

أثر تغطية المحللين الماليين للشركات على كفاءة الاستثمار دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية

السيد حسن سالم بلال
مدرس بقسم المحاسبة
كلية التجارة- جامعة الزقازيق

ملخص

يهدف هذا البحث إلى دراسة واختبار أثر تغطية المحللين الماليين للشركات على كفاءة الاستثمار بها. من خلال الإجابة عن التساؤل التالي: ما هو أثر تغطية المحللين الماليين للشركات على كفاءة الاستثمار بها؟ ومن أجل اختبار فرضية البحث، تم الإستعانة بمقياس لتغطية المحللين الماليين للشركات، وهو عدد توصيات المحللين الماليين للشركات خلال العام. بالإضافة إلى ذلك، تم الاعتماد على قيمة بواقي الإنحراف عن الاستثمار المتوقع (كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار). وقد قام الباحث باختبار فرضية البحث على عينة مكونة من (٢٨٩ مشاهدة) لعينة من الشركات مقيدة بالبورصة المصرية وتنتمي إلى قطاعات غير مالية في الفترة من ٢٠١١ إلى ٢٠١٧م. وباستخدام أسلوب تحليل الإنحدار المتعدد، اعتماداً على Panel Data ، يوفر البحث دليلاً اختبارياً على أن تغطية المحللين الماليين للشركات على علاقة موجبة بكفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة المصرية، بمعنى أنه في ظل زيادة تغطية المحللين الماليين للشركات تزداد كفاءة الاستثمار بها.

الكلمات الدالة: تغطية المحللين الماليين، كفاءة الاستثمار، توصيات المحللين.

Abstract

This research aims to study the effect of corporate financial analyst coverage on investment efficiency through answering the research question; what is the effect of corporate financial analysts' coverage on the efficiency of their investment? A research hypothesis has been formulated and the number of recommendations issued by the financial analysts of companies during the year was used to measure financial analyst coverage. In addition, the residuals of the deviation from the expected investment was used as a reverse measure of the efficiency of the investment. Data collected from 289 views from a sample of companies listed in the Egyptian Stock Exchange and belongs to non-financial sectors during the period 2011-2017. Multiple regression analysis method, depending on the Panel Data, was employed and results showed that there is a positive relationship between corporate financial analyst coverage and investment efficiency in Egyptian joint stock companies reflecting that if corporate financial analyst coverage increased, the investment efficiency increased.

Key words: *Financial analyst coverage, Investment Efficiency, Analysts' recommendations*

مقدمة ومشكلة البحث

إن كفاءة الاستثمار لها آثار اقتصادية كلية وجزئية، حيث يتمثل التأثير الاقتصادي الكلي في أن الاستثمار هو المحدد الرئيسي للنمو الاقتصادي، بينما يتمثل التأثير الاقتصادي الجزئي في أن الاستثمار هو حافز رئيسي للعائد على رأس المال الذي يحصل عليه المستثمرون (Biddle et al., 2009).

يعد تحقيق كفاءة الاستثمار من بين أهم المسؤوليات التي يتحملها مديرو الشركة حيث أن قرارات الاستثمار تدفع التدفقات النقدية المستقبلية والتقييم النهائي للشركة إلى مستوى أعلى، لذا يجب على المديرين استثمار مزيداً من الأموال الجديدة بكفاءة من أجل تعظيم قيمة الشركة (Brogaard et al., 2019).

إن الاستثمار الناجح من قبل الشركات يخلق قيمة للمساهمين ويدفع نمو الشركة لأعلى، ومع ذلك، قد تفشل الشركات في الاستثمار بكفاءة بسبب تضارب المصالح بين المديرين (كوكيل) والمساهمين. حيث تم تحديد العديد من مشاكل الوكالة الإدارية على أنها تؤدي إما إلى الإفراط في الاستثمار Overinvestment أو نقص الاستثمار Underinvestment (Ward et al., 2020).

تعانى أسواق الأوراق المالية بالدول النامية من أن هيكل الملكية بالشركات المساهمة المقيدة بتلك الأسواق تكون أكثر تركزاً، ومن ثم يزيد مستوى عدم تماثل المعلومات بتلك الأسواق (أبو العلاء، ٢٠١٨).

تعتبر القوائم المالية أحد أهم مصادر الحصول على معلومات عن الأنشطة الاقتصادية للشركات المساهمة التي يتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، ويعتمد أصحاب المصالح على المعلومات الواردة في القوائم المالية في دعم قراراتهم المختلفة، لكن هناك مفارقة حقيقية، حيث أن مسئولية إعداد القوائم المالية تقع على عاتق الإدارة، كما أن الإدارة هي الأقدر على ترجمة نتائج عمليات الشركة وأنشطتها إلى أرقام ذات دلالة في القوائم المالية للشركة. من هذه المفارقة ينشأ نوعين من المخاطر، أحدهما هو مخاطر المعلومات، ويتكفل بها المراجع الخارجي، عن طريق

تقديم تأكيداً معقولاً بأن المخاطر الواردة بالقوائم المالية لا تشكل خطراً مؤثراً، أما النوع الثانى وهو المخاطر المحاسبية، فيتكفل به المحلل المالى، عن طريق القيام بالتحليل المحاسبى والذي يتضمن عدة جوانب أحدها تقييم المخاطر المحاسبية (أبو العز، ٢٠١٣:ص. ٦٨-٦٩).

يرى (Jensen and Meckling, 1976) إن أنشطة تحليل الأوراق المالية تقلل من تكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومات المرتبط بفصل الملكية عن الإدارة، حيث يمكن للمحللين الماليين مراقبة السلوك الإدارى والحد من الانتهازية الإدارية. فالمحللون الماليون أفراد لديهم القدرة والخبرة للقيام بهذه المهام، وهم محترفون ولديهم خلفية ومعرفة كبيرة بالصناعة، ويتبعون معلومات الشركة على أساس منتظم ولديهم فرصة للتفاعل مباشرة مع المديرين (Chen et al., 2016).

يسعى المحللون الماليون لتتبع معلومات الشركات وإجراء تحليلات من أجل الحصول على سمعة أعلى وكسب المزيد من الأجر. من المرجح أن يكشف التحليل الدقيق للمحللين عن إدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات الإختيارية أو الأنشطة الحقيقية وذلك من خلال التنبؤ بالأداء الفعلى للشركات (Oh and Kim, 2018).

وقد ذكر (Brown et al., 2015) أن المحللين يتواصلون بنشاط مع كبار مديرى الشركات، وهذا التواصل يلعب دوراً هاماً فى قرارات متعلقة بسياسة الشركة، ففى مسح شمل أكثر من ٣٠٠ محلل، أكثر من النصف أجاب بأن لديهم اتصالات مباشرة مع المدير التنفيذى أو المديرين الماليين (CFOs) على الأقل خمس مرات فى السنة. وذكر محللون أن المحادثات مع كبار المديرين هى مصدر مفيد للغاية عندما يقدمون توصيات الأسهم أو توقعات الأرباح (Graham et al., 2005).

كما أن المحللين يعدوا بمثابة وسيطاً مهماً للمعلومات يساعد على تحقيق كفاءة السوق، فعلى عينة كبيرة من الشركات الصينية المدرجة بين ٢٠٠٣ و ٢٠٠٨م، توصلت دراسة (Chen et al., 2014) إلى أن المحللين فى الصين يمكنهم ضبط السلوك الانتهازى للإدارة والذي يضر برفاهية المساهمين، إذا عمل المحللون بشكل فعال

كمراقبين لسلوك المديرين. هناك دراسات تشير إلى أن المحللين يصدرون توقعات متحيزة أو توصيات لجذب الأعمال المصرفية الاستثمارية لصالح الإدارة (Lim, 2001; Irvine, 2004; Chen et al., 2016) أي أن حوافز المحللين قد تضعف من دورهم الرقابي على سلوك الإدارة، لذا فإن العلاقة بين متابعة المحللين وكفاءة الاستثمار تمثل سؤال تجريبي يستحق التحقق منه.

ويحظى الأدب الأكاديمي على نطاق واسع بالبحوث التي توثق قيمة المعلومات المنتجة من قبل المحللين ومع ذلك، كان هناك بعض الانتقادات منها أن المحللين ببساطة يعملون لمصلحتهم من خلال توفير المعلومات التي قد تكون متحيزة (Dhiensiri and Sayrak, 2010).

كما أشارت بعض الدراسات إلى أن من بين العوامل التي يمكن أن تؤثر على كفاءة الاستثمار، البعد الذي تم تجاهله إلى حد كبير هو تغطية المحللين الماليين للشركات، والتي تعمل كوسيط هام في أسواق رأس المال (Healy and Palepu, 2001; Groyberg and Healy 2013; Brogaard eal., 2019).

لذا تفترض الدراسة الحالية أن زيادة تغطية ومتابعة المحللين الماليين للشركات يمكن أن يزيد من كفاءة الاستثمار. ويمكن أن تتحقق كفاءة الاستثمار من خلال خفض استجابة الإدارة للمشاريع ذات صافي القيمة الحالية السالبة من قبل، وتعزيز عملية التخلي المبكر عن المشاريع اللاحقة ذات الأداء السيئ (وبالتالي تقليل الاستثمار الزائد) (Ramadan, 2017).

في ضوء العرض السابق، وعن تزايد الاهتمام بمحددات كفاءة الاستثمار، يمكن عرض مشكلة البحث من خلال طرح السؤال الآتي:

ما هو أثر تغطية المحللين الماليين للشركات المساهمة المصرية على كفاءة الاستثمار بها؟

هدف البحث

في ضوء مشكلة البحث، يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في دراسة واختبار أثر تغطية المحللين الماليين على كفاءة الإستثمار في الشركات المساهمة المصرية. أهمية البحث

ترجع أهمية البحث إلى عدة عوامل واعتبارات لعل من أهمها ما يلي:

- (١) عند مسح الأدبيات السابقة عن العلاقة بين تغطية المحللين وكفاءة الإستثمار، تبين للباحث أن هناك ندرة نسبية في البحوث التي سعت نحو دراسة تلك العلاقة، ويعد ذلك سبباً قوياً لسعى الباحث لدراسة هذه العلاقة في البيئة المصرية، خاصةً، في ظل ندرة الدراسات السابقة التي تمت في البيئة المصرية عن العلاقة بين تغطية المحللين وكفاءة الإستثمار.
- (٢) يتوقع الباحث أن تسهم نتائج هذا البحث في الأدبيات السابقة التي تسعى إلى تحديد العوامل المؤثرة على كفاءة الإستثمار في الشركات.
- (٣) المساهمة في إضافة محدد جديد إلى محددات كفاءة الإستثمار.
- (٤) تتفق هذه الدراسة مع الأدبيات السابقة في المحاسبة من خلال تقييم الدور الرقابي لتغطية المحللين الماليين على كفاءة الإستثمار بإستخدام مشاهدات من الشركات المدرجة في مصر.
- (٥) يتوقع الباحث أن يستفيد من نتائج البحث الحالي المستخدمون الخارجيون للقوائم المالية عند صناعة قراراتهم الإستثمارية، وذلك انطلاقاً من أن تغطية المحللين وعلاقته المتوقعة بكفاءة الإستثمار تعتبر أحد العوامل المؤثرة على قرارات هؤلاء المستخدمين.
- (٦) لتحسين كفاءة الإستثمار آثار اقتصادية كلية وجزئية (Biddle et al., 2009). كما أنه من المتوقع أن تؤدي كفاءة الإستثمارات إلى تخصيص أفضل للموارد، مما يؤدي لرفاهية اجتماعية أفضل (Abd Elhamed, 2018).

خطة البحث

في ضوء مشكلة البحث، وتحقيقاً لهدفه الأساسي، تنطوي خطة البحث على خمسة أقسام، يتعرض القسم الأول منها لخلفية نظرية عن العلاقة بين تغطية المحللين الماليين وكفاءة، بينما يتعرض القسم الثاني إلى مراجعة الدراسات السابقة وتطوير فرضية البحث، ويقوم الباحث بتصميم البحث وتحليل نتائجه في القسمين الثالث والرابع على التوالي، وأخيراً يعرض القسم الخامس خلاصة البحث وأهم الفرص الممكنة للأبحاث المستقبلية.

القسم الأول

تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار- خلفية نظرية

١. تغطية المحللين الماليين للشركات

يمكن وصف دور المحللين الماليين في أسواق المال من خلال عرض نتائج الدراسات التالية:

(١) يقوم المحلل المالي بالحصول على معلومات خاصة بالشركة والقطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه، ويتم تحليل تلك المعلومات، واستخدام نماذج تقييم بهدف تحديد القيمة الحقيقية (الذاتية) للسهم، ثم يلي ذلك إعداد توصيات نهائية وتوفيرها للمستثمرين (العلمي، ٢٠٠٩).

(٢) قدمت دراسة (Frankel and Li, 2004) أدلة تجريبية تبين أن تغطية المحللين تقلل من عدم تماثل المعلومات. كما قدمت دراسات (Armstrong et al., 2016; Derrien et al., 2011) دليل تجريبي على أن تغطية المحللين تقلل من تكلفة رأس المال للشركات.

(٣) أن الشركات التي يغطيها عدد أكبر من المحللين تكون أقل إدارة للأرباح، لأن المديرين يخشون أن يكتشف المحللون إدارتهم للأرباح ويكشفوا للجمهور عن تضخيم الأرباح من جانب الإدارة (Yu, 2008; Irani and Oesch, 2013).

(٤) يعمل المحللين الماليين كوسيط للمعلومات بين إدارة الشركات والمستثمرين الخارجيين، لأن المحللين يجمعون المعلومات من مصادر عامة وخاصة، التقييم المستمر لأداء الشركة، وضع توقعات حول آفاقها المستقبلية، وإصدار توصيات شراء أو احتفاظ أو بيع بالنسبة للمستثمرين، من المرجح أن تؤدي تغطية المحللين إلى تحسين الشفافية وتقليل عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة محل التغطية والمستثمرين الخارجيين (Chen et al., 2016).

(٥) يقوم المحللون بجمع ومعالجة ونشر المعلومات حول الشركات التي يتابعونها، كما يقوم المحللون بوضع توقعات حول أداء الشركة على المدى القصير، وبناء على تلك التوصيات التي يقدمها المحللون يتم اتخاذ قرارات بالشراء أو الإحتفاظ أو البيع من جانب المستثمرين، كما أن المحللون يمثلون وسيط معلوماتي حاسم في تشكيل توقعات المستثمرين حول الأداء المستقبلي للشركة، لذلك، فإن تقييماتهم وتوصياتهم تخلق الكثير من الضغط على المديرين (Qian et al., 2019).

(٦) للتحليل المالي الخارجي عالي الجودة آثار حاکمة على استثمارات الشركات من خلال جمع معلومات عن الشركة ونشر تنبؤات وتوصيات للجمهور ومراقبة الإدارة (Firth et al., 2015).

(٧) أن المحللين الماليين يلعبون دورًا في مراقبة الاستثمارات غير الفعالة المستمدة من المديرين كنتيجة لإدارة الأرباح الإنتهازية (Oh and Kim, 2018).

(٨) أن المحللين الماليين كوسيط هام في أسواق الأوراق المالية، لديهم الفرصة للتفاعل مباشرة مع الإدارة من أجل صياغة وجهات النظر حول آفاق الشركة، والتعبير عن آرائهم من خلال التقارير التي يصدرها المحللين لعملائهم، كما أن تغطية المحللين الماليين لجانب أكبر من المعلومات الخاصة بالشركة تؤدي إلى التأثير الإيجابي على الإنتاجية على مستوى الشركة، وهذا ينتج من دور

المحللين الحاسم في توزيع المعلومات ومراقبتهم للإدارة، أى أن قدرة المحللين على اكتشاف السلوك الإنتهازي من جانب الإدارة تمكنهم من التصرف كمراقبين خارجيين (To et al., 2018).

يستخلص الباحث مما سبق أن تغطية المحللين الماليين للشركات تعنى قيام المحللين بجمع المعلومات عن الشركة من مصادرها داخلية وخارجية، ثم يجرى التقييم المستمر لأداء الشركة، وإصدار توصيات (شراء / احتفاظ / بيع) الأسهم من جانب المستثمرين، وعليه فيمكن أن تؤدي تغطية المحللين إلى تحقيق شفافية الإفصاح، وتقليل عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة محل التغطية والمستثمرين الخارجيين، وعليه تتخفض تكلفة رأس المال، كما تلعب تغطية المحللين الماليين دوراً رقابياً هاماً في الحد من السلوك الإنتهازي للإدارة.

وعن واقع تغطية المحللين الماليين للشركات المساهمة المصرية، لاحظ الباحث من خلال مقابلات شخصية لبعض المحللين الماليين، والإطلاع على القيم العادلة المنشورة للشركات كما تظهر في موقع البورصة مباشر، أن المحلل المالي يقوم بحساب القيمة العادلة (الحقيقية) للسهم، وإبداء توصيات (بشراء / الإحتفاظ / بيع) السهم.

ويرى (أبوالعز، ٢٠١٣:ص. ٤-٥) أن الهدف من التحليل الأساسي هو تقدير القيمة الذاتية للسهم بناء على عدة عوامل منها الأصول، والأرباح، وتوزيعات أرباح الأسهم، وهيكل رأس المال، واحتمالات النمو. ويتم مقارنة هذه القيمة بالسعر السوقي الحال لهذه الأسهم. وتتغير القيمة العادلة للورقة المالية بسرعة أكبر مما يتغير بها سعرها السوقي، وينتج عن ذلك فجوة محتملة بين القيمتين: السعر السوقي الحال والقيمة العادلة الحالية، والتي يأمل المستثمر من خلال التحليل الأساسي أن يتعرف عليها ويتخذ قراراته الاستثمارية وفقاً لها. إذا كانت القيمة العادلة للسهم أكبر من سعر السهم في السوق كان القرار هو شراء السهم، أما إذا قلت القيمة العادلة للسهم عن السعر السوقي للسهم، كان القرار هو بيع السهم.

وقد قام الباحث بالإطلاع على توصيات المحللين الماليين كما تبدو على موقع البورصة مباشر وذلك لعدد ١٢٧ شركة تنتمي لقطاعات غير مالية عن الفترة من عام (٢٠١١-٢٠١٧م)، وتبين للباحث مايلي عن تغطية المحللين الماليين للشركات داخل القطاعات غير المالية، والجدول رقم (١) يبين نسب تغطية المحللين الماليين لشركات العينة داخل القطاعات.

جدول رقم (١): نسب تغطية المحللين الماليين لشركات العينة داخل القطاعات

م	القطاع الصناعي	عدد الشركات التي تم الإطلاع عليها	عدد الشركات التي تم تغطيتها من المحللين	نسبة التغطية لشركات العينة داخل القطاع (%)
١	التشييد ومواد البناء	٢٢	٩	٤١%
٢	الأغذية والمشروبات	١٩	٥	٢٦%
٣	العقارات	٢١	٤	١٩%
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	١١	٥	٤٥%
٥	السياحة والترفيه	١١	٢	١٨%
٦	الرعاية الصحية والأدوية	١٠	٢	٢٠%
٧	المنتجات المنزلية والشخصية	١٠	٣	٣٠%
٨	الكيموايات	٧	٦	٨٦%
٩	الموارد الأساسية	٧	٣	٤٣%
١٠	الموزعون وتجار التجزئة	٤	١	٢٥%
١١	الغاز والبتترول	١	١	١٠٠%
١٢	الإتصالات	٢	١	٥٠%
١٣	الإعلام	١	-	-
١٤	المرافق	١	-	-
	إجمالي	١٢٧	٤٢	٣٣%

ويلاحظ الباحث من إلقاء النظر فى الجدول السابق عن تغطية المحللين الماليين للشركات أن:

- إحتل قطاع الغاز والبتروال القدر الأكبر من تغطية المحللين الماليين.
- جاء قطاع الكيماويات فى المرتبة الثانية بعد قطاع الغاز والبتروال، حيث بلغت نسبة التغطية فى قطاع الكيماويات ٨٦% خلال فترة الدراسة.
- وفى المرتبة الثالثة جاء قطاع الإتصالات، يليه قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات، ثم قطاع الموارد الأساسية.
- أقل القطاعات تغطية ومتابعة من قبل المحللين الماليين كان قطاع السياحة والترفيه، حيث بلغت نسبة تغطية ومتابعة المحللين الماليين لشركات القطاع خلال فترة الدراسة ١٨%.
- لم يبدى المحللين الماليين أى توصيات تخص قطاعى الإعلام، والمرافق خلال فترة الدراسة.

ويستخلص الباحث من الجدول السابق وجود تباين فى تغطية المحللين الماليين للشركات، والسؤال الذى يثار هنا: لماذا يوجد تباين أو إختلاف فى تغطية المحللين الماليين للشركات؟

للإجابة على هذا التساؤل قام الباحث بالرجوع إلى الإديبات السابقة والتي تعرضت لعدة عوامل محددة لتغطية المحللين الماليين للشركات، والجدول رقم (٢) يعرض ملخصاً لمحددات تغطية ومتابعة المحللين للشركات:

جدول رقم (٢) محددات تغطية المحللين الماليين للشركات

المتغير	علاقته بتغطية المحللين الماليين
(١) حجم الشركة	أشارت دراسة (Lang and Lundholm, 1996) إلى أن الشركات كبيرة الحجم تتميز بسهولة تقدير أرباحها من جانب المحللين، كما أن هذه التقديرات تكون أكثر دقة. نتيجة لذلك فإن الشركات كبيرة الحجم من المرجح أن تحظى بتغطية أعلى من المحللين. كما أشارت دراسة (Chintrakarna et al., 2015) إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين حجم الشركة وتغطية المحللين الماليين. وعلى نحو مماثل أشارت دراسات (Hamrouni et al., Lee and Wen, 2019; Zhang, 2020) إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين حجم الشركة وتغطية المحللين الماليين.
(٢) حجم التداول	أشارت دراسة (Chintrakarna et al., 2015) إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين حجم التداول وتغطية المحللين الماليين.
(٣) تقلب عوائد الأسهم	توجد علاقة سالبة معنوية بين درجة تقلب عوائد الأسهم وتغطية المحللين الماليين (Chintrakarna et al., 2015). كما توقعت دراسة (Hamrouni et al., 2017: p. 269) أن إستمرارية الأرباح المصحح عنها تقلل من عدم التأكد المحيط بتنبؤات المحللين بأرباح الشركة، بحيث يكون لدى المحللين مخاطر أقل من أخطاء التنبؤ، إلا أن نتائج الدراسة جاءت مغايرة لذلك التوقع، حيث أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين مفاجأة الأرباح (تقلب الأرباح) وتغطية المحللين الماليين، وقد فسرت الدراسة ذلك بأن تقلب (عدم إستقرار) الأرباح يعمل على زيادة الطلب على خدمات المحللين الماليين لطلب المشورة والتوصيات، ومن ثم تزداد تغطية المحللين الماليين للشركات.
(٤) جودة حوكمة الشركات	توجد علاقة سالبة معنوية بين جودة حوكمة الشركات وتغطية المحللين الماليين، حيث يفضل المحللين الشركات منخفضة الحوكمة، والتي يوجد بها فجوة بين القيمة السوقية للأسهم وقيمتها الحقيقية، ويسعى المحللين الماليين من خلال تغطية الشركة لتفسير أسباب الفجوة (Chintrakarna et al., 2015).
(٥) نسبة الأصول غير الملموسة لإجمالي الأصول	أشارت نتائج دراسة (Chintrakarna et al., 2015) إلى أن المحللين الماليين يفضلون تغطية ومتابعة الشركات التي تزيد فيها نسبة الأصول غير الملموسة لإجمالي الأصول عن مثيلاتها التي تنخفض بها هذه النسبة.

<p>أشارت دراسة (سمعان، ٢٠١٧) إلى وجود علاقة موجبة بين شفافية الإفصاح وتغطية المحللين الماليين.</p>	<p>(٦) شفافية الإفصاح</p>
<p>إن ارتفاع نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية يعنى ارتفاع عوائد الأسهم (Fama and French, 1992) and كما حدد (Hope, 2003) أن تقصيلات متابعة المحللين للأسهم تتجه نحو الأسهم المربحة والأكثر نمواً. وقد أشار (Lakhal, 2009) إلى أن نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية تعد محدداً لتغطية الشركات من قبل المحللين. كما أشار (Lee and Wen, 2019; Zhang, 2020) إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين نسبة (القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) وتغطية المحللين الماليين. وعلى النقيض مما سبق لم تتوصل دراسة (Chintrakarna et al., 2015) إلى علاقة معنوية بين نسبة (القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) وتغطية المحللين الماليين. أما دراسة (Hamrouni et al., 2016) فقد توصلت إلى علاقة سالبة معنوية بين نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية وتغطية المحللين الماليين.</p>	<p>(٧) نسبة (القيمة السوقية إلى الدفترية)</p>
<p>أشارت نتائج دراسة (Zhang, 2020) إلى وجود علاقة سالبة معنوية بين الرفع المالي وتغطية المحللين الماليين، حيث يفضل المحللين الماليين متابعة وتغطية الشركات التي تنخفض فيها نسبة المديونية.</p>	<p>(٨) الرفع المالي</p>
<p>أشارت دراسة (Hamrouni et al., 2016: p. 269) إلى أنه إذا كان مراجع حسابات الشركة ينتمى إلى (Big 4) فإن المعلومات التي يتم الإفصاح عنها ذات النوعية الجيدة تسهل مهمة المحللين في إجراء تقديراتهم حول أداء الشركة، وبالتالي، يحسن من قدرتهم التنبؤية، نتيجة لذلك ينبغي أن يكون المحللون الماليون أكثر انجذاباً إلى الشركات التي تراجع قوائمها من قبل أحد المراجعين الكبار وقد جاءت نتائج الدراسة لتؤكد توقع الدراسة، أى توجد علاقة موجبة معنوية بين جودة المراجعة و تغطية المحللين الماليين للشركات.</p>	<p>(٩) جودة المراجعة</p>

يستخلص الباحث من الجدول رقم (٢) أن تغطية ومتابعة المحللين الماليين تتأثر ببعض العوامل (الخصائص) الخاصة بالشركات، وقد أنفقت معظم الدراسات حول اعتبار (حجم الشركة، تقلب الأرباح، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) هي أكثر المحددات تأثيراً على تغطية المحللين.

٢. كفاءة الاستثمار

يمكن تعريف سياسة الاستثمار الكفو على أنها سياسة يتم فيها تحديد وتنفيذ جميع المشروعات الاستثمارية ذات صافى قيمة حالية موجبة (NPV)، فى حين يتم رفض جميع المشروعات الاستثمارية ذات صافى قيمة حالية سالبة (Chen et al., 2017). وفقاً لنظرية فرص الاستثمار، فإن المديرين قادرون على تعظيم القيمة السوقية للشركة من خلال تنفيذ مشروعات ذات صافى القيمة الحالية الموجبة (and Modigliani Miller, 1958). إن عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين وتكاليف الوكالة قد يؤدي إلى انحرافات عن المستويات المثلى للاستثمار، فى شكل زيادة الاستثمار أو نقص الاستثمار (Ramadan, 2017).

يتم تفسير هذه الظاهرة من خلال نظرية الوكالة والتي تجادل بأن المديرين لديهم معلومات داخلية حول الربحية المتوقعة وتوقيت العائد من المشروعات الاستثمارية مقارنة بالمساهمين الخارجيين (Lambert, 2001). وبناءً على ذلك، قد يؤدي هذا إلى مشكلة اختيار عكسى Adverse Selection Problem يمكن من خلالها للمديرين استخدام هذه المعلومات لإجراء استثمارات أو اتخاذ قرارات تشغيلية تتعارض مع مصالح المساهمين (Jensen and Meckling, 1976)، كما يرى (Park et al., 2017; Majeed et al., 2018) أن مشكلة الاختيار العكسى تعنى تصرف غير رشيد يسبب سوء الاختيار. يتنبأ نموذج الوكالة بأنه على الرغم من أن المديرين قد يكونون على علم جيد بوجود فرص استثمار مربحة (ذات صافى قيمة حالية موجبة)، إلا أنهم قد لا يكونون دائماً متحمسين لفهمها بسبب (١) مشكلة المخاطرة الأخلاقية وعدم كفاءة اختيار الاستثمارات (Jensen and Meckling, 1976 ; Jensen 1986) ؛ و (٢) نقص التمويل المتاح الناتج عن ارتفاع تكلفة التمويل الخارجى.

يوجد محددان على الأقل لكفاءة الاستثمار (Abd Elhamed, 2018)، المحدد الأول، وهو توافر رأس المال، حيث يمكن للشركة أن تعاني من قيود التمويل (شركة ذات رفع مالى عالى) قد تفضل فى بعض المشاريع ذات صافى القيمة الحالية

الموجبة؛ بسبب نقص التمويل الخارجي و / أو ارتفاع تكلفة زيادة رأس المال خارجياً، مما يؤدي إلى مشكلة ضعف الاستثمار (Verdi, 2006)، يتمثل المحدد الثاني في اختيار المشروع، أي يجب أن يتم اختيار المشروع وفقاً لمعلومات محاسبية تتصف بالجودة، تعكس كل ما يتعلق بالمنافع من الفرص الاستثمارية (شرف، ٢٠١٩). وقد أشار (Verdi, 2006)، أنه حتى إذا قررت الشركة جمع الأموال خارجياً، فلا يوجد ضمان للقيام بالاستثمارات الصحيحة.

وتضيف بعض الدراسات الأكاديمية محدداً آخر من محددات كفاءة الاستثمار يتعلق بجودة التقارير المالية، حيث أشار (Verdi, 2006) عند فحص العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار، أن هناك علاقة قوية بين جودة التقارير المالية ونقص الاستثمار في الشركات ذات قيود التمويل وتشتت الملكية. ومع ذلك، وجد أدلة متباينة حول الأثر على نقص الاستثمار للشركات التي تواجه قيود التمويل. ويوضح أيضاً أن العلاقة أقوى بالنسبة للشركات الأقل تغطية من جانب المحللين الماليين. وقد أشار (Biddle and Hilary, 2006) إلى أن ارتفاع جودة التقارير المالية يعزز من كفاءة الاستثمار عن طريق الحد من عدم تماثل المعلومات بين المديرين والموردين الخارجيين لرأس المال. وعلى نحو مماثل يرى (Biddle et al., 2009) أن ارتفاع جودة التقارير المالية يحسن من كفاءة الاستثمار عن طريق الحد من عدم تماثل المعلومات التي تثير وجود مشاكل وكالة مثل الخطر الأخلاقي والاختيار العكسي والتي تعيق الاستثمار الفعال. أما دراسة (Wang et al., 2015) فذهبت إلى أن جودة التقارير المالية ترتبط سلبياً بكلاً من نقص الاستثمار وزيادة الاستثمار، كما ترتبط تلك الجودة بدرجة أكبر بالاستثمار الزائد للشركات التي لديها تدفقات نقدية حرة أكبر مما يوحي بأن جودة التقارير يمكن أن تقلل من عدم تماثل المعلومات الناتج من وجود مشاكل وكالة بين المديرين والمستثمرين وبالتالي تنخفض التكلفة التي يتحملها المساهمين لمراقبة المديرين مما يحسن اختيار المشروع.

من العرض السابق، يستخلص الباحث أن الاستثمار الكفؤ يعني تحديد وتنفيذ جميع المشروعات الاستثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة (NPV)، في حين يتم

رفض جميع المشروعات الاستثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة. كما يستخلص الباحث أن عدم تماثل المعلومات بين طرفي الوكالة (الأصيل- الوكيل) يؤدي إلى حدوث نوعين من المشاكل: الأولى وهي المخاطرة الأخلاقية، أما المشكلة الثانية، فهي مشكلة الاختيار العكسي، وكلا المشكلتين تؤدي إلى إنحراف سياسة الاستثمار بالشركة عن الاستثمار الكفاء إما في صورة الإفراط (زيادة) الاستثمار Overinvestment، أو في صورة نقص (ضعف) الاستثمار Underinvestment. وأخيراً، يوجد العديد من المحددات أو العوامل المؤثرة على كفاءة الاستثمار منها توافر رأس المال، اختيار المشروع، جودة التقارير المالية.

٣. أثر تغطية المحللين للشركات على كفاءة الاستثمار

يتمثل الهدف الرئيسي للشركات في تعظيم ثروة المساهمين، وقد يختلف الأمر في الواقع العملي، حيث قد يفضل مديرو الشركات السعي نحو تحقيق أهدافهم الخاصة، مثل الحصول على أكبر قدر ممكن من المكافآت، وتعظيم منفعتهم الخاصة، مما قد يؤدي إلى التركيز على استثمارات الشركة التي تحقق أرباحاً عالية في الأجل القصير (حيث ترتبط حوافز المديرين بهذا المتغير) أكثر من تعظيم ثروة المساهمين في الأجل الطويل من خلال الاستثمار في المشروعات الناجحة في الأجل الطويل. وبناءً على ذلك يثار تساؤل هام، وهو: كيف يمكن للمساهمين (الأصيل) متابعة ومراقبة الإدارة (الوكيل)؟ (Eisenhardt, 1989).

أشار (Sun and Liu, 2011) إلى أن الشركات التي يتابعها عدد كبير من المحللين تعتمد سياسات محاسبية أكثر تحفظاً، ويستنتج من ذلك أن تغطية المحللين للشركات لها تأثير هام على عملية إعداد التقارير المالية. يسعى المحللون أيضاً إلى تقليل عدم تماثل المعلومات عن طريق تقليل تكاليف الاختيار المعاكس في سوق الأسهم (Brennan and Subrahmanyam, 1995) وتقليل القيود المالية للشركات (Chang et al., 2006).

ترى العديد من الدراسات وجود علاقة ارتباط موجبة بين تغطية ومتابعة

المحللين الماليين للشركات وجودة التقارير المالية، بمعنى أنه كلما زادت تغطية المحللين الماليين للشركة، كلما قلت ممارسات إدارة الأرباح من جانب الإدارة، ومن ثم تزداد جودة التقارير المالية، والعكس كذلك صحيح، أي تنخفض جودة التقارير المالية للشركة بعد تراجع المحللين الماليين عن متابعتها (Yu, 2008; Irani and Oesch, 2013; Chen et al., 2016).

قد تؤثر تغطية المحللين بشكل سلبي على كفاءة الاستثمار في الشركة حيث أن زيادة تغطية المحللين يمكن أن يزيد من تداول الضوضاء حيث أن التغطية الإضافية تزيد من مشاركة المستثمرين غير المطلعين في سوق الأسهم (Michenaud, 2007)، فإن ذلك سيؤدي إلى التعطيم على اتخاذ قرارات المدير وبالتالي يضر بكفاءة الاستثمار (Sockin and Xiong, 2015; Brogaard et al., 2019).

كما يرى (Brogaard et al., 2019) أن تغطية المحللين يمكن أن تؤثر بشكل إيجابي على كفاءة الاستثمار، لعدة أسباب، (١) تحسين كفاءة أسعار الأسهم، مما يعزز التغذية العكسية في سوق الأسهم؛ (٢) زيادة اكتساب المعلومات، مما يحسن من خصائص المعلومات والتي تمثل مدخلات لصنع القرار الإداري؛ (٣) تعزيز حوكمة الشركات، مما يخفف من مشكلة المخاطر الأخلاقية؛ أو عن طريق (٤) تخفيف القيود المالية التي توفر موارد مالية كافية لتنفيذ المشروعات الناجحة.

توجد أدلة تجريبية على أن تغطية المحللين الماليين تعمل على تحقيق كفاءة الاستثمار في الشركة، كما أن كفاءة الاستثمار قد تنخفض بعد فقدان التغطية من قبل المحلل المالي، وتوجد أربع قنوات محتملة قد تقود العلاقة الإيجابية بين تغطية المحللين و كفاءة الاستثمار وهي: اكتساب المعلومات، وكفاءة الأسعار، والمراقبة، والتمويل، ومن أهم الآليات التي من خلالها تعمل تغطية المحلل على تحقيق كفاءة الاستثمار هي زيادة اكتساب المعلومات وتحسين كفاءة الأسعار (Lang and Lundholm, 1996).

اقترحت دراسات سابقة أن زيادة الاستثمار غير الفعال مرتبط بالإنخفاض اللاحق لأداء الشركة (على سبيل المثال: Cai and Zhang, 2004; Titman et al., 2011)، لذلك، يمتلك المساهمون حافزاً قوياً لمراقبة قرارات الاستثمار من جانب المديرين، وعادة ما يكون المستثمرون المؤسسون أكثر نشاطاً وفعالية من المستثمرين الأفراد في مراقبة أنشطة الإدارة (Ward et al., 2020).

إن توافر آليات التوقيت المناسب وشفافية المعلومات والمراقبة الفعالة يمكن أن تؤدي إلى منع المديرين من اتخاذ قرارات الاستثمار التي تتحرف عن المستوى الأمثل، كما أن تحليل الأوراق المالية يمكن أن يقلل من احتمالية الإفراط (زيادة) الاستثمار أو (نقص) الاستثمار من قبل الشركات عبر قناتين: الأولى، أن التوقعات التي وضعها المحللون الماليون تساعد في الحد من عدم تماثل المعلومات بين الشركات والمشاركين في السوق. الثانية، من خلال تحليل الشركات المدرجة وتقديم المعلومات للجمهور والمحللين الماليين بمثابة شاشة خارجية مهمة لإنضباط المديرين، كما أن جودة عمل المحللين (بناء على دقة وتجانس تنبؤاتهم بالأرباح) تتعلق بقرارات الاستثمار للشركة، للحد من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين، كما يساهم المحللون في تقييد الإدارة من القيام باستثمارات دون المستوى الأمثل (Firth et al., 2015).

إن الأدلة على الآثار الحقيقية لتغطية المحللين على قرارات الشركات جاءت مختلطة (Choi et al., 2020). لذا تسلط الدراسة الحالية الضوء على الآثار الحقيقية لتغطية المحللين الماليين من خلال اعتبار تغطيتهم ومتابعتهم كإشارة حول كفاءة الاستثمار بالشركة.

يستخلص الباحث مما سبق، أنه كلما زادت تغطية المحللين الماليين للشركات ممثلاً في زيادة عدد التوصيات الصادرة عن أسهم الشركة محل المتابعة خلال الفترة، ينخفض عدم تماثل المعلومات، والتي تثير وجود مشاكل وكالة مثل الخطر الأخلاقي والاختيار العكسي، ومن ثم تزداد كفاءة قرارات الاستثمار التي يقوم بها مديري

الشركات، ويوضح الجدول رقم (٣) العلاقة بين تغطية المحللين الماليين وكفاءة الاستثمار.

جدول رقم (٣): العلاقة بين تغطية المحللين الماليين وكفاءة الاستثمار

كفاءة الاستثمار	عدم تماثل المعلومات	تغطية المحللين الماليين
(+)	(-)	(+)
(-)	(+)	(-)

وبعد الإنتهاء من توفير خلفية نظرية للعلاقة بين تغطية المحللين الماليين وكفاءة الاستثمار، يقوم الباحث في الجزء التالي (الثاني) بإستعراض أهم الدراسات السابقة التي تم إجراؤها بشأن أثر تغطية المحللين الماليين للشركات على كفاءة الاستثمار بما يسهم في تطوير فرضيات البحث الحالي.

القسم الثاني

مراجعة الدراسات السابقة وتطوير فرضيات البحث

يتضمن هذا الجزء استعراض الدراسات السابقة ذات الصلة بمشكلة البحث، وذلك للتعرف على منهجيتها والمتغيرات التي اخضعتها للدراسة، وأهم النتائج التي توصلت إليها، كما يتضمن تطوير فرضية البحث في ضوء ما إنتهت إليه نتائج الدراسات السابقة.

١. مراجعة الدراسات السابقة

يلعب المحللون الماليون دورًا رئيسيًا في تحليل المعلومات، حيث يقوم المحللون بجمع المعلومات العامة، ومعلومات خاصة لأداء أنشطة التنبؤ، كما يلعب المحللون أيضًا دورًا في الحد من مشاكل عدم تماثل المعلومات الناشئة عن فصل

الملكية عن الإدارة، وقد أشارت دراسات حديثة إلى أن الإفصاح عن توقعات المحللين الماليين يمكن أن يحسن من جودة التقارير المالية (Oh and Kim, 2018).

استهدفت دراسة (Michenaud, 2007) اختبار أثر تغطية المحلل المالي على كفاءة قرارات الاستثمار المتخذة من قبل المدير التنفيذي بالشركة. وأشارت نتائج الدراسة إلى أنه كلما ارتفعت دقة توقعات المحللين، كلما ارتفعت كفاءة الاستثمار وانخفضت حساسية استثمارات الشركة لأسعار الأسهم، واستندت الدراسة في تفسير نتائجها إلى التفاعل بين كفاءة سوق الأوراق المالية وقرارات تمويل الشركات. فكلما ارتفع الإفصاح عن المعلومات من قبل المحللين الماليين، كلما زادت كفاءة قرارات الاستثمار في الشركة.

أما دراسة (Doukas et al., 2008) فبحثت ما إذا كان تغطية المحللون تلعب دورًا مهمًا في تمويل الشركات، أي التحقق مما إذا كان هناك ارتباط بين زيادة تغطية المحللين والإفراط في التمويل الخارجي، والإفراط في الاستثمار Overinvestment. اعتمدت الدراسة على عينة قوامها ٢٤٠٠٠ مشاهدة عن الفترة من ١٩٨٣-٢٠٠٣م، وقد قدمت الدراسة أدلة على أن الشركات ذات التغطية العالية (المنخفضة) من قبل المحللين الماليين لديها باستمرار معدلات تمويل واستثمار خارجية أقل (أعلى) من نظيراتها من نفس الحجم في الصناعة، يتوافق هذا الدليل مع الفرضية القائلة بأن تغطية المحللين الماليين تفقد احتمالات النمو للشركات التي لديها القدرة على أي التمويل الخارجي. وهذا بدوره يؤدي إلى تمويل واستثمار خارجي أكبر. كما أن توصيات المحللين لها تأثير إيجابي على التمويل الخارجي، يشير هذا الدليل إلى أن وصول المحللين إلى الإدارة، هو مؤشر رئيسي للأنشطة التمويلية من جانب الشركات، وبالتالي تأثير تغطية المحللين على قرارات هيكل رأس المال يبدو أنها تعمل من خلال سلوك المحللين، المعلومات المحيطة بالبيئة التي تعمل بها الشركة وقرارات تغطية شركة الوساطة المالية.

دراسة (Firth et al., 2015) تبحث فيما إذا كانت خصائص تنبؤات الأرباح التي أجراها المحللون الماليون تقدم معلومات حول فعالية قرارات الاستثمار

للشركات. نتوقع أن يكون للتحليل المالي الخارجي عالي الجودة آثار حوكمة على استثمارات الشركات من خلال جمع معلومات عن الشركة ونشر تنبؤات وتوصيات للجمهور ومراقبة الإدارة. تم استخدام دقة وتشتت تنبؤات أرباح المحللين كمقاييس لجودة عمل المحلل. تُظهر نتائج تحليلات الانحدار أن جودة عمل المحلل تزيد من استثمارات الشركة إذا كانت الشركة أكثر عرضة لنقص الاستثمار، وخفض استثمار الشركة إذا كانت الشركة لديها احتمال أكبر للإفراط في الاستثمار. لذلك، فإن جودة المحللين الخارجيين وقدرتهم على مراقبة أنشطة الإدارة يمكن أن تقلل من زيادة استثمارات الشركة. كما تظهر النتائج أيضا أن هذه التأثيرات أقوى لتلك الشركات ذات الانحرافات الأكبر عن مستوى الاستثمار المتوقع (أي الأداء الضعيف) ، ارتفاع عدم تماثل المعلومات، وانخفاض الملكية المؤسسية. باختصار، التحليلات والنتائج من هذه الدراسة تتفق مع الرأي القائل بأن جودة عمل المحللين ومراقبتهم، يمكن أن تعزز كفاءة الاستثمار في الشركات.

(Chen et al., 2017) هدفت إلى اختبار تأثير المحللين الماليين على كفاءة قرارات الاستثمار من قبل الشركات. وقد تم استخدام دقة وتشتت توقعات المحللين بالأرباح للتعبير عن خبرة وجودة المحللين في عمل التنبؤات. أشارت النتائج إلى أن التنبؤات عالية الجودة مرتبطة بزيادة الاستثمار إذا كانت الشركة أكثر عرضة لنقص الاستثمار، وانخفاض الاستثمار إذا كانت الشركة أكثر عرضة للإفراط في الاستثمار، مما يشير إلى أن جودة تنبؤات المحللين تحقق كفاءة الاستثمار على مستوى الشركة. كما أشارت النتائج أيضا إلى أن هذه التأثيرات أقوى بالنسبة للشركات التي لديها عدم تماثل عالي في المعلومات وانخفاض الملكية المؤسسية. تتوافق النتائج مع الفكرة القائلة بأن تنبؤات المحللين عالية الجودة تزيد من الرقابة الخارجية على أنشطة الشركات، مما يزيد يحقق كفاءة الاستثمار.

دراسة (Oh and Kim, 2018) على عينة قوامها ٥٢٩٧ من الشركات غير المالية المدرجة في بورصة كوريا عن الفترة من ٢٠٠٢م حتى ٢٠١٤م، أشارت نتائج

الدراسة إلى أن المحللين يلعبون دورًا في مراقبة الاستثمارات غير الفعالة من جانب المديرين كنتيجة لإدارة الأرباح الانتهازية.

وعلى عينة قوامها ٣٥٢٨٠ مشاهدة عن الفترة من ١٩٩١ و ٢٠١٣، استهدفت دراسة (To et al., 2018) اختبار أثر تغطية المحللين الماليين على جودة قرارات الاستثمار بالشركات. أشارت نتائج الدراسة إلى أن تغطية أكبر للمحللين تؤدي إلى إنتاجية أعلى للعامل داخل الشركة، كذلك تشير النتائج إلى أن التأثير الإيجابي للمحللين على الإنتاجية على مستوى الشركة ينتج من دورها الحاسم في توزيع المعلومات والمراقبة الخارجية.

كما استهدفت دراسة (Brogaard et al., 2019) اختبار أثر تغطية المحللين على كفاءة قرارات الاستثمار التي يتخذها المديرين، فعلى عينة قوامها ١٦٢٠٢٣ مشاهدة، وباستخدام أسلوب الانحدار البسيط لكفاءة الاستثمار على تغطية المحللين الماليين، المتغير التابع هو استثمار الشركة بينما المتغير المستقل هو عدد المحللين المتابعون للشركة، أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة موجبة قوية بين تغطية المحللين وكفاءة الاستثمار من خلال دور المحللين في الحصول على المعلومات وكفاءة الأسعار. تساهم هذه الدراسة في الأدبيات الناشئة التي تدرس تأثير التغذية العكسية للأسواق المالية بشكل عام والوسطاء الماليين بشكل خاص، كما يظهر الدور المهم الذي يلعبه المحللون في تشكيل القرارات الحقيقية للشركات.

دراسة (Choi et al., 2020) تدرس ما إذا كانت تنبؤات المحللين الماليين بشأن الإنفاق الرأسمالي تؤثر على كفاءة الاستثمار في الشركات. ولتحقيق هدف الدراسة تم جمع البيانات حول تنبؤات المحللين تبدأ فترة الدراسة في عام ٢٠٠٨ ، وهي السنة الأولى التي أصبحت فيها تنبؤات المحللين حول الإنفاق الرأسمالي متاحة إلى حد كبير في I / B / E / S ، وتنتهي في عام ٢٠١٧. تم استبعاد الشركات المالية. وتضمنت العينة النهائية ١٥٦٧٧ مشاهدة لعدد ٢٥٥٨ شركة تنتمي لـ ٣٨ صناعة. أشارت نتائج الدراسة إلى أن الشركات التي لديها تنبؤات للمحللين الماليين حول نفقاتها الرأسمالية، تظهر كفاءة استثمار أعلى. يكون هذا التأثير أقوى عندما يتم

إصدار التنبؤات من قبل محللين لديهم خبرة أعلى أو معرفة أكبر بالصناعة. علاوة على ذلك، يختلف تأثير التنبؤات بالنفقات الرأسمالية على كفاءة الاستثمار مع الإشارات التي تنقلها عن فرص النمو في المستقبل - تعد إشارات النمو الإيجابي أكثر فعالية في الحد من ضعف الاستثمار، بينما تكون إشارات النمو السلبية أكثر فعالية في الحد من الاستثمار الزائد. كما تشير النتائج إلى أن تنبؤات المحللين حول النفقات الرأسمالية تنقل معلومات مفيدة للمديرين والمستثمرين حول فرص نمو الشركات، الأمر الذي يمكن أن يحقق الاستثمار الفعال.

أما دراسة (Ward et al., 2020) باستخدام عينة من الشركات الأمريكية كبيرة الحجم خلال الفترة من عام ١٩٩٥-٢٠١٥م، تم قياس عدم كفاءة الاستثمار اعتمادا على (Richardson investment model, 2006)، حيث يعكس الاستثمار الزائد (نقص الاستثمار) في بواقي الانحدار الموجبة (السالبة). وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن مراقبة المستثمرين المؤسسون للشركات تحد من عدم كفاءة قرارات الاستثمار من جانب مديري الشركات.

ويلاحظ الباحث على الدراسات السابقة أن جميع الدراسات أجريت في بيئات أجنبية، لذلك تسعى الدراسة الحالية لإختبار أثر تغطية المحللين الماليين للشركات على كفاءة الاستثمار وذلك للتحقق من مدى اتفاق نتائج الدراسة الحالية مع نتائج الدراسات التي أجريت في بيئات أخرى، كذلك إهتمام الدراسات الأجنبية بمعرفة الآثار المترتبة على تغطية المحللين الماليين، وتعد الدراسة الحالية إمتدادا للدراسات السابقة فيما يتعلق بالآثار المترتبة على تغطية المحللين الماليين للشركات.

٢. تطوير فرضية البحث

بسبب انفصال الملكية عن الإدارة، وعدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين، وفي ضوء نتائج الدراسات السابقة التي أشارت إلى أن الدور الإعلامى الوسيط للمحللين الماليين له أثر كبير على كفاءة الاستثمار. فكلما زاد عدد مرات تغطية ومتابعة الشركات من قبل المحللين الماليين تتحسن جودة المعلومات، وتتحقق

كفاءة الاستثمار (Ban, 2011). كما أنه من المتوقع أن تنخفض كفاءة الاستثمار إذا قام المديرون بتحقيق أرباح انتهائية، ويقوم المحللون بدور المراقبين الخارجيين للحد من إدارة الأرباح الإنتهازية من جانب المديرين (Oh and Kim, 2018). وقد يحدث انخفاض في تغطية المحللين الماليين ومتابعتهم للشركات، مما قد يؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين، وهو ما قد يراه المستثمرون زيادة خطر السلوك الإنتهازى للإدارة (Qian et al., 2019).

ووفقاً لفرضية المعلومات (Information hypothesis) فإن توفير المعلومات سيؤدي إلى الحد من عدم تماثل المعلومات (Fama and Laffer, 1971). يمكن القول بأن زيادة تغطية المحللين للشركات سيؤدي إلى زيادة كمية المعلومات المتاحة لإتخاذ قرارات التمويل والاستثمار، بالإضافة إلى الدور الرقابي الذى يلعبه المحللون فى الحد من السلوك الإنتهازى للإدارة. وعليه ينبغى على المحللين الماليين العمل على تحسين إنتاجية الشركة من خلال تزويد الشركات بإمكانية أفضل للوصول إلى التمويل الخارجى، وتكثيف المراقبة الخارجية لإجبار المديرين على الاستثمار فى المشاريع الأكثر إنتاجية (To et al., 2018).

فى ضوء العرض السابق، يتوقع الباحث أنه كلما زادت تغطية المحللين الماليين للشركة، يقل مستوى عدم تماثل المعلومات نتيجة للدور الرقابي للمحللين الماليين على الإدارة، ومن ثم تزداد كفاءة الإستثمار. يمكن للباحث صياغة فرضية البحث على النحو الآتى:

ف: توجد علاقة موجبة بين تغطية المحللين للشركة وكفاءة الإستثمار

وبعد توفير دعم اختبارى أسهم فى تطوير فرضية البحث الحالى، يقوم الباحث فى القسم التالى (الثالث) بتصميم البحث وصياغة النموذج الملائم لاختبار تلك الفرضية.

القسم الثالث

تصميم البحث

يمثل هذا الجزء خطة عامة لتنفيذ البحث وتحقيق أهدافه، وهيكل يحدد فيه الباحث متغيرات البحث (المتغير التابع، والمتغيرات المفسرة)، واستراتيجية يتم بموجبها تحديد طرق جمع البيانات ونوع التحليلات الإحصائية الملائمة (أبو العز، ٢٠١٨).

١. مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث في الشركات المساهمة المسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية، في الفترة بين عامي ٢٠١١ - ٢٠١٧م، ويعتمد الباحث على عينة حكومية بسيطة من الشركات المسجلة. اعتمد الباحث على عدة معايير في اختيار العينة وهي:

(١) استبعاد قطاعي البنوك وشركات الخدمات المالية بخلاف البنوك، وذلك لتحقيق نوع من التجانس بين شركات العينة نظراً لاختلاف طبيعة أنشطة الشركات المالية وتقاريرها المالية عن نظيرتها في الشركات غير المالية.

(٢) استبعاد الشركات التي لا تتوفر معلومات عن متابعة و تغطية المحللين الماليين لها. وبتطبيق المعايير السابقة، وبعد أن قام الباحث بإجراء مسح للمعلومات المنشورة عن توصيات المحللين الماليين لعينة قوامها ١٢٧ شركة مساهمة مصرية مسجلة بسوق الأوراق المالية المصرية من خلال موقع البورصة مباشر خلال فترة الدراسة، تكونت عينة البحث النهائية من عدد ٤٢ شركة موزعة على إثني عشر قطاعاً إقتصادياً غير مالي (مرفق ملحق رقم "١" قائمة بأسماء شركات عينة البحث) ويوضح الجدول رقم (٤) العينة النهائية للبحث مصنفة وفقاً للتوزيع القطاعي للبورصة المصرية.

جدول رقم (٤): التصنيف القطاعي لعينة البحث

مسلسل ل	القطاع الصناعي	عدد الشركات	نسبة عدد شركات القطاع إلى شركات العينة (%)
١	التشييد ومواد البناء	٩	٢٢%
٢	الأغذية والمشروبات	٥	١٢%
٣	العقارات	٤	١٠%
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٥	١٢%
٥	السياحة والترفيه	٢	٥%
٦	الرعاية الصحية والأدوية	٢	٥%
٧	المنتجات المنزلية والشخصية	٣	٧%
٨	الكيمويات	٦	١٤%
٩	الموارد الأساسية	٣	٧%
١٠	الموزعون وتجار التجزئة	١	٢%
١١	الغاز والبتترول	١	٢%
١٢	الإتصالات	١	٢%
	إجمالي	٤٢	١٠٠%

٢. مصادر جمع بيانات الدراسة

إعتمد الباحث في الحصول على البيانات المطلوبة للدراسة على المصادر التالية:

- البورصة المصرية (أسماء الشركات المقيدة، عدد التوصيات الصادرة من المحللين).
- شركة مصر لنشر المعلومات (التقارير المالية).

٣. قياس كفاءة الاستثمار **Investment Efficiency**:

تقاس كفاءة الاستثمار من خلال الانحراف عن المستوى المتوقع للاستثمار، حيث يتم فحص ما إذا كانت تغطية المحللين الماليين العالية تقلل من احتمال أن تنحرف الشركة عن مستوى الإستثمار المتوقع، أى فحص ما إذا كانت تغطية المحللين الماليين

العالية ترتبط بفرق أقل بين الإستثمار الفعلي والاستثمار المتوقع، نظراً لأن الشركة تكون أكثر عرضة إما لإفراط أو نقص الاستثمارات، ووفقاً للنموذج يتم تقدير استثمار الشركة باعتباره دالة لفرص النمو (مقاسة بنمو المبيعات) وتستخدم القيمة المطلقة للبواقي المتحصل عليها من النموذج بمثابة مؤشر للانحراف عن المستوى المتوقع للاستثمار، وفيما يلي النموذج المشار إليه والذي تم استخدامه في دراسات (رميلي، ٢٠١٨؛ شرف، ٢٠١٩؛ Biddle et al., 2009; Wang et al., 2015; Rad et al., 2016).

$$\text{Investment}_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{NEG}_{it} + \beta_2 \text{Sales Growth}_{it} + \beta_3 \text{NEG} * \text{Sales Growth}_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

إجمالي الاستثمارات في نهاية العام (t+1)، وتمثل نسبة صافي التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار المتحصل عليها من قائمة التدفقات النقدية مقسوماً على إجمالي الأصول في بداية الفترة (t+1).	Investment_{it+1}
متغير وهمي يأخذ القيمة (١) في حالة معدل نمو مبيعات قيمة سالبة، ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك.	NEG
النسبة المئوية للتغير في المبيعات بين السنة t والسنة t-1.	Sales Growth_{it}
الخطأ المتبقي (مؤشر عدم كفاءة الاستثمار).	ε_{it}

تشير البواقي السالبة (الموجبة) من نموذج الانحدار أعلاه إلى نقص في الاستثمار (زيادة في الاستثمار)، إذا كان الاستثمار في نهاية العام (t+1) أكبر من معدل نمو المبيعات في العام (t)، فإن البواقي من النموذج أعلاه ستكون موجبة وهذا يعني أن الشركة تبالغ في الاستثمار Overinvestment. على النقيض من ذلك، إذا كان الاستثمار في نهاية العام (t+1) أقل من معدل نمو المبيعات في العام (t)، فإن البواقي من النموذج ستكون سالبة مما يشير إلى أن الشركة لا تستفيد منها Underinvestment (Tariverdi and Keivanfar, 2017). عند إجراء التحليلات، تم استخدام القيمة المطلقة للبواقي كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار. ثم تم ضرب البواقي في (-١). وبالتالي، تمثل القيم الأعلى للبواقي كفاءة استثمار أعلى (Verdi, 2006; Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011; Ramadan, 2017).

٤. صياغة نموذج البحث

سوف يعتمد الباحث بشأن اختبار فرضية البحث على أسلوب تحليل الإنحدار (Regression Analysis)، اعتماداً على Panel Data والتي تعرف على أنها مجموعة من المشاهدات التي تتكرر عند مجموعة من الشركات في عدة فترات من الزمن، بحيث أنها تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في نفس الوقت. إن التقدير حسب هذه البيانات له مزايا مهمة ويعطي نتائج أكثر دقة لأنها تأخذ بعين الاعتبار المعلومات ذات البعد الزمني في السلسلة الزمنية وكذلك البعد المقطعي في الوحدات المختلفة، لذلك يمكن القول بأن معطيات Panel تتمتع ببعد مضاعف بعد زمني وبعد فردي، هذا ما جعل دراستها الميدانية أكثر فعالية ونشاط في الاقتصاد القياسي وبالتالي فهي تكتسب أهمية بالغة (Greene, 2003). يبنى نموذج الدراسة على أن كفاءة الاستثمار تعد دالة في كل من تغطية المحللين الماليين والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

كفاءة الإستثمار = دالة (تغطية المحللين الماليين + المتغيرات الضابطة)

وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار علي النحو المبين بالمعادلة رقم (١):

$$INVEFF_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 COV_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 CASH_{it} + \beta_5 CAPITAL_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

INVEFF _{it+1}	قيمة بواقي الإنحدار (الإنحراف عن الاستثمار المتوقع) للشركة (i) في نهاية الفترة (t+1)؛
COV _{it}	تغطية ومتابعة المحللين للشركة (i) خلال الفترة (t)؛
LEV _{it}	نسبة الرفع المالي للشركة (i) في نهاية الفترة (t)؛
ROA _{it}	معدل العائد على الأصول للشركة (i) خلال الفترة (t)؛
CASH _{it}	النقدية المحتفظ بها للشركة (i) في نهاية الفترة (t)؛
CAPITAL _{it}	كثافة رأس المال للشركة (i) خلال الفترة (t)؛
ε _{it}	بند الخطأ للشركة (i) في الفترة (t).

ويوفر الجدول رقم (٥) وصفاً لمتغيرات البحث والتعريف الإجرائي لها.

جدول رقم (٥): التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث

مصدر البيانات	التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
		رمز المتغير	اسم المتغير
المتغير التابع:			
التقرير المالي السنوي للشركة	تقاس بالقيمة المطلقة للبواقي المتحصل عليها من نموذج التنبؤ بالاستثمار، كإحرف عن المستوى المتوقع للإستثمار (Biddle et al., 2009; chen, 2011; Ramadan, 2017)	INVEFF _{it+1}	كفاءة الإستثمار
المتغير المستقل:			
موقع البورصة مباشر	تم قياس تغطية المحللين بعدد التوصيات الصادرة عن المحللين الماليين لسهم الشركة i خلال الفترة t وذلك إتساقاً مع دراسات (Booth et al., 2014; Dubois et al., 2014; Li and You, 2015)	COV _{it}	تغطية المحللين الماليين
المتغيرات الضابطة:			
التقرير المالي السنوي للشركة	نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي أصول الشركة i في نهاية الفترة t .	LEV _{it}	الرفع المالي
	نسبة صافي الربح بعد الضريبة إلى إجمالي أصول الشركة i في نهاية الفترة t .	ROA _{it}	العائد على الأصول
	يتم حسابها من خلال قسمة النقدية وما في حكمها للشركة i على إجمالي أصولها في نهاية الفترة t .	CASH _{it}	نسبة النقدية
	وتقاس بنسبة صافي الممتلكات والآلات والمعدات مقسوماً على إجمالي الأصول للشركة i في نهاية الفترة t	CAPITAL _{it}	كثافة رأس المال

٥. مبررات إضافة المتغيرات الضابطة إلى نموذج البحث

٥.١. الرفع المالي

تم أخذ الرفع المالي كمتغير ضابط نظراً لأن الشركات الأقل رفع مالي (مديونية) هي الأكثر تغطية من جانب المحللين الماليين (To et al., 2018). هذا وقد ذهبت دراسة (شرف، ٢٠١٩) إلى وجود أثر سالب ومعنوي على عدم كفاءة الاستثمار (موجب على كفاءة الاستثمار) للشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية، وعلى النقيض من ذلك

أشارت دراسة (Abd Elhamed, 2018) إلى عدم معنوية العلاقة بين الرفع المالي وكفاءة الاستثمار. كما أشار (Ratny et al., 2019) إلى وجود أثر إيجابي للقروض المصرفية على كفاءة الاستثمار. وقد أشار (Jeon and Oh, 2017) إلى أن مستوى الدين يمثل آلية لمراقبة كفاءة الاستثمار من جانب الدائنين. وعلى نحو مماثل ذهب (Ge et al., 2017) إلى أن كفاءة الاستثمار تؤثر على شروط المديونية. كما أشارت نتائج دراسات (رميلي، ٢٠١٨; Oh and Kim, 2018) إلى عدم معنوية العلاقة بين الرفع المالي وكفاءة الاستثمار. كما توصلت دراسة (شتيوى، ٢٠١٧) إلى وجود علاقة سالبة ومعنوية بين الرفع المالي وكفاءة الاستثمار.

٢.٥. العائد على الأصول

تجذب الأرباح المرتفعة التي حققتها الشركة المزيد من المستثمرين حيث أن العائد على أموالهم المستثمرة سيكون أكبر مما سيعطى الشركة الفرصة لوضع أموالها في مشاريع أكثر كفاءة. وفقاً لذلك، من المتوقع حدوث تأثير إيجابي (Wiyadi et al., 2015). كما توصلت دراسة (Ramadan, 2017) إلى وجود علاقة موجبة ومعنوية بين العائد على الأصول وعدم كفاءة الاستثمار، مما يشير إلى أن المستوى الأعلى لربحية الشركات المدرجة إلى إجمالي أصولها، يصاحبه مشكلة الاستثمار المفرط Overinvestment، كما توصلت دراسة (شتيوى، ٢٠١٧) إلى وجود علاقة موجبة وغير معنوية بين الربحية وكفاءة الاستثمار.

٣.٥. نسبة النقدية

تم أخذ نسبة النقدية كمتغير ضابط نظراً لأن الشركات كبيرة الحجم هي الأكثر تغطية من جانب المحللين الماليين (To et al., 2018). وقد أشارت دراسة (Abd Elhamed, 2018) إلى وجود تأثير سالب على عدم كفاءة الاستثمار. كما توصلت دراسة (شتيوى، ٢٠١٧) إلى وجود علاقة موجبة ومعنوية بين نسبة النقدية وكفاءة الاستثمار.

٤.٥. كثافة رأس المال

تم أخذ كثافة رأس المال كمتغير ضابط نظراً لأن الشركات الأكثر انفاق

استثمارى هي الأكثر تغطية من جانب المحللين الماليين (To et al., 2018). وقد أشارت نتائج دراسة (Oh and Kim, 2018) إلى وجود تأثير موجب ومعنوى لكثافة رأس المال على كفاءة الاستثمار. كما توصلت دراسة (شتيوى، ٢٠١٧) إلى وجود علاقة سالبة ومعنوية بين كثافة رأس المال وكفاءة الاستثمار.

بعد صياغة نموذج الدراسة، وكذلك التعريف الإجرائى لمتغيرات الدراسة، يقوم الباحث فى القسم التالى (الرابع) بتحليل نتائج الدراسة الاختبارية من إحصاءات وصفية ونتائج تحليل الإنحدار.

القسم الرابع

تحليل النتائج

١. إحصاءات وصفية

يعرض جدول رقم (٦) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة فى نموذج البحث الحالى، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات عينة البحث.

جدول رقم (٦): إحصاءات وصفية لمتغيرات البحث

المتغيرات	عدد المشاهدات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسيط	الإنحراف المعياري
المتغير التابع:						
القيمة المطلقة لىواقى الإنحدار (الإنحراف عن الاستثمار المتوقع)	٢٨٩	٠,٠٠٠٠	٠,٩٤١٨	٠,٠٣٤١	٠,٠٠٩٩	٠,٠٧٢٤
المتغيرات المفسرة:						
تغطية المحللين الماليين	٢٨٩	٠,٠٠٠٠	٣٩,٠٠٠	٤,٠١٠٤	١,٠٠٠٠	٦,٠٣٣٨
الرافعة المالية (المديونية)	٢٨٩	٠,٠١٧٥	٠,٩٣٠٥	٠,٣٩٠٧	٠,٣٤٥٤	٠,٢١٤٧
العائد على الأصول	٢٨٩	٠,١٥٨٩-	٠,٤٨٢٨	٠,٠٩٥٨	٠,٠٧٥٨	٠,٠٩٨٢
نسبة النقدية	٢٨٩	٠,٠٠٠٣	٠,٦٨٥٢	٠,١٤٣٩	٠,٠٨٥٧	٠,١٥٠٩
كثافة رأس المال	٢٨٩	٠,٠٠٢	٠,٧٧٨٤	٠,٢٢٥٦	٠,١٦٧٥	٠,١٨٤٧

وبالنظر إلى الإحصاءات الوصفية الخاصة بمتغير القيمة المطلقة لبواقي الإنحدار، والمتضمنة بالجدول رقم (٦)، يلاحظ أن القيمة المطلقة لبواقي الإنحدار خلال فترة الدراسة تتراوح بين (٠,٠٠، ٠,٩٤١٨) وذلك بمتوسط يبلغ ٠,٣٤١، وإنحراف معياري قدره ٠,٧٢٤ تقريباً. وفيما يتعلق بمتغير تغطية المحللين الماليين، بين (٠,٠٠٠، ٣٩,٠٠٠)، وذلك بمتوسط (وسيط) يبلغ ٤,٠١٠٤ (١,٠٠٠)، وإنحراف معياري قدره ٦,٣٣٨ تقريباً.

أما فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٦) أن متوسط الرفع المالي على مستوى شركات العينة ٣٩,٠٧٪ تقريباً. كما يتبين من الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٦) أن متوسط العائد على الأصول (كمقياس لربحية الشركة) على مستوى شركات العينة يبلغ ١٠٪ تقريباً. ويتضح أيضاً من الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٦) أن نسبة النقدية المحتفظ بها تبلغ ١٤٪ من إجمالي الأصول في نهاية العام على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة. ويتضح أيضاً من الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٦) أن متوسط نسبة كثافة رأس المال (نسبة صافي الأصول الثابتة) تبلغ ٢٣٪ تقريباً من إجمالي الأصول في نهاية العام على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة.

٢. تحليل الارتباط

تعد مصفوفة ارتباط بيرسون الأداة الأولية لإكتشاف مشكلة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية. وتعتبر درجة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية مقبولة إذا بلغ معامل الارتباط بين أي منها (٠,٨) كحد أقصى (Gujarati, 2003). ويوضح الجدول رقم (٧) مصفوفة ارتباط بيرسون، وبإلقاء النظر على العلاقة بين متغيرات البحث والمتضمنة بالجدول رقم (٧)، يتبين أن الإزدواج الخطى لا يمثل مشكلة في البحث الحالي، حيث أن كل معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في البحث الحالي (القيمة المطلقة للإنحراف عن الاستثمار المتوقع، والمتغيرات الضابطة) أقل من

(٠,٨٠)، حيث بلغ أقصى معامل ارتباط (٠,٤٦) تقريباً بين متغيري العائد على الأصول ونسبة النقدية.

وتظهر نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بجدول رقم (٧)، وجود ارتباط سالب ومعنوي (عند مستوى ١٠٪) بين القيمة المطلقة للانحراف عن الاستثمار المتوقع، كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار، و تغطية المحللين الماليين، حيث بلغ معامل الارتباط بين القيمة المطلقة للانحراف عن الاستثمار المتوقع و تغطية المحللين الماليين (-٠,١٧) تقريباً، ويشير ذلك مبدئياً إلى انخفاض عدم كفاءة الاستثمار مع زيادة تغطية المحللين الماليين .

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر مصفوفة ارتباط بيرسون الموضحة بجدول رقم (٧)، وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين القيمة المطلقة للباقي، والعائد على الأصول، كما يوجد ارتباط موجب ومعنوي بين القيمة المطلقة للباقي ونسبة النقدية. كذلك يوجد ارتباط سالب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين الرفع المالي و(العائد على الأصول، نسبة النقدية، وكثافة رأس المال). كذلك، عدم وجود ارتباط معنوي بين تغطية المحللين الماليين و (الرفع المالي، العائد على الأصول، نسبة النقدية، كثافة رأس المال).

جدول رقم (٧): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات البحث

م	المتغيرات	(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)
١	القيمة المطلقة لباقي الانحراف (الانحراف عن الاستثمار المتوقع)	١					
٢	تغطية المحللين الماليين	-٠,١٧٣*	١				
٣	الرفع المالي (المديونية)	-٠,٠٨٧	٠,٠٣٠-	١			
٤	العائد على الأصول	٠,٢١٠***	٠,٠٣٢	-٠,٢٦٦***	١		
٥	نسبة النقدية	٠,١٠٨*	-٠,٠٧٨	-٠,١٧٧***	٠,٤٦٦***	١	
٦	كثافة رأس المال	٠,١٥٧	-٠,٠٨٨	-٠,١٠٥*	٠,٠٢٩	٠,٠٣٠-	١

*** الارتباط دال عند مستوى معنوية ١٪

* الارتباط دال عند مستوى معنوية ١٠٪

إستخدم الباحث الإصدار التاسع من برنامج التحليل الإحصائي E-VIEWS لإجراء الإختبارات الإحصائية، ويرجع ذلك لعدة أسباب أهمها (Starz, 2015) :

(١) الإعتداد على سلاسل زمنية طويلة، فالبرامج الأخرى مثل SPSS لا يمكنها الفصل الزماني أو المكاني عند التحليل الإحصائي، أما برنامج E-VIEWS فيمكن من خلاله الفصل بين السنوات والتمييز بينها في عمليات الإدخال والمعالجة.

(٢) تتيح إمكانية البرنامج تلافى آثار الأزمات الإقتصادية والثورات والإضطرابات من خلال إستخدام مفتاح Panel Option ثم Effects Specification ثم إختيار Fixed لكل من Cross- Section و Period بدلا من Random. وبالتالي فالبرنامج يعطى نتائج أكثر دقة من البرامج الأخرى، كما أنه الأصلح للبيانات الموجودة في السوق المصري والذي تعرض خلال فترة الدراسة الحالية لتأثير الثورات والإضطرابات السياسية التي ألمت بالبلاد.

(٣) تتيح إمكانية البرنامج إستخدام خيار Robuts Standard Error والذي يساعد في حل المشاكل الإحصائية التي يمكن أن تظهر في مفردات العينة.

(٤) يتيح إجراء العديد من الإختبارات الإحصائية التي تحتاجها الدراسة، مثل إختبار F، وإختبار Durbin-Watson وغيرها من الإختبارات.

٣. نتائج تحليل الإنحدار

يمكن التمييز بين ثلاث نماذج اساسيه لتحليل Panel Data وهذه النماذج

هي

١- نموذج الانحدار المدمج "التجميعی" (The Pooled Regression Model)

٢- نموذج التأثيرات الثابتة (The Fixed Effects Model)

٣- نموذج التأثيرات العشوائية (The Random Effects Model)

ففي نموذج الانحدار المدمج The Pooled Regression Model يفترض ثبات جميع معاملات نموذج الانحدار سواء عبر الزمن او عبر وحدات القطاع المستعرض (الشركات). اما نموذج التأثيرات الثابتة The Fixed Effects Model يفترض ان هناك اختلافات بين وحدات القطاع المستعرض ويتيح هذا النموذج إختلاف قيم الحد الثابت بإختلاف الشركة مما يجعلنا نأخذ في الإعتبار عند التحليل الإختلافات الفردية لكل شركة. كما أن نموذج التأثيرات العشوائية The Random Effects Model يأخذ في الاعتبار الاختلافات بين وحدات القطاع المستعرض (الشركات) ولكنه يفترض وجود حد ثابت واحد لجميع وحدات القطاع المستعرض، بينما يدمج اختلافات الحد الثابت (اختلاف خصائص الشركات) داخل حد الخطأ (عامر، ٢٠١٥).

وقد قام الباحث بالمفاضله بين النماذج السابقه واختيار افضلها لتمثيل بيانات الدراسة، حيث يمكن المفاضله بين نموذج التأثيرات العشوائية ونموذج الانحدار المدمج اعتماداً على اختبار Lagrange Multiplier Test، والذي ينص فرض العدم فيه على أفضليه نموذج الانحدار المدمج. كما يمكن المفاضله بين نموج التأثيرات العشوائية والثابته من خلال اختبار Hausman Test والذي ينص فرض العدم فيه على أفضليه نموذج التأثيرات العشوائية.

وقد قام الباحث بعمل Winsorizing للبيانات عند مستوى ٥% وذلك لتقليل أثر القيم الشاذة والقيم المؤثرة والتي قد تتواجد في البيانات. كما استخدم الباحث Robust Clustered Standard Error وذلك للتغلب على مشكلتي الإرتباط الذاتى بين الأخطاء Autocorrelation (وهى تنشأ فى حالة وجود علاقة ارتباطية بين اخطاء نموذج الانحدار)، وكذلك للتغلب على مشكلة عدم ثبات التباين Heteroscedasticity وقد قام الباحث بإجراء تحليل الانحدار على مستوى عينة البحث ككل، وكذلك على مستوى عينتى الشركات ذات الإنحرافات الموجبة والسالبة للاستثمار المتوقع، وذلك بهدف أخذ تأثير اتجاه الإنحراف فى الإعتبار عند دراسة العلاقة بين تغطية المحللين الماليين وكفاءة الاستثمار.

١.٣. نتائج تحليل الانحدار على مستوى عينة البحث ككل

يعرض الجدول رقم (٨) نتائج تحليل الانحدار باستخدام نموذج الانحدار المدمج "التجميعة" The Pooled Regression Model التي تم التوصل إليها على مستوى عينة البحث ككل بشأن معادلة انحدار القيمة المطلقة لبواقي الانحدار (الانحراف عن الاستثمار المتوقع)، كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار على كل من تغطية المحللين الماليين، والمتغيرات الضابطة. وتظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٨) معنوية نموذج الانحدار الخطي بين القيمة المطلقة لبواقي الانحدار (الانحراف عن الاستثمار المتوقع) ومجموعة المتغيرات المفسرة (تغطية المحللين الماليين، والمتغيرات الضابطة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F). كذلك، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٨) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار القيمة المطلقة للانحراف عن الاستثمار المتوقع على كل من متغير تغطية المحللين الماليين، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٠٨٢)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة في معادلة الانحدار (متغير تغطية المحللين الماليين، والمتغيرات الضابطة) تفسر ٨,٢٪ من التباين في القيمة المطلقة للانحراف عن الاستثمار المتوقع، كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار لشركات عينة البحث.

جدول رقم (٨) نتائج تحليل انحدار كفاءة الاستثمار على تغطية المحللين الماليين والمتغيرات الضابطة

معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري Std. (Error)	معاملات الانحدار (β)	الإشارة المتوقعة	المتغيرات المستقلة
مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)				
٠,١٤٦	١,٤٥٩٨	٠,٠١٧٩	٠,٠٢٦		ثابت الانحدار (Constant)
*٠,٠٦٥	١,٨٥٠٥-	٠,٠٠٠٦	٠,٠٠١-	؟	تغطية المحللين الماليين
٠,٧٣٧	٠,٣٣٥٩-	٠,٠١٩٤	٠,٠٠٦٥-	؟	الرفع المالي
**٠,٠٣٤	٢,١٢٨٧	٠,٠٦٧٩	٠,١٤٤٥	؟	العائد على الأصول

نسبة النقدية	؟	٠,٠٠٦٣	٠,٠٤٢٢	٠,١٤٨٥	٠,٨٨٢
كثافة رأس المال	؟	٠,٠٠٠٧-	٠,٠٢٢٢	٠,٠٢٩٩-	٠,٩٧٦
** الفروق دالة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث إن (Sig. < 0.05)					
* الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٠٪، حيث إن (Sig. < 0.10)					
معامل التحديد (R ²) = ٠,٠٨٢	معامل التحديد المعدل (Adjusted R ²) = ٠,٠٤٦				
قيمة (F) المحسوبة = ٢,٢٤٨	دلالة اختبار (F) = ٠,٠١٢ **				
نتيجة اختبار (Durbin-Watson) = ١,٧٨٩	عدد المشاهدات (N) = ٢٨٩				

وفيما يتعلق بنتائج اختبار فرضية البحث الحالي، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٨) وجود علاقة سالبة ودالة إحصائياً عند مستوى معنوية (٠,٠٦٥) بين تغطية المحللين الماليين والقيمة المطلقة لبواقي الانحراف عن الاستثمار المتوقع، كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار. وهو ما يعني أنه كلما زادت تغطية المحللين الماليين للشركة تقل القيمة المطلقة لبواقي الانحراف عن الاستثمار المتوقع. وهذا يعني أن هناك علاقة موجبة ودالة إحصائياً بين تغطية المحللين الماليين للشركة وكفاءة الاستثمار. وتتفق نتيجة الدراسة الحالية مع دراسات (Chen et al., 2017; Oh and Kim, 2018; To et al., 2018; Brogaard et al., 2019; Choi et al., 2020; Ward et al., 2020)

ويتضح أن تلك النتيجة تدعم فرضية البحث الحالي بوجود علاقة موجبة بين تغطية المحللين الماليين وكفاءة الاستثمار. ويمكن القول أنه كلما زادت تغطية المحللين للشركات يقل عدم تماثل المعلومات، وتزداد كفاءة الاستثمار. يمكن أن يحدث هذا لعدة أسباب، (١) تحسين كفاءة أسعار الأسهم، مما يعزز التغذية العكسية في سوق الأسهم؛ (٢) زيادة اكتساب المعلومات، مما يحسن من خصائص المعلومات والتي تمثل مدخلات لصنع القرار الإداري؛ (٣) تعزيز حوكمة الشركات، مما يخفف من مشكلة

المخاطر الأخلاقية؛ أو عن طريق ٤) تخفيف القيود المالية التي توفر موارد مالية كافية لتنفيذ المشروعات الناجحة (Brogaard et al., 2019).

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٨) وجود علاقة موجبة (سالبة) ودالة عند مستوى معنوية (٥٪) بين العائد على الأصول (ROA_{it}) والقيمة المطلقة لبواقي الإنحدار (كفاءة الاستثمار)، وتتفق تلك النتيجة مع نتائج دراسات (Wiyadi et al., 2015; Ramadan, 2017) مما يشير إلى ارتفاع معدل ربحية الشركة إلى إجمالي أصولها، وزيادة ربحية الشركات تسمح لها بالاعتماد على تمويلها الداخلي والاستثمار في مشاريع غير فعالة (Ren, 2016; Ramadan, 2017).

كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٨) عدم معنوية العلاقة بين متغيرات (الرفع المالي، نسبة النقدية، كثافة رأس المال) والقيمة المطلقة لبواقي الإنحدار عن الاستثمار المتوقع، كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار.

٢.٣. نتائج تحليل الإنحدار على مستوى عينتي الشركات ذات بواقي الإنحدارات (الموجبة والسالبة) عن الاستثمار المتوقع

لإجراء تحليل الإنحدار على مستوى عينتي الشركات ذات بواقي الإنحدار الموجبة والسالبة، قام الباحث بتقسيم بواقي إنحدار العينة الكلية للشركات إلى مجموعتين فرعيتين: إحداهما ذات بواقي إنحدار موجبة (أى عينة الشركات التى تبلغ فى الاستثمار Overinvestment)، والأخرى ذات بواقي إنحدار سالبة (أى عينة الشركات التى تقلل الاستثمار Underinvestment)، يعرض الجدول رقم (٩) نتائج تحليل الإنحدار التى تم التوصل إليها على مستوى عينتي الشركات ذات بواقي الإنحدارات الموجبة والسالبة عن الاستثمار المتوقع.

جدول رقم (٩)

نتائج تحليل الإنحدار على مستوى عينتى الشركات ذات بواقي الإنحدار الموجبة والسالبة

بواقي إنحدار سالب (إنحراف سالب)		بواقي إنحدار موجب (إنحراف موجب)		المتغيرات المستقلة
قيمة (t)	معاملات الإنحدار (β)	قيمة (t)	معاملات الإنحدار (β)	
٠,٠٤٣	٠,٠٠١	***٣,١٢٤	٠,٠٥٦٦	ثابت الإنحدار (Constant)
١,٤٣٩-	٠,٠٠١-	*١,٩٢٥-	٠,٠٠١٢-	تغطية المحللين الماليين
٠,٧١٧	٠,٠١٩	*١,٩١١-	٠,٠٤٠٣-	الرفع المالى
١,٢٠٢	٠,١٢٧	*١,٨٧١	٠,٠٩٦٠	العائد على الأصول
*١,٣٧٦	٠,١٢٢	**٢,٤١٩-	٠,٠٧٠٦-	نسبة النقدية
٠,٥٧٠	٠,٠١٤	٠,١٢٧-	٠,٠٠٣٩-	كثافة رأس المال
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث إن (Sig. < 0.01)				
** الفروق دالة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث إن (Sig. < 0.05)				
* الفروق دالة عند معنوية ١٠٪، حيث إن (Sig. < 0.10)				
٠,٠٩٧		٠,٠٧٩		معامل التحديد (R ²)
٠,٠٦٠		٠,٠٤٥		معامل التحديد المعدل (Adjusted R ²)
٢,٦٢٤		٢,٣١٢		قيمة (F) المحسوبة
**٠,٠٢٧		**٠,٠٤٧		دلالة اختبار (F)
٢,٠٢٣		١,٧٩٤		نتيجة اختبار (Durbin-Watson)
١٢٧		١٤٠		عدد المشاهدات (N)

ويتضح من الجدول السابق ما يلى:

المتغير المستقل:

وجود تأثير سالب ودال (عند معنوية ٠,٠٥٦) لتغطية المحللين الماليين على زيادة الاستثمار Overinvestment ، وذلك على مستوى عينة الشركات ذات الإنحراف الموجب عن الاستثمار المتوقع، وتتسق تلك النتيجة مع مثلتها التى تم

التوصل إليها على مستوى العينة ككل. أما على مستوى عينة الشركات ذات الانحراف السالب عن الاستثمار المتوقع، فقد تم التوصل إلى وجود تأثير سالب لكن غير دال إحصائياً لتغطية المحللين الماليين على نقص الاستثمار، ربما يرجع ذلك لانخفاض عدد مشاهدات بواقى الانحدار السالب.
المتغيرات الضابطة:

و على مستوى المتغيرات الضابطة، تم التوصل إلى ما يلي:

- وجود تأثير سالب ودال (عند مستوى معنوية ٠,٠٥٨) للرفع المالي على زيادة الاستثمار، وذلك على مستوى عينة الشركات ذات الانحراف الموجب عن الاستثمار المتوقع. أما على مستوى عينة الشركات ذات الانحراف السالب عن الاستثمار المتوقع، فلم يتم التوصل إلى وجود علاقة بين الرفع المالي ونقص الاستثمار.
- وجود تأثير موجب ودال (عند مستوى معنوية ٠,٠٦٤) للعائد على الأصول على زيادة الاستثمار، وذلك على مستوى عينة الشركات ذات الانحراف الموجب عن الاستثمار المتوقع، وتتسق تلك النتيجة مع مثيلتها التي تم التوصل إليها على مستوى العينة ككل. أما على مستوى عينة الشركات ذات الانحراف السالب عن الاستثمار المتوقع، فلم يتم التوصل إلى وجود علاقة بين العائد على الأصول (ROA_{it}) ونقص الاستثمار.
- وجود تأثير سالب ودال (عند مستوى معنوية ٠,٠١٧) لنسبة النقدية على زيادة الاستثمار، وذلك على مستوى عينة الشركات ذات الانحراف الموجب عن الاستثمار المتوقع، بينما يوجد تأثير موجب ودال (عند مستوى معنوية ٠,٠٧١) وذلك على مستوى عينة الشركات ذات الانحراف السالب عن الاستثمار المتوقع.
- عدم وجود تأثير دال لكثافة رأس المال سواء على مستوى عينة الشركات ذات الانحراف الموجب عن الاستثمار المتوقع، أو على مستوى عينة الشركات ذات الانحراف السالب عن الاستثمار المتوقع.

٤. تحليلات إضافية

١.٤. نتائج إختبار الفروق بين متوسطات عينتين غير مستقلتين (تغطية / عدم تغطية) المحللين الماليين

قام الباحث بتقسيم إجمالي مشاهدات العينة إلى مجموعتين: الأولى، وتتضمن مشاهدات لعينة من الشركات تم تغطيتها ومتابعتها من قبل المحللين الماليين، بينما تتضمن المجموعة الثانية، مشاهدات لعينة من الشركات لم يتم تغطيتها ومتابعتها من قبل المحللين الماليين. وباستخدام حقيبة التحليلات الإحصائية (SPSS. Version.) 20 إعتد الباحث على إختبار (ت) الإحصائي T- Test، حيث إستخدم الباحث إختبار(ت) لإختبار الفروق بين متوسطات عينتين غير مستقلتين. يعرض جدول رقم (١٠) الإحصاء الوصفي لمتوسطات بواقى الإنحدار(المطلقة، الموجبة، السالبة) والتي تم حسابها من بيانات (العينة الكلية، عينة الاستثمار الزائد أو الإنحرافات الموجبة، عينة الاستثمار الناقص أو الإنحرافات السالبة).

جدول رقم (١٠)

الإحصاء الوصفي ونتائج إختبار(ت)- (تغطية/ عدم تغطية) المحللين الماليين

مستوى الدلالة (Sig.)	T-Test	الفرق بين الوسطين	عدم تغطية المحللين الماليين		تغطية المحللين الماليين		المتغير التابع
			انحراف معيارى	وسط حسابى	انحراف معيارى	وسط حسابى	
*٠,٠٧٢	١,٨١٥	٠,٠١٨٨-	٠,١٠٣٠	٠,٠٤٢٥	٠,٠٣١٦	٠,٠٢٣٧	القيمة المطلقة لبواقى الإنحدار
*٠,٠٧٦	١,٨٠٣	٠,٠٣٤٦-	٠,٠٥١١	٠,٠٣٩٩	٠,٠٣٣٩	٠,٠٢٥٣	بواقى الإنحدار الموجبة
٠,١٤٤	١,٤٨٨-	٠,٠٣٢٧	٠,١٤٦٤	٠,٠٥٤٧-	٠,٠٢٣٦	٠,٠٢٢٠-	بواقى الإنحدار السالبة
* الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٠٪، حيث إن (Sig. < 0.10)							

وتظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (١٠) وجود فروق بين متوسطات القيمة المطلقة للبواقى، حيث بلغ متوسط القيمة المطلقة لبواقى الإنحدار ٠,٠٢٣٧، وذلك على مستوى العينة الكلية لتغطية المحللين الماليين، بينما بلغ متوسط

القيمة المطلقة لبواقي الانحدار ٠,٠٤٢٥، وذلك على مستوى العينة الكلية لعدم تغطية المحللين الماليين، ويتضح من العرض السابق وجود فروق بين متوسطى القيمة المطلقة لبواقي الانحدار بين مجموعتى (تغطية/ وعدم تغطية) المحللين الماليين، ولإختبار معنوية الفروق بين متوسطى القيمة المطلقة لبواقي الانحدار بين مجموعتى (تغطية/ عدم تغطية) المحللين الماليين، تم إستخدام إختبار (ت) T-Test، وبإلقاء النظر على البيانات المعطاه فى جدول رقم (١٠) يتبين للباحث أن هذه الفروق معنوية حيث أن مستوى الدلالة (Sig=٠,٠٧٢) أى أقل من ١٠%. وهذا يعنى وجود علاقة سالبة معنوية بين تغطية المحللين الماليين و القيمة المطلقة لبواقي الانحدار، كقياس عكسى لكفاءة الاستثمار، وهذا يعنى وجود علاقة موجبة بين تغطية المحللين الماليين وكفاءة الاستثمار، وتتسق هذه النتيجة مع النتائج الواردة فى جدول رقم (٨).

كما تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (١٠) وجود فروق بين متوسطى بواقي الانحدار الموجبة بين مجموعتى (تغطية وعدم تغطية) المحللين الماليين، حيث بلغ متوسط بواقي الانحدار الموجبة ٠,٠٢٥٣، وذلك على مستوى عينة تغطية المحللين الماليين، بينما بلغ متوسط بواقي الانحدار الموجبة ٠,٠٣٩٩. وذلك على مستوى عينة عدم تغطية المحللين الماليين، ولإختبار معنوية الفروق بين متوسطى بواقي الانحدار الموجبة بين مجموعتى (تغطية/ عدم تغطية) المحللين الماليين، تم إستخدام إختبار (ت) T-Test، وبإلقاء النظر على البيانات المعطاه فى جدول رقم (١٠) يتبين للباحث أن هذه الفروق معنوية حيث أن مستوى الدلالة (Sig=٠,٠٧٦) أى أقل من ١٠%، وهذا يعنى وجود علاقة سالبة معنوية بين تغطية المحللين الماليين و القيمة المطلقة لبواقي الانحدار، كقياس عكسى لكفاءة الاستثمار، وهذا يعنى وجود علاقة موجبة بين تغطية المحللين الماليين وكفاءة الاستثمار، وتتسق هذه النتيجة مع النتائج الواردة فى جدول رقم (٨).

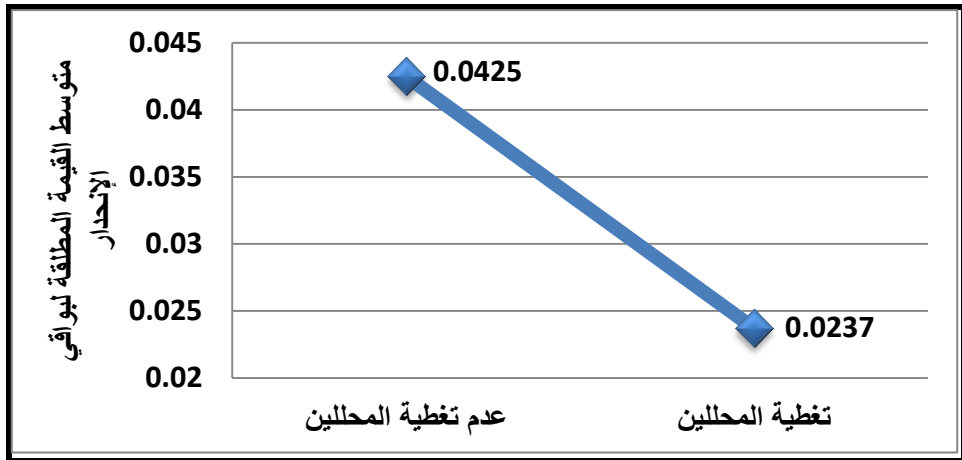
كما تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (١٠) وجود فروق بين متوسطى بواقي الانحدار السالبة، حيث بلغ متوسط بواقي الانحدار السالبة لعينة شركات تغطية المحللين الماليين -٠,٠٢٢٠، مقابل -٠,٠٥٤٧ لعينة عدم تغطية المحللين الماليين

ولإختبار معنوية الفروق بين متوسطى بواقى الإنحدار السالبة بين مجموعتى (تغطية/ عدم تغطية) المحللين الماليين، تم إستخدام إختبار (ت) T-Test، وبإلقاء النظر على البيانات المعطاه فى جدول رقم (١٠) يتبين للباحث أن هذه الفروق غير معنوية حيث أن مستوى الدلالة (Sig=٠,١٤٤).

ويمكن بيان الفروق بين متوسطات بواقى الإنحدار فى (العينة الكلية، عينة البواقى الموجبة، عينة البواقى السالبة، بالرسم البيانية التالية :

شكل رقم (١)

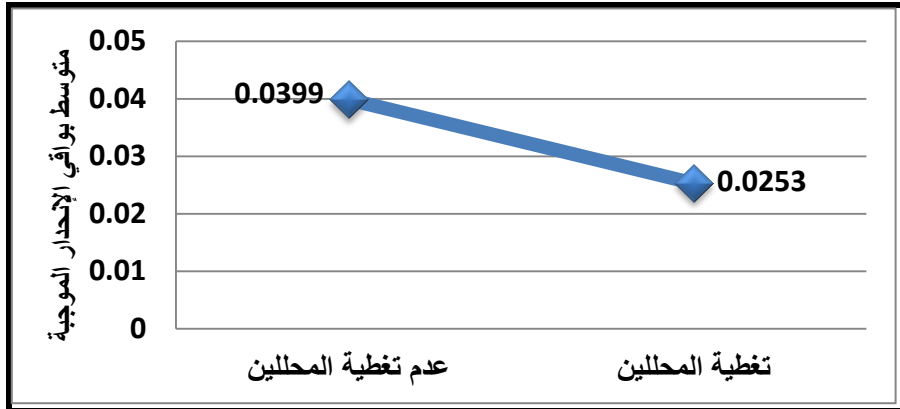
نتائج إختبار(ت) لفروق متوسطات القيمة المطلقة لبواقى الإنحدار



يتضح من شكل رقم (١) وجود فروق بين متوسطى القيمة المطلقة لبواقى الإنحدار بين مجموعتى (تغطية/ عدم تغطية) المحللين الماليين، وقد تبين للباحث أن هذه الفروق معنوية حيث أن مستوى الدلالة (Sig=٠,٠٧٢) أى أقل من ١٠%. وهذا يعنى وجود علاقة سالبة معنوية بين تغطية المحللين الماليين و القيمة المطلقة لبواقى الإنحدار، كمقياس عكسى لكفاءة الاستثمار، وهذا يعنى وجود علاقة موجبة بين تغطية المحللين الماليين وكفاءة الاستثمار.

شكل رقم (٢)

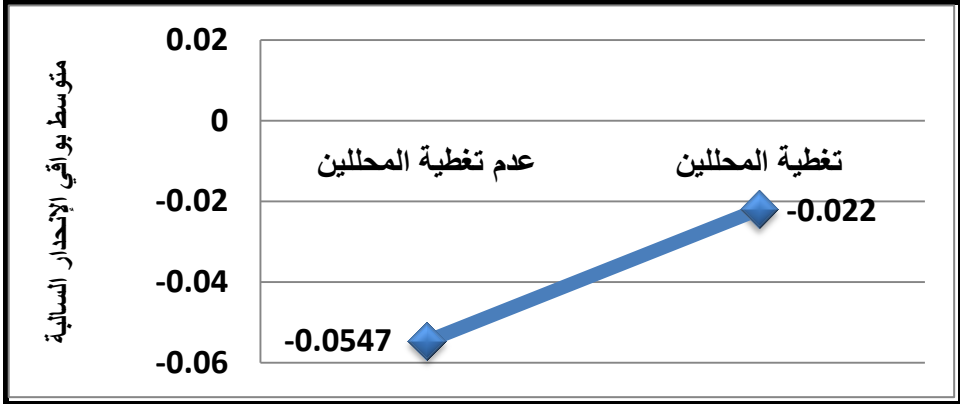
نتائج إختبار (ت) لفروق متوسطات بواقى الإنحدار الموجبة



يتضح من شكل رقم (٢) وجود فروق بين متوسطى بواقى الإنحدار الموجبة بين مجموعتى (تغطية وعدم تغطية) المحللين الماليين وقد تبين للباحث أن هذه الفروق معنوية حيث أن مستوى الدلالة ($Sig=0,076$) أى أقل من ١٠%، وهذا يعنى وجود علاقة سالبة معنوية بين تغطية المحللين الماليين وبواقى الإنحدار الموجبة، كمقياس عكسى لكفاءة الاستثمار، وهذا يعنى وجود علاقة موجبة بين تغطية المحللين الماليين وكفاءة الاستثمار.

شكل رقم (٣)

نتائج إختبار (ت) لفروق متوسطات بواقي الإنحدار السالبة



يتضح من شكل رقم (٣) وجود فروق بين متوسطى بواقي الإنحدار السالبة، وإختبار معنوية الفروق بين متوسطى بواقي الإنحدار السالبة بين مجموعتى (تغطية/ عدم تغطية) المحللين الماليين، قد تبين للباحث أن هذه الفروق غير معنوية. بعد الإنتهاء من تحليل النتائج وإختبار فرضية البحث، يقوم الباحث فى القسم التالى (الخامس) بتقديم خلاصة البحث، وإقتراح العديد من المجالات التى يمكن أن تشكل أساساً لبحوث ودراسات مستقبلية.

القسم الخامس

خلاصة البحث والدراسات المستقبلية

١. خلاصة البحث

تستند الدراسة الحالية إلى نظرية الوكالة (تضارب المصالح) في الشركة لفحص العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها. يهدف هذا البحث إلى اختبار أثر تغطية المحللين الماليين للشركات على كفاءة الاستثمار بها. من خلال الإجابة عن التساؤل التالي: ما هو أثر تغطية المحللين الماليين للشركات على كفاءة الاستثمار بها؟ ومن أجل اختبار فرضية البحث، تم الإستعانة بمقياس لتغطية المحللين الماليين للشركات، وهو عدد التوصيات الصادرة عن المحللين الماليين للشركات خلال العام. بالإضافة إلى ذلك، تم الاعتماد على القيمة المطلقة لبواقي الإنحدار والتي تمثل إنحرافات عن الاستثمار المتوقع (كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار). وقد قام الباحث باختبار فرضية البحث على (٢٨٩ مشاهدة) لعينة من الشركات مقيدة بالبورصة المصرية وتنتمي إلى قطاعات غير مالية في الفترة من ٢٠١١ إلى ٢٠١٧م. وباستخدام أسلوب تحليل الإنحدار المتعدد، اعتمدا على Panel Data، يوفر البحث دليلاً اختبارياً على أن تغطية المحللين الماليين للشركات على علاقة موجبة بكفاءة الاستثمار.

في الشركات المساهمة المصرية، بمعنى أنه في ظل زيادة تغطية المحللين الماليين للشركات تزداد كفاءة الاستثمار بها. بدت هذه العلاقة أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات ذات الاستثمار الزائد مقارنةً بنظيرتها ذات الاستثمار الناقص. وقد اتفقت نتائج الدراسة الحالية مع نتائج دراسات سابقة فيما يتعلق بتأثير تغطية المحللين الماليين على كفاءة الاستثمار، وقدمت أدلة تجريبية بشأن التأثير الإيجابي لتغطية ومتابعة المحللين الماليين على كفاءة الاستثمار.

أحد أهم قيود الدراسة الحالية هو حجم العينة، والتي يمكن التغلب عليها من خلال الدراسات البحثية المستقبلية التي يمكن أن تكرر الدراسة مع مقاييس أخرى لمتغيراتها.

٢. الدراسات المستقبلية

في ضوء ما توصل إليه البحث الحالي من نتائج، يرى الباحث أن هناك العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث ودراسات مستقبلية، ويتمثل أهمها فيما يلي:

- (١) كفاءة الاستثمارات في شركات القطاع العام وشركات القطاع الخاص.
- (٢) العلاقة بين التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمارات.
- (٣) اتجاه العلاقة السببية بين التجنب الضريبي و تغطية المحللين الماليين.
- (٤) العلاقة بين سيولة الأسهم ومشكلة نقص الاستثمارات.
- (٥) العلاقة بين تعديل القوائم المالية وتوصيات المحللين الماليين جانب البيع.
- (٦) أثر توصيات المحللين الماليين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- (٧) اتجاه العلاقة السببية بين جودة حوكمة الشركات و تغطية المحللين الماليين.
- (٨) الملاءمة القيمية لتغطية المحللين الماليين.
- (٩) العلاقة بين خصائص الشركات ومتابعة المحللين الماليين.

المراجع

أولاً: المراجع العربية

- أبو العز، محمد السعيد. ٢٠١٣. تحليل القوائم المالية لأغراض الإستثمار والإئتمان. المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- أبو العز، محمد السعيد. ٢٠١٨. طرق البحث الإمبريقي فى المحاسبة. المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- أبو العلا، أسامة مجدى فؤاد محمد. ٢٠١٨. أثر تبنى معايير التقرير المالى الدولية على التحفظ المحاسبى ودور هذا الأثر على كفاءة استثمار الشركات: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة فى سوق الأوراق المالية المصرى. مجلة المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة بنى سويف، العدد الأول: ٩٢-١٤٩.
- العلمى، محمد وهيب جمال. ٢٠٠٩. أثر التقارير والتوصيات الصادرة عن المحللين الماليين على السوق المالى حالة سوق عمان المالى. المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، المجلد ٣٣، العدد الأول: ٤٥٥-٤٧٤.
- سمعان، أحمد محمد شاكر حسن. ٢٠١٧. تحديد اتجاه السببية للعلاقة بين مستوى شفافية الإفصاح و تغطية المحللين الماليين للشركات المساهمة المصرية. مجلة البحوث المحاسبية، جامعة طنطا، العدد الأول: ٥٣٦-٥٩٤.
- شتيوى، أيمن أحمد أحمد. ٢٠١٧. دراسة ميدانية لأثر التحفظ المحاسبى المشروط وغير المشروط على كفاءة استثمارات الشركة والقيمة المضافة لحملة الأسهم: بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد ٥٤: ١-٦٧.
- شرف، إبراهيم أحمد إبراهيم. ٢٠١٩. أثر ممارسات إدارة الأرباح على كفاءة الإستثمار بالشركات- دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، العدد الثانى، المجلد الثالث: ٢٢٧-٢٨٥.
- عامر، غزال عبدالعزيز. ٢٠١٥. الإقتصاد القياسى وتحليل السلاسل الزمنية (النظرية- الطرق- التطبيقات). مطابع الشرطة للطباعة والنشر والتوزيع.
- 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، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثانى: ٣٥٤-٣٩٢.

ثانياً: مراجع باللغة الأجنبية

- Abd Elhamed, H. M. E. 2018. *The Effect of Financial Accounting Information Usefulness on Investment Efficiency: An Empirical study*. PhD, faculty of Commerce, Zagazig University.
- Armstrong, C.S., J.E. Core., D.J. Taylor, and R.E. Verrecchia. 2011. When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital. *Journal Accounting Research* 91: 1–40.
- Ban, H.J. 2011. Accounting Quality and Investment Efficiency by Corporate Governance Structures. *Korean Journal Business Administration* 24: 3079–3096.
- Biddle, G., and G. Hilary. 2006. Accounting Quality and Firm-level Capital Investment. *The Accounting Review* 81(5): 963-982.
- Biddle, G., G. Hilary, and R. Verdi . 2009. How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency. *Journal of Accounting and Economics* 48: 112-131
- Booth, L., B. Chang, and J. Zhou.2014. Which Analysts Lead the Herd in Stock Recommendations. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 29(4): 464–491.
- Brennan, M.J., and A. Subrahmanyam. 1995. Investment Analysis and Price Formation in Securities Markets. *Journal of Financial Economics* 38: 361-381.
- Brogaard, J., M. Ringgenberg, and D. Sovich. 2019. The Economic Impact of Index Investing. *Review of Financial Studies* 32 (9): 3461–3499.
- Brown, L.D., A. C. Call., M. B. Clement, and N. Y. Sharp. 2015. Inside the “black box” of Sell-side Financial Analysts. *Journal of Accounting Research* 53(1): 1–47.

- Cai, J., and Z. Zhang. 2011. Leverage Change, Debt Overhang, and Stock Prices. *Journal of Corporate Finance* 17: 391–402.
- Chang, X., S. Dasgupta, and G. Hilary. 2006. Analyst Coverage and Financing Decisions. *Journal of Finance* 61: 3009-3048.
- Chen, F., O. Hope., Q. Li, and X. Wang. 2011. Financial Re-orting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets. *Accounting Review* 86: 1255-1288.
- Chen, J., D. Cumming, W. Hou, and E. Lee. 2014. Does the External Monitoring Effect of Financial Analysts Deter Corporate Fraud in China? *Journal of Business Ethics*. DOI:10.1007/s10551-014-2393-3
- Chen, J., R. Ding., W. Hou, and S. Johan. 2016. Do Financial Analysts Perform a Monitoring Role in China? Evidence from Modified Audit Opinions. *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies* 52(3): 473- 500. Doi: 10.1111/abac.12081
- Chen, T., L. Xie., and Y. Zhang. 2017. How Does Analysts' Forecast Quality Relate to Corporate Investment Efficiency? *Journal of Corporate Finance* 43: 217–240. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2016.12.010
- Chintrakarna, P., P. Jiraporn., Y. Kim, and J.C. Kim. 2015. Does Corporate Governance Quality Affect Analyst Coverage? Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). *Applied Economics Letters* 22(4): 312-317, DOI: 10.1080/ 13504851.2014.939372

- Choi, J. k., R. N. Hann., M. Subasi., and Y. Zheng. 2020. An Empirical Analysis of Analysts' Capital Expenditure Forecasts: Evidence from Corporate Investment Efficiency. [https://doi.org/ 10.1111/1911-3846.12597](https://doi.org/10.1111/1911-3846.12597)
- Derrien, F., A. Kecskés., and S. Mansi. 2016. Information Asymmetry, the Cost of Debt, and Credit Events: Evidence from Duasi-random Analyst Disappearances. *Journal Corporation Finance* 39: 295-311.
- Dhiensiri, N., and A. Sayrak. 2010. The Value Impact of Analyst Coverage. *Review of Accounting and Finance* 9(3): 306-331.
- Doukas, J. A., C. F. Kim, and C. Pantzalis. 2008. Do Analysts Influence Corporate Financing and Investment? *Financial Management*: 303- 339.
- Dubois, M., L. Fresard, and P. Dumontier. 2014. Regulating Conflicts of Interest: The Effect of Sanctions and Enforcement. *Review of Finance* 18: 489–526.
- Eisenhardt, K. 1989. Agency theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review* 14 (1): 57-74.
- Fama, E.F., and A. B. Laffer. 1971. Information and Capital Markets. *Journal of Business* 44: 289-298.
- Fama, E.F., and K. R., French .1992. The Cross-section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance* 47(2): 427-465.
- Firth, M., L. Xie., and Y. Zhang. 2015. *How Do Analysts' Forecast Characteristics Relate to Investment Efficiency?* Working paper, Lingnan University.
- Frankel, R., and X. Li. 2004. Characteristics of A firm's Information Environment and the Information Asymmetry between Insiders and Outsiders. *Journal Accounting Economics* 37:229–259.

- Ge, W., T. Kang., G. J. Lobo, and B. Y. Song. 2017. Investment Decisions and Bank Loan Contracting. *Asian Review of Accounting* 2-5(2): 262-287.
- Graham, J.R., C.R. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economic* 40(1-3): 3–73.
- Greene, W.H. 2003. *Econometric Analysis*. 5th ed. Upper Saddle River: Prentice-Hall.
- Groysberg, B., and P. M. Healy. 2013. *Wall Street Research: Past, Present, and Future*. Stanford University Press.
- Gujarati, D. N. 2003. *Basic Econometrics*. 4th Edition, McGraw Hill, New York.
- Hamrouni, A., R. Benkraiem., and M. Karmani. 2017. Voluntary Information Disclosure and Sell-side Analyst Coverage Intensity. *Review of Accounting and Finance* 16(2): 260-280.
- Healy, p., and K. Palepu. 2001. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting & Economics* 31: 405-440.
- Hope, O.K. 2003. Analyst Following and the Influence of Disclosure Components, IPOs and Concentration. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics* 10(2): 117-141.
- Irani, R. and D. Oesch .2013. Financial Reporting and the Information Environment: Evidence from Natural Experiment'. *Journal of Financial Economics* 109: 398–418.
- Irvine, P. 2004. Analysts' Forecast and Brokerage-firm Trading. *The Accounting Review* 79: 125–49.

- Jensen, M. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76: 323-329.
- Jensen, M.J., and W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 28: 51-82.
- Jeon, H. J. and H. M. Oh. 2017. Debt Maturity and Investment Efficiency Evidence From Korea. *Journal of Applied Business Research*, 33(6): 1081-1094. <https://doi.org/10.19030/jabr.v33i6.10047>.
- Lakhal, F. 2009. Does Corporate Disclosure Policy Change Financial Analysts' Behaviour? Evidence from France. *Journal of Accounting and Organizational Change* 5(3): 344-361.
- Lambert, R. A. 2001. Contracting Theory and Accounting. *Journal of Accounting and Economics* 32: 3-87.
- Lang, M.H., and R.J. Lundholm .1996. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. *Accounting Review* 71(4): 467-492.
- Lee, D., and H. Wen. 2019. Financial Analyst Coverage for U.S. Firms Facing Foreign Competition: Evidence from trade liberalization. DOI: 10.1111/jifm.12111
- Li, K., and H. You. 2015. What Is the Value of Sell Side Analysts? Evidence from Coverage Initiations and Terminations. *Journal of Accounting and Economics* 60 : 141-60.
- Lim, T. 2001. Rationality and Analysts' Forecast Bias'. *Journal of Finance* 56: 369-385.
- Majeed, M. A., X. Zhang, and M. Umar. 2018. Impact of Investment Efficiency on Cost of Equity: Evidence from China. *Journal of A-sia Business Studies* 12(1): 44-59.

- Michenaud, S. 2007. *Analyst Coverage, Stock price Informativeness and Firms' Investment Decisions*. Working paper.
- Modigliani, F., and M. H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review* 48: 261-297.
- 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.
- Park, S., I. Kim, and W. Kim. 2017. Investment Efficiency between Listed And Unlisted Firms, And Big 4 Audit Firms' Effect: Evidence From Korea. *Journal of Applied Business Research* 33(6): 1095-1112.
- Qian, C., L. Y. Lu, and Y. Yu. 2019. Financial Analyst Coverage and Corporate Social Performance: Evidence from natural experiments. *Strategic Management Journal* 40:2271-2286. <https://doi.org/10.1002/smj.3066>
- Rad, S. S. E., Z. Embong., N. Mohd-Saleh, and R. Jaffar. 2016. Financial Information Quality and Investment Efficiency: Evidence from Malaysia. *Asian Academy of Management Journal Of Accounting & Finance* 12(1): 129–151.
- Ramadan, M.M. 2017. Financial Reporting Quality as A determinant of the Relationship between Financial Constraints and Investment Efficiency: An Applied Study on Nonfinancial Firms Listed in the Egyptian Stock Exchange. *Alexandria Journal of Accounting Research* 1(2):39-68.
- Ratny, S., M. M. Fonseka, and G. L.Tian. 2019. Access to External Financing And Firm Investment Efficiency: Evidence from China. *The Journal of Developing Areas* 53(2): 109-122.

- Ren, C. 2016. The Approach of Accounting Information Quality on Investment Efficiency: Empirical Evidence from Chinese Listed Companies. *Theoretical Economics Letters* 6: 330-337.
- Richardson, S. 2006. Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies* 11: 159-189.
- Sockin, M., and W. Xiong. 2015. Informational Frictions and Commodity Markets. *Journal of Finance* 70 (5): 2063–2098.
- Startz, R. 2015. *E-Views Illustrated for Version 9*. University of California, Santa Barbara, Available at: <http://www.eviews.com/illustrated/EViews%20Illustrated.pdf>
- Sun, J., and G. Liu. 2011. The Effect of Analyst Coverage on Accounting Conservatism. *Managerial Finance* 37:5-20. DOI: 10.1108/03074351111092111
- Tariverdi, Y. and M. Keivanfar .2017. The Effects of Financial Constraints on Relationship between Financial Reporting Quality and Investment Inefficiency. *International journal of Economics and Financial Issues* 7(5): 161-168
- Titman, S., K. J. Wei., and F. Xie. 2004. Capital Investments and Stock Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39: 677–700.
- To, T. Y., M. Navone, and E. Wu. 2018. Analyst Coverage and the Quality of Corporate Investment Decisions. *Journal of Corporate Finance* 51:164–181. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.06.001>
- Yu, F. 2008. Analyst Coverage and Earnings Management. *Journal of Financial Economics* 88: 245–271.

- Verdi, R. S. 2006. *Financial Reporting Quality and Investment Efficiency*. SSRN Working Papers. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.930922>.
- 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.
- Ward, C., C.Yin, and Y. Zeng. 2020. Motivated Monitoring by Institutional Investors and Firm Investment Efficiency. *European Financial Management* 26:348-385.
- Wiyadi, R. T., and N. Sasongko. 2015. The Effect of Information, Asymmetry, Firm Size, Leverage, Profitability and Employee Stock Ownership on Earnings Management with Accrual Model. *International Journal of Business, Economics and Law* 8 (2): 21-30.
- Zhang, R. 2020. Business Strategy, Stock Price Informativeness, and Analyst Coverage Efficiency. DOI: 10.1002/rfe.1101

ملحق رقم (١)

قائمة بأسماء شركات عينة البحث

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
قطاع الموارد الأساسية		قطاع منتجات منزلية وشخصية	
١	العز الدخيلة للصلب - الإسكندرية	٢٢	الشرقية- إيسترن كومباني
٢	حديد عز	٢٣	العربية لحليج الأقطان
٣	مصر للالومنيوم	٢٤	النساجون الشرقيون للسجاد
قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات		قطاع الأغذية والمشروبات	
٤	الإسكندرية لتداول الحاويات	٢٥	الدلتا للسكر
٥	القناة للتوكيلات الملاحية	٢٦	القاهرة للدواجن
٦	المصرية لخدمات النقل والتجارة	٢٧	مطاحن مصر العليا
٧	السويدى اليكتريك	٢٨	مطاحن مصر الوسطى
٨	الكابلات الكهربائية المصرية	٢٩	مطاحن ومخابز شمال القاهرة
قطاع الرعاية الصحية والأدوية		قطاع التشييد والبناء	
٩	القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية	٣٠	أسمنت سيناء
١٠	المصرية الدولية للصناعات الدوائية	٣١	البويات والصناعات الكيماوية
قطاع العقارات		٣٢	السويس للأسمنت
١١	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار	٣٣	العربية للخزف
١٢	مدينة نصر للإسكان والتعمير	٣٤	العز للسيراميك والبورسلين
١٣	مصر الجديدة للإسكان والتعمير	٣٥	جنوب الوادى للأسمنت
١٤	بالم هيلز	٣٦	ليسيكو مصر
قطاع موزعون وتجارة تجزئة		٣٧	مصر بنى سويف للأسمنت
١٥	العامة للمصانع والتخزين	٣٨	مصر للأسمنت- قنا

أثر تغطية المحللين الماليين للشركات على كفاءة الاستثمار دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية

د/ السيد حسن سالم بلال

قطاع السياحة والترفيه		قطاع الكيماويات	
المصرية للمنتجات السياحية	٣٩	أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية	١٦
أوراسكوم للفنادق والتنمية	٤٠	الصناعات الكيماوية المصرية	١٧
قطاع الإتصالات		المالية والصناعية المصرية	١٨
المصرية للإتصالات	٤١	سبدي كرير للبتروكيماويات	١٩
قطاع الغاز والبترو		كفر الزيات للمبيدات	٢٠
الاسكندرية للزيوت المعدنية	٤٢	مصر لصناعة الكيماويات	٢١