة، وتم تحديد مستوى كفاءة الاستثمار بناءً على الانحراف عن الاستثمار المتوقع باستخدام نموذج توقع الاستثمار كدالة لنمو الإيرادات، وتم قياس استقلالية مجلس الإدارة من خلال نسبة المديرين غير التنفيذيين إلى إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة، وتم احتساب الملكية الإدارية على أساس

نسبة الأسهم المملوكة للمدير التنفيذي إلى إجمالي عدد الأسهم المصدرة من قبل الشركة، ووجدت الدراسة أن حجم مجلس الإدارة فقط هو الذي أثر على مستوى استثمار الشركة، في حين أن استقلالية مجلس الإدارة والملكية الإدارية تمنع عدم الكفاءة فيما يتعلق بالاستثمار، وتؤكد النتائج على دور حوكمة الشركات في تعزيز أداء الشركة وخاصة دور حجم مجلس الإدارة في حماية مصالح المساهمين.

وكذلك هدفت دراسة (Rashed et al., 2018) إلى اختبار العلاقة بين آليات هيكل الملكية (الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية، وتركز الملكية، وملكية المدير الخارجي) وكفاءة الاستثمار، باستخدام عينة من ٣٥ شركة مدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠٠٦ حتى ٢٠١٥، وأشارت نتائج هذه الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية وكفاءة الاستثمار، بينما كان هناك علاقة سالبة بين كل من (الملكية المؤسسية، وتركز الملكية، وملكية المدير الخارجي) وكفاءة الاستثمار، وعدم وجود علاقة بين المتغيرات الضابطة (حجم الشركة، ونسبة المديونية، نسبة توبين كيو) وكفاءة الاستثمار، كما تشير نتائج الدراسة إلى أن غالبية الشركات المصرية تعتمد على الملكية المؤسسية أكثر من الملكية الفردية مما يترتب عليه انخفاض الكثير من مشاكل الوكالة وتقليل عدم تماثل المعلومات، وتسهيل مراقبة قرارات الاستثمار.

وأيضاً تمثل الهدف الرئيسي لدراسة (Azhar et al., 2019) في التحقق من أثر هيكل الملكية وحوكمة الشركات على كفاءة الاستثمار، واستخدمت هذه الدراسة عينة من ٥٠ شركة غير مالية مدرجة في البورصة الباكستانية خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٥، وتوضح النتائج أن كفاءة الاستثمار تنخفض مع زيادة تركيز الملكية والملكية الإدارية، بالإضافة إلى أن ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول تؤثر بشكل سالب على كفاءة الاستثمار، وفي المقابل لم يكن هناك علاقة بين الملكية المؤسسية وحجم مجلس الإدارة على كفاءة الاستثمار.

واختبرت دراسة (Vijayakumaran, R., 2021) تأثير الملكية الإدارية على الاستثمار والقيود المالية في سوق الصين، وأشارت الدراسة إلى أن العلاقة بين الملكية الإدارية والقرارات الاستثمارية تأخذ شكلين: الأول أن الملكية الإدارية لها تأثير موجب مباشر على قرارات الاستثمار في الشركات من خلال مواءمة حوافز الإدارة مع مصالح المساهمين، والثاني أن الملكية الإدارية تساعد على تقليل درجة القيود المالية التي تواجهها الشركات، مما يشير إلى أن الملكية الإدارية تعمل كشكل من أشكال الضمان الموثوق به للمقرضين، بمعنى أن الملكية الإدارية في شركات الدراسة تساعد في تقليل تكاليف الوكالة والمعلومات غير المتماثلة وبالتالي تزيد من كفاءة استثمار الشركات.

وقامت دراسة (محمد، ٢٠٢١) باختبار تأثير الملكية الإدارية على العلاقة بين إدراج الشركات بالمؤشر المصري للمسئولية الإجتماعية و كفاءة الاستثمار، وذلك بالتطبيق على ٢٤٦ مشاهدة لعينة من الشركات غير المالية التي تم إدراجها بالمؤشر المصري للمسئولية الإجتماعية خلال الفترة من ٢٠١٢ حتى ٢٠١٨، وأشارت نتائج هذه الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين إدراج الشركات بالمؤشر المصري للمسئولية الإجتماعية وكفاءة الاستثمار وكذلك على زيادة ونقص الاستثمار، كما كان هناك تأثير سالب لإدخال الملكية الإدارية كمتغير منظم على تلك العلاقة، بينما كان هناك تأثير موجب لإدخال الملكية الإدارية على العلاقة بين إدراج الشركات بالمؤشر المصري للمسئولية الإجتماعية ونقص الاستثمار، بالإضافة إلى عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية وكفاءة الاستثمار.

وهدفت (دراسة محمود، ٢٠٢٢) إلى اختبار أثر جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المصرية، وكذلك اختبار الأثر المنظم لهيكل الملكية (تركز الملكية، والملكية الإدارية) على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار، حيث يعتبر هيكل الملكية أحد الآليات الداخلية لحوكمة الشركات التي يمكنها تقليل مشاكل الوكالة ومشكلة عدم تماثل المعلومات، وتمثلت عينة الدراسة في

٥٣ شركة مسجلة في البورصة المصرية في الفترة من ٢٠١٥ حتى ٢٠١٨، وتشير النتائج إلى أن الملكية الإدارية الكبيرة ذات تأثير كبير على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار، على العكس من تركيز الملكية والتي لم يكن لها تأثير على تلك العلاقة، حيث تتوافق نتائج تلك الدراسة مع فكرة أن الملكية الإدارية يمكن أن تقلل من مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات، لذلك فإن تزويد المديرين بملكية أكبر للأسهم كتعويض يحقق منافع كبيرة.

واختبرت دراسة (Siddique and Abdul, 2023) التأثير الوسيط للمسئولية الاجتماعية للشركات على العلاقة بين هيكل الملكية وكفاءة الاستثمار، مع استخدام عينة من ٢٩٦ شركة من الشركات الباكستانية غير المالية المدرجة في بورصة باكستان من ٢٠١١ إلى ٢٠٢٠، وتظهر النتائج أن الملكية العائلية وتركز الملكية لهما تأثير موجب ودال احصائياً على كفاءة الاستثمار، بينما الملكية المؤسسية والملكية الإدارية لهما تأثير سالب ودال احصائياً على كفاءة الاستثمار، كما تؤثر المسئولية الاجتماعية بشكل موجب على العلاقة بين كلا من (الملكية الإدارية وتركز الملكية) وكفاءة الاستثمار، ولا يوجد تأثير وسيط لكل من (الملكية العائلية والملكية المؤسسية) على كفاءة الاستثمار.

من خلال العرض السابق للدراسات التي تناولت العلاقة بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية للشركات، يتضح وجود نتائج متعارضة لهذه الدراسات، وبالتالي يمكن صياغة الفرض الأول للدراسة كما يلي:

الفرض الأول: تؤثر الملكية الإدارية على الكفاءة الاستثمارية للشركات المساهمة المصرية.

٢. الدراسات السابقة عن العلاقة بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية للشركات

تعتبر دراسة (Aivazian et al., 2005) من أبرز الدراسات التي تناولت العلاقة بين الرافعة المالية وقرارات الاستثمار، حيث سعت هذه الدراسة إلى التحقق من تأثير

الرافعة المالية على قرارات الاستثمار للشركات باستخدام معلومات عن الشركات الكندية، وتوضح النتائج أن الرافعة المالية ترتبط عكسياً بالاستثمار وأن هذا التأثير العكسي أقوى بشكل ملحوظ بالنسبة للشركات ذات فرص النمو المنخفضة مقارنة بتلك التي تتمتع بفرص نمو عالية، وتوفر نتائج هذه الدراسة اتفاقاً مع نظرية الوكالة بأن الرافعة المالية لها دور مؤثر في الشركات ذات فرص النمو المنخفضة.

وتأتى بعدها (دراسة Gustafsson, 2010, and Per,) لتختبر أثر الرافعة المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات السويدية خلال الفترة من 1997-2005، حيث تم تقسيم العينة إلى مجموعتين (شركات ذات استثمار مفرط وشركات ذات نقص في الاستثمار) ودراسة أثر الرافعة المالية على المجموعتين، كما تم استخدام ثلاثة مقاييس لكفاءة الاستثمار وهي (النفقات الرأسمالية ونفقات البحث والتطوير، Tobin Q، Marginal Q)، وتوصلت الدراسة إلى هناك تأثير موجب للرافعة المالية على الشركات التي تفرط في الاستثمار، بمعنى تحسن الاستثمار مع زيادة الرافعة المالية، على العكس من الشركات ذات النقص في الاستثمار فقد كان للرافعة المالية تأثير سالب عليها.

كما هدفت (دراسة شخاترة، 2012) إلى اختبار أثر الرافعة المالية على القرار الاستثماري بالتطبيق على عينة من الشركات الصناعية الأردنية، وتم قياس الكفاءة الاستثمارية من خلال نموذج (Lang et al., 1996)، وتشير النتائج إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية وقرارات الاستثمار وتزداد قوة تلك العلاقة بالنسبة للشركات التي تمتلك فرص نمو ضئيلة مقارنة بتلك التي تمتلك فرص نمو أكبر، وهو ما يتفق مع نظرية الوكالة التي تشير إلى أن الرافعة المالية تلعب دوراً تنظيمياً في تلك الشركات ذات فرص النمو المنخفضة.

وتناولت دراسة (Liu, 2018) العلاقة بين الرافعة المالية ومعدل النمو وكفاءة الاستثمار باستخدام عينة من بيانات الشركات المدرجة في البورصة الصينية خلال الفترة من 2013 إلى 2016، وقد توصلت تلك الدراسة إلى أنه في الشركات ذات

معدلات النمو المرتفع تؤدي زيادة الرافعة المالية إلى حدوث نقص في الاستثمارات، على العكس من الشركات ذات معدلات النمو المنخفضة حيث تؤدي الرافعة المالية إلى منع الإفراط في الاستثمار.

وقامت دراسة (Barbiero et al., 2018) باختبار العلاقة بين مستوى الدين وبين كفاءة الاستثمار، وذلك باستخدام مجموعة بيانات أوروبية تتكون من ٨,٥ مليون شركة، توصلت إلى أن الشركات ذات الديون المرتفعة تستثمر أكثر نسبياً من الشركات المماثلة الأخرى إذا كانت تعمل في قطاعات تواجه فرص نمو عالمية جيدة، وفي الوقت نفسه يختفي التأثير الموجب لتأثير مستوى الديون على كفاءة الاستثمار إذا كان الدين مفرطاً، وأيضاً إذا كانت الديون ذات آجال استحقاق قصيرة، وأيضاً كان هناك ارتباط سالب بين مشاكل الوكالة في الشركات وكفاءة الاستثمار.

وهدفت دراسة (Danso et al., 2019) إلى التعرف على كيفية تأثير الرافعة المالية على استثمارات الشركة، وذلك بالتطبيق على ٢٤٠٣ شركة هندية خلال الفترة من ١٩٩٥ حتى ٢٠١٤، وقد توصلت نتائج تلك الدراسة إلى أن الرافعة المالية لها تأثير معنوي سالب على استثمارات الشركة، كما أن تأثير الرافعة المالية يزداد مع زيادة عدم تماثل المعلومات، كما تشير النتائج إلى أن الرافعة المالية لها تأثير معنوي على الاستثمارات في حالة معدلات النمو المنخفضة، بينما ليس لها تأثير على استثمارات الشركة في حالة معدلات النمو المرتفعة.

وكذلك تحققت دراسة (Vo, 2019) من العلاقة بين الرافعة المالية والاستثمارات بالتطبيق على مجموعة من الشركات في فيتنام خلال الفترة من ٢٠٠٦ حتى ٢٠١٥، وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية واستثمارات الشركة، بمعنى أن الديون تمثل قيداً على الاستثمارات، وتزداد هذه العلاقة في حالة الشركات ذات معدلات النمو المرتفعة أكثر من تلك الشركات صاحبة معدلات النمو المنخفضة.

واختبر (Segara, and Yang, 2020) تأثير الرافعة المالية على الاستثمار داخل الشركات ذات المستويات المتفاوتة من فرص النمو في ٣٨ دولة من الدول المتقدمة والنامية، وتوصلت إلى وجود تأثير سالب للرافعة المالية على استثمارات الشركة، كما يزداد الأثر السالب للشركات ذات فرص النمو المنخفضة في كل من البلدان المتقدمة والنامية، ويؤكد ذلك على الدور القوي للرافعة المالية في منع الاستثمار المفرط.

وهدفت دراسة (Ding et al., 2020) إلى التحقق من أن الاعتماد على الديون قصيرة الأجل قد يساعد الشركات الصينية المدرجة على اتخاذ قرارات استثمارية فعالة وتقليل مشكلة الاستثمار المفرط للشركات منخفضة النمو، واستخدمت هذه الدراسة مجموعة كبيرة من بيانات الشركات الصينية غير المالية المدرجة في البورصة خلال الفترة من ٢٠٠٧-٢٠١٧، وتظهر النتائج وجود علاقة موجبة بين معدل النمو والاستثمار، وتزداد قوة هذه العلاقة من خلال الرافعة المالية، خاصة بالنسبة للشركات ذات معدلات النمو المرتفع، وهذا يدعم وجهة النظر القائلة بأن الديون قصيرة الأجل تساعد الشركات على الاستخدام الأمثل للرافعة المالية، وبالتالي اتخاذ قرارات استثمارية أفضل، علاوة على ذلك تكشف النتائج أن الرافعة المالية تلعب دوراً تنظيمياً لتقليل حافز الاستثمار المفرط للشركات منخفضة النمو، وبشكل عام تشير الدراسة إلى أنه يجب على المساهمين التفكير في الديون قصيرة الأجل للتخفيف من مشكلة السلوك الانتهازي للمديرين مما قد يؤدي إلى قرارات استثمارية فعالة.

وركزت دراسة (Chang, et al., 2020) على اختبار العلاقة بين الرافعة المالية واستثمارات الشركة، بالتطبيق على ٤١٢ شركة من الشركات الصينية، وتوصلت لوجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية الدفترية واستثمارات الشركة، بينما كانت هناك علاقة موجبة بين الرافعة المالية السوقية واستثمارات الشركة، ويقل حجم الشركة وعمرها على تقليل العلاقة الطردية بين الرافعة المالية السوقية واستثمارات الشركة.

واختبرت دراسة (Ling and Wu, 2022) العلاقة بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية للشركات، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية خلال الفترة من ٢٠١٥ حتى ٢٠١٩، وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى أنه مع إصدار الحكومة المركزية في الصين لسياسة تخفيض المديونية في عام ٢٠١٨، فإن الرافعة المالية المنخفضة أدت إلى تحسن كبير في الكفاءة الاستثمارية للشركات المملوكة للدولة بعد تطبيق سياسة تخفيض المديونية، علاوة على ذلك، يمكن لسياسة تقليص المديونية أن تحد من مستوى الاستثمار المفرط للشركات المملوكة للدولة المثقلة بالديون، وتضعف مستوى الاستثمار المنخفض للشركات المملوكة للدولة غير المثقلة بالديون.

كما اهتمت دراسة (Nan and Wen, 2023) باختبار أثر التفاعل بين جودة المعلومات المحاسبية والرافعة المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية، وقد توصلت تلك الدراسة إلى أن جودة المعلومات المرتفعة ترتبط بشكل موجب مع الرافعة المالية مما ينعكس على كفاءة القرارات الاستثمارية.

سعت دراسة (واكد وآخرون، ٢٠٢٣) إلى اختبار أثر الرافعة المالية على العلاقة بين جودة التقارير المالية والكفاءة الاستثمارية لعينة مكونة من ٣١ شركة غير مالية مسجلة في بورصة فلسطين تنتمي لثلاثة قطاعات مختلفة وهي (الصناعة والاستثمار والخدمات) وذلك خلال الفترة من ٢٠١٥ وحتى ٢٠٢١، وقد توصلت النتائج إلى اختلاف الشركات في ممارسات إدارة الأرباح التي تقاس جودة التقارير من خلالها وكذلك هناك اختلاف في تلك الممارسات على مدار السنوات المختلفة للدراسة، كما أن هناك علاقة سالبة بين جودة التقارير المالية مقاسة من خلال نموذج جونز المعدل Modified ones model والكفاءة الاستثمارية، وعدم وجود علاقة بين جودة التقارير المالية المقاسة من خلال Kothary and wisely model، وكذلك عدم وجود تأثير للرافعة المالية على العلاقة بين جودة التقارير المالية والكفاءة الاستثمارية للشركات الفلسطينية.

وبحثت دراسة (Ahmed et al., 2023) في تأثير عدم تماثل المعلومات على قرارات الاستثمار للشركات، وكذلك تأثير عدم تماثل المعلومات على الاستثمار المفرط وقلة الاستثمار في الشركات، وأيضاً فحص تأثير الرافعة المالية على السلوك الاستثماري للشركات والتحقق من هذا الارتباط في وجود عدم تماثل المعلومات، وذلك من خلال الاعتماد على بيانات ٢٨٠ شركة غير مالية مُدرجة في بورصة باكستان للأوراق المالية خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٨، وقد وجدت هذه الدراسة أن المعلومات غير المتماثلة تؤثر سلباً على قرارات الاستثمار للشركات، وبسبب عدم تماثل المعلومات ينخفض الاستثمار بسرعة مقارنة بالزيادة في الاستثمار، علاوة على ذلك تعتبر الرافعة المالية عاملاً هاماً في تحديد قرارات الاستثمار، كما أن وجود معلومات غير متماثلة يزيد من التأثير السلبي للرافعة المالية على استثمار الشركات.

واهتمت دراسة (Thi et al., 2023) باختبار أثر الرافعة المالية على القرارات الاستثمارية في الشركات الصناعية في سوق فيتنام، بالاعتماد على نموذج الانحدار التقليدي ونموذج الانحدار الهرمي وذلك لاختبار أثر الرافعة المالية على مستوى الوحدة وعلى مستوى الشركة وعلى مستوى الصناعة، وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود أثر سالب للديون على الأنشطة الاستثمارية بمعنى أنه كلما ارتفعت الرافعة المالية كلما انخفض الأنشطة الاستثمارية للشركة مما يضر بها.

من خلال العرض السابق للدراسات التي تناولت العلاقة بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية للشركات، يتضح وجود نتائج متعارضة لهذه الدراسات، وبالتالي يمكن صياغة الفرض الثاني للدراسة كما يلي:

الفرض الثاني: تؤثر الرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية للشركات المساهمة المصرية.

٣. الدراسات السابقة عن العلاقة التفاعلية بين الملكية الإدارية والرافعة المالية وأثرها على الكفاءة الاستثمارية للشركات

تعتبر الملكية الإدارية والرافعة المالية من آليات الحوكمة الفعالة للتغلب على تضاربات الوكالة ولتقريب المصالح بين الإدارة والملاك والتي حدثت نتيجة الفصل بين الملكية والإدارة، وبشكل خاص يمكن للرافعة المالية أن تلعب دوراً هاماً في تخفيض مشاكل الوكالة من خلال التزام المديرين بسداد مدفوعات دورية للديون والفوائد، وبالتالي تقلل من فرصة المديرين للتلاعب بالتدفقات النقدية للشركة وتجنب الدخول في المشروعات غير المثالية مما يزيد من الكفاءة الاستثمارية للشركات (Bathala et al., 1994).

وهناك فرضيتان لتفسير العلاقة بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية، حيث تشير **الفرضية الأولى**: فرضية المواءمة Alignment Hypothesis إلى أن زيادة الملكية الإدارية تصنع نوعاً من المواءمة بين المصالح بين المديرين والمساهمين، لأنها تجعل المديرين يتحملون عواقب قراراتهم الاستثمارية بسبب امتلاكهم لحصة في أسهم الشركة مما يمنحهم الحافز نحو اختيار المشروعات ذات صافى القيمة الحالية الموجبة مما يزيد من الكفاءة الاستثمارية (Jensen and Meckling 1976)، أما **الفرضية الثانية**: فرضية التحصين الإداري Entrenchment Hypothesis فتشير إلى سعى المديرين إلى زيادة حصتهم لأسهم الشركة من أجل إحكام السيطرة على الشركة من خلال زيادة قوة التصويت، وإضعاف الرقابة عليهم من المساهمين، مما يمكنهم من اتخاذ القرارات الاستثمارية التي تزيد من منفعتهم الشخصية (Shleifer and Vishny 1989; Fama and Jensen 1983).

حيث أن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية يؤدي إلى زيادة نسبة الرافعة المالية بمعنى ميل المديرين إلى زيادة نسبة الديون، حيث وجد (Kim and Eric, 1986) أن زيادة الملكية الإدارية تدفع الإدارة إلى تجنب إضعاف سيطرتهم على الشركة من خلال إصدار المزيد من الديون، بالإضافة إلى زيادة استعداد الإدارة لتحمل المخاطر

المالية المرتبطة بزيادة الديون (Agrawal and Mandelker,1987)، ومع زيادة الرافعة المالية سيكون هناك تأثير موجب على الكفاءة الاستثمارية للشركات (Ding et al., 2010; BarbieroGustafsson et al., 2018; Nan and Wen, 2023). ويرجع ذلك إلى أن الملكية الإدارية تزيد من التصرفات الانتهازية للمديرين والتي يخشاها المستثمرين، ويأتي الدين ليمثل حلاً لتلك المشكلة لأنه يزيد من مراقبة حملة السندات للمديرين، ويجعل المستثمرين أكثر طمأنينة بأن التمويل سيستخدم في الاستثمارات المالية الأكثر فعالية، وبالتالي زيادة الكفاءة الاستثمارية (Rahmawati, 2018).

وعلى العكس من وجهة النظر السابقة هناك وجهة نظر أخرى تشير إلى أن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية تقلل من الرافعة المالية، ويرجع ذلك إلى المخاطر التي يواجهها أصحاب الملكية الإدارية في الشركات ذات مستوى المديونية المرتفع مثل خطر الإفلاس أو فقدان وظائفهم وبالتالي يقلل ذلك من قيمة الشركة، ويدفعهم ذلك لخفض مستوى الرافعة المالية (Friend and Lang,1988; Jensen et al., 1992)، وأكد وجهة النظر هذه (Bathala et al., 1994, Vo and Nguyen, 2014) بأن هناك علاقة عكسية بين الملكية الإدارية والرافعة المالية مما يخفض من نزاعات الوكالة وبالأخص تكلفة الوكالة.

كما أشارت بعض الدراسات إلى التأثير السالب لزيادة الرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية، بمعنى أنه كلما ارتفع مستوى الديون سيخفض ذلك من الكفاءة الاستثمارية للشركات (Aivazian et al., 2005; Danso et al., 2019; Segara, and Yang, 2020; Thi et al., 2023; Ahmed et al., 2023).

ولقياس تأثير الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية يمكن صياغة الفرض الثالث للدراسة كما يلي:

الفرض الثالث: يوجد تأثير تفاعلي بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية للشركات المساهمة المصرية.

من خلال العرض السابق للدراسات السابقة يتضح ما يلي:

تناولت الدراسات السابقة العلاقة بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية للشركات، كذلك تناولت العلاقة بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية للشركات، ولكنها اختلفت فيما بينها فيما يتعلق بالنتائج الخاصة بكل منها فبعضها توصل إلى وجود علاقة موجبة بين الملكية الادارية والكفاءة الاستثمارية وأيضاً علاقة موجبة بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية، بينما البعض الآخر وجد ارتباط سالب في كلا العلاقتين، على الجانب الآخر هناك بعض الدراسات التي لم تجد علاقة سواء بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية أو بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية، مما يوضح أهمية دراسة أثر الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية للشركات.

كذلك عدم وجود دراسات (في حدود علم الباحثة) اختبرت التأثير التفاعلي بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية، خاصة في البيئة المصرية مما يدعم تلك الدراسة.

القسم الرابع

تصميم البحث

يتناول هذا القسم أربعة أجزاء وهي مجتمع وعينة البحث، ونماذج البحث، التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث، ومصادر بيانات البحث:

١. مجتمع وعينة البحث:

تمثل مجموعة الشركات المساهمة المصرية المسجلة في بورصة الأوراق المالية مجتمع البحث الحالي، حيث تم الإستعانة بعدد ٦٣ شركة من هذه الشركات والتي تنتمي لمجموعة من القطاعات غير المالية (تم استبعاد مجموعة الشركات التي تنتمي لقطاعات مالية مثل الخدمات المالية والبنوك، وذلك لأن هذه القطاعات ذات طبيعة خاصة من حيث القوانين واللوائح التي تحكمها وكذلك تختلف في السياسات المالية والتقارير المالية الخاصة بها عن القطاعات غير المالية)، وتم اجراء هذه الدراسة على

الفترة من ٢٠١٥ حتى ٢٠٢١، ويتم استعراض شركات عينة الدراسة وكذلك القطاعات التي تنتمي إليها فيما يلي:

جدول رقم (١): شركات عينة الدراسة والقطاعات التي تنتمي إليها

مسلسل	القطاعات	عدد الشركات	نسبة عدد الشركات في كل قطاع إلى شركات العينة
١	الموارد الأساسية	٧	١١,١١%
٢	مقاولات وإنشاءات هندسية	٣	٤,٧٦%
٣	التشييد ومواد البناء	٥	٧,٩٤%
٤	العقارات	١٠	١٥,٨٨%
٥	الرعاية الصحية والأدوية	٨	١٢,٧٠%
٦	تجارة وموزعون	٣	٤,٧٦%
٧	الأغذية والمشروبات	١٣	٢٠,٦٤%
٨	منسوجات	٥	٧,٩٤%
٩	السياحة والترفيه	٢	٣,١٧%
١٠	نقل وشحن	٢	٣,١٧%
١١	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٣	٤,٧٦%
١٢	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٢	٣,١٧%
	إجمالي الشركات	٦٣	١٠٠%

٢. نماذج البحث:

تم الاعتماد على نموذجين للانحدار المتعدد وذلك لاختبار فروض الدراسة، حيث تم استخدام النموذج الأول بهدف اختبار أثر الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية للشركات المساهمة المصرية، يلي ذلك اختبار التأثير التفاعلي بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية للشركات المساهمة المصرية من خلال النموذج الثاني، وفيما يلي سوف يتم عرض النموذجين:

النموذج الأول: اختبار الفرض الأول لأثر الملكية الإدارية على الكفاءة الاستثمارية، والفرض الثاني لأثر الرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية:

$$INV_EFF_{it} = B_0 + B_1MOWN_{it} + B_2LEV_{it} + B_3CAPINT_{it} + B_4ROA_{it} \\ + B_5SIZE_{it} + B_6CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن:

الكفاءة الاستثمارية للشركة i في الفترة t .	=	INV_EFF_{it}
الملكية الإدارية للشركة i في الفترة t .	=	$MOWN_{it}$
الرافعة المالية (نسبة المديونية) للشركة i في الفترة t .	=	LEV_{it}
كثافة رأس المال للشركة i في الفترة t .	=	$CAPINT_{it}$
معدل العائد على الأصول للشركة i في العام t .	=	ROA_{it}
حجم الشركة للشركة i في الفترة t .	=	$SIZE_{it}$
التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i في العام t .	=	CFO_{it}
ثابت الانحدار.	=	B_0
معاملات الانحدار الخاصة بالمتغيرات المستقلة.	=	$B_1 - B_6$
الخطأ العشوائي للشركة i في الفترة t (المتبقى الإحصائي من تقدير النموذج).	=	ε_{it}

النموذج الثاني: اختبار الفرض الثالث للتأثير التفاعلي بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية:

$$INV_EFF_{it} = B_0 + B_1MOWN_{it} + B_2LEV_{it} + B_3MOWN_{it} * LEV_{it} \\ + B_4CAPINT_{it} + B_5ROA_{it} + B_6SIZE_{it} + B_7CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن:

متغير تفاعلي بين الملكية الإدارية والرافعة المالية للشركة i في الفترة t .	=	$MOWN_{it} * LEV_{it}$
-------------------------------------------------------------------------------	---	------------------------

٣. التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث:

• المتغير المستقل الأول: الملكية الإدارية:

تعبّر عن مدى استحواد الإدارة العليا على أسهم الشركة، وتقاس الملكية الإدارية من خلال نسبة الأسهم التي يمتلكها أعضاء الإدارة العليا خلال الفترة المالية.

• المتغير المستقل الثاني: الرافعة المالية (المديونية):

تقاس الرافعة المالية من خلال قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول خلال الفترة المالية.

• المتغير التابع: الكفاءة الاستثمارية:

تم قياس الكفاءة الاستثمارية باستخدام نموذج يقوم على حساب الفرق بين الحجم الفعلي للاستثمار والحجم المتوقع (الأمثل) للاستثمار، حيث تقاس الكفاءة الاستثمارية عن طريق قياس مستوى الانحراف عن الاستثمار المتوقع (بلال، ٢٠٢٠، فوزى، ٢٠٢٢) (Biddle et al, 2009, chen et al., 2011):

$$\text{Investment}_{it+1} = B_0 + B_1 \text{RevGrowth}_{it} + B_2 \text{NEG}_{it} + B_3 (\text{RevGrowth} * \text{NEG})_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

الرمز	التعريف
Investment_{it+1}	يمثل إجمالي الاستثمارات في نهاية العام $t+1$ ويتم قياسه من خلال التدفق النقدي الصافي من الأنشطة الاستثمارية مقسوماً على إجمالي الأصول في بداية الفترة $t+1$.
RevGrowth_{it}	معدل نمو الإيرادات ويتمثل في النسبة المئوية لنمو الإيرادات بين الفترة t والفترة $t-1$.
NEG_{it}	متغير وهمي يأخذ القيمة واحد إذا كان معدل نمو الإيرادات رقم سالب، ويأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك.
ε_{it}	قيمة البواقي (الانحراف عن الاستثمار المتوقع) وتشير إلى عدم الكفاءة الاستثمارية.

يقوم هذا النموذج على اعتبار أن الاستثمار دالة لنمو الإيرادات (فرص النمو)، فيعتمد ذلك النموذج على أنه في ظل كفاءة السوق سوف يعكس حجم مبيعات الشركة حجم الاستثمار المتوقع، حيث يتم تقدير إجمالي الاستثمار من خلال النموذج السابق ويتم حساب القيم المتبقية، ثم تستخدم هذه البواقي في قياس مدى الكفاءة الاستثمارية

عن طريق تحديد مقدار الانحراف عن مستوى الاستثمار المتوقع، فإذا كانت قيمة البواقى موجبة فإن ذلك يشير إلى زيادة مستوى الاستثمار الفعلي عن مستوى الاستثمار المتوقع مما يعنى حدوث إفراط أو زيادة فى الاستثمار Over Investment، على العكس إذا كانت قيمة البواقى سالبة فإن ذلك يعنى انخفاض مستوى الاستثمار الفعلي عن مستوى الاستثمار المتوقع مما ينتج عنه حدوث نقص أو انخفاض فى الاستثمارات Under Investment، و سوف تُستخدم القيم المطلقة للبواقى كمقياس عكسى للكفاءة الاستثمارية.

• المتغيرات الضابطة ومبررات اضافتها:

كثافة رأس المال CAPINT :

تعنى كثافة رأس المال مقدار ما تملكه الشركة من الأصول الثابتة الملموسة القابلة للإهلاك، وتعتبر من العوامل المؤثرة على الكفاءة الاستثمارية، حيث توصل كل من (Oh, and Kim, 2018) (شتيوى، ٢٠١٧، بلال، ٢٠٢٠) إلى وجود علاقة معنوية بين كثافة رأس المال والكفاءة الاستثمارية، كما أشار (Murwaningsari and Sistyа, 2017) إلى أن كثافة رأس المال من العوامل الهامة المؤثرة على الكفاءة الاستثمارية وعلى قيمة الشركة، وأن معدلات النمو فى الشركات تتوقف على كثافة رأس المال والكفاءة الاستثمارية.

معدل العائد على الأصول ROA:

هناك علاقة عكسية بين معدل العائد على الأصول والكفاءة الاستثمارية، فزيادة معدل الربح إلى إجمالى الأصول خلال الفترة تنخفض الكفاءة الاستثمارية (Zhai, and Wang, 2016)، ويفسر (يوسف، ٢٠١٩) العلاقة العكسية بين معدل العائد على الأصول والكفاءة الاستثمارية بأن الإدارة عندما تحقق معدلات أداء مرتفعة يدفعها ذلك للسلوك الانتهازى لتعظيم المنافع الشخصية الخاصة بها على حساب الملاك وبالتالي يقلل ذلك من الكفاءة الاستثمارية.

حجم الشركة Size:

من العوامل الهامة التي تؤثر على الكفاءة الاستثمارية هو حجم الشركة، فلقد أوضح (Biddle et al., 2009) أنه مع زيادة حجم الشركة تزداد جودة التقارير المالية وتقل القيود المالية مما يقلل من مشكلتي الوكالة وعدم تماثل المعلومات وما يترتب عليهما من مشكلة الخطر الأخلاقي ومشكلة الاختيار المعاكس مما يقلل من انحراف الكفاءة الاستثمارية عن المستوى الأمثل، حيث تكون معدلات الاستثمار في الشركات الصغيرة أعلى منها في الشركات كبيرة الحجم، ويعتبر كلا من حجم الشركة والتدفقات النقدية من أكثر المتغيرات التي تفسر الاختلافات بين الشركات فيما يتعلق بالقرارات الاستثمارية، ويساعد حجم الشركة على زيادة الفرص الاستثمارية الحقيقية (Gala, and Julio, 2016)، كما توصل (Chi, and Choi, 2016) إلى أن الشركات الصغيرة تعاني من نقص في الاستثمارات، بينما يكون هناك استثمار مفرط في الشركات الكبيرة.

نسبة التدفقات النقدية التشغيلية CFO:

تؤثر التدفقات النقدية التشغيلية على الكفاءة الاستثمارية، حيث أشارت دراسة (Richardson, 2006) في الولايات المتحدة أن الشركات تفرط في استثمار ٢٠٪ من فائضها من التدفقات النقدية الحرة، وأيضاً توصل (Kantudu, and Abubakar, 2021) إلى وجود علاقة موجبة قوية بين التدفقات النقدية الحرة والإفراط في الاستثمار، ويمكن تفسير تلك العلاقة من خلال تكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومات والتي تدفع المديرين إلى استغلال فائض التدفقات النقدية في المشاريع الاستثمارية غير الفعالة بدلاً من إرجاعها لأصحابها (Chen, 2017)، كما أشار (Huang, and Tarkom, 2022) إلى وجود علاقة موجبة بين التقلبات في التدفقات النقدية والكفاءة الاستثمارية.

جدول رقم (٢): التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث

التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث	متغيرات البحث	
	الرمز	المتغير
المتغير التابع: الكفاءة الاستثمارية		
تم قياس الكفاءة الاستثمارية باستخدام نموذج (Biddle et al, 2009) والذي يقوم على حساب الفرق بين الحجم الفعلي للاستثمار والحجم المتوقع (الأمثل) للاستثمار.	INV_EFF _{it}	نموذج (Biddle et al, 2009)
المتغيرات المستقلة: الملكية الإدارية والرافعة المالية		
عدد الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة إلى إجمالي عدد الأسهم المتداولة.	MOWN _{it}	الملكية الإدارية
تقاس الرافعة المالية من خلال قسمة إجمالي الإلتزامات على إجمالي الأصول خلال الفترة المالية.	LEV _{it}	الرافعة المالية
المتغيرات الضابطة:		
تقاس من خلال قسمة القيمة الصافية لإجمالي الممتلكات والألات والمعدات على القيمة الإجمالية للأصول.	CAPINT _{it}	كثافة رأس المال
ويتم قياسه من خلال قسمة صافي الربح على إجمالي الأصول.	ROA _{it}	معدل العائد على الأصول
ويتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة.	SIZE _{it}	حجم الشركة
ويتم قياسها من خلال قسمة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول للشركة.	CFO _{it}	نسبة التدفقات النقدية التشغيلية

٤. مصادر بيانات البحث:

- تتمثل مصادر البيانات التي تم الحصول عليها لإجراء الدراسة الإختبارية فيما يلي:
- شركة مصر لنشر المعلومات والتي توفر التقارير المالية وتقارير مجلس الإدارة للشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية.
 - موقع معلومات مباشر مصر والذي يعرض القوائم المالية لمعظم الشركات المصرية المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية.
 - المواقع الإلكترونية للشركات والتي تعرض التقارير المالية للشركات.
 - موقع البورصة المصرية.

القسم الخامستحليل النتائج

١. احصاءات وصفية

يوضح الجدول التالي الاحصاءات الوصفية والتي توضح الخصائص التي تميز كل متغير وتتمثل هذه الاحصاءات في الحد الأدنى والحد الأقصى وكذلك المتوسط والانحراف المعياري لكل متغير وذلك بالنسبة لكل من المتغير التابع وهو الكفاءة الاستثمارية والمتغيرين المستقلين وهما الملكية الإدارية والرافعة المالية بالإضافة إلى المتغيرات الضابطة وهي كثافة رأس المال ومعدل العائد على الأصول وحجم الشركة ونسبة التدفقات النقدية التشغيلية، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٣): الإحصاءات الوصفية للمتغيرات

المتغيرات	الرمز	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الانحراف المعياري
المتغير التابع (الكفاءة الاستثمارية)					
القيمة المطلقة لبواقي الانحدار (مقياس عكسي للكفاءة الاستثمارية)	Inv_ EFF _{it+1}	٠,٠٠٠٠	٠,٣٩٢٣	٠,٠٤٥١	٠,٠٥٧٥
المتغيرات المستقلة (الملكية الإدارية والرافعة المالية)					
الملكية الإدارية	MOWN _{it}	٠,٠٠٠٠	٠,٨٩١٢	٠,٢٨٩٥	٠,٢٨٩٢
الرافعة المالية	LEV _{it}	٠,٠٠٢٣	٠,٩٩٤٥	٠,٤٤٣٢	٠,٢٤٥٤
المتغيرات الضابطة					
كثافة رأس المال	CAPINT _{it}	٠,٠٠٠١٢	٠,٩٤٨٨	٠,٢١٥١	٠,١٩٩٢
معدل العائد على الأصول	ROA _{it}	٠,٠٠٠٢٤	٠,٥٥٢٤	٠,٠٨٧٩	٠,٠٨٠٤
حجم الشركة	SIZE _{it}	١٧,٢٩٨٠	٢٤,٥١٠٤	٢٠,٤٧١٣	١,٤٠٩٨
نسبة التدفقات النقدية التشغيلية	CFO _{it}	٠,٩٢٨٤-	٠,٩٦٣٢	٠,٠٦٨١	٠,١٣٥٢

تشير الاحصاءات الوصفية السابقة إلى أن الحد الأدنى للقيمة المطلقة لبواقي الانحدار (مقدار الانحراف عن الاستثمار المتوقع) والتي تستخدم كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار بلغ صفر، بينما كان الحد الأقصى لها ٠,٣٩٢٣ ومتوسط مقداره ٠,٠٤٥١، بانحراف معياري مقداره ٠,٠٥٧٥، وفيما يتعلق بالملكية الإدارية والتي تقاس من خلال نسبة الأسهم التي يمتلكها أعضاء الإدارة العليا خلال الفترة المالية فقد بلغ الحد الأدنى لها صفر والحد الأقصى لها ٨٩,١٢ % وبلغ المتوسط ٠,٢٨٩٥، والانحراف المعياري يساوي ٠,٢٨٩٢، كما بلغ الحد الأدنى للرافعة المالية ٠,٠٠٢٣، والحد الأقصى يساوي ٠,٩٩٤٥، والمتوسط يساوي ٠,٤٤٣٢، والانحراف المعياري يساوي ٠,٢٤٥٤.

أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة فقد بلغ الحد الأدنى لكثافة رأس المال ٠,٠٠١٢، والحد الأقصى ٠,٩٤٨٨، والمتوسط ٠,٢١٥١، والانحراف المعياري بلغ ٠,١٩٩٢، كما بلغ الحد الأدنى لمعدل العائد على الأصول ٠,٠٠٠٢٤، والحد الأقصى ٠,٥٥٢٤، والمتوسط ٠,٠٨٧٩، والانحراف المعياري بلغ ٠,٠٨٠٤، أما بالنسبة لحجم الشركة فقد بلغ الحد الأدنى لها ١٧,٢٩٨٠، والحد الأقصى ٢٤,٥١٠٤، والمتوسط ٢٠,٤٧١٣، والانحراف المعياري بلغ ١,٤٠٩٨، كما بلغ الحد الأدنى لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية - ٠,٩٢٨٤، والحد الأقصى ٠,٩٦٣٢، والمتوسط ٠,٠٦٨١، والانحراف المعياري بلغ ٠,١٣٥٢.

٢. تحليل الارتباط

يوضح الجدول رقم (٤) مصفوفة بيرسون (مصفوفة الارتباطات الثنائية) والتي تفسر طبيعة العلاقات بين متغيرات البحث واتجاهها، حيث تعتبر واحدة من الأدوات التي يمكن عن طريقها الكشف عن مدى وجود مشكلة الإزدواج الخطي بين متغيرات البحث، حيث يمكن قبول الإزدواج الخطي إذا لم يتجاوز معامل الارتباط (٠,٨) (Gujarati, 2003)، وبمراجعة جدول مصفوفة الارتباط بيرسون نجد ان معاملات الارتباط بين متغيرات البحث المفسرة لم تتجاوز (٠,٨)، مما يؤكد على خلو البيانات

من مشكلة الازدواج الخطي، فقد بلغت أقصى قيمة لمعامل الارتباط (٠,٧٨٣) ويخص هذا المعامل العلاقة بين (التفاعل بين الملكية الإدارية والرافعة المالية) والملكية الإدارية.

وجود ارتباط موجب معنوي عند مستوى معنوية ٥%، ١% بين المتغير المستقل الأول (الملكية الإدارية) والمتغير التابع القيمة المطلقة لبواقي الانحدار (كمقياس عكسي للكفاءة الاستثمارية)، بمعنى وجود ارتباط سالب بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية، كما كان هناك ارتباط سالب غير معنوي بين المتغير المستقل الثاني (الرافعة المالية) والمتغير التابع القيمة المطلقة لبواقي الانحدار (كمقياس عكسي للكفاءة الاستثمارية)، بمعنى وجود ارتباط موجب غير معنوي بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية.

بالنسبة للمتغيرات الضابطة فقد كان هناك ارتباط سالب معنوي بين كل من كثافة رأس المال وحجم الشركة والمتغير التابع القيمة المطلقة لبواقي الانحدار (كمقياس عكسي للكفاءة الاستثمارية)، بمعنى وجود ارتباط موجب بين كل من (كثافة رأس المال وحجم الشركة) والكفاءة الاستثمارية وكذلك وجود ارتباط سالب غير معنوي بين كل من معدل العائد على الأصول ونسبة التدفقات النقدية التشغيلية والمتغير التابع القيمة المطلقة لبواقي الانحدار (كمقياس عكسي للكفاءة الاستثمارية)، بمعنى وجود ارتباط موجب غير معنوي بين كل من (معدل العائد على الأصول ونسبة التدفقات النقدية التشغيلية) والكفاءة الاستثمارية.

جدول رقم (٤): مصفوفة الارتباط بيرسون لمتغيرات البحث

م	المتغيرات	١	٢	٣	٤	٥	٦	٧	٨
١	INV_EFF	١							
٢	MOWN	**٠,١٣٧	١						
٣	LEV	٠,٠٣٤-	٠,٠١١-	١					
٤	MOWN * LEV	٠,٠٣٧	**٠,٧٨٣	**٠,٣٣٢	١				
٥	CAPINT	**٠,١٥٣-	٠,٠٣٢-	**٠,٢٦٤-	**٠,١٣٧-	١			
٦	ROA	٠,٠٠٤-	٠,٠١٧	**٠,٢٠٥-	٠,٠٧٦-	٠,٠١٤	١		
٧	SIZE	**٠,٢١٤-	٠,٠٥٢	**٠,٣٢٤	**٠,١٢٢	٠,٠٦٤-	٠,٠٥٧	١	
٨	CFO	٠,٠٠٩-	٠,٠٠٣-	**٠,١٣١-	٠,٠٥٨-	٠,٠١٤	**٠,٤٥٧	*٠,٠٩٧	١

**، * الارتباط دال عند مستوى معنوية (١%)، (٥%) على الترتيب.

٣. تحليل الانحدار

تم استخدام نموذجين للانحدار الخطى المتعدد (Multiple Linear Regression Model)، النموذج الأول لاختبار الفرض الأول للبحث (أثر الملكية الإدارية على الكفاءة الاستثمارية، والفرض الثاني للبحث (أثر الرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية)، والنموذج الثاني لاختبار الفرض الثالث للبحث (التأثير التفاعلي بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية)، وتم استخدام طريقة المربعات الصغرى ("Ordinary Least Squares "OLS)، كما تم تطبيق الاختبارات اللازمة من أجل التأكد من خلو نماذج الانحدار من المشاكل التي من المحتمل أن يتعرض لها تحليل الانحدار الخطى المتعدد، حيث تم دراسة مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation) في نموذجي الدراسة من خلال تطبيق اختبار دربن- واتسون Durbin-Watson، وكانت قيمة ذلك الاختبار في النموذج الأول تساوى ١,٧٨٩، كما كانت قيمة الاختبار في النموذج الثاني تساوى ١,٨٠١، وبالكشف عن هذه القيم في جداول اختبار دربن واتسون وُجد عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء في كلا من نموذجي الدراسة.

كما تم دراسة مشكلة الازدواج الخطي (Multi-collnearity) للتأكد من خلو نموذجي الدراسة من تلك المشكلة من خلال قياس معامل التضخم (" VIF " Variance Inflation Factor)، فإذا لم يتجاوز معامل (VIF) الـ ١٠ لأي متغير من متغيرات البحث يعتبر الأمر مقبولاً، وبالرجوع إلى نتائج جدول رقم (٥) نجد أن قيمة الازدواج الخطي بين متغيرات نموذجي الدراسة منخفضة، فقد كانت أقصى قيمة تم الحصول عليها لهذا المقياس تساوي ٣,٧١١، بينما كانت أقل قيمة لذلك المقياس ١,٠٠٥، مما يدل على خلو نموذجي الدراسة من مشكلة الازدواج الخطي، مما يتيح تطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد بدون أى مشاكل فى القياس، وفيما يلي نعرض لمعاملات التضخم (VIF):

جدول رقم (٥): نتائج اختبار الازدواج الخطي للمتغيرات المفسرة

معامل التضخم VIF		المتغيرات المستقلة
النموذج الثانى	النموذج الأول	
٣,٣٠٧	١,٠٠٥	الملكية الإدارية $MOWN_{it}$
١,٧٠٧	١,٢٧٤	الرافعة المالية LEV_{it}
١,٠٩٥		الملكية الإدارية * الرافعة المالية $(MOWN_{it} * LEV_{it})$
١,٣١٨	١,٠٩٣	كثافة رأس المال $CAPINT_{it}$
١,١٥٧	١,٣١٧	العائد على الأصول ROA_{it}
١,٢٩٥	١,١٥٤	حجم الشركة $SIZE_{it}$
٣,٧١١	١,٢٩٥	التدفقات النقدية التشغيلية CFO_{it}

وفى الجزء التالى سوف نعرض لنتائج تحليل نموذجي الانحدار بطريقة الادخال
:(Enter)

النموذج الأول: اختبار الفرض الأول لأثر الملكية الإدارية، والفرض الثاني لأثر الرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية:

من خلال دراسة الجدول التالي يتبين معنوية نموذج الانحدار الخطى بين الكفاءة الاستثمارية ومجموعة المتغيرات المستقلة، ويتضح ذلك من دلالة اختبار F حيث بلغت قيمتها $Sig. = 0,000$ ، وذلك عند مستوى معنوية 5% ، وكانت قيمة معامل التحديد تعادل $0,095$ ، بمعنى أن المتغيرات التفسيرية المعنوية في النموذج تفسر حوالي $9,5\%$ من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع وهو الكفاءة الاستثمارية، مما يدل على أهمية كل من الملكية الإدارية والرافعة المالية في التأثير على الكفاءة الاستثمارية.

توضح نتائج اختبار T إلى وجود علاقة ارتباط موجبة ودالة احصائياً عند مستوى معنوية 5% ، 1% بين الملكية الإدارية ($MOWN_{it}$) والقيمة المطلقة لبواقي الانحدار (Inv_EFF_{it+1}) (كمقياس عكسي للكفاءة الاستثمارية) بمعنى وجود علاقة عكسية بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية، أي أنه كلما ارتفعت نسبة ملكية الإدارة العليا في أسهم الشركة التي تقوم بإدارتها تنخفض معها الكفاءة الاستثمارية، وتتوافق تلك النتيجة مع النتائج التي توصل إليها كل من (Siddique and Abdul, 2023; Azhar et al., 2019; Chen et al., 2017) بأن زيادة الملكية الإدارية تؤدي لارتفاع فرص السيطرة والتحصين الإداري والتي تمكن المديرين من الحصول على الموارد المالية واستغلالها في تنفيذ مشروعات غير مربحة مما يؤدي إلى انحراف الكفاءة الاستثمارية عن المستوى الأمثل، وبالتالي يمكن قبول الفرض الأول للبحث وهو: تؤثر الملكية الإدارية على الكفاءة الاستثمارية للشركات المساهمة المصرية.

وأيضاً تشير النتائج إلى وجود علاقة ارتباط موجبة وغير دالة احصائياً عند مستوى معنوية 5% بين الرافعة المالية (LEV_{it}) والقيمة المطلقة لبواقي الانحدار (Inv_EFF_{it+1}) (كمقياس عكسي للكفاءة الاستثمارية)، مما يعني وجود

علاقة عكسية غير معنوية بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة كل من (Danso et al., 2019) ، (واكد وآخرون، ٢٠٢٣؛ على، ٢٠٢١؛ خلف، ٢٠٢٠؛ بلال، ٢٠٢٠) وبالتالي يمكن رفض الفرض الثاني للبحث وهو: تؤثر الرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية للشركات المساهمة المصرية.

أما فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة فقد كانت هناك علاقة سالبة ودالة إحصائياً عند مستوى معنوية ١%، ٥% بين كل من كثافة رأس المال ($CAPINT_{it}$) وحجم الشركة ($SIZE_{it}$) والقيمة المطلقة لبواقي الانحدار (Inv_EFF_{it+1}) (كمقياس عكسي للكفاءة الاستثمارية)، مما يعني وجود علاقة طردية معنوية بين كل من كثافة رأس المال وحجم الشركة) والكفاءة الاستثمارية، أما بالنسبة للعلاقة بين كل من معدل العائد على الأصول (ROA_{it}) والتدفقات النقدية التشغيلية (CFO_{it}) الكفاءة الاستثمارية فقد كانت غير معنوية.

جدول رقم (٦): نتائج تحليل إنحدار الكفاءة الاستثمارية على الملكية الإدارية والرافعة المالية والمتغيرات الضابطة

المتغيرات	معاملات الانحدار β	قيمة t	الدلالة Sig
المقدار الثابت	٠,٢٤٣	٦,١٧٣	٠,٠٠٠
الملكية الإدارية $MOWN_{it}$	٠,٠٢٩	٣,١٥١	***٠,٠٠٢
الرافعة المالية LEV_{it}	٠,٠٠١	٠,٠٦٩	٠,٩٤٥
كثافة رأس المال $CAPINT_{it}$	٠,٠٤٨-	٣,٤٨٦-	***٠,٠٠١
العائد على الأصول ROA_{it}	٠,٠٠٥-	٠,١٢٧-	٠,٨٩٩
حجم الشركة $SIZE_{it}$	٠,٠١٠-	٤,٨١٥-	***٠,٠٠٠
التدفقات النقدية التشغيلية CFO_{it}	٠,٠١٦	٠,٧٠٦	٠,٤٨١
***دالة عند مستوى معنوية ١% حيث (Sig. < ٠,٠٠١)			
**دالة عند مستوى معنوية ٥% حيث (Sig. < ٠,٠٠٥)			
*دالة عند مستوى معنوية ١٠% حيث (Sig. < ٠,٠١٠)			
معامل التحديد (R^2) = ٠,٠٩٥	المعدلة (R^2) = ٠,٠٨٣		
قيمة F = ٧,٦١١	دلالة اختبار F = ***٠,٠٠٠		
قيمة اختبار Durbin-Watson = ١,٧٨٩			
عدد المشاهدات = ٤٤١			

النموذج الثاني: اختبار الفرض الثالث للتأثير التفاعلي بين الملكية الإدارية، والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية:

من خلال دراسة الجدول التالي يتبين معنوية نموذج الانحدار الخطى بين الكفاءة الاستثمارية ومجموعة المتغيرات المستقلة، ويتضح ذلك من دلالة اختبار F حيث بلغت قيمتها $Sig. = 0,000$ وذلك عند مستوى معنوية 5%، وكانت قيمة معامل التحديد تعادل 0,113 بمعنى أن المتغيرات التفسيرية المعنوية في النموذج تفسر حوالي 11,3% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع وهو الكفاءة الاستثمارية، مما يدل على أهمية كل من الملكية الإدارية والرافعة المالية، وكذلك التأثير التفاعلي لكليهما في التأثير على الكفاءة الاستثمارية.

توضح نتائج اختبار T إلى وجود تأثير تفاعلي سالب ودال احصائياً عند مستوى معنوية 1%، 5% بين الملكية الإدارية والرافعة المالية $(MOWN_{it} * LEV_{it})$ على القيمة المطلقة لبواقي الانحدار (Inv_EFF_{it+1}) (كمقياس عكسي للكفاءة الاستثمارية)، مما يعنى وجود علاقة طردية معنوية بين الأثر التفاعلي بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية، بمعنى أن التفاعل بين الملكية الإدارية والرافعة المالية يزيد من التأثير الكلي على الكفاءة الاستثمارية، ويمكن تفسير ذلك بأن الرافعة المالية يمكن لها أن تقلل من الميول الانتهازية للإدارة لتحقيق منافعتها الشخصية عند زيادة الملكية الإدارية أخذة في اعتبارها قيود المديونية مما ينعكس بشكل موجب على الكفاءة الاستثمارية، وتؤكد هذه النتائج على الدور المشترك الذي تقوم به كل من الملكية الإدارية والرافعة المالية في رفع الكفاءة الاستثمارية للشركات وبالتالي يمكن قبول الفرض الثالث للبحث وهو: : يوجد تأثير تفاعلي بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية للشركات المساهمة المصرية.

أما فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة فقد كانت هناك علاقة سالبة ودالة إحصائياً عند مستوى معنوية 1%، 5% بين كل من كثافة رأس المال $(CAPINT_{it})$ وحجم الشركة $(SIZE_{it})$ والقيمة المطلقة لبواقي الانحدار (Inv_EFF_{it+1}) (كمقياس

عكسى للكفاءة الاستثمارية)، مما يعنى وجود علاقة طردية معنوية بين كل من (كثافة رأس المال وحجم الشركة) والكفاءة الاستثمارية، أما بالنسبة للعلاقة بين كل من معدل العائد على الأصول (ROA_{it}) والتدفقات النقدية التشغيلية (CFO_{it}) الكفاءة الاستثمارية فقد كانت غير معنوية.

جدول رقم (٧): نتائج تحليل إندثار الكفاءة الاستثمارية على (الملكية الإدارية والرافعة المالية والتفاعل بينهما) والمتغيرات الضابطة

المتغيرات	معاملات الانحدار β	قيمة t	الدلالة Sig
المقدار الثابت	٠,٢٤١	٦,١٧٨	***٠,٠٠٠
الملكية الإدارية $MOWN_{it}$	٠,٠٩٦	٤,٢٣٣	***٠,٠٠٠
الرافعة المالية LEV_{it}	٠,٠٢٢	١,٥٥٥	٠,١٢١
الملكية الإدارية *الرافعة المالية ($MOWN_{it} * LEV_{it}$)	٠,٠٩٧-	٢,٩٧٢-	***٠,٠٠٣
كثافة رأس المال $CAPINT_{it}$	٠,٠٥٠-	٣,٦٤٣-	***٠,٠٠٠
العائد على الأصول ROA_{it}	٠,٠٠٨-	٠,٢٢٧-	٠,٨٢١
حجم الشركة $SIZE_{it}$	٠,٠١٠-	٥,٠١١-	***٠,٠٠٠
التدفقات النقدية التشغيلية CFO_{it}	٠,٠١٦	٠,٧٣٢	٠,٤٦٤
***دالة عند مستوى معنوية ١% حيث (Sig. < ٠,٠١)			
**دالة عند مستوى معنوية ٥% حيث (Sig. < ٠,٠٥)			
*دالة عند مستوى معنوية ١٠% حيث (Sig. < ٠,١٠)			
معامل التحديد (R^2) = ٠,١١٣	المعدلة (R^2) = ٠,٠٩٩		
قيمة F = ٧,٩٠٣	دلالة اختبار F = ***٠,٠٠٠		
قيمة اختبار Durbin-Watson = ١,٨٠١			
عدد المشاهدات = ٤٤١			

ويوضح الجدول التالي نتائج اختبارات فروض البحث:

جدول رقم (٨): نتائج اختبارات فروض البحث

المتغيرات	المتغيرات	العلاقة مع الكفاءة الاستثمارية	نتيجة اختبار الفروض
الفرض الأول	الملكية الإدارية $MOWN_{it}$	عكسية	قبول
الفرض الثاني	الرافعة المالية LEV_{it}	غير معنوية	رفض
الفرض الثالث	الملكية الإدارية * الرافعة المالية $(MOWN_{it} * LEV_{it})$	موجبة	قبول

القسم السادس

خلاصة البحث والدراسات المستقبلية

١. خلاصة البحث:

استهدف البحث الحالي اختبار أثر كل من الملكية الإدارية والرافعة المالية والأثر المشترك للتفاعل بينهما على الكفاءة الاستثمارية لعينة من ٦٣ شركة من الشركات المساهمة المصرية والتي تنتمي لاثني عشر قطاعاً غير مالياً، وذلك عن الفترة من ٢٠١٥-٢٠٢١، وتم قياس الملكية الإدارية من خلال نسبة الأسهم التي يمتلكها أفراد الإدارة العليا للشركة، وتم قياس الرافعة المالية (المديونية) من خلال النسبة بين إجمالي الإلتزامات وإجمالي الأصول، كما تم قياس الكفاءة الاستثمارية من خلال القيمة المطلقة للبقاى التي يتم الحصول عليها من نموذج التنبؤ بالاستثمار والتي تمثل انحراف عن المستوى الأمثل للاستثمار (كمقياس عكسى للكفاءة الاستثمارية)، كما تم الاستعانة بأربعة متغيرات ضابطة وهى (كثافة رأس المال، ومعدل العائد على الأصول، وحجم الشركة، والتدفقات النقدية التشغيلية)، وقد كانت نتائج هذه الدراسة كما يلي:

- وجود علاقة ارتباط موجبة ودالة احصائياً عند مستوى معنوية ٥%، ١% بين الملكية الإدارية والقيمة المطلقة لبقاى الانحدار (كمقياس عكسى للكفاءة الاستثمارية)

بمعنى وجود علاقة عكسية بين الملكية الإدارية والكفاءة الاستثمارية، أى أنه كلما ارتفعت نسبة ملكية الإدارة العليا فى أسهم الشركة التى تقوم بإدارتها تنخفض معها الكفاءة الاستثمارية.

- وجود علاقة ارتباط موجبة وغير دالة احصائياً عند مستوى معنوية ٥% بين الرافعة المالية والقيمة المطلقة لبواقي الانحدار (كمقياس عكسى للكفاءة الاستثمارية)، مما يعنى وجود علاقة عكسية غير معنوية بين الرافعة المالية والكفاءة الاستثمارية.

- وجود تأثير تفاعلى سالب ودال احصائياً عند مستوى معنوية ١%، ٥% بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على القيمة المطلقة لبواقي الانحدار (كمقياس عكسى للكفاءة الاستثمارية)، مما يعنى وجود علاقة طردية معنوية بين الأثر التفاعلى بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على الكفاءة الاستثمارية، بمعنى أن التفاعل بين الملكية الإدارية والرافعة المالية يزيد من التأثير الكلى على الكفاءة الاستثمارية، ويمكن تفسير ذلك بأن الرافعة المالية يمكن لها أن تقلل من الميول الانتهازية للإدارة لتحقيق منافعها الشخصية عند زيادة الملكية الإدارية أخذة فى اعتبارها قيود المديونية مما ينعكس بشكل موجب على الكفاءة الاستثمارية، وتؤكد هذه النتائج على الدور المشترك الذى تقوم به كل من الملكية الإدارية والرافعة المالية فى رفع الكفاءة الاستثمارية للشركات.

- أما فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة فقد كانت هناك علاقة سالبة ودالة إحصائياً عند مستوى معنوية ١%، ٥% بين كل من (كثافة رأس المال وحجم الشركة) والقيمة المطلقة لبواقي الانحدار (كمقياس عكسى للكفاءة الاستثمارية)، مما يعنى وجود علاقة طردية معنوية بين كل من (كثافة رأس المال وحجم الشركة) والكفاءة الاستثمارية، أما بالنسبة للعلاقة بين كل من (معدل العائد على الأصول والتدفقات النقدية التشغيلية) والكفاءة الاستثمارية فقد كانت غير معنوية.

ومن خلال العرض السابق لنتائج البحث يتضح الدور التفاعلى لكل من الملكية الإدارية والرافعة المالية وأهميته فى التأثير على الكفاءة الاستثمارية للشركات.

٢. الدراسات المستقبلية:

في ضوء النتائج التي أسفر عنها البحث يمكن الإشارة إلى عدة مجالات بحثية ممكنة مثل:

- دراسة بعض العوامل الأخرى التي تؤثر على الكفاءة الاستثمارية للشركات مثل توزيعات الأرباح، والاحتفاظ بالنقدية، وإدارة الأرباح.
- دراسة أثر حوكمة الشركات على الكفاءة الاستثمارية.
- اختبار التأثير التفاعلي المشترك لكل من (الملكية الإدارية والرافعة المالية) على جودة التقارير المالية.
- اختبار التأثير التفاعلي المشترك لكل من (الملكية الإدارية والرافعة المالية) على قيمة الشركة.
- اختبار التأثير التفاعلي المشترك لكل من (الملكية الإدارية والرافعة المالية) على الكفاءة الاستثمارية للشركات وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات التي تنتمي للقطاع المالي.
- اختبار أثر هيكل الملكية على الكفاءة الاستثمارية للشركات.

المراجع

أولاً: مراجع باللغة العربية

بلال، السيد حسن سالم، ٢٠٢٠، " أثر تغطية المحللين الماليين للشركات على كفاءة الاستثمار دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس، المجلد ٢(١)، الجزء الثاني، ٧٨٨-٨٤٥.

حسين، محمد ابراهيم محمد، ٢٠١٩، "قياس تأثير جودة التقارير المالية، وآليات حوكمة الشركات، وخصائص المديرين التنفيذيين على كفاءة القرارات الاستثمارية: دراسة تطبيقية"، *مجلة الفكر المحاسبى*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد ٢٣(٢)، ٥٢٧-٥٨٤.

خلف، محمد سامى سلامة، ٢٠٢٠، "أثر التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة الصناعية المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبى، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد ٢٤ العدد (٤)، ٤٦٠-٤١٠*.

رميلى، سناء محمد رزق، ٢٠١٨، " أثر الخصائص التشغيلية للشركة وحوكمة الشركات على العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة البحوث المحاسبية، العدد الثانى، كلية التجارة، جامعة طنطا، ٣٥٤ - ٣٩٢*.

شتيوي، أيمن أحمد أحمد، ٢٠١٧، " دراسة ميدانية مقارنة لأثر التحفظ المحاسبى المشروط وغير المشروط على كفاءة استثمارات الشركة والقيمة المضافة لحملة الأسهم: بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة جامعة الاسكندرية للعلوم الإدارية، كلية التجارة جامعة الاسكندرية، المجلد ٥٤ العدد (١)، ١٤٨-٨١*.

شخاترة، مأمون ياسين أحمد، ٢٠١٢، "اثر الرافعة المالية على القرار الاستثماري: دراسة تطبيقية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية"، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد الرابع، ٧٣٨- ٧٦٢*.

محمد، عبدالله حسين يونس، ٢٠٢١، "أثر الملكية الإدارية على العلاقة بين إدراج الشركات بالمؤشر المصري للمسؤولية الاجتماعية وكفاءة الاستثمار : دراسة تطبيقية"، *مجلة الفكر المحاسبى، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد ٢٥، العدد الثانى، ٤٩-١*.

محمود، خلود عبد الكريم، ٢٠٢٢، " The Moderating Influence of Ownership Structure on the Association between Financial Reporting Quality and Investment Efficiency: Evidence from Egypt"، *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد ١٣، العدد الرابع، ٢٢٤-٢٤٩*.

مرقص، فوزى عبدالباقى فوزى، ٢٠٢٢، "تأثير جودة المراجعة على العلاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة الاستثمار- دراسة اختبارية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *المجلة*

العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس، المجلد الرابع، العدد الثالث: ٥٦٦-٤٩٦.

على، نهى محمد زكى محمد، ٢٠٢١، "دراسة واختبار العلاقة بين خبرة منشأة مراقب الحسابات وكفاءة الاستثمار بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية فى ظل جودة المعلومات المحاسبية كمتغير وسيط"، *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة – جامعة دمياط، المجلد الثانى، العدد الثانى، ١١٠٣-١١٦٨.

واكد، ابراهيم على، صبرى ماهر مشتهى، ومحمود يوسف أبو رحمة، ٢٠٢٣، "أثر الرافعة المالية كمتغير معدل على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار: دراسة اختبارية على الشركات غير المالية المدرجة فى بورصة فلسطين"، *مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية*، المجلد ٣١، العدد الثانى: ١١٥ - ١٣٨.

يوسف، أيمن يوسف محمود، ٢٠١٩، "لتدفقات النقدية التشغيلية ومستوي المديونية كمتغيرين معدلين للعلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة دمنهور، المجلد السادس، العدد الثانى: ٤٢٤-٣٤٩.

ثانياً: مراجع باللغة الأجنبية

Ahmad, M. M., Hunjra, A. I., and Taskin, D., 2023, "Do asymmetric information and leverage affect investment decisions?", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 87: 337-345.

Agrawal, A., and Mandelker, G., 1987, "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions", *The Journal of Finance*, 42(4): 823-837.

Aivazian, V. A., Ge, Y., and Qiu, J., 2005, "The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence", *Journal of Corporate Finance*, 11(1): 277-291.

- Alni, R., Moeljadi, M., Djumahir and Sumiati, 2018, "The effects of managerial ownership, leverage, dividend policy in minimizing agency problem", *Investment Management and Financial Innovations*, 15(4): 273-282.
- Azhar, A. B., Abbas, N., Waheed, A., and Malik, Q. A., 2019, "The Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Investment Efficiency: An Empirical Study from Pakistan Stock Exchange (PSX)", *Pakistan Administrative Review*, 3(2), 84-98.
- Balatbat, M.C.A., Taylor, S.L. and Walter, T.S., 2004, "Corporate governance, insider ownership and operating performance of Australian initial public offerings", *Accounting and Finance*, 44 (3): 299-328.
- Barbiero, F. Popov, A. and Wolski, M., 2018, "Debt overhang and investment efficiency", Working Paper Series, European Central Bank (EIB).
- Basu, N., 2014, "The structure of equity ownership: A survey of the evidence", *Managerial Finance*, 40 (12): 1175-1189.
- Bathala, C. T., Moon, K. P., and Rao, R. P., 1994, "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective", *Financial Management*, 23(3): 38-50.
- Berle, A., and G. Means, 1932, *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.

- Bhuiyan, M. B. U, and Hooks, J., 2019, "Cash holding and over-investment behavior in firms with problem directors", *International Review of Economics and Finance*, 61, 35-51.
- Biddle, G. C., and Hilary, G., 2006, "Accounting quality and firm-level capital investment", *Accounting Review*, 81: 963– 982.
- Biddle, G. C., Hilary, G., and Verdi, R. S., 2009, "How does financial reporting quality relate to investment efficiency?", *Journal of accounting and economics*, 48(2-3): 112-131.
- Bimo, I. D., Silalahi, E. E. and Kusumadewi, N. L. G. L., 2021, "Corporate governance and investment efficiency in Indonesia: the moderating role of industry competition", *Journal of Financial Reporting and Accounting*.
- Bzeouich, B., Lakhal, F., and Dammak, N. 2018, "Earnings management and corporate investment efficiency: does the board of directors matter?", *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 17(4):650-670.
- Chang, K., Ding, J., Lou, Q., Li, Z., and Yang, J., 2020, "The impact of capital leverage on green firms' investment: New evidence regarding the size and age effects of Chinese green industries", *Finance Research Letters*, Article 101529.
- Cardoso, J., 2019, "Earnings quality and investment efficiency: european evidence", MASTER thesis, Accounting, Taxation and Corporate Finance, Universidade de Lisboa (Portugal) ProQuest Dissertations Publishing.

- Chen, J., 2001, "Ownership structure as corporate governance mechanism: Evidence from Chinese listed companies", *Economics of Planning*, 53-72.
- Chen, F., Hope, O., Li, Q. and Wang, X. 2011, "Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets", *The Accounting Review*, 86 (4): 1255-1288.
- Chen, N., Sung, H.-C., and Yang, J., 2017, "Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms", *Pacific Accounting Review*, 29(3), 266-282.
- Chen, I. J., and Chen, S. S., 2017, "Corporate Governance and the Investment Efficiency of Diversified Corporate Asset Buyers", *Journal of Applied Corporate Finance*, 29(1): 99-114.
- Chen, Marco. 2017. "Investigating the Relationship between Firm Investment Sensitivity and Financing Constraints with a Distinctive Chinese Firm Data Set", Online Archive of University of Virginia Scholarship.
- Cheng, M., D. Dhaliwal, and Y. Zhang., 2013, "Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting?", *Journal of Accounting and Economics*, 56: 1-18.
- Cherkasova, V. and Rasadi, D., 2017, "Earnings quality and investment efficiency: evidence from Eastern Europe", *Review of Economic Perspectives*, 17 (4): 441-468.

- Chi, Ch., K., and Choi, K., J., 2016, "The Impact of Firm Size on Dynamic Incentives and Investment," *Journal of Economics*, 48 (1): 147–177.
- Cho, M., 1998, "Ownership structure, investment and the corporate value: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 47(1): 103-121.
- Cho, S. M., and Kang, S. A., 2019, "The effect of accounting information quality and competition on investment inefficiency: evidence from Korea", *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 26(4): 489-510.
- Choi, S. B., Lee, S., and Williams, S., 2011, "Innovation Firm and Ownership in Atransition Economy: evidence from China", *Research Policy*, 40 (3): 144-452.
- Danso, A, Lartey, T, Fosu, S., Samuel, O.A., and Moshfique, U., 2019, "Leverage and firm investment: the role of information asymmetry and growth", *International Journal of Accounting and Information Management*, 27 (1). pp. 56-73.
- Dao, N. H, Marisetty, V. B., Shi, J. and Tan, M., 2020, "Institutional quality, investment efficiency, and the choice of public–private partnerships", *Accounting and Finance*, 60: 1801-1834.
- Ding, N., Kalimullah, B., and Khalil, J., 2020, "Debt choice, growth opportunities and corporate investment: evidence from China", *Financial Innovation*: 6:31.
- Eghbalnia, M., Fadayinejad, M., and Noferesti, M., 2013, "The Impact of Leverage on Firm Investment: Evidence from Tehran Stock

- Exchange", *Journal of Money and Economy*, Monetary and Banking Research Institute, 8(4): 59-73.
- Fama, E., and Jensen, C., 1983, "Separation of ownership and control", *Journal of Law Economics*, 26(2): 301–325.
- Friend, I., and Lang, L. H. P., 1988, "An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure", *The Journal of Finance*, 43(2): 271–282.
- Firth, M., Lin, C., and Wong, S. M., 2008, "Leverage and investment under a state owned bank lending environment: Evidence from China: *Journal of Corporate Finance*, 14(5): 642–653.
- Gala, V., and Julio, B., 2016, "Firm Size and Corporate Investment", Retrieved from http://repository.upenn.edu/fnce_papers/30.
- Gan, H., 2018, "Does CEO managerial ability matter? Evidence from corporate investment efficiency", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 4: 1-34.
- Gao, W., Li, W., and Huang, Z., 2017, "Do family CEOs benefit investment efficiency when they face uncertainty? Evidence from Chinese family firms", *Chinese Management Studies*, 11(2): 248-269.
- Gebauer, S., Setzer, R., and Westphal, A., 2018, "Corporate debt and investment: A firm-level analysis for stressed euro area countries", *Journal of International Money and Finance*, 86: 112–130.

- Gedajlovic, E. R. and Shapiro, D. M., 1998, "Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries", *Strategic Management Journal*, 19:533-553.
- Guariglia, A., 2008, "Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: Evidence from a panel of UK firms", *Journal of Banking and Finance*, 32(9): 1795–1809.
- Gujarati, D., 2003, "Basic Econometrics", 4th Edition, Mcgraw Hill, New York.
- Guo, H., Tenkir, S. L., Jiqiang, T., and Zhen, W., 2021, "Financial leverage and firm efficiency: The mediating role of cash holding", *Applied Economics*, 53: 2108–2124.
- Gustafsson, D., and Per, S., 2010, "Leverage Effect on Investment Efficiency in Over- and Underinvesting Firms : A Study on Swedish Listed Firms 1997-2005", Thesis within Finance, Stockholm school of economics.
- Huang, X., and Tarkom, A., 2022, "Labor investment efficiency and cash flow volatility," *Finance Research Letters*, Elsevier, 50(C).
- Jensen, M. C., 1986, "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *The American Economic Review*, 76(2): 323–329.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H., 1976, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305–360.

- Jensen, G. R., Solberg, D. P., and Zorn, T. S., 1992, "Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2): 247–263.
- Jorgenson, D. W., 1963, "Capital Theory and Investment Behavior", *American Economic Review*, 52(2): 247-259.
- Kantudu, A., S., and Abubakar, S., U., 2021, "Free Cash Flow and Investment Efficiency of Listed Manufacturing Companies in Nigeria", *SEISENSE Journal of Management*, 4 (4): 77-88.
- Khurana, Inder K., William J. Moser, and K. K. Raman, 2018, "Tax avoidance, managerial ability, and investment efficiency", *A Journal of Accounting Finance and Business Studies*, 54: 547–75.
- Kao, M.-F., Hodgkinson, L. and Jaafar, A., 2019, "Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan", *Corporate Governance*, 19 (1): 189-216.
- Karimi, M., Ali E., and Hadi P., 2019, "Earning Quality and Investment Efficiency; Do Board Characteristics Matter? Evidence from Tehran Stock Exchange", *Iranian Journal of Finance*, 3(1), 1-23.
- Kim, W., S., and Eric H. S., 1986, "Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2): 131-144
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., 2000, "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, 58 (1/2): 3-27.

- Lai, S. M., Liu, C. L., and Wang, T., 2014, "Increased disclosure and investment efficiency". *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 21(3): 308-327.
- Lai, S. M., and Liu, C. L., 2018, "Management characteristics and corporate investment efficiency", *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 25(3-4): 295-312.
- Lang, L., Ofek, E., and Stulz, R. M., 1996. "Leverage, investment, and firm growth", *Journal of Financial Economics*, 40 (1): 3-29.
- Lara, G., Juan, M., García, O., Beatriz and Penalva, F., 2016, "Accounting conservatism and firm investment efficiency", *Journal of Accounting and Economics*, 61(1): 221-238.
- Li, D., Moshirian, F., Nguyen, P., and Tan, L. W., 2007, "Managerial ownership and firm performance: Evidence from China's privatizations", *Research in International Business and Finance*, 396-413.
- Li, Y., He, J., and Xiao, M., 2019, "Risk disclosure in annual reports and corporate investment efficiency", *International Review of Economics and Finance*, 63: 138-151.
- Ling, X., and Wu, W., 2022, "Leverage and investment efficiency: Evidence from China's deleveraging policy", *Finance Research Letters*, Elsevier, 47(PA).
- Liu, X., 2018, "Financial Leverage, Growth and Investment Efficiency", 4th International Conference on Economics, Management and Humanities Science (ECOMHS 2018).

- Modigliani, F. F., and Miller, M. H., 1958, "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment", *The American Economic Review*, 48 (3): 261-97.
- Morck, R., Andrei, S., and Robert, W. V., 1988, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2): 293-315.
- Mueller, E., and Spitz-Oener, A., 2006, "Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises", *German Economic Review*, 7(2): 233-247.
- Murwaningsari, E., and Sistya, R., 2017, "The Influence of Capital Intensity and Investment Opportunity Set toward Conservatism with Managerial Ownership as Moderating Variable", *Journal of Advanced Management Science*, 5 (6).
- Myers, S. C., 1977, "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5 (2): 147-175.
- Myers, S., C., 1997, "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5 (2): 147-175.
- Myers, S.C., 2001, "Capital Structure. The Journal of Economic Perspectives", *Journal of Economic Perspectives*, 15: 81-102.
- Myers, S.C. and N.S. Majluf, 1984, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187- 221.

- Nan, L., and Wen, X., 2023, "Financial Leverage, Information Quality, and Efficiency", *Contemporary Accounting Research*, 40 (2): 1082-1106.
- Nor, N. H. M., Anuar, N., and Ahmed, S. A. P. S., 2017, "The Influence of Board Independence, Board Size and Managerial Ownership on Firm Investment Efficiency", *Journal of Social Science and Humanities*, 25(3):1039-1058.
- Oh, H., and W. Kim., 2018, "The Effect of Analyst Coverage on the Relationship between Seasoned Equity Offerings and Investment Efficiency From Korea", *Sustainability, MDPI, Open Access Journal*, 10(8): 1-21.
- Phan, Q. T., 2018, "Corporate debt and investment with financial constraints: Vietnamese listed firms", *Research in International Business and Finance*, 46: 268–280.
- Pindado, J. and Torre, C., 2009, "Effect of Ownership Structure on Underinvestment and Overinvestment: Empirical Evidence from Spain", *Accounting and Finance*, 49: 363-383.
- Rahmawati, A., Moeljadi, M., Djumahir and Sumiati, 2018, "The effects of managerial ownership, leverage, dividend policy in minimizing agency problem", *Investment Management and Financial Innovations*, 15(4), 273-82.
- Rajkovic, T., 2020, "Lead independent directors and investment efficiency", *Journal of Corporate Finance*, 64. doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101690.

- Rashed, A., Ebitihj, A., Doaa, A., and Esraa Ismail, 2018, "Ownership Structure and Investment Efficiency: Evidence from Egypt", *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 8(4): 1-21.
- Richardson, S., 2006, "Over-investment of free cash flow", *Review of Accounting Studies*, 11(2-3): 159-189.
- Segara, R., and Yang, J. Y., 2020, "The Differential Impact of Leverage on Firm Investment: Evidence from Advanced and Developing Countries" Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3740420>.
- Shleifer, A., and Vishny, R., 1989, "Management entrenchment: The case of manager-specific investments", *Journal of Financial Economics*, 25: 123-139.
- Short, H. and Kevin, K., 1999, "Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK", *Journal of Corporate Finance, Elsevier*, 5(1): 79-101.
- Shuto, A., and Tomomi, T., 2010. "Managerial Ownership and Accounting Conservatism in Japan: A Test of Management Entrenchment Effect," *Journal of Business Finance and Accounting*, , 37(7-8): 815-840.
- Siddique, M., and Abdul, R., 2023, "Mediating Role of Corporate Social Performance Between Ownership Structure and Investment Efficiency", *Journal of Positive School Psychology*, 7(2), 698-714.
- Stulz, R. M., 1990, "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics*, 3-27.

- Thi, M.T., Ha, H. T. T., and Diep N. T. T., 2023, "The impact of firm leverage on investment decisions: The new approach of hierarchical method", *Cogent Business and Management*,10 (2).
- Thomsen, S. and Pedersen, T., 2000, "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies", *Strategic Management Journal*, 21(6): 689-705.
- Tran, Q. T., 2020, "Foreign ownership and investment efficiency: new evidence from an emerging market", *International Journal of Emerging Markets*, 15(6): 1185-1199.
- Verdi, R. S., 2006, "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency", (Working paper), Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, MA.
- Vijayakumaran, R., 2021, "Impact of managerial ownership on investment and liquidity constraints: Evidence from Chinese listed companies", *Research in International Business and Finance*, 55: 1-36.
- Vo, X. V., 2019, "Leverage and corporate investment– Evidence from Vietnam", *Finance Research Letters*, 28: 1–5.
- Vo, D. H., and Nguyen, V. T., 2014, "Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam's Listed Firms", *International Journal of Economics and Finance*, 6(5): 274-285.
- Vo, D. H., and Van, Th. N., 2014, "Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam's Listed Firms", *International Journal of Economics and Finance*, 6(5).

- Wang, L., Chiu-Hsiung C., and Cheng-Chung W., 2019, "A Study of the Influence of Earnings Management and Accounting Information Quality on the Investment Efficiency of Chinese Listed Companies", IOP Conference Series: Materials Science and Engineering, 490(6).
- Wang, F., Z. Zhu, and J. Hoffmire, 2015, "Financial Reporting Quality, Free Cash Flow, and Investment Efficiency", In SHS Web of Conferences 17, 01027. EDP Sciences.
- Zhai, J., and Wang, Y., 2016, "Accounting information quality, governance efficiency and capital investment choice", *China Journal of Accounting Research*, 9(4): 251-266.
- Zeng, T., Zhao, W., and Liu, Z., 2022, "Investment response to exchange rate uncertainty: evidence from Chinese exporters", *International Review of Economics and Finance*, 80, 488–505.

ملحق رقم (١): شركات عينة الدراسة والقطاعات التي تنتمي إليها

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
	القطاع والصحية والادوية		الموارد الأساسية
٢٦	اكتوبر فارما	١	البويات والصناعات الكيماوية (باكين)
٢٧	الاسكندرية للأدوية	٢	المالية الصناعية المصرية
٢٨	الاسكندرية للخدمات الطبية	٣	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات
٢٩	القاهرة للأدوية	٤	سيدي كريب للبتروكيماويات
٣٠	المصرية الدولية للصناعات الدوائية(إبييكو)	٥	مصر لصناعة الكيماويات
٣١	جلاسكو سميكلان أدوية	٦	العز الدخيلة للصلب
٣٢	مستشفى النزاهة الدولي	٧	مصر للألومنيوم
٣٣	مينا فارم للأدوية		مقاولات وإنشاءات
	تجارة وموزعون	٨	الجيزة العامة للمقاولات
٣٤	أسيوط الإسلامية	٩	العربية لاستصلاح الأراضي
٣٥	مصر للأسواق الحرة	١٠	الصناعات الهندسية والمعمارية (ايكون)
٣٦	الشركة الدولية للمحاصيل الزراعية		التشييد ومواد البناء
	الأغذية والمشروبات	١١	العربية للخزف (سيراميك ريماس) مواد البناء
٣٧	العامة للصوامع والتخزين	١٢	العز للسيراميك (الجوهرة)
٣٨	الشرقية إيسترن	١٣	جنوب الوادي للأسمنت
٣٩	مطاحن ومخابز الإسكندرية	١٤	مصر بني سويف للأسمنت
٤٠	مطاحن شرق الدلتا	١٥	العامة لمنتجات الخزف
٤١	مطاحن شمال القاهرة		العقارات
٤٢	مطاحن مصر العليا	١٦	دلتا للإنشاء والتعمير
٤٣	مطاحن مصر الوسطى	١٧	التعمير والاستشارات الهندسية
٤٤	مطاحن وسط وغرب الدلتا	١٨	السادس من أكتوبر (سوديك)
٤٥	مطاحن جنوب القاهرة	١٩	الشمس للإسكان
٤٦	الدلتا للسكر	٢٠	العالمية للاستثمار
٤٧	العربية لمنتجات الألبان	٢١	الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية
٤٨	القاهرة للدواجن	٢٢	القاهرة للإسكان
٤٩	المصرية للدواجن	٢٣	المتحدة للإسكان
	منسوجات وسلع معمرة	٢٤	المجموعة المصرية العقارية
٥٠	العربية لحليج الأقطان	٢٥	مينا للاستثمار السياحي والعقارى

تابع ملحق رقم (١): عينة شركات البحث

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
٥١	النساجون الشرقيون		ورق ومواد تعبئة وتغليف
٥٢	النصر للملابس	٥٩	الأهرام للطباعة والتغليف
٥٣	جولدن تكس	٦٠	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف
٥٤	دايس للملابس الجاهزة	٦١	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة والتغليف
	سياحة وترفيه		خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٥٥	بيراميز للفنادق والقرى السياحية	٦٢	العربية للصناعات الهندسية
٥٦	عبر المحيطات	٦٣	دلنا للطباعة والتغليف
	نقل وشحن		
٥٧	الإسكندرية لتدوال الحاويات		
٥٨	القناة للتوكيلات الملاحية		