مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية
قسم المحاسبة والمراجعة

العدد الثالث – سبتمبر ٢٠٢١– المجلد الخامس

أثر التخصص الصناعي لمراجع الحسابات وإستقلالية مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار – دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د/ تامر إبراهيم السواح[1]
مدرس بقسم المحاسبة والمراجعة
كلية التجارة – جامعة الاسكندرية

ملخص البحث

إستهدف البحث تحليل وإختبار العلاقة بين إدارة الأرباح وكفاءة الإستثمار، وأثر كل من التخصص الصناعي لمراجع الحسابات وإستقلالية مجلس الإدارة – كمتغيرين معدلين – Moderators علي تلك العلاقة. وقد تم إجراء دراسة تطبيقية لإختبار فروض البحث على عينة مكونة من ٥٥ شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٥ إلى ٢٠١٨، وقد بلغ عدد المشاهدات ٢٢٠ مشاهدة (شركة – سنة)، و تم إختبار الفروض من خلال تقدير نماذج انحدار متعدد.

وقد توصل البحث لوجود علاقة عكسية (طردية) معنوية بين إدارة الأرباح و كفاءة (عدم كفاءة) الإستثمار، ويوجد أثر معدل لكل من التخصص الصناعي لمراجع الحسابات وإستقلالية مجلس الإدارة – كل علي حده – علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، فالتفاعل بين إدارة الأرباح وأي من تخصص المراجع أو إستقلالية مجلس الإدارة دعم كفاءة الإستثمار عن طريق الحد من عدم الكفاءة. توجد علاقة طردية معنوية بين كفاءة الإستثمار وكل من عمر الشركة والرفع المالي، كما توجد علاقة عكسية معنوية بين كفاءة الإستثمار وكل من كثافة رأس المال ومعدل العائد علي الأصول وحجم الشركة.

وقد دعمت نتيجة تحليل الحساسية – بتغيير نموذج قياس إدارة الارباح – وجود علاقة عكسية (طردية) معنوية بين إدارة الأرباح و كفاءة (عدم كفاءة) الإستثمار، ووجود أثر معدل لتخصص مراجع الحسابات علي علاقة إدارة الارباح بكفاءة الإستثمار، إلا أنه لم يقدم دليلاً عملياً علي وجود أثر معدل لإستقلالية مجلس الإدارة علي ذات العلاقة. وأخيراً توصل التحليل الإضافي – بعد تقسيم العينة الكلية لعينتين فرعيتين أحدهما تشتمل علي مشاهدات الإستثمار الزائد والأخري لمشاهدات الإستثمار الأقل من اللازم– لوجود علاقة عكسية (طردية) معنوية بين إدارة الأرباح و كفاءة (عدم كفاءة) الإستثمار علي مستوي العينتين الفرعيتين، ويوجد أثر معدل للتخصص الصناعي علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار وذلك فقط بالعينة الفرعية للإستثمار الأقل من اللازم، أما الأثر المعدل لإستقلالية مجلس الإدارة علي ذات العلاقة فقد تحقق علي مستوي العينتين الفرعيتين.

الكلمات المفتاحية: إدارة الأرباح – التخصص الصناعي لمراجع الحسابات – إستقلالية مجلس الإدارة – كفاءة الإستثمار – البورصة المصرية.

[1]E.mail: tameribrahimibrahim@gmail.com

The relationship between earnings management and investment efficiency with auditor industry specialization and board independence as two moderating variables

An empirical study on companies listed in the Egyptian stock exchange

Abstract

The research aims to analyze and test the relationship between earnings management and investment efficiency, in addition to the moderating effects of either auditor industry specialization or board independence, as two moderating variables, on this relationship. An empirical study was used to test research hypotheses on a sample of 55 listed companies in the Egyptian stock market, during the period from 2015 to 2018. The total number of observations was 220 observations (company – year). Research hypotheses have been tested using multiple regression models.

The research has found that, there is a significant negative (positive) relationship between earnings management and investment efficiency (inefficiency). Auditor industry specialization moderates the relationship between earnings management and investment efficiency, and the same has been found regarding the moderation effect of board independence on this relationship between earnings management and investment efficiency. There are significant positive relationships between investment efficiency and either company age or leverage, while there are significant negative relationships between investment efficiency and either assets tangibility, return on assets, or company size.

The robustness or sensitivity test, using a new model to assess earnings management, has supported the significant negative (positive) relationship between earnings management and investment efficiency(inefficiency), and the moderation effect of either auditor specialization or board independence on the same relationship between earnings management and investment efficiency. Finally, the additional analysis has tested again research hypotheses separately on each of the two subsamples (over investment subsample & underinvestment subsample) of observations. These additional tests have supported the significant negative (positive) relationship between earnings management and investment efficiency (inefficiency) in the two subsamples, and supported only the moderating effect of auditor specialization on the relationship between earnings management and investment efficiency in case the underinvestment subsample, while the same additional tests have supported the moderating effect of board independence on the relationship between earnings management and investment efficiency in the two subsamples.

Keywords: Earnings management – Auditor specialization – Board independence – Investment efficiency – Egyptian stock exchange.

١- مقدمة البحث

يعد الإستثمار أحد الركائز الأساسية في عملية توليد القيمة للشركة و تحقيق نموها المستدام (Acar& Yilmaz 2020)، وتعتبر كفاءة الإستثمار أحد أهم المفاهيم في مجال التمويل، حيث يجب أن تكون الشركات حريصة للإستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة، إلا أنه عادة ما تنحرف الشركات عن الإستثمار الامثل مولدة شكلين لعدم كفاءة الإستثمار، يتمثل الأول في الإستثمار الزائد أو المبالغ فيه Overinvestment بحيث لا تكتفي الشركات بالإستثمار بالمشروعات المرغوبة فقط و لكن أيضاً تستثمر بمشروعات تحقق صافي قيمة حالية سالبة، أما الشكل الثاني فيتمثل في الإستثمار الأقل من اللازم Underinvestment بحيث لا تنفذ الشركات كامل المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة.(Knetsch,2020).

ويمكن إرجاع عدم كفاءة الإستثمار لمشكلات الوكالة المتعلقة بالتخلخل الأخلاقي Moral Hazard والإختيار المعاكس Adverse selection للمديرين نتيجة لعدم تماثل المعلومات بين مقدمي رأس المال و المديرين ممن يسعون لتحقيق مصالحهم الشخصية علي حساب الملاك غير القادرين علي تقييم الفرص الإستثمارية، الأمر الذي يؤثر سلباً علي كفاءة الإستثمار الرأسمالي. (Biddle et al.,2009)، فقد تحد رغبة الملاك في تقديم رأس المال، وتوليد قيود علي السيولة تضييع بعض الفرص الإستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة وذلك بفعل التكاليف المرتفعة لزيادة رأس المال (Verdi,2006)، كما قد يؤدي لإستغلال الإدارة للتدفقات النقدية الحرة أو الفائضة للدخول في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة بسبب صعوبة متابعة الملاك لإنفاق المديرين، كلا المشكلتين ينتج عنهما عدم كفاءة بعملية الإستثمار. (Biddle & Hilary,2006؛ Neisiani,2019).

وتعتبر التقارير المالية أداة هامة للوصول للتخصيص الكفء لرأس المال، وتخفيف إساءة إستخدام الموارد، حيث قد تساعد جودة تلك التقارير في تدنية الإستثمار الزائد والإستثمار الأقل من اللازم.(Bzeoich et al.,2019)، لذا قد تعد إدارة الأرباح بإستخدام الإستحقاقات الإختيارية للإدارة من العوامل المؤثرة علي كفاءة الإستثمار، فالشركات التي تسعي لإنفاق راسمالي جديد قد تنوي التاثير علي الأرباح بطرق مختلفة لتبرير تحمل عبء الإنفاق الرأسمالي الجديد. (Acar& Yilmaz,2020)

وتعد أهمية قرارات الإستثمار دافعا رئيسيا لضرورة صياغتها علي أساس معلوماتي، من خلال البحث علي معلومات أكثر مصداقية، و يعد مراجع الحسابات– كوسيط معلوماتي – مصدراً هاما ببيئة المعلومات يتميز بتوافر القدرة للوصول لمعلومات غير عامة عن الشركة و إتجاهاتها من خلال اللقاءات الدورية بأعضاء الإدارة.(Baeet al.,2017). ويلعب التخصص الصناعي لمراجع الحسابات – كأحد المحددات الهامة لجودة المراجعة المدركة – دوراً هاما في زيادة قيمة الخدمات المقدمة للعملاء. (Mayhew& Wilkins, 2003)، فالتخصص يعكس قدرة أكبر علي معرفة بيئة عميل المراجعة و

إستراتيجياته ودوافعه و الإلمام بالممارسات المحاسبية الإستغلالية Abusive accounting practices السائدة بالصناعة، هذه المعرفة يمكن إدراكها من جانب المستثمرين علي أنها عامل هام للحد من خطر المعلومات، الأمر الذي يساعد في الحد من تكلفة رأس المال.(Fernando et al.,2010). كما يمكن أن يساعد المراجع المتخصص مقارنة بالمراجع غير المتخصص في تقييم الإستثمارات، من خلال تقديم معلومات بدرجة مصداقية أكبر بما يساعد في تقييم التدفقات النقدية المستقبلية بشكل أفضل، كما يمكنه المساعدة في متابعة حرية التصرف المتاحة للمديرين بتخفيف أثار عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة بين المساهمين والمقرضين وبين الملاك والمديرين. (2017) Elaoud &Jarboui، فمراجع الحسابات المتخصص صناعياً من خلال دوره في متابعة عملية التقرير المالي يمكنه تحسين جودة التقارير المالية والأرباح والحد من فرص إدارة تلك الأرباح، ومن ناحية أخري يمكن للمراجع المتخصص تقييد أي إستثمار زائد أو أقل من اللازم ليس فقط من خلال عملية المراجعة للقوائم المالية، ولكن من خلال تفاعله مع آليات الحوكمة الداخلية لعميله. (Khanqah, 2015)

ومن ناحية أخري فإن كفاءة الإستثمار تستلزم إستغلال كل الأموال لتحقيق العائد الأمثل علي الإستثمار، ولكن تحقيق عائد مرتفع يرتبط بدرجة مرتفعة من المخاطر، لذا يجب متابعة المديرين لتوليد العائد المناسب علي الإستثمارات.(Nor et al.,2017)، فإنفصال الملكية عن الإدارة قد يؤدي إلي إستثمارات إضافية والتي قد تؤذي مصالح المساهمين، وذلك لتعظيم ثرواتهم وسطاتهم، لذا توجد ضرورة لإعتماد قرارات الإستثمار من مجلس الإدارة، بحيث يكون لأعضاء مجلس الإدارة تأثيرهم علي القرارات و منهجيتها، خاصة أنه يمكن لسمات مجلس الإدارة كإستقلاليته تخفيف تعارض المصالح وإنتهازية الإدارة، الأمر الذي قد يحسن من جودة التقارير المالية ويحد من ميل الإدارة لإرتكاب ممارسات لإدارة الأرباح. (Bzeouich et al.,2019)

وجدير بالذكر فإنه هناك مشكلة قد تواجه الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة تتعلق بوجود نقص معلوماتي محتمل، كنتيجة لعدم تدخلهم في الأنشطة اليومية التشغيلية، فعادة ما يعتمدوا علي الإدارة أو المصادر العامة المتاحة من المعلومات، الأمر الذي قد يؤدي لتقييم الإستثمارات باقل قدر من المعلومات، فعادة ما يسعي المدير التنفيذي للشركة لتدنية قدر المعلومات المتاحة لأعضاء المجلس المستقلين، بما يسمح بتنفيذ المشروعات التي يرغب هو فيها. (Felix,2018)

وفي مصر مع جهود تشجع الإستثمار الاجنبي المباشر تعمل الدولة علي دعم كفاءة الإستثمار بتهيئة بيئة الأعمال بعدة آليات أهمها القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات والتعديلات المتوالية عليها والتي من بين أهدافها تحسين عملية المتابعة لتصرفات الإدارة، إلي جانب جهود دعم سلامة القوائم المالية والشفافية، إلي جانب جهود دعم المساءلة و محاربة الفساد، وهو ما يظهر بتحسن ترتيب مصر بمؤشر الفساد المدرك العالمي.(Menshawy et al.,2021)

٢- مشكلة البحث

هناك تزايد بالبحوث المحاسبية في مجال علاقة عملية التقرير المالي بكفاءة الإستثمار، وذلك في إطار السعي للوقوف علي محددات لكفاءة الإستثمار، فقد لقت علاقة ممارسات إدارة الأرباح وجودتها بكفاءة الأستثمار بإهتمام كبير من جانب عدد من الدراسات (Bzeouich et al.,2019 Julio & Yook,2016؛Ferreira da Costa et al.,2021؛Nuroniyah& Basuki,2020) والتي لم تتفق فيما بينها علي طبيعة تلك العلاقة، كما لقي تأثير التخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار بإهتمام من جانب عدد من الدراسات(Neisiani,2019)؛ Hidayat& ؛Hosseini et al.,2021; Assad& Alshurideh,2020; Nidal,2020 (Mardijuwono, 2021 والتي تباينت فيما بينها بخصوص ذلك التأثير، وكذلك الحال بالنسبة لتأثير إستقلالية مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، حيث إهتمت دراسات (Bzeouich et al.,2019؛ Karimi et al.,2019؛ Nuroniyah& Basuki,2020;Firmansyah,2019) متباينة بذلك التأثير المحتمل و التي لم تتفق فيما بينها بخصوص وجود أو غياب تأثير إستقلالية مجلس الإدارة.

ومن ناحية أخري هناك محدودية – خاصة بمصر – في الدراسات التي تناولت علاقة ممارسات إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، كما يوجد ندرة أكبر في الدراسات التي تناولت تأثير كل من التخصص الصناعي لمراجع الحسابات و إستقلالية مجلس الإدارة، كل علي حده، علي علاقة إدارة الارباح بكفاءة الإستثمار. و بناء على ما تقدم، يمكن صياغة مشكلة البحث فى شكل عدد من التساؤلات الآتية و التي سوف يسعي البحث للإجابة عنها نظرياً وعملياً:

- ماهية كفاءة الإستثمار؟ وما أهم مقاييسها و محدداتها؟
- هل توجد علاقة بين إدارة الأرباح وكفاءة الإستثمار؟ وما هى طبيعة هذه العلاقة؟
- هل يؤثر التخصص الصناعي لمراجع الحسابات – كمتغير معدل – علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟
- هل تؤثر إستقلالية مجلس الإدارة – كمتغير معدل– علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟

٣- هدف البحث

يستهدف البحث دراسة وإختبار تأثير إدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار، إلي جانب الوقوف علي الأثر المعدل لكل من التخصص الصناعي لمراجع الحسابات و إستقلالية مجلس الإدارة، كل علي حده، علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار.

٤- حدود البحث

يقتصر البحث علي دراسة وإختبار أثر إدارة الأرباح بإستخدام الإستحقاقات الإختيارية علي كفاءة الإستثمار، وبالتالي يخرج عن نطاق البحث أثر إدارة الأرباح بإستخدام المدخل الحقيقي من خلال التحكم في العملية الإنتاجية أو البيعية علي كفاءة الإستثمار. كما يتناول البحث أثر كل من التخصص الصناعي لمراجع الحسابات وإستقلال مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار علي عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، و بالتالي يخرج عن نطاق البحث دراسة تلك العلاقات بالشركات غير المقيدة بالبورصة، بالإضافة إلي البنوك و قطاع الخدمات المالية غير المصرفية، نظراً لخضوع تلك االأخيرة لمتطلبات إفصاح و طبيعة إستثمارية مختلفة تؤثر علي منهجية قرارات الإستثمار المتخذة بها، كما قد تختلف محددات كفاءة الإستثمار، ومسببات غياب الكفاءة بتلك القطاعات عن غيرها من القطاعات.

ومن ناحية أخري إقتصر البحث علي تناول عدد من المتغيرات الرقابية التي قد تؤثر علي كفاءة الإستثمارفي سياق العلاقة محل الدراسة، ويخرج عن نطاقه متغيرات رقابية أخري قد تكون مؤثرة نذكر منها علي سبيل المثال و ليس الحصر (طبيعة الملكية و تركزها– الجمع بين منصبي مدير تنفيذي ورئاسة مجلس الإدارة – الصعوبات والتعثر المالي الذي قد يواجه الشركة). وأخيراً فإن قابلية نتائج البحث للتعميم ستكون مشروطه بضوابط اختيار عينة الدراسة.

٥- أهمية و دوافع البحث

يكتسب البحث أهميته من واقع إسهاماته الأكاديمية والعملية التي يحققها فمن ***الناحية الأكاديمية*** قام البحث بتوسيع الجدل العلمي المتعلق بكفاءة الإستثمار ومسبباته ومحدداته المختلفة، و إلقاء الضؤ علي دور ممارسات إدارة الأرباح في التأثير علي كفاءة الإستثمار، إلي جانب تناول دور كل من مراجعة الحسابات ومجلس الإدارة كآليات هامة لمتابعة عملية التقرير المالي وأي ممارسات إنتهازية من جانب الإدارة، حيث يسهم البحث في الكتابات المحدودة و لكن المتزايدة فيما يتعلق بآثار عملية المراجعة علي كفاءة الإستثمار، علي إعتبار أنه يمكن أن يقوم المراجعون بدور أكبر من مجرد تقديم خدمات توكيدية. كما يكتسب البحث أهمية من تناوله لدور المتابعة لمجلس الإدارة – بدلالة مستوي إستقلالية أعضاءه – في دعم كفاءة الإستثمار وتعد تلك النقاط البحثية من المواضيع الهامه في إقتصاد نامي مثل مصر، والذي لم تنضج فيها آليات الإفصاح والشفافية بعد، فمعظم الدراسات في ذلك السياق أجريت بدول متقدمة تتسم بقوة الإطار المؤسسي و بفاعلية سوق الأوراق المالية، وهو ما يجعل أنه من المفيد إلقاء الضؤ علي التخصص الصناعي لمراجع الحسابات وإستقلالية مجالس الإدارات بمصر كآليات للمتابعة يمكنها التخفيف من عدم تماثل المعلومات ومن مشكلات الوكالة، وتدعم جودة التقارير المالية بالحد من ممارسات إدارة الأرباح، والحد من المبالغة في الإستثمارات أو الإستثمار بأقل من القدر اللازم.

ومن الناحية العملية يكتسب البحث أهميته من خلال الدليل التطبيقي الذي يقدمه فيما يتعلق بأثر إدارة و جودة الأرباح المحاسبية علي كفاءة الإستثمار، و أثر كل المتابعة لكل من مراجع الحسابات المتخصص صناعياً و مجلس الإدارة من واقع أعضاءه المستقلين علي علاقة إدارة الارباح بكفاءة الإستثمار. الوقوف علي مدي جدوي تكليف مراجع حسابات متخصص صناعياً وتشجيع إستقلالية مجالس الإدارات ببيئة الأعمال المصرية علي تحسين عملية صنع قرارت الإستثمار بإتخاذ قرارات إستثمار أكثر كفاءة. وأخيراً يعد **أهم دافع للبحث** تضييق فجوة البحث المحاسبى فى مصر فيما يتعلق بكفاءة الإستثمار، وإختبار العلاقات محل الدراسة بإتباع منهجية بحث متكاملة و متطورة تساير منهجيات الكثير من البحوث الأجنبية.

٦- خطة البحث

لمعالجة مشكلة البحث وتحقيقاً لاهدافه، وفى ضوء حدوده، سوف تشتمل خطة البحث علي النقاط التالية:

٦-١ كفاءة الإستثمار: المفهوم والقياس والمحددات.

٦-٢ تحليل العلاقة بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار وإشتقاق الفرض الأول للبحث.

٦-٣ تحليل تأثير التخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار وإشتقاق الفرض الثاني للبحث.

٦-٤ تحليل تأثير إستقلال مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار وإشتقاق الفرض الثالث للبحث.

٦-٥ الدراسة التطبيقية: التحليل الأساسي و تحليل الحساسية والتحليل الإضافي.

٦-٦ اهم النتائج والتوصيات ومجالات البحث المستقبلية.

٦-١ كفاءة الإستثمار: المفهوم و القياس و المحددات

يعد الإستثمار الكفء حالة تختار عندها الإدارة مشروعات تحقق صافي قيمة حالية موجبة، وتتمثل صور الإستثمار غير الكفء في المبالغة بالإستثمار عند تنفيذ مشروعات بصافي قيمة حالية سالبة أو إستثمارات تتجاوز المستوي الأمثل، أو الإستثمار المتدني أو الإستثمار بأقل من اللازم و ذلك عندما تترك الشركة إستثمارات بصافي قيمة حالية موجبة بأقل من المستوي الأمثل.

وتتعدد أسباب الإستثمار غير الكفء منها التدفق النقدي الحر Free cash flow، الثقة الزائدة، ومشكلات الوكالة و التي تدفع الإدارة للتصرف بشكل إنتهازي من خلال إستغلال عدم تماثل المعلومات ويشمل ذلك مشكلة التخلخل الأخلاقي للمديرين والإختيار المعاكس حيث تستغل الإدارة عدم التماثل بالمعلومات لتحقيق مصالحها الذاتي، وتلعب الآليات الرقابية دور هام لحماية مصالح المستثمرين وتدنية التعارض في المصالح، ودعم الشفافية للحد من عدم تماثل المعلومات وإستبعاد مشكلات الوكالة وإنتهازية الإدارة لتحقيق كفاءة الإستثمار. Bimo et al. (2021)

و فيما يتعلق بقياس كفاءة الإستثمار فتوجد مقاييس تركز علي الربحية للإهتمام بوجهة نظر المساهمين والمهتمين بزيادة التدفقات النقدية و توزيعات الأرباح و العوائد الحالية وفي الأجل الطويل علي حقوق ملكيتهم، وبالتالي يمكن الإعتماد علي عدة مقاييس لكفاءة الإستثمار أهمها أولاً: معدل العائد علي حقوق الملكية ROE، وثانياً: عائد السهم EPS، حيث يهتم كل من المساهمين والإدارة إلي جانب المحللين الماليين بإتجاهات التغير بعوائد السهم، كما يمكن أيضاً إستخدام مقياس Tobin`s Q. Salami (2011).

ويمكن قياس كفاءة الإستثمار بدلالة الإستثمار في الأصول الثابتة بقسمة (صافي القيمة الدفترية للأصول الثابتة في نهاية الفترة الحالية – صافي القيمة الدفترية في نهاية الفترة السابقة + إهلاك السنة الحالية) علي القيمة الدفترية لصافي الأصول في بداية السنة.و يمكن أيضاً التعبير عن كفاءة الإستثمار بقسمة (المدفوعات النقدية للأصول الثابتة والأصول غير الملموسة وغيرها من الأصول طويلة الأجل من قائمة التدفقات النقدية – المتحصلات النقدية من بيع تلك الأصول) علي إجمالي الأصول في بداية السنة. (Ranty et al.,2019)، إلا أن المقياس الثاني القائم علي الإستثمار في كامل الأصول وليس بالأصول الثابتة فقط ينتقد بكونه أقل حساسية لقرارات الإستثمار.(2020) Acar& Yilmaz

ومن ناحية أخري يمكن قياس كفاءة الإستثمار من خلال حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية Cash flow sensitivity of investment، والتي تحدث الإستثمار أقل من اللازم عندما تكون التدفقات النقدية للشركة منخفضة، في حين تحدث إستثمار زائد عندما تكون التدفقات النقدية مرتفعة (2009) Hovakimian& Hovakimian، ويمكن التعبير عن حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية – كمقياس عكسي لكفاءة الإستثمار – من واقع نموذج(2006) Biddle & Hilary:

$$Invest\ i;t = \mu + \beta 1\ CFO\ i;t + \beta 2\ MTB\ i;t + \varepsilon\ i,t$$

بحيث:

Investment i,t: الإنفاق الراسمالي مقسوماً علي صافي القيمة الدفترية للأصول الثابتة في بداية الفترة.

CFO i,t: التدفقات النقدية التشغيلية مقسومة علي صافي القيمة الدفترية للأصول الثابتة في بداية الفترة.

MTB i,t: تمثل نسبة (القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة الدفترية لإجمالي الأصول – القيمة الدفترية لحقوق الملكية) مقسومة علي إجمالي الأصول.

β1: معامل الإنحدار الخاص بالتدفقات النقدية والذي يعكس حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية.

ε i,t: يمثل بواقي النموذج (Soliman,2020)

وتوجد طريقة قياس تعتمد علي العلاقة بين النمو بالمبيعات خلال الفترة الحالية والإستثمار بالفترة التالية، حيث حددت دراسة(Chen et al.,2011) النموذج التالي لقياس كفاءة الإستثمار والذي يمثل تعديلاً لنموذج دراسة (Biddle et al.,2009):

$$\text{Total Investment}_{i,t} = \beta 0 + \beta 1\ \%\text{RevGrowth}_{i,t-1} + \beta 2\ \text{NEG}_{i,t-1} + \beta 3\ (\%\text{RevGrowth} * \text{Neg})_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

بحيث:

Total Investment $_{i,t}$: يمثل إجمالي الإستثمار والمتمثل في إجمالي الإنفاق الراسمالي والبحوث والتطوير مخصوم منه أي متحصلات نقدية من بيع أي أصول ثابتة في السنة (t+1) مقسوماً علي إجمالي الأصول في الفترة السابقة.

$\%\text{RevGrowth}_{i,t-1}$: يمثل المعدل السنوي لنمو الإيرادات عن الفترة السابقة (t−1)

$\text{NEG}_{i,t-1}$: متغير وهمي والذي يأخذ القيمة ١ في حالة ما إذا جاء النمو بالمبيعات بالسالب وذلك عن الفترة السابقة (t−1)، وصفر خلاف ذلك.

$\varepsilon_{i,t}$: يمثل بواقي النموذج للفترة (t)

يتم تنفيذ هذا النموذج لكل صناعة في كل سنة بحد أدني عشر مشاهدات، القيمة المطلقة لبواقي النموذج تمثل مقياس عكسي لكفاءة الإستثمار، فزيادة تلك القيمة المطلقة تشير لكفاءة إستثمار أقل لأنها تنحرف عن القيمة المتوقعة أو المثلي للإستثمار، وإنخفاض تلك القيمة المطلقة تعني كفاءة إستثمار أعلي. (Chen et al.,2011; لصايغ وعيد المجيد، ٢٠١٥ ;علي, ٢٠١٧؛ Felix,2018) . ويمكن التعبير عن شكلي غياب كفاءة الإستثمار بمتغيرات وهمية Dummy or indicator variable بالتعامل مع بواقي النموذج بترتيب الشركات إلي أربعة أرباع، بحيث أن الشركات المصنفة في الربع الأدني هي الشركات التي تعاني من إستثمار أقل من اللازم، أما الشركات المصنفة في الربع الأعلي هي الشركات التي تعاني من إستثمار زائد، أما الربعين في المنتصف تمثل الشركات المقارنة أو المعيارية Benchmark firms، و بناء عليه يتم توليد متغيرين وهميين الأول Overinvest و الذي يأخذ القيمة ١ في حال إعتبار أن الشركة تعاني من إستثمار زائد، و صفر في حالة تصنيف الشركة كشركة مقارنة أو معيارية، أما المتغير الوهمي الثاني فهو underinvest والذي يأخذ القيمة ١ في حال إعتبار أن الشركة تعاني من إستثمار أقل من اللازم، و صفر في حالة تصنيف الشركة كشركة مقارنة أو معيارية.(Linhares et al.,2018; Biddle et al.,2009). وقد إتبعت دراسة Bimo et al.(2021) منهج (Biddle et al., 2009) ولكن مع إضافة مؤشر علي ربحية الشركة يتمثل في معدل العائد علي الأصول ROA و ذلك علي النحو التالي:

$$\text{INVTEff}_{i;t} = \beta 0 + \beta 1\ \text{Sales Growth}_{i;t-1} + \beta 2\ \text{ROA}_{i;t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$$

بحيث تكون البواقي للنموذج المضروبة في −١ مؤشر علي كفاءة الإستثمار. (Gomariz& Ballesta,2014)

ومن ناحية أخري توجد طريقة قياس أخري إستبعاد الإستثمار اللازم للحفاظ علي الأصول للتركيز علي الإستثمارات الجديدة بالأصول، والتي بدورها تقسم لإستثمارات متوقعة وغير متوقعة تعكس الإستثمار غير الكفء، و فقاً لدراسة Richardson(2006) يتم تقدير الإستثمار المتوقع من خلال نموذج الإنحدار التالي:

$$INVNew,i,t = \alpha o + \alpha 1BMi,t-1 + \alpha 2LVi,t-1 + \alpha 3CPi,t-1 + \alpha 4AGi,t-1 + \alpha 5SZi,t-1 + \alpha 6SRi,t-1 + \alpha 7INVNew,i,t-1$$

بحيث يمثل BM نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية لحقوق الملكية، أما LV فيمثل نسبة الرفع المالي، وCP فيعكس الأرصدة النقدية كنسبة من إجمالي الأصول، وبالنسبة لـــ AG فيمثل اللوغاريتم الطبيعي لعمر الشركة منذ تكوينها، وSZ فهو اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة كمؤشر علي حجمها، وبالنسبة لـ SR فهو يعكس معدل العائد الإجمالي للسهم. ويتم إستخدام نموذج الإنحدار السابق للوصول للإستثمار المتوقع، أما بواقي النوذج فيمثل الإستثمار غير المتوقع والذي إما يكون موجب في حالة الإستثمار الزائد أو بالسالب في حالة الإستثمار بالقدر الأقل من اللازم(Tanveer& Ali,2020) .

ومن ناحية أخري يوجد دراسات (Gomariz& Ballesta,2014; Chen et al.,2011 Felix,2018 ؛Elaoud & Jarboui2017 Khanqah, 2015; Mohammadi,2014 Moradi,;2021 ;Rahman& Ali,2018;Bzeouich et al.,2019;Tanveer& Ali,2020 Bimo et al.,2021) تناولت عدة محددات لكفاءة الإستثمار، حيث توصلت دراسة Chen et al.(2011) إلي علاقة عكسية معنوية بين كثافة رأس المال وكفاءة الإستثمار، حيث تساعد كفاءة الإستثمار في الحد من الإنحرافات عن الإستثمار المتوقع. وفي ذات الإتجاه أيدت دراسة &Gomariz Ballesta (2014) وجود علاقة عكسية معنوية بين كفاءة الإستثمار وكل من كثافة رأس المال واللوغاريتم الطبيعي للمبيعات كمؤشر علي تقلبات المبيعات، وعلاقة طردية بين الصحة المالية للشركة المعبر عنها بمقياس Z–score وكفاءة الإستثمار. كما توصلت دراسة Mohammadi (2014) إلي وجود علاقة طردية بين كفاءة الإستثمار وكل من حجم الشركة ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية، وبالنسبة لكثافة راس المال ونسبة الأرصدة النقدية فقد جاءت علاقتهم بكفاءة الإستثمار غير معنوية.

وتوصلت دراسة(2015) Khanqah إلي وجود علاقة طردية معنوية بين كل من نسبة القيمة السوقية إلي القيمة الدفترية لحقوق الملكية و كثافة راس المال وكفاءة الإستثمار، فكلما زادت نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية دل ذلك علي توافر فرص نمو أكبر لدي الشركة، و بالتالي قيام الشركة بإستثمارات أكبر، ومن ناحية أخري توصلت ذات الدراسة لعلاقة عكسية معنوية بين كل من حجم الشركة و مستوي الرفع المالي وكفاءة الإستثمار. وتوصلت دراسة (2017) Elaoud & Jarboui

إلي علاقة عكسية غير معنوية بين كل من كثافة رأس المال واللوغاريتم الطبيعي للمبيعات وكفاءة الإستثمار، أما علاقة العمر بكفاءة الإستثمار فقد جاءت طردية وغير معنوية.

وتوصلت دراسة Felix (2018) إلي وجود علاقة عكسية معنوية بين كفاءة الإستثمار وكل من حجم الشركة وعمرها وتحقيقها لخسائر، وفي حين توجد علاقة طردية معنوية بين كفاءة الإستثمار وكل من كثافة رأس المال ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية. كما توصلت دراسة Rahman& Ali (2018) إلي علاقة عكسية معنوية بين كفاءة الإستثمار وكل من معدل العائد علي الأصول وحجم الشركة، في حين جاءت علاقة كفاءة الإستثمار بكل من الرفع المالي ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية غير معنوية.

ومن ناحية أخري توصلت دراسة Bzeouich et al.(2019) إلي وجود علاقة عكسية بين حجم الشركة و مستوي كفاءة الإستثمار، وذلك علي إعتبار أن الحجم يعكس التكاليف والضغوط السياسية علي الشركة، الأمر الذي قد يكون سبب في إستثمار تلك الشركات بمشروعات غير مربحة أي إستثمار زائد، كما توصلت ذات الدراسة لعلاقة عكسية بين ربحية الشركة و كفاءة الإستثمار، علي إعتبار أنه الربح المرتفع قد يمنح الإدارة حرية في التصرف بالأرباح المتولدة في إستثمارات غير مجدية، الأمر الذي يدني من كفاءة الإستثمار، أما علاقة الرفع المالي بكفاءة الإستثمار فقد جاءت طردية علي إعتبار أن الإقتراض آلية تنظيمية Disciplinary تساعد في التصدي لمشكلات الوكالة المتعلقة بالتخلخل الإخلاقي للمديرين و إساءة إستخدامهم للموارد.

وتوصلت دراسة(2020) Tanveer& Ali إلي وجود علاقة طردية ولكن غير معنوية بين كل من الرفع المالي و التدفقات النقدية التشغيلية و كفاءة الإستثمار، أما علاقة حجم الشركة بكفاءة الإستثمار فقد جاءت طردية معنوية، وبالنسبة لعلاقة نمو المبيعات بكفاءة الإستثمار فقد جاءت عكسية معنوية. وتوصلت دراسة(2021) Moradi إلي وجود علاقة طردية معنوية بين الرفع المالي للشركة وكفاءة الإستثمار، في حين إرتبطت كفاءة الإستثمار بعلاقة عكسية بكل من عمر الشركة وتحقيقها لخسارة. وتوصلت دراسة(2021).Bimo et al إلي وجود علاقة طردية معنوية بين الرفع المالي للشركة وكفاءة الإستثمار علي مستوي شركات العينة كلها أو علي مستوي العينات الفرعية (عينة الشركات التي تعاني من إستثمار زائد أو إستثمار أقل من اللازم).

وبناء علي ما تقدم يخلص الباحث إلي أن كفاءة الإستثمار تمثل عدم الإنحراف عن الإستثمار الأمثل المتوقع – سواء بالزيادة أو بالنقص– لتحقيق قيمة إقتصادية لملاك الشركة، ويوجد تنوع في التعبير عن كفاءة الإستثمار أما بالتدليل عن الكفاءة بدلالة ربحية الإستثمار، أو بدلالة القيمة المطلقة للإنحراف عن الإستثمار الأمثل، والذي يعتمد في قياسه علي العديد من العوامل، وهو ما يفسر تباين نماذج قياس كفاءة الإستثمار المستخدمة بالدراسات السابقة، فهناك دراسات إكتفت فقط بفرص النمو

بالفترة الحالية للتنبؤ بالإستثمار بالفترة التالية، و لكن هناك نماذج أخري توسعت في العوامل و السمات التشغيلية للشركة والتي قد تؤثر علي الإستثمار المتوقع. أخيراً لا يوجد بين إتفاق بين البحوث الأكاديمية علي طبيعة محددات معينة لكفاءة الإستثمار، وإتجاه ومدي معنوية علاقة تلك المحددات بكفاءة الإستثمار.

٦-٢ تحليل العلاقة بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار و إشتقاق الفرض الأول للبحث

تعددت الدراسات التي تناولت طبيعة العلاقة بين إدارة الارباح و كفاءة الإستثمار، و مدي تأثر مشكلة الإستثمار الزائد و الإستثمار الأقل من اللازم بإدارة و جودة الأرباح. فقد توصلت دراسات (Chen et al.,2011؛ Biddle et al., 2009؛ Verdi,2006; Biddle & Hilary, 2006 Bzeouich et Julio & Yook, 2016; Linhares et al.(2018); Mohammadi .2014 Ferreira da Costa et al., 2021;2020 Nuroniyah& Basuki,2020,al.,2019 Prasetya,2020) لوجود علاقة عكسية بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار علي إعتبار أن تحسن جودة الأرباح المحاسبية سوف يحسن من كفاءة عملية صنع قرارات الإستثمار، حيث توصلت دراسة Biddle & Hilary (2006) إلي وجود علاقة طردية بين جودة الأرباح و كفاءة الإستثمار، من خلال دورها في الحد من عدم تماثل المعلومات بين المديرين ومقدمي رأس المال، حيث تصبح حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية (العلاقة بين النقدية المتولدة داخلياً والإستثمار) أضعف كلما تحسنت جودة الأرباح المحاسبية. وتوصلت دراسة(2006) Verdi إلي أن جودة التقارير المالية تحد من الإستثمار المبالغ فيه ومن الإستثمار الأقل من اللازم، وذلك علي إعتبار أنها تلك تحد من عدم تماثل المعلومات الناشئ من مشكلة الإختيار المعاكس و تباين المصالح، وتكون العلاقة أقوي بين جودة التقارير المالية والإستثمار الأقل من اللازم في حالة الشركات التي تواجه بقيود مالية، وأقوي مع الإستثمار المبالغ فيه في حالة الشركات التي لديها أرصدة نقدية ضخمة. وتوصلت دراسة(2009).Biddle et al إلي أن جودة التقارير المالية المرتفعة لها دور في تحسين كفاءة الإستثمار بالحد من الإنحرافات عن الإستثمار المتوقع وذلك في حالة الإستثمار الزائد، حيث تحد جودة التقارير المالية من مشكلات التخلخل الأخلاقي والإختيار المعاكس من جانب الإدارة، وقد جاءت ذات العلاقة طردية في حالة الشركات التي تميل للإستثمار بأقل من القدر اللازم. وتوصلت دراسة (2011).Chen et al إلي علاقة طردية معنوية بين جودة التقارير المالية وكفاءة الإستثمار للشركات الخاصة – والتي تتسم بإنخفاض مستوي جودة التقارير المالية بفعل إنخفاض الطلب علي المعلومات العامة – بأسواق ناشئة يقل فيها الحماية المقدمة للمستثمرين. كما توصلت دراسة (2014) Mohammadi إلي وجود علاقة طردية بين جودة التقارير المالية و كفاءة الإستثمار، حيث تحسن جودة التقارير المالية من قرارات الإستثمار وتزيد من كفاءة تخصيص رأس المال، و زيادة الشفافية تحد من عدم كفاءة الإستثمار.

كما توصلت دراسة الصايغ، عبد المجيد (٢٠١٥) إلي وجود أن إرتفاع جودة التقارير المالية يحد من شكلي عدم كفاءة الإستثمار (الإستثمار الزائد والأقل من اللازم)، وقد بقي ذات التاثير لجودة التقارير المالية بعد أخذ الأثر المعدل للتمويل من البنوك والدوافع الضريبية لإدارة الأرباح و سيولة الشركة، إلا انه في حالة الأثر المعدل لسيولة الشركة كان دور جودة الأرباح في الحد من عدم كفاءة الإستثمار متحقق فقط في حالة الإستثمار الأقل من اللازم فقط. وتوصلت دراسة Julio & Yook (2016) إلي وجود علاقة عكسية بين إدارة الأرباح وكفاءة الإستثمار، علماً أن الشركات التي لديها إدارة أرباح بمستوي معتدل يتحسن لديها مستوي كفاءة الإستثمار، في حين أن الشركات التي تدير أرباحها بشكل مفرط لا تحقق أي منافع بفعل الأثار السلبية لتلك الممارسات علي كفاءة الإستثمار. أما دراسة علي (٢٠١٧) فقد توصلت إلي وجود علاقة عكسية بين جودة الأرباح والأستثمار الأقل من اللازم فقط، أما في حالة الإستثمار الزائد فقد جاءت العلاقة عكسية و لكن غير معنوية.

وقد توصلت دراسة Linhares et al.(2018) لوجود علاقة طردية بين إدارة الأرباح و إحتمالية الإنحراف عن الإستثمار الأمثل، أي أن ممارسات إدارة الأرباح تحد من كفاءة الإستثمار. كما توصلت دراسة Bzeouich et al.(2019) إلي وجودعلاقة عكسية بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار، وهو ما يتسق مع نظرية الوكالة بأن الميل لممارسة إدارة الأرباح يرتبط بالسلوك الإنتهازي للإدارة بفعل عدم تماثل المعلومات الأمر الذي يؤدي لمشكلتي الإستثمار الزائد و الإستثمار الأقل من اللازم. وتوصلت دراسة Nuroniyah& Basuki (2020) إلي وجود علاقة عكسية بين إدارة الأرباح وكفاءة الإستثمار، فكلما زاد مستوي إدارة الأرباح أدي ذلك لمستوي أقل لكفاءة الإستثمار. وقد توصلت دراسة Prasetya (2020) إلي وجود تأثير معنوي لإدارة الارباح علي كفاءة الإستثمار، بحيث تزيد تلك الممارسات من مشكلات عدم الكفاءة (إستثمار زائد و أقل من اللازم)، كما تتأثر قوة تلك العلاقة بحجم الشركة. وأخيراً توصلت دراسة Ferreira da Costa et al.(2021) إلي وجود علاقة طردية بين جودة الأرباح و كفاءة الإستثمار، حيث يمكن لجودة الأرباح الحد من المبالغة بالإستثمار ولكن دون الحد من الإستثمارات الأقل من اللازم.

وبناء علي ما قد تم إستعراضه وتحليله من دراسات سابقة فإنه يلاحظ وجود تزايد بالبحوث نحو دراسة أثر إدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار، علي إعتبار أن تحسين جودة الأرباح المحاسبية يمكن أن يحد من عدم تماثل المعلومات والأمر الذي قد يكون له مردود إيجابي علي كفاءة الإستثمار، و بناء عليه سيتم إختبار أثر إدارة الأرباح في مصر علي كفاءة الإستثمار، **ولذلك تم إشتقاق الفرض الأول للبحث (دون تبني إتجاه معين للعلاقة التأثيرية) كما يلى:**

H1: تؤثر إدارة الأرباح معنوياً علي كفاءة الإستثمار بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

٦-٣ تحليل تأثير التخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار وإشتقاق الفرض الثاني للبحث

هناك دراسات (Siregar & ؛Elaoud & Jarboui,2017؛Francis et al.,2011 Assad& Alshurideh,2020;Nidal,2020٢٠٢٠،سلامة؛Neisiani,2019؛Nuryanah,2018 (Hosseini et al.,2021;؛ Hidayat& Mardijuwono,2021 دعمت وجود تأثير للتخصص الصناعي لمراجعي الحسابات علي علاقة إدارة الارباح وجودتها بكفاءة الإستثمار للشركة محل المراجعة، فقد توصلت دراسة(2011) .Francis et al إلي وجود علاقة مباشرة بين التخصص الصناعي لمراجع الحسابات وتزايد كفاءة الإستثمار، وذلك بعد الأخذ بالحسبان لعامل جودة التقارير المالية، تلك النتيجة تعني أن المراجع المتخصص يمكنه تقديم متابعة وخدمات مضيفة للقيمة. وتوصلت دراسة (2017) Elaoud & Jarboui إلي أن جودة المعلومات المحاسبية ترتبط طردياً بكفاءة الإستثمار في حالة الشركات التي يتم مراجعتها من خلال مراجع حسابات متخصص صناعياً، وهناك نسبياً أثر تبادلي بين التخصص الصناعي لمراجع الحسابات وجودة المعلومات المحاسبية فيما يتعلق بتحسين كفاءة الإستثمار. كما توصلت دراسة (2018) Siregar & Nuryanah إلي وجود دور لجودة المراجعة في دعم العلاقة الطردية بين جودة التقارير المالية وكفاءة الإستثمار، وذلك علي إعتبار أن مراجعة الحسابات تمثل أحد آليات الحوكمة الجيدة والتي لها دور هام في دعم الإفصاح، وتوصلت ذات الدراسة لوجود علاقة طردية بين جودة المراجعة و كفاءة الإستثمار. وتوصلت دراسة Neisiani (2019) إلي أن التخصص الصناعي يمكنه دعم العلاقة الطردية بين جودة التقرير المالي وكفاءة الإستثمار، وذلك من خلال دور المراجع المتخصص صناعياً في الحد من عدم تماثل المعلومات بين المساهمين و المديرين. وفي ذات الإتجاه توصلت دراسة سلامة (٢٠٢٠) إلي وجود علاقة طردية بين كل من التخصص الصناعي وجودة التقارير المالية وكفاءة الإستثمار، فالتقارير عالية الجودة تحد من مشكلات الإستثمار الزائد والأقل من اللازم بتدنية مستوي عدم تماثل المعلومات، كما ان الدور الرقابي للمراجع المتخصص علي إعداد التقارير المالية يحد من الإستثمار الزائد، وتوصلت ذات الدراسة لوجود دور للمراجع المتخصص في دعم العلاقة الطردية بين جودة التقارير المالية وكفاءة الإستثمار.

كما توصلت دراسة (2020) Nidal إلي أن المراجع المتخصص صناعياً قادر علي كشف التصرفات الإدارية الإنتهازية ويمكنه تحسين جودة الإفصاح وكفاءة الإستثمار، حيث يمكنه الحد من تكلفة راس المال، وتسهيل تمويل للمشروعات طويلة الأجل ومرتفعة العائد، الأمر الذي ينعكس إيجاباً علي كفاءة الإستثمار. وجدير بالذكر أن دراسة (2020) Assad& Alshurideh قد فشلت في التوصل لدليل عملي علي تأثير التخصص الصناعي للمراجع علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، وذلك علي الرغم من أهمية المراجعة الخارجية كأحد آليات الحوكمة الجيدة وإرتباطها بمبدأ

الإفصاح. وتوصلت دراسة Hosseini et al.(2021) إلي وجود علاقة طردية بين جودة المعلومات المحاسبية وكفاءة الإستثمار للشركات التي يتم مراجعتها من جانب مراجع حسابات متخصص صناعياً، حيث يدعم التخصص الصناعي للمراجع كفاءة الإستثمار، كما توصلت ذات الدراسة إلي أن كل من التخصص الصناعي لمراجع الحسابات و جودة المعلومات المحاسبية يعدوا – بشكل جزئي– بدائل لتحسين كفاءة الإستثمار. وتوصلت دراسة Hidayat& Mardijuwono(2021) إلي أن الإستعانة بمراجع حسابات متخصص صناعياً مع توفر معلومات محاسبية عالية الجودة له دور في إتخاذ قرارات إستثمار أكثر كفاءة.

ومن ناحية أخري هناك دراسات؛(Sun& Velury,2003;DeBoskey & Jiang,2012 Shahzad et Alzoubi,2018; Lopez& Vega,2019; ؛Hegazy et al.,2015 ؛Liu,2013 al.,2019 قدمت دليل عملي علي وجود تأثير للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي ممارسات إدارة الأرباح، حيث توصلت دراسة Velury (2003) إلي أن مماسات إدارة الأرباح تكون أقل في حالة مراجعة الشركة من جانب مراجع حسابات متخصص صناعياً حتي ولو كانت الشركة لديها قدرة مرتفعة علي توليد إستحقاقات إختيارية. كما توصلت دراسة DeBoskey& Jiang (2012) إلي أن التخصص الصناعي لمراجع الحسابات يحد من قدرة البنوك في إستخدام مخصص خسائر القروض في تمهيد الربح المحاسبي، كما يحد التخصص الصناعي للمراجع من ممارسات إدارة الارباح بالمبالغة بالربح المحاسبي. و توصلت دراسة Sun& Liu (2013) إلي أن التخصص الصناعي لمراجع الحسابات يمكنه دعم العلاقة العكسية بين إستقلالية مجلس الإدارة و إدارة الأرباح، وذلك بالمقارنة بالمراجع غير المتخصص صناعياً. وتوصلت دراسة Alzoubi (2018) إلي أن التخصص الصناعي لمراجع الحسابات كمؤشر علي جودة عملية المراجعة يحد من ممارسات إدارة الأرباح خاصة للشركات التي لديها مستوي إقتراض منخفض. وتوصلت دراسة Lopez& Vega (2019) إلي أن طول المدة التي يبقي فيها مراجع الحسابات متخصصاً صناعياً ترتبط بعلاقة عكسية بإدارة الأرباح المقاسة بالقيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية، إلا أن طول مدة بقاء المراجع متخصصاً صناعياً تزيد من إدارة الأرباح بإستخدام المدخل الحقيقي. وتوصلت دراسة Shahzad et al.(2019) إلي وجود علاقة طردية معنوية بين جودة المراجعة و كفاءة الإستثمار، وهو الأمر الذي يتمشي مع وجهة النظر التي تقوم علي أساس الموارد Resource – based view، فالمراجع مرتفع الجودة لديه من الإمكانات والتي تجعله أداة متابعة فعالة تساعد في الحد من مشكلات الوكالة المتمثلة في التخلخل الأخلاقي والإختيار المعاكس والتي تظهر في إطار عدم تماثل المعلومات.

بالإضافة لما سبق يوجد دراسات (Moeinadin et al.,2013; Bae& Choi,2012 Park et al.,2017; Islami,2019; Bae et al.,2017؛Hoelscher & Seavey,2014

Hammami& Zadeh,2019; Boubaker et,2018 Masrouki & Houcine (2019; كعموش، ٢٠٢٠؛ Ismail,2020;Tiantian,2021; منصور، ٢٠٢١) قدمت دليلاً عملياً علي وجود تأثير للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي كفاءة الإستثمار، حيث توصلت دراسة Bae& Choi (2012) أن كفاءة الإستثمار لعميل المراجعة المرتبط بمراجع متخصص في الصناعة تكون أعلي وبشكل معنوي من الشركات التي يتم مراجعتها من جانب مراجع غير متخصص بالصناعة، كما أن قدرة المراجع المتخصص صناعياً في الحد من المبالغة بالإستثمارات تفوق قدرته في الحد من الإستثمار الأقل من اللازم، و قد توصلت دراسة Moeinadin et al. (2013) لوجود علاقة عكسية معنوية بين التخصص الصناعي لمراجع الحسابات والإستثمار المبالغ فيه بمشروعات غير ذات جدوي إقتصادية. كما توصلت دراسة Hoelscher & Seavey (2014) إلي وجود علاقة طردية بين التخصص الصناعي لمراجع الحسابات ودرجة قبول الإدارة للمخاطر، فوفقاً لنظرية الوكالة فإن المديرين يرغبوا في تجنب المخاطر في حين يرغب المستثمرين بأي مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة والتي قد تزيد مستوي مخاطر الشركة. و توصلت دراسة Bae et al.(2017) لوجود علاقة طردية بين التخصص الصناعي وكفاءة الإستثمار، حيث يرتبط التخصص الصناعي لمراجع الحسابات بمستوي أقل من المبالغة أو التدنية بالإستثمارات، أي أنه قادر علي الحد من الإستثمار غير الكفء، ويكون أثر التخصص الصناعي أكثر وضوحاً بالنسبة لعملاء المراجعة الأطول في مدة إرتباطهم بالمراجع، و كذلك العملاء الأكبر حجماً علي إعتبار أنهم أكثر طلباً علي المعلومات.

كما توصلت دراسة Park et al.(2017) إلي وجود علاقة طردية بين جودة المراجعة وكفاءة الإستثمار، خاصة في حالة الشركات المقيدة بالبورصة، حيث تمكنت جودة المراجعة من دعم كفاءة الإستثمار بتدنية الإستثمار الزائد للشركات المقيدة بشكل أكبر من الشركات غير المقيدة بالبورصة، إلا انه في حالة الإستثمار الأقل من اللازم جاء أثر جودة المراجعة في دعم كفاءة الإستثمار أكبر في حالة الشركات غير المقيدة مقارنة بالشركات المقيدة بالبورصة. وتوصلت دراسة Boubaker et al.(2018) إلي أن المراجع المتخصص صناعياً يمكنه تحسين كفاءة الإستثمار، و ذلك من خلال ما يمكن أن يقدمه من خدمات مراجعة أفضل تساعد في الحد من عدم تماثل المعلومات. و قد توصلت دراسة Hammami& Zadeh (2019) إلي أن التخصص الصناعي للمراجع يمكنه دعم كفاءة الإستثمار بتدنية الإستثمار الزائد أو الأقل من اللازم، وذلك من خلال دوره في دعم شفافية الإفصاح عن الأمور البيئية كمعلومات إضافية يمكنها الحد من عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة و مساهميها بما يسمح بدعم التخصيص الأمثل للموارد.

ومن ناحية أخري توصلت دراسة Islami (2019) لوجود علاقة عكسية غير معنوية بين التخصص الصناعي و كفاءة الإستثمار. في حين توصلت دراسة(2019) Masrouki & Houcine إلي أن

المراجع المتخصص بالصناعة لديه القدرة علي تحسين كفاءة الإستثمار – بشكل مستقل نسبياً عن جودة التقارير المالية – وذلك من خلال الدور التوكيدي الذي يلعبه وما يوفره للمستثمرين من ثقة، والتي بدورها تساعد المديرين علي تخصيص أفضل للموارد مما يدعم كفاءة الإستثمار. كما توصلت دراسة كعموش(٢٠٢٠) إلي وجود علاقة طردية بين التخصص الصناعي لمراجع الحسابات وكفاءة الإستثمار، وأن الأثر التفاعلي بين تخصص المراجع وتبني معايير التقرير المالي الدولية له أثر إيجابي علي كفاءة الإستثمار، الأمر الذي يدعم أثر نقل الخبرة و الأرشاد – من خلال المراجع المتخصص– علي كفاءة الإستثمار.

وقد توصلت دراسة (Ismail,2020) لوجود علاقة طردية بين التخصص الصناعي لمراجع الحسابات و كفاءة الإستثمار وذلك علي مستوي العينة الكلية للبحث، ولكن علي مستوي العينتين الفرعيتين للإستثمار الزائد و الأقل من اللازم، لم توفر الدراسة دليلاً عملياً علي قدرة المراجع المتخصص في الحد من الإستثمار الزائد، ولكن لديه قدرة علي الحد من الإستثمار الأقل من اللازم. وقد توصلت دراسة Tiantian (2021) إلي وجود دور لجودة المراجعة في الحد من الأثار السلبية التي قد تتولد عن الإستثمار الزائد (كأحد صور عدم الكفاءة في الإستثمار) علي مستوي مخاطر الشركة. و أخيراً توصلت دراسة منصور (٢٠٢١) إلي وجود علاقة طردية بين التخصص الصناعي لمراجع الحسابات كمؤشر علي جودة المراجعة و كفاءة الإستثمار.

وبناء علي ما قد تم إستعراضه وتحليله من دراسات سابقة فإنه يلاحظ وجود تزايد بالبحوث نحو دراسة الأثر المعدل Moderating effect للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، فهناك فجوة بحثية تتعلق بتأثير التفاعل بين إدارة الأرباح والتخصص الصناعي للمراجع ومردود ذلك التفاعل علي كفاءة الإستثمار بتقوية أو إضعاف تأثير إدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار، وبناء عليه سيتم إختبار أثر التخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي علاقة إدارة الأرباح في مصر بكفاءة الإستثمار، **ولذلك تم إشتقاق الفرض الثاني للبحث كما يلى:**

H2: يؤثر التخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي العلاقة المعنوية بين إدارة الأرباح وكفاءة الإستثمار بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

٦-٤ تحليل تأثير إستقلال مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار وإشتقاق الفرض الثالث للبحث

هناك دراسات (Karimi et al.,2019؛ Bzeouich et al.,2019؛ Li,2018؛ Julio & Yook,2016؛ Al'Alam & Nuroniyah,2020; Firmansyah,2019) توصلت لدليل عملي يتعلق بتأثير متابعة مجلس الإدارة و آليات الحوكمة لعملية التقرير المالي علي العلاقة بين إدارة و جودة الأرباح و كفاءة الإستثمار. فقد توصلت دراسة Julio & Yook (2016) إلي أن آليات الحوكمة لها

تأثيرها علي علاقة إدارة الأرباح بحساسية الإستثمار لفرص الإستثمار، حيث تكون العلاقة أكثر تركيزاً ووضوحاً بالشركات ذات الحوكمة الجيدة و التي عادة ما تدير إستحقاقاتها الإختيارية بشكل إستراتيجي. وتوصلت دراسة Li (2018) إلي وجود علاقة علاقة طردية بين عدم كفاءة الإستثمار وكل من إدارة الأرباح و إستقلالية مجلس الإدارة، فزيادة مستوي إدارة الأرباح قد أدي لإستثمارات مبالغ فيها، ويوجد علاقة عكسية غير معنوية بين تفاعل إدارة الأرباح والسلطة الإدارية علي عدم كفاءة الإستثمار.

كما توصلت دراسة Bzeouich et al.(2019) إلي علاقة طردية بين كفاءة الإستثمار وكل من إستقلالية مجلس الإدارة و حجمه وتنوع النوع فيه، وأن تفاعل تلك السمات لمجلس الإدارة مع إدارة الأرباح بدوره سوف يضعف العلاقة بين إدارة الارباح وكفاءة الإستثمار، مما يؤكد علي أهمية جودة الأرباح في تحقيق كفاءة الإستثمار عندما تكون بيئة حوكمة الشركات قوية. وفي ذات الإتجاه توصلت دراسة Karimi et al.(2019) إلي علاقة طردية بين جودة الأرباح و كفاءة الإستثمار، وأن إستقلالية أعضاء مجلس الإدارة وخبرتهم المالية لهم دور في دعم تلك العلاقة الطردية بين جودة الأرباح وكفاءة الإستثمار. وتوصلت دراسة Al'Alam & Firmansyah (2019) إلي وجود علاقة طردية بين كفاءة الإستثمار وكل من جودة الأرباح و فاعلية حوكمة الشركات. كما توصلت دراسة Nuroniyah (2020) إلي أن الأعضاء المستقلين بالمجلس يؤدوا إلي إضعاف العلاقة العكسية بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار.

ومن ناحية أخري هناك دراسات؛(Peasnell et al.,2005; Benkel et al.,2006; Chen et al.,2015; Marra; et al.,2011; Sarkar et al.,2008; Ebrahim,2007) قدمت دليل عملي علي وجود تأثير لإستقلالية مجلس الإدارة علي ممارسات إدارة الأرباح، حيث توصلت دراسة(2005).Peasnell et al إلي وجود علاقة عكسية بين المتابعة التي يمارسها مجلس الإدارة المعبر عنه بإستقلالية أعضاءه وسعي المديرين نحو إدارة الأرباح في الإتجاه الصعودي بإستخدام الإستحقاقات غير العادية. كما توصلت دراستي Benkel et al.(2006) و Ebrahim (2007) إلي وجود علاقة عكسية بين إستقلالية أعضاء مجلس الإدارة و القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية كمؤشر علي إدارة الأرباح، كما أن تلك العلاقة العكسية لا ترتبط بعدد لقاءاته. وقد توصلت دراسة Sarkar et al.(2008) إلي وجود علاقة عكسية بين إجتهاد Diligence مجلس الإدارة بدلالة نسبة حضور الأعضاء المستقلين لإجتماعات المجلس (بدلاً من إستخدام عدد الإعضاء المستقلين) وإدارة الأرباح، كما توصلت دراسة(2011) .Marra et al إلي أن إستقلالية مجلس الإدارة تمكن من تدنية مستوي إدارة الأرباح خاصة بعد تطبيق معايير التقرير المالي الدولية. وتوصلت دراسة Chen et al.(2015) إلي أن الشركات الملتزمة بمتطلبات إستقلالية مجلس الإدارة يكون لديها إنخفاض جوهري بمستوي إدارة الأرباح مقارنة بالشركات غير الملتزمة بإستقلالية المجلس. وتوصلت دراسة Soana et

al.(2020) إلي أن مجلس الإدارة الذي يتصف بمستوي مرتفع من الإستقلالية ونسبة عضوية مرتفعة للمرآة يكون قادر علي الحد من إدارة الأرباح بالحد من السلوك الإنتهازي للإدارة.

بالإضافة لما سبق هناك دراسات (Lu & Wang,2015; Felix2018; رميلي،٢٠١٨;Soliman,2020; Agyei- Rajkovic, 2020; He et al., 2020 Menshawy et al.,2021 Mensah,2021;Bimo et al.,2021) والتي قدمت دليل عملي علي وجود تأثير لإستقلالية مجلس الإدارة و آليات الحوكمة علي كفاءة الإستثمار، حيث توصلت دراسة Lu & Wang (2015) إلي أن إستقلالية مجلس الإدارة تساعد في الحد من مشكلات الوكالة والتحفظ الإداري كمسببات للإستثمار غير الكفء. حيث تحد الإستقلالية من الإستثمار في مشروعات راسمالية تتعلق بأصول ملموسة، في حين تزيد من الإستثمار في مشروعات البحوث والتطوير ذات الخطورة المرتفعة. وتوصلت دراسة Felix (2018) إلي أن عضوية أحد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين في مجلس إدارة شركة أخري تتمتع بمستوي كفاءة إستثمار مرتفعة سوف يؤدي إلي زيادة كفاءة الإستثمار بالشركة. وتوصلت دراسة رميلي (٢٠١٨) إلي وجود تاثير معنوي لخصائص مجلس الإدارة والتي من بينها إستقلالية المجلس و حجمه علي تحسين علاقة المعلومات الإستثمارية المستقبلية غير المالية بكفاءة الإستثمار. و قد توصلت دراسة Soliman(2020) إلي أهمية جودة المراجعة وآليات الحوكمة الجيدة في تحسين كفاءة الإستثمار، فتحسن جودة تلك الآليات يعني الحد من عدم تماثل المعلومات وثقة برأي المراجع في أن له قيمة معلوماتية،الأمر الذي يحد من الضغوط علي الإدارة و يمكنها من صنع قرارات إستثمار أكثر كفاءة.

كما توصلت دراسة He et al. (2020) إلي وجود علاقة طردية بين إستقلالية مجلس الإدارة وكفاءة الإستثمار، حيث يخفض الإستقلال من الإستثمار غير الكفء (الإستثمار الزائد أو الأقل من اللازم)، وذلك من خلال إحداث تقارب بين الإدارة والمساهمين فيما يتعلق بأولويات وتفضيلات المخاطر Risk preference للحد من التجنب الإداري والذي قد يكون سبب وراء رفض مشروعات خطرة لكن واعدة أو إبتكارية. و توصلت دراسة Rajkovic (2020) إلي أن وجود قيادة للأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة يؤدي إلي زيادة مستوي كفاءة الإستثمار للشركة خاصة بالشركات الأقل في مستوي الشفافية بتقاريرها المالية، والأكثر في القيود المالية المفروضة. و توصلت دراسة Agyei-Mensah (2021) إلي أن إستقلالية مجلس الإدارة و توافر الخبرة المالية لأعضاءه تدعم كفاءة الإستثمار بتجنب الإستثمار المبالغ فيه. وتوصلت دراسة(2021).Bimo et al إلي وجود علاقة طردية بين كفاءة آليات الحوكمة (و التي من ضمنها مسئوليات مجلس الإدارة) وكفاءة الإستثمار، وأن تلك العلاقة سوف تضعف حال تعرض الشركة لمنافسة أعلي. وأخيراً توصلت دراسة (2021).Menshawy et al بالتطبيق علي شركات مقيدة بالبورصة المصرية إلي وجود دور لإستقلالية مجلس الإدارة في الحد من

عدم كفاءة الإستثمار، الأمر الذي يشير إلي وجود علاقة طردية بين إستقلالية مجلس الإدارة و كفاءة الإستثمار.

وبناء علي ما قد تم إستعراضه وتحليله من دراسات سابقة فإنه يلاحظ وجود تزايد بالبحوث نحو دراسة الأثر المعدل لإستقلالية مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، فهناك فجوة بحثية تتعلق بتأثير التفاعل بين إدارة الأرباح وإستقلالية المجلس ومردود ذلك التفاعل علي كفاءة الإستثمار بتقوية أو إضعاف تأثير إدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار، وبناء عليه سيتم إختبار أثر إستقلالية مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح في مصر بكفاءة الإستثمار، **ولذلك تم إشتقاق الفرض الثالث للبحث كما يلى:**

H3: تؤثر إستقلالية مجلس الإدارة علي العلاقة المعنوية بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

٦-٥ الدراسة التطبيقية: التحليل الأساسي وتحليل الحساسية والتحليل الإضافي

يسعي الباحث بتلك الجزئية إلي عرض كل من أهداف الدراسة التطبيقية، مجتمع وعينة البحث، توصيف وقياس المتغيرات المختلفة محل الإهتمام، وكذلك نتائج التحليل الإحصائي ونتائج إختبارات فروض البحث بالإضافة لنتائج تحليل الحساسية والتحليل الإضافي، وذلك كما يلي:

٦-٥-١ أهداف الدراسة التطبيقية

تسعي الدراسة التطبيقية إلي اختبار فروض البحث، وذلك على عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. وتم ذلك من خلال تقدير نموذج إنحدار متعدد لقياس معاملات الإنحدار للمتغيرات المختلفة ومدى معنويتها (علي,٢٠١٧;Prasetya, 2020; Islami, 2019؛ منصور,٢٠٢١) بإستخدام إختبار T مع قياس معامل التحديد المعدلAdjusted R Square، وذلك إلي جانب اختبار مدى معنوية نموذج الانحدار من خلال إختبار F، بالإضافة لعرض الاحصاءات الوصفية المتمثلة في المتوسطات والقيم الدنيا والعليا والانحراف المعيارى لمتغيرات البحث، كما تم قياس الارتباط بين المتغيرات(الصايغ وعبد المجيد ,٢٠١٥)

٦-٥-٢ مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من سنة (٢٠١٥ – ٢٠١٨)، و قد تكونت عينة الدراسة من عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال فترة البحث، حيث تم إستبعاد البنوك علي إعتبار أن لها قواعد تنظيمية خاصة تؤثر ما يتم الإفصاح عنه من معلومات (علي،٢٠١٧؛الصايغ وعبد المجيد, ٢٠١٥؛Ismail, 2020)، ولكن لإغراض قياس متغيرات الدراسة تتطلب الأمر بيانات من قوائم مالية خارج الفترة من (٢٠١٥ – ٢٠١٨)، حيث إحتاج الأمر بيانات السنة السابقة علي تلك الفترة وهي ٢١٠٤، و ذلك لحساب مستوي الإستحقاقات الإختيارية

وإدارة الأرباح عن عام ٢٠١٥، إلي جانب تحديد نسبة النمو بالإيرادات خلال ٢٠١٥ كأساس لحساب كفاءة الإستثمار لسنة ٢٠١٦، إلي جانب ذلك تتطلب الأمر الحصول علي بيانات من تقارير مالية لعام ٢٠١٩ للحصول علي بيانات تتعلق بالإستثمارات الفعلية الجديدة لشركات العينة، و ذلك لحساب كفاءة الإستثمار كمتغير تابع لسنة ٢٠١٩، حيث تسبق بيانات المتغير التابع المتغيرات التفسيرية بسنة و ذلك لتجنب حدوث مشكلة تحيز زمني محتمل Potential simultaneity bias بين المتغير التابع ومتغيراته التفسيرية.(Chen et al.,2011؛ الصايغ و عبد المجيد، ٢٠١٥؛علي،٢٠١٧). وقد تم الأخذ بالحسبان عند إختيار الشركات بالعينة ضرورة توافر البيانات اللازمة لقياس متغيرات البحث، لذا فقد تم إستبعاد الشركات ذات البيانات غير الكاملة أو تفتقد لبعض متغيرات الدراسة، و بالتالي أصبحت العينة النهائية الكلية تتكون من ٥٥ شركة (بعدد مشاهدات = ٢٢٠ مشاهدة) تنتمي لستة قطاعات. وقد إعتمد الباحث فى جمع البيانات على عدة مصادر تمثلت فى شركة مصر لنشر المعلومات وموقع البورصة المصرية، إلي جانب المواقع الإلكترونية للشركات الواردة بعينة البحث. و يمثل الجدول رقم(١) تفاصيل عينة البحث حسب القطاعات التي تنتمي إليها. ومن واقع ذلك الجدول يمكن ملاحظة أن أكثر القطاعات تمثيلاً بالعينة هو قطاع العقارات بنسبة بلغت27.3 %، أما أقل تلك القطاعات تمثيلاً كان قطاع الرعاية الصحية والأدوية بنسبة تمثيل9.1 % ، بعدد خمس شركات وهو الأمر الذي يتشابه مع دراسات أجريت ببيئة الإعمال المصرية كدراسة (Menshawy et al.,2021):

جدول١: توصيف عينة الدراسة و قطاعاتها*

القطاع	عدد الشركات	عدد المشاهدات	النسبة المئويه
عقارات	15	60	%27.3
مواد البناء والإنشاءات	12	48	%21.8
أغذية ومشروبات	10	48	%18.2
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	6	24	%10.9
رعاية صحية وأدوية	5	20	%9.1
سياحة وترفيه	7	28	%12.7
الإجمالي	55	220	%100

*المصدر: من إعداد الباحث.

٦-٥-٣ توصيف وقياس متغيرات الدراسة

إستناداً إلى فروض البحث، يمكن توصيف وقياس متغيرات الدراسة كما يلى:

اولاً: المتغير المستقل

القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية Abs_DACKo كاحد مؤشرات إدارة الأرباح: حيث تم قياس ذلك المتغير بدلالة القيمة المطلقة لنموذج Kothari et al.(2005)

$$TAccr_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 + (1/Assets_{i,t-1}) + \alpha_2 \Delta Rev_{i,t} + \alpha_3 PPE_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

بحيث:

$TAccr_{i,t}$: بنسبة إجمالي الإستحقاقات للشركة i عن السنة t مقسوماً علي إجمالي الأصول للشركة i في نهاية السنة t-1، علي أن يتم حساب إجمالي الإستحقاقات كالتالي (صافي الربح قبل البنود غير العادية والإستثنائية للشركة i عن السنة t – التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i عن السنة t)

$Assets_{i,t-1}$: إجمالي الأصول للشركة i في نهاية السنة t−1

$\Delta Rev_{i,t}$: التغير السنوي في الإيرادات بين للشركة i بين السنة t والسنة t−1 مقسوماً علي إجمالي الأصول للشركة i في نهاية السنة t−1.

PPE_t: الأصول الثابتة للشركة i في نهاية السنة t مقسوماً علي إجمالي الأصول للشركة i في نهاية السنة t−1.

$ROA_{i,t}$: معدل العائد علي الأصول للشركة i عن السنة t.

α4 , α3, α 2, α1, α0 : معلمات نموذج الإنحدار.

$\varepsilon_{i,t}$: بواقي النموذج للشركة i عن السنة t، حيث يتم إستخدام القيمة المطلقة لبواقي ذلك النموذج لتقدير الإستحقاقات الإختيارية و التي تعكس مستوي إدارة الأرباح بالشركة.(Chen et al.,2011; علي، ٢٠١٧؛ Nuroniyah& Basuki,2020)، و قد تم تحويل بواقي النموذج الدالة علي الإستحقاقات الإختيارية لقيمة مطلقة و ذلك علي إعتبار أن التلاعب والتضليل بالأرباح يشمل القيمة السالبة والموجبة لتلك الإستحقاقات علي السواء. (Julio&Yook,2016)

ثانياً: المتغير التابع

عدم كفاءة الإستثمار أو الإنحراف عن الإستثمار الأمثل Invineff كمقياس عكسي لكفاءة الإستثمار: وتم قياس ذلك المتغير بإستخدام النموذج الذي حددته دراسة Chen et al.(2011)

$$Total\ Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1\ \%RevGrowth_{i,t-1} + \beta_2\ NEG_{i,t-1} + \beta_3\ (\%RevGrowth * Neg)_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

بحيث:

$Total\ Investment_{i,t}$: يمثل مجموع الإستثمارات الفعلية الجديدة للشركة (i) في الأصول الثابتة والإستثمارات طويلة الأجل مخصوماً منه مبيعات الأصول الثابتة والإستثمارات طويلة الأجل في الفترة (t)، مع قسمة الناتج علي إجمالي الأصول في الفترة السابقة.، وقد تم إستبعاد بند البحوث و التطوير من الإستثمارات الفعلية، نظراً لعدم إلتزام الشركات المصرية بالإفصاح عنه كبند مستقل بتقاريرها المالية (الصايغ وعبد المجيد،٢٠١٥)

$\%RevGrowth_{i,t-1}$: يمثل المعدل السنوي لنمو الإيرادات عن الفترة السابقة (t−1)

NEG i,t−1 : متغير وهمي و الذي يأخذ القيمة ١ في حالة ما إذا جاء النمو بالمبيعات بالسالب و ذلك عن الفترة السابقة (t−1)، و صفر خلاف ذلك.

β 0 ,β 1, β 2, β 3 : معلمات نموذج الإنحدار.

Ɛ i,t: يمثل بواقي النموذج للفترة (t)

القيمة المطلقة لبواقي ذلك النموذج تمثل مقياس عكسي لكفاءة الإستثمار، فزيادة تلك القيمة المطلقة تشير لكفاءة إستثمار أقل لأنها تنحرف عن القيمة المتوقعة أو المثلي للإستثمار، وإنخفاض القيمة المطلقة تعني كفاءة إستثمار أعلي. (Chen et al., 2011 الصايغ وعيد المجيد،٢٠١٥ ;علي, ٢٠١٧؛ Felix,2018)

ثالثاً: المتغيران المعدلان Moderators

أ- **التخصص الصناعي لمراجع الحسابات Spec:** و تم قياس ذلك المتغير بإستخدام مدخل الحصة السوقية، سواء كنسبة محسوبة علي أساس عدد العملاء أو إجمالي المبيعات أو الأصول، لكونه شائع الإستخدام بالدراسات السابقة التي تناولت موضوع التخصص الصناعي لمراجع الحسابات كدراسة(Bae et; al.,2017;Elaoud & Jarboui,2017;Siregar & Bae &Choi,2012 Hosseini et al.,2021 Nuryanah, 2018)، قد تم قياس التخصص الصناعى فى الدراسة باستخدام مدخل الحصة السوقية المحسوبة علي أساس قيمة الأصول للعملاء، قياساً على (Hosseini et al.,2021)، بحيث تم قياس الحصة السوقية لمراقب الحسابات فى كل صناعة باستخدام المعادلة التالية:

$$MKTSHR_Sales\ I,k = \frac{\sum_{J=1}^{Jik} ClientSales\ ijk}{\sum_{i=1}^{Ik}\sum_{j=1}^{Jik} ClientSales\ ijk}$$

بحيث يشير i لمراجع الحسابات، k للصناعة التي ينتمي إليها عميل المراجعة، أما j فيشير لعميل المراجعة، أما MKTSHR_Sales i,k فتمثل الحصة السوقية لمراجع الحسابات(i) فى الصناعة (k) علي أساس المبيعات. (Fernando et al.,2020 ;Mayhew & Wilkins,2003)، بحيث يعبر البسط عن إجمالي مبيعات الشركات التي تمثل مبيعات عملاء المراجعة لمراجع معين بصناعة معينة، ويعبر المقام عن إجمالي المبيعات للشركات بتلك الصناعة. وقد تم التعبير عن تخصص مراجع الحسابات Spec من عدمه بمتغير وهمي تم تحديده بإستخدام نقطة فصل Cut– off point، بحيث يأخذ ذلك المتغير القيمة (١) حال تجاوز الحصة السوقية لمراجع الحسابات نقطة الفصل المحددة، ويأخذ ذات المتغير القيمة (صفر) خلاف ذلك، وهو إسلوب شاع إستخدامه في دراسات سابقة كدراسة (Bae & Choi,2012;Bae et al.,2017; منصور،٢٠٢١). ولأغراض قياس ذلك المتغير تم إستخدام نسبة حصة سوقية تساوي٢٠% من إجمالي أصول عملاء الصناعة كنقطة فصل بين المراجع

المتخصص وغير المتخصص صناعياً. Mayhew& Wilkins,2003؛ Fernando et al.,2010) Bae et al.,2017)

ب- **إستقلالية مجلس الإدارة B ind:** حيث يمثل العضو المستقل العضو من خارج الشركة الذي لا تربطه صله من علاقة صداقة أو وكالة Fiduciary مع الرئيس التنفيذي أو الإدارة العليا للشركة (Menshawy et al.,2020)، وتم قياس ذلك المتغير بدلالة نسبة الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة إلي إجمالي أعضاء المجلس وذلك قياساً علي دراسة (Bzeouich et al.,2019;Nuroniyah& Basuki,2020; Agyei-Mensah,2021)

رابعاً: المتغيرات الرقابية

هناك عدد من المتغيرات الرقابية و التى سبق تناولها ببحوث أكاديمية كمحددات محتملة لكفاءة الإستثمار، و من أهم تلك المتغيرات:

أ- **الرفع المالي LEV:** من المتوقع أن يؤثر الرفع المالي طردياً علي كفاءة الإستثمار، علي إعتبار أن إرتفاع نسبة الرفع المالي والإقتراض يفرض أداة متابعة لتصرفات الإدارة تحد من مشكلات الوكالة، الأمر الذي يحد من البعد عن الإستثمار الأمثل. (Bzeouich et al.,2019)، وكلما إقترب موعد إستحقاق الديون ساعد ذلك علي تحسين كفاءة الإستثمار. Gomariz & Ballesta (2014)، و تم قياس الرفع المالي بنسبة إجمالي الديون لإجمالي الأصول، و ذلك قياساً علي دراسة(Menshawy et al.,2020 ;Boubaker et al.,2018).

ب- **حجم الشركة SIZE** : فمن المتوقع أن يؤثر الحجم علي كفاءة الإستثمار لإعتبارات تتعلق بالتكاليف الساسية المرتفعة للشركات الأكبر حجماً، الأمر الذي قد يكون دافعاً للمبالغة في إستثماراتها والدخول في مشروعات غير مربحة، وبالتالي من المتوقع وجود علاقة عكسية (طردية) بين حجم الشركة و كفاءة الإستثمار (الإستثمار غير الكفء). Bzeouich et al.,2019)، و يقاس بدلالة اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الاصول، قياساً علي دراسة; Verdi,2006; Mohammadi, 2014;Biddle,2009) الصايغ و عبد المجيد,٢٠١٥ Tanveer& Ali; 2020;).

ت- **نسبة القيمة السوقية للدفترية Market To Book(MTB):** كمؤشر علي فرص النمو المتاحة للشركة، و يقاس بنسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية قياساً علي دراسة (الصايغ و عبدالمجيد،2015 ;Bae et al.,2017؛ Rahman & Ali,2018).

ث- **معدل العائد علي الأصول ROA كمؤشر علي ربحية الشركة:** من المتوقع أن تؤثر الربحية عكسياً علي كفاءة الإستثمار، علي إعتبار أن الربحية المرتفعة تعطي صلاحية للمديرين للدخول في مشروعات تحقق مصالحهم الشخصية. (2019).Bzeouich et al، ويقاس بقسمة صافي الربح قبل العناصر غير العادية علي إجمالي الأصول، قياساً علي دراسة (Bzeouich et al.,2019)

ج- **عمر الشركة Age:** علي الرغم من أنه لا يوجد أتفاق علي طبيعة و أتجاه علاقة عمر الشركة بكفاءة الإستثمار، ولكن من المفترض أن تكون تلك العلاقة طردية، فطول عمر الشركة تعني خبرة أوسع في تحديد الإستثمارات الأفضل، و يقاس باللوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات عمل الشركة، وذلك قياساً علي دراسة (Gomariz& Ballesta,2014;Biddle,2009؛علي, ٢٠١٧ ;Hosseini et al.,2021;Shahzad et al.,2019; Ranty et al.,2019)

ح- **كثافة رأس المال أو مدي ملموسية الأصول Tang:** من المتوقع وجود علاقة عكسية بين كثافة رأس المال و كفاءة الإستثمار علي إعتبار أن إرتفاع تلك النسبة يعكس ميل أكبر للإستثمار في الأصول المادية الملموسة ورفض الإستثمارات في مشروعات أخري كالبحوث والتطوير لكونها غير ملموسة و عالية الخطورة، ويقاس بقسمة الأصول الثابتة علي إجمالي الأصول (Lu & Wang,2015)، قياساً علي دراسة (Biddle,2009;Chen et al.2011; Elaoud&Jarboui,2017 ؛Bae et al.,2017; Mohammadi,2014)

خ- **الفائض النقدي Slack:** فمن المتوقع وجود علاقة عكسية بين الأرصدة النقدية للشركة وكفاءة الإستثمار، فتوافر تلك الأرصدة يشجع من الإنفاق المبالغ فيه والإستثمار الزائد. (Verdi,2006)، ويقاس بنسبة الأرصدة النقدية لإجمالي الأصول، قياساً علي دراسة Chen Masrouki&Houcine,2019; Boubaker et al., 2018; et al. 2011) (Menshawy et al.,2020

٦-٥-٤ نموذج الدراسة

أ- تم استخدام نموذج الانحدار التالى لاختبار فرض البحث الأول المتعلق بعلاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، من خلال علاقة القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية بالقيمة المطلقة التي تعكس الإنحراف عن الإستثمار الأمثل (كمقياس عكسي لكفاءة الإستثمار)، و ذلك قياساً على دراسة (Chen et al.,2011؛ Li,2018؛ Nuroniyah& Basuki,2020؛ Prasetya,2020)

$$Invineff_{i,t+1} = \beta0 + \beta1\ Abs_DACKo_{i,t} + \beta2\ LEV_{i,t} + \beta3\ SIZE_{i,t} + \beta4\ MTB_{i,t} + \beta5\ ROA_{i,t} + \beta6\ Age_{i,t} + \beta7\ Tang_{i,t} + \beta8\ Slack_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

ب- تم استخدام نموذج الانحدار التالى لاختبار فرض البحث الثاني المتعلق بتأثير التخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي علاقة إدارة الأرباح بالقيمة المطلقة للإنحراف عن الإستثمار الأمثل كمقياس عكسي لكفاءة الإستثمار، و ذلك قياساً علي دراسة (Assad& Alshurideh,2020; سلامة, 2020):

$$Invineff_{i,t+1} = \beta0 + \beta1\ Abs_DACKo_{i,t} + \beta2\ Spec_{i,t} + \beta3\ Abs_DACKo_{i,t} * Spec_{i,t} + \beta4\ LEV_{i,t} + \beta5\ SIZE_{i,t} + \beta6\ MTB_{i,t} + \beta7\ ROA_{i,t} + \beta8\ Age_{i,t} + \beta9\ Tang_{i,t} + \beta10\ Slack_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

ج- تم استخدام نموذج الانحدار التالى لاختبار فرض البحث الثالث المتعلق بتأثير إستقلالية مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بالقيمة المطلقة للإنحراف عن الإستثمار الأمثل كمقياس عكسي لكفاءة الإستثمار، وذلك قياساً علي دراسة (Bzeouich et al.,2019؛ Nuroniyah& Basuki,2020):

$$Invineff_{i,t+1} = \beta0 + \beta1\ Abs_DACKo_{i,t} + \beta2\ B\ ind_{i,t} + \beta3\ Abs_DACKo_{i,t} * B\ ind_{i,t} + \beta4\ LEV_{i,t} + \beta5\ SIZE_{i,t} + \beta6\ MTB_{i,t} + \beta7\ ROA_{i,t} + \beta8\ Age_{i,t} + \beta9\ Tang_{i,t} + \beta10\ Slack_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (٣)$$

بحيث:

$Invineff_{i,t+1}$: القيمة المطلقة لإنحراف الإستثمار عن الإستثمار الأمثل، كمؤشر عكسي لكفاءة الإستثمار للشركة i في السنة t+1.

$Abs_DACKo_{i,t}$: القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية و التي تمثل بواقي نموذج Kothari للدلالة علي إدارة الأرباح للشركة i في السنة t.

$Spec_{i,t}$: التخصص الصناعي لمراجع الحسابات للشركة i في السنة t.

$B\ ind_{i,t}$: نسبة الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة للشركة i في السنة t.

$LEV_{i,t}$: نسبة الرفع المالي للشركة i في السنة t.

$SIZE_{i,t}$: حجم الشركة للشركة i في السنة t.

$MTB_{i,t}$: نسبة القيمة السوقية للدفترية لحقوق الملكية للشركة i في السنة t.

ROA i,t : معدل العائد علي الأصول للشركة i في السنة t.

Age i,t : عمر الشركة للشركة i في السنة t.

Tang i,t : مدي كثافة رأس المال أو ملموسية الأصول للشركة i في السنة t.

Slack i,t : نسبة الفائض أو الأرصدة النقدية للشركة i في السنة t.

ε : الخطأ العشوائى والذي يمثل التغيرات العشوائية في الإنحراف عن الإستثمار الأمثل نتيجة لمتغيرات لم ترد بالنموذج.

٦-٥-٥ نتائج الدراسة التطبيقية

٦-٥-٥-١ الإحصائيات الوصفية

في هذه الجزئية سوف يعرض الباحث لعدد من الإحصائيات الوصفية لمتغيرات البحث خلال فترة الدراسة للوقوف علي السمات الأساسية المميزة لتلك المتغيرات، حيث تم تخصيص الجدول رقم (٢) لعرض الوسط الحسابي والإنحراف المعياري وكذلك القيم العليا والدنيا لمتغيرات البحث، وذلك علي النحو التالي:

جدول ٢: الإحصائيات الوصفية

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Invineff	220	.0001211	.7750509	.053484758	.0962485249
Abs_DACKo	220	.0025856	.6441224	.110106921	.1213542103
Spec	220	0	1	.42	.494
B Ind	220	.1333	.6667	.332977	.1100912
Lev	220	.0013	.7393	.377355	.2191445
Size	220	18.0720	23.8792	20.384645	1.6356153
MTB	220	.6321	4.6337	1.241678	.5327477
ROA	220	-.1949	.3914	.059386	.0995686
Age	220	2.0794	3.8067	3.203690	.4332754
Tang	220	.0029	.8462	.258715	.1971970
Slack	220	.0071	.1763	.062444	.0442599
Valid N (listwise)	220				

ومن واقع الجدول السابق يمكن ملاحظة أن متوسط القيمة المطلقة للبواقي التي تعكس عدم كفاءة الإستثمار قد بلغ 05348. بإنحراف معياري يساوي 09525.، و فيما يتعلق بمتوسط القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية كمؤشر علي إدارة الأرباح فقد بلغ 1101. في حين بلغ الإنحراف المعياري 12135.، وفيما يتعلق بنسبة الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة فقد بلغت متوسط تلك النسبة 332977. أي ما يعادل الثلث تقريباً بمجالس الإدارات بشركات العينة كانت من الأعضاء المستقلين، في حين وصل أعلي مستوي لتلك النسبة في بعض المجالس إلي ثلثي الأعضاء والحد الأدني وصل لـ 1333. الأمر الذي يشير إلي وعي من الشركات بالعينة لأهمية الحفاظ علي حد أدني للأعضاء المستقلين كضرورة لتشكيل اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة. و بالنسبة لعمر الشركة بلغ الحد الإقصي

للوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات العمر 3.8067 وهو ما يعادل ٤٥ سنة من تاريخ التكوين في حين بلغ الحد الأدني للوغاريتم الطبيعي 2.0794 وهو ما يعادل 8 سنوات كحد أدني لمشاهدات العينة من حيث العمر المحسوب من تاريخ التكوين. وفيما يتعلق بالمتغير الوهمي للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات فقد بلغت نسبة الشركات التي تم مراجعتها من جانب مراجع حسابات متخصص صناعياً 41.8 % من العينة الكلية (بلغت تكرارات المشاهدات ٩٢ مشاهدة).

٦-٥-٥-٢ مصفوفة الارتباط بين متغيرات البحث

تم تخصيص الجدول رقم (٣) لعرض معاملات ارتباط بيرسون بين البعد عن الإستثمار الأمثل كمتغير تابع وإدارة الأرباح كمتغير مستقل، إلي جانب كل من التخصص الصناعي لمراجع الحسابات وإستقلالية مجلس الإدارة كمتغيران معدلان لتلك العلاقة وكذلك معاملات الإرتباط بالمتغيرات الرقابية. كما يوضح ذات الجدول معاملات ارتباط بيرسون بين المتغير المستقل والمتغيران المعدلان والمتغيرات الرقابية. وجدير بالذكر أن مصفوفة معاملات إرتباط بيرسون تعد أداة أولية لإكتشاف مشكلة االإزدواج الخطى Multicollinearity المتعدد بين المتغيرات التفسيرية، حيث تظهر تلك المشكلة إذا كان معامل الإرتباط بين المتغيرات أكبر من 0.9 (2007)Tabachnick & Fidell، ومن واقع مصفوفة معاملات الإرتباط نلاحظ أن معاملات الإرتباط بين متغيرات البحث جاءت أقل من 0.9 وأيضاً أقل من 0.8 وما يمثل دلالة أولية بأن مشكلة الإزدواج الخطي المتعدد غير موجودة بين متغيرات البحث وهذا يدل على قوة نموذج البحث في تفسير الأثر على المتغير التابع وتحديده.

جدول ٣: معاملات ارتباط بيرسون بين متغيرات البحث

Correlations

		Invineff	Abs_DACKo	Spec	B Ind	LEV	SIZE	MTB	ROA	Age	Tang	Slack
Invineff	Pearson Correlation	1	.471**	-.505**	-.512**	-.203**	.142*	-.120	.302**	-.105	.243**	.013
	Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.002	.035	.076	.000	.122	.000	.849
Abs_DACKo	Pearson Correlation	.471**	1	-.184**	-.188**	-.211**	.037	-.198**	.227**	.078	-.024	.033
	Sig. (2-tailed)	.000		.006	.005	.002	.585	.003	.001	.248	.719	.622
Spec	Pearson Correlation	-.505**	-.184**	1	.532**	.118	-.013	.104	.067	.104	-.221**	.108
	Sig. (2-tailed)	.000	.006		.000	.081	.850	.124	.320	.125	.001	.109
B Ind	Pearson Correlation	-.512**	-.188**	.532**	1	.306**	.069	.083	-.019	.159*	-.183**	.094
	Sig. (2-tailed)	.000	.005	.000		.000	.310	.223	.783	.018	.007	.163
LEV	Pearson Correlation	-.203**	-.211**	.118	.306**	1	.019	.079	-.068	-.108	-.074	-.070
	Sig. (2-tailed)	.002	.002	.081	.000		.776	.242	.319	.110	.273	.304
SIZE	Pearson Correlation	.142*	.037	-.013	.069	.019	1	-.024	-.004	.310**	.075	-.117
	Sig. (2-tailed)	.035	.585	.850	.310	.776		.728	.949	.000	.267	.083
MTB	Pearson Correlation	-.120	-.198**	.104	.083	.079	-.024	1	.291**	-.006	-.062	.117
	Sig. (2-tailed)	.076	.003	.124	.223	.242	.728		.000	.935	.361	.083
ROA	Pearson Correlation	.302**	.227**	.067	-.019	-.068	-.004	.291**	1	.087	-.020	-.116
	Sig. (2-tailed)	.000	.001	.320	.783	.319	.949	.000		.197	.769	.086
Age	Pearson Correlation	-.105	.078	.104	.159*	-.108	.310**	-.006	.087	1	-.085	-.066
	Sig. (2-tailed)	.122	.248	.125	.018	.110	.000	.935	.197		.210	.333
Tang	Pearson Correlation	.243**	-.024	-.221**	-.183**	-.074	.075	-.062	-.020	-.085	1	-.095
	Sig. (2-tailed)	.000	.719	.001	.007	.273	.267	.361	.769	.210		.161
Slack	Pearson Correlation	.013	.033	.108	.094	-.070	-.117	.117	-.116	-.066	-.095	1
	Sig. (2-tailed)	.849	.622	.109	.163	.304	.083	.083	.086	.333	.161	

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

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

ومن واقع مصـــفوفة معاملات الإرتباط تلك يتضـــح وجود إرتباط طردي معنوي بين إدارة الأرباح (المقاس بدلالة القيمة المطلقة للإســـتحقاقات الإختيارية) والإنحراف عن الإســـتثمار الامثل، حيث بلغ معامل الإرتباط و مسـتوي المعنوية (471.، صـفر) علي الترتيب، الأمر الذي يعطي دليل أولي لوجود علاقة عكسـية بين إدارة الأرباح و كفاءة الإسـتثمار، ومن ناحية أخري هناك إرتباط عكسـي معنوي بين التخصـص الصـناعي لمراجع الحسـابات والإنحراف عن الإسـتثمار الامثل، حيث بلغ معامل الإرتباط ومســتوي المعنوية (505.-، صــفر) علي الترتيب، الأمر الذي يعطي دليل أولي لوجود علاقة طردية بين تخصـص المراجع و كفاءة الإسـتثمار، وبالنسـبة لإسـتقلالية مجلس الإدارة فقد بلغ معامل الإرتباط ومسـتوي المعنوية (512.-، صـفر) علي الترتيب، وهو ما يشـير لعلاقة طردية بين تخصـص المراجع وكفاءة الإســتثمار. ومن الملاحظ أيضــاً وجود إرتباط طردي بين كل من إســتقلالية مجلس الإدارة والتخصــص الصــناعي للمراجع، حيث بلغ معامل الإرتباط ومســتوي المعنوية (532.، صــفر) علي الترتيب، وهو الأمر الذي يشـير بشـكل مبدئي لتشـجيع الأعضـاء المسـتقلين بمجلس الإدارة علي تكليف مراجع حسابات متخصص بالصناعة التي تنتمي لها الشركة.

كما أظهرت ذات المصفوفة أرتباط عكسي معنوي بين الرفع المالي و الإنحراف عن الإستثمار الامثل حيث بلغ معامل الإرتباط و مستوي المعنوية (203.، 002.) علي الترتيب، الأمر الذي يعطي دليل أولي لوجود علاقة طردية بين تخصص المراجع و كفاءة الإستثمار، و أخيراً هناك إرتباط طردي معنوي الإنحراف عن الإستثمار الامثل و كل من حجم الشركة و معدل العائد علي الأصول و كثافة رأس المال، حيث بلغ معاملات الإرتباط بين تلك المتغيرات و الإنحراف عن الإستثمار الامثل (142.، 302.،243.) علي الترتيب بمستوي معنوية (035.، 000.،000.) علي الترتيب، الأمر الذي يعطي مؤشر أولي علي وجود علاقة عكسية بين كل من حجم الشركة و معدل العائد علي الأصول و كثافة رأس المال و كفاءة الإستثمار.

٦-٥-٥-٣ نتائج إختبار فروض البحث

يتناول الباحث في تلك الجزئية نتائج إختبار فروض البحث، ولكن بداية كان لزاماً التحقق من عدم وجود مشكلة إزدواج خطي متعدد بين المتغيرات التفسيرية للبحث، بمعني التأكد من إستقلال كل متغير سـواء من المتغيران المسـتقلان أو المتغير المعدل عن باقي المتغيرات التفسـيرية، وذلك علي إعتبار أن قوة أي نموذج إنحدار تعتمد على فرضـية إسـتقلال تلك المتغيرات، وقد تم إجراء هذا الاختبار من خلال حساب معامل التباين المسموح Tolerance لكل متغير من هذه المتغيرات ومن ثم ايجاد معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor(VIF)، فاذا كان معامل التباين المسـموح أقل من (١) فإن ذلك يشـير إلى عدم وجود مشـكلة الأزدواج الخطى المتعدد، وفى حالة الإعتماد علي معامل تضـخم التباين فاذا كانت قيمته أقل من (١٠) لن تظهر تلك المشكلة Prasetya (2020). ويظهر جدول (٤) أن قيم

معامل التباين المسموح كانت أقل من (١)، وقيم معامل تضخم التباين (VIF) لجميع المتغيرات جاءت أقل من (١٠)، مما يشير إلى عدم وجود مشكلة الأزدواج الخطى المتعدد.

جدول ٤: إختبار الإزدواج الخطى

Variable	Tolerance	Variance Inflation Factor (VIF)
Abs_DACKo	.772	1.295
Spec	.676	1.478
B Ind	.621	1.610
LEV	.777	1.288
SIZE	.858	1.166
MTB	.829	1.206
ROA	.805	1.242
Age	.856	1.168
Tang	.908	1.102
Slack	.919	1.088

٦-٥-٥-٣-أ: نتيجة إختبار الفرض الاول

إستهدف هذا الفرض إختبار مدي وجود تأثير لإدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار من خلال تأثيرها علي صور الإستثمار غير الكفئه. ويوضح الجدول رقم (٥) نتائج نموذج إنحدار القيمة المطلقة للإنحراف عن الإستثمار الأمثل كمتغير تابع علي إدارة الإرباح وباقى المتغيرات الرقابية. ويتضح من تحليل النتائج أن النموذج وما إشتمل عليه من متغيرات يمكنه تفسير 41% من التغير الكلى فى الإنحراف عن الإستثمار الأمثل (معامل التحديد Adj. R^2= 0.410) وتظهر قيمة F (20.060) أن نموذج الانحدار ككل جاء معنوياً. وقد بلغت قيمة معامل إدارة الأرباح (0.159) وبلغت قيمة P-value وفقاً لاختبار T صفر أي اقل من مستوى المعنوية 0.05، مما يشير إلى وجود علاقة طردية معنوية بين ممارسات إدارة الأرباح و صور عدم كفاءة الإستثمار (كمقياس عكسي لكفاءة الإستثمار)، **مما يشير إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين ممارسات إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار، *و في ضؤ تلك النتائج يتم قبول الفرض الأول (H1) و الذي يشير لوجود تأثير معنوي لإدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار*.** و تتفق تلك النتائج مع دراسات (Biddle et al.,2009؛ Chen et al.,2011؛ Mohammadi .2014؛ Julio & Yook,2016; Linhares Ferreira da Costa et al.,2018; Bzeouich et al., 2019؛ Nuroniyah, 2020؛ al.,2021) بوجود علاقة عكسية بين إدارة الأرباح وكفاءة الإستثمار، علي إعتبار أن تلك الممارسات بدورها تزيد من الإنحرافات عن الإستثمار الكفء.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فقد جاءت علاقة عدم كفاءة الإستثمار و الإنحراف عن الأستثمار

الأمثل عكسية ومعنوية بكل الرفع المالي وعمر الشركة حيث جاءت معاملات الإنحدار لهما (063.-،- 015.) علي الترتيب، وبلغت قيمة P- value لكل منها (000.، 004.) علي الترتيب، الأمر الذي يؤكد علي وجود علاقة طردية معنوية بين كفاءة الإستثمار و كل من عمر الشركة (و هو ما يتفق مع دراسةElaoud & Jarboui,2017، في حين لا يتفق مع دراسة Felix,2018؛ Moradi,2021)، و كذلك الرفع المالي (وهو ما يتفق مع دراسة Bzeouich et al. 2019؛ Tanverr & Ali,2020؛ Bimo et al.,2021؛ Moradi,2021)، حيث يفرض توسع الشركة في الإقتراض نوع من الرقابة علي صنع قرارات الإستثمار، بما يساعد علي إتخاذ قرارات إستثمار أكثر كفاءة. و علي الرغم من كون علاقة نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية – كمؤشر علي فرص النمو – عكسية مع عدم كفاءة الإستثمار و الإنحراف عن الأستثمار الأمثل، إلا أن تلك العلاقة قد جاءت غير معنوية، حيث جاء كل من معامل الإنحدار و مستوي المعنوية لذلك المتغير (012.-، 105.) علي الترتيب، بمعني أن علاقتها طردية و لكن غير معنوية بكفاءة الإستثمار، و تتفق تلك النتيجة مع دراسة (Mohammadi,2014؛ Khanqah,2015)، فمن المفترض أن زيادة تلك النسبة يعني توافر فرص نمو أكبر لدي الشركة الأمر الذي قد يساعد في تحسين تخصيص رأس المال وكفاءة الإستثمار.

و بالنسبة لعلاقة عدم كفاءة الإستثمار والإنحراف عن الأستثمار الأمثل فقد جاءت طردية معنوية بكل من حجم الشـركة وربحيتها (المعبر عنها بمعدل العائد علي الأصـول) و كثافة رأس المال، حيث جاءت معاملات الإنحدار لتلك المتغيرات (008.،194.، 074.) علي الترتيب، و بلغت قيمة P- value لكل منها صفر وهو ما يشير لوجود علاقة عكسية معنوية بين كفاءة الإستثمار و كل من حجم الشـركة (وهو ما لا يتفق مع دراسـةMohammadi,2014، في حين تتفق ذات النتيجة مع دراسـة Khanqah,2015؛ Bzeouich et al. 2019) ومعدل العائد علي الأصول (وهو ما يتفق مع دراسة Bzeouich et al.,2019؛ Moradi,2021) وكثافة رأس المال (وتتفق تلك النتيجة مع دراسـة Chen et al.,2011، في حين لا تتفق مع دراسة؛Felix,2018 Khanqah,2015)، فمن المفترض أن زيادة حجم الشركة يفرض تكاليف و ضغوط سياسية أكبر علي الشركة، الأمر الذي قد يكون سبب في إستثمار تلك الشركات بمشروعات غير مربحة، كما أن زيادة ربحية الشركة قد يمنح الإدارة حرية أكبر في التصـرف بالأرباح المتولدة في إسـتثمارات غير مجدية، الأمر الذي بدوره يحد من كفاءة الإستثمار. و من ناحية أخري جاءت علاقة الفائض النقدي غير معنوية مع كفاءة الإستثمار وتتفق تلك النتيجة مع دراسـة (2014) Mohammadi،، حيث جاء كل من معامل الإنحدار ومسـتوي المعنوية لذلك المتغير (050.، و 084.) علي الترتيب.

جدول٥: نتائج نموذج إنحدار القيمة المطلقة للإنحراف عن الإستثمار الأمثل (عدم كفاءة الإستثمار) علي إدارة الارباح والمتغيرات الرقابية

المتغيرات	معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T		Adj. R^2	اختبار F	
		القيمة	مستوى المعنوية		القيمة	مستوى المعنوية للنموذج
(Constant)	.190	3.684	.000	.410	20.060	0.000
Abs_DACKo	.159	5.751	.000			
LEV	-.063	-4.203	.000			
SIZE	.008	3.671	.000			
MTB	-.012	-1.627	.105			
ROA	.194	4.971	.000			
Age	-.015	-2.904	.004			
Tang	.074	4.252	.000			
Slack	.050	1.737	.084			

ومن وجهة نظر الباحث فإن نتيجة إختبار الفرض الاول للبحث تعد منطقية علي إعتبار أن إدارة الأرباح و تأثيرها السلبي علي جودة الأرباح والتقارير المالية يدعم من عدم تماثل المعلومات ومشكلات الوكالة من تخلخل أخلاقي و إختيار معاكس، بحيث تتيح فرصة للمديرين بإساءة إستخدام رأس مال الملاك بمشروعات غير مربحة الأمر الذي ينتج عنه إستثمار زائد غير مبرر، كما أن إنخفاض جودة التقارير المالية تحد من متابعة الملاك – ممن يعتمدون علي المصادر العامة المتاحة من المعلومات بقرارتهم – لتصرفات المديرين، الأمر الذي يدفعهم لتقليل رأس مالهم و يولد مشكلات سيولة للإدارة تفوت الفرصة علي الشركة لتوجيه الأموال نحو إستثمارات ذات صافي قيمة حالية موجبة، وهو ما يعني أن الشركة تواجه شكل أخر من عدم كفاءة الإستثمار يتعلق بالإستثمار بالقدر الأقل من اللازم.

٦-٥-٥-٣-ب: نتيجة إختبار الفرض الثاني

إستهدف هذا الفرض إختبار ما إذا كان هناك تأثير معنوي للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار. ويوضح الجدول رقم (٦) نتائج نموذج إنحدار القيمة المطلقة للإنحراف عن الإستثمار الأمثل علي المتغير التفاعلي (Abs_DACKo*Spec) والذي يعكس التفاعل بين التخصص الصناعي لمراجع الحسابات وإدارة الأرباح وباقى المتغيرات. ويتضح من تحليل نتائج النموذج وما إشتمل عليه من متغيرات أنه يمكنه تفسير 57% من التغير الكلى في الإنحراف عن الإستثمار الأمثل (معامل التحديد 0.570 =Adj. R^2) وتظهر قيمة F (29.975) أن نموذج الانحدار ككل كان معنوياً. وقد بلغت قيمة معامل إنحدار المتغير Abs_DACKo*Spec مساوياً لـ -.173

بمستوي معنوية 006. مما يشير لعلاقة طردية (عكسية) معنوية بين تفاعل التخصص الصناعي لمراجع الحسابات مع إدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار (عدم كفاءة الإستثمار والإنحراف عن الإستثمار الأمثل)، بمعني أن التخصص الصناعي لمراجع الحسابات أمكنه الحد من التأثير السلبي لإدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار، ولا تتفق تلك النتيجة التي تم التوصل إليها مع دراسة Assad& Alshurideh (2020) والتي توصلت لغياب تأثير التخصص الصناعي للمراجع علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، في حين تتفق تلك النتيجة مع دراسات Elaoud & Jarboui,2017؛ Siregar &) Nuryanah,2018؛ Neisiani,2019؛ Nidal,2020 ;Hosseini et al.,2021؛ Hidayat& Mardijuwono,2021) والتي توصلت لدور المراجع المتخصص في إضعاف التأثير السلبي لإدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار. ***وفي ضوء تلك النتيجة فإنه يمكن قبول الفرض الثاني للبحث (H2) للبحثَ بوجود تأثير للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي العلاقة المعنوية بين إدارة الأرباح وكفاءة الإستثمار***، وذلك إعتبار أن المراجع المتخصص صناعياً يكون لدية من المعرفة عن الصناعة التي ينتمي إليها عميله بالشكل الذي يؤهله لتحسين جودة الإفصاح وكشف التصرفات الإدارية الإنتهازية، الأمر الذي يساعد علي تسهيل الحصول علي التمويل المناسب وتدنية تكلفة راس المال، وبالتالي يتحسن مستوي من كفاءة الإستثمار.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فقد جاءت علاقة عدم كفاءة الإستثمار و الإنحراف عن الأستثمار الأمثل عكسية معنوية بكل الرفع المالي وعمر الشركة حيث جاءت معاملات الإنحدار لهما (050.-،-013.) علي الترتيب، و بلغت قيمة P– value لكل منها (000.، 006.) علي الترتيب، الأمر الذي يؤكد علي وجود علاقة طردية معنوية بين كفاءة الإستثمار و كل من عمر الشركة (و هو ما يتفق مع دراسةElaoud & Jarboui,2017، في حين لا يتفق ذلك مع دراسة Felix,2018؛ Moradi,2021)، وكذلك الرفع المالي (وهو ما يتفق مع دراسة Bzeouich et al. 2019؛ Tanverr & Ali,2020؛ Bimo et al.,2021؛ Moradi,2021). وعلي الرغم من كون علاقة نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية – كمؤشر علي فرص النمو – عكسية مع عدم كفاءة الإستثمار والإنحراف عن الأستثمار الأمثل، إلا أن تلك العلاقة قد جاءت غير معنوية، حيث جاء كل من معامل الإنحدار ومستوي المعنوية لذلك المتغير (011.-، 079.) علي الترتيب، بمعني أن علاقتها طردية ولكن غير معنوية بكفاءة الإستثمار، وتتفق تلك النتيجة مع دراسة (Mohammadi,2014؛ Khanqah,2015).

وبالنسبة لعلاقة عدم كفاءة الإستثمار والإنحراف عن الأستثمار الأمثل بكل من حجم الشركة وربحيتها (المعبر عنها بمعدل العائد علي الأصول) وكثافة رأس المال قد جاءت طردية معنوية، حيث جاءت معاملات الإنحدار لتلك المتغيرات (007.،213.، 043.) علي الترتيب، وبلغت قيمة P– value لكل منها (000.،000.، 006.) علي الترتيب، وهو ما يشير لوجود علاقة عكسية معنوية بين كفاءة الإستثمار

وكل من حجم الشركة (وهو ما لا يتفق مع دراسةMohammadi,2014، في حين تتفق ذات النتيجة مع دراسة Khanqah,2015؛ Bzeouich et al. 2019) ومعدل العائد علي الأصول (وهو ما يتفق مع دراسة Bzeouich et al.,2019؛ Moradi,2021) وكثافة رأس المال (وتتفق تلك النتيجة مع دراسة Chen et al.,2011، في حين لا تتفق مع دراسة؛Khanqah,2015 Felix,2018). ومن ناحية أخري جاءت علاقة الفائض النقدي غير معنوية مع كفاءة الإستثمار وتتفق تلك النتيجة مع دراسة Mohammadi (2014)، حيث جاء كل من معامل الإنحدار و مستوي المعنوية لذلك المتغير (039.، و121.) علي الترتيب.

جدول ٦: نتائج نموذج إنحدار القيمة المطلقة للإنحراف عن الإستثمار الأمثل (عدم كفاءة الإستثمار) علي التخصص الصناعي لمراجع الحسابات وإدارة الارباح وتفاعلهم معاً والمتغيرات الرقابية

المتغيرات	معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T		Adj. R^2	اختبار F	
		القيمة	مستوى المعنوية		القيمة	مستوى المعنوية للنموذج
(Constant)	.205	4.651	.000	.570	29.975	0.000
Abs_DACKo	.151	5.831	.000			
Spec	-.038	-4.514	.000			
Abs_DACKo*Spec	-.173	-2.775	.006			
LEV	-.050	-3.882	.000			
SIZE	.007	4.054	.000			
MTB	-.011	-1.767	.079			
ROA	.213	6.376	.000			
Age	-.013	-2.786	.006			
Tang	.043	2.792	.006			
Slack	.039	1.556	.121			

وقد أظهرت نتيجة الإنحدار الهيراركي أنه بعد إستبعاد المتغيرات الرقابية و إدخال المتغير التفاعلي (Abs_DACKo*Spec) أن معامل الإنحدار لذلك المتغير التفاعلي جاء يساوي 217.-، وأن التغير في قيمة R square والذي يساوي 025. جاء معنوياً (قيمة P. value جاءت مساوية لـــ 0.002)، وهو ما يؤكد علي معنوية تأثير التخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي العلاقة بين إدارة الأرباح وكفاءة الإستثمار.

ومن وجهة نظر الباحث فإن نتيجة إختبار الفرض الثاني للبحث تعد منطقية علي إعتبار أن مراجع الحسابات المتخصص صناعياً يلعب دور هام في متابعة الممارسات الإدارية فيما يتعلق بعملية

التقرير المالي، الأمر الذي يساعد في الحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والملاك، بما يسمح بتحسين كفاءة الإستثمار من خلال الحد من أشكال الإستثمار غير الكفء، حيث يحد دوره من تخوف الملاك من تقديم رأس المال في ظل غياب قدرة متابعة الإدارة، الأمر الذي يدني من تكلفة رأس المال، ويجنب الشركة مشكلات السيولة المحتملة التي قد تكون دافع للإستثمار الأقل من اللازم، كما أن تحسين شفافية التقارير المالية يحسن من متابعة الملك لقرارات الإستثمار التي يتخذها المديرين نيابة عنهم، وهو ما يخفف من حدة مشكلات الوكالة من إستغلال المديرين لأموال الملاك في مشروعات غير مجدية.

٦-٥-٥-٣-ج: نتيجة إختبار الفرض الثالث

إستهدف هذا الفرض إختبار ما إذا كان هناك تأثير معنوي لإستقلالية مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار. ويوضح الجدول رقم (٧) نتائج نموذج إنحدار القيمة المطلقة للإنحراف عن الإستثمار الأمثل علي المتغير التفاعلي (Abs_DACKo*B ind) الذي يعكس التفاعل بين إستقلالية مجلس الإدارة وإدارة الأرباح وباقى المتغيرات.

ويتضح من تحليل نتائج النموذج وما إشتمل عليه من متغيرات أنه يمكنه تفسير 53.3% من التغير الكلى في الإنحراف عن الإستثمار الأمثل (معامل التحديد 0.533 =R^2 .Adj) وتظهر قيمة F (25.965) أن نموذج الانحدار ككل كان معنوياً. وقد بلغت قيمة معامل إنحدار المتغير Abs_DACKo*B ind مساوياً لـ 008.- بمستوي معنوية 011. مما يشير لعلاقة طردية (عكسية) معنوية بين تفاعل إستقلالية مجلس الإدارة مع إدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار (عدم كفاءة الإستثمار والإنحراف عن الإستثمار الأمثل)، بمعني أن إستقلالية مجلس الإدارة قد أمكنها الحد من التأثير السلبي لإدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار. وتتفق تلك النتيجة مع دراسات (Li,2018؛ Bzeouich et al.,2019؛ Karimi et al.,2019؛ Nuroniyah& Basuki,2020,;Firmansyah,2019). ***وفي ضوء تلك النتيجة فإنه يمكن قبول الفرض الثالث للبحث (H3) للبحثً بوجود تأثير لإستقلالية مجلس الإدارة علي العلاقة المعنوية بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار***، وذلك إعتبار أن إستقلالية مجلس الإدارة و ما يوفره من بيئة أعمال ذات حوكمة قوية بدورها سوف تدعم من دور جودة التقارير المالية في تحسين كفاءة الإستثمار، وذلك من خلال دور المجلس في متابعة التصرفات الإدارية و الحد من أي سلوكيات إنتهازية تتعلق بعملية التقرير المالي.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فلم تتغير طبيعة علاقاتها عما جاء بالنماذج السابقة، فقد جاءت علاقة عدم كفاءة الإستثمار والإنحراف عن الأستثمار الأمثل عكسية معنوية بكل الرفع المالي وعمر الشركة حيث جاءت معاملات الإنحدار لهما (031.-، 010.-) علي الترتيب، وبلغت قيمة P- value لكل منها (032،.027) علي الترتيب، الأمر الذي يؤكد علي وجود علاقة طردية معنوية بين كفاءة

الإستثمار و كل من عمر الشركة (وهو ما يتفق مع دراسةElaoud & Jarboui,2017، في حين لا يتفق ذلك مع دراسة Felix,2018؛ Moradi,2021)، وكذلك الرفع المالي (وهو ما يتفق مع دراسة Bzeouich et al. 2019؛ Tanverr & Ali,2020؛ Bimo et al.,2021؛ Moradi,2021). وعلي الرغم من كون علاقة نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية – كمؤشر علي فرص النمو – عكسية مع عدم كفاءة الإستثمار والإنحراف عن الأستثمار الأمثل وهو ما يعني أن علاقتها بكفاءة الإستثمار جاءت طردية، إلا أن تلك العلاقة قد جاءت غير معنوية، حيث جاء كل من معامل الإنحدار ومستوي المعنوية لذلك المتغير (009.-، 158.) علي الترتيب، وتتفق تلك النتيجة مع دراسة (Khanqah,2015 ؛Mohammadi,2014).

وبالنسبة لعلاقة عدم كفاءة الإستثمار والإنحراف عن الأستثمار الأمثل بكل من حجم الشركة و ربحيتها (المعبر عنها بمعدل العائد علي الأصول) وكثافة رأس المال قد جاءت طردية معنوية، حيث جاءت معاملات الإنحدار لتلك المتغيرات (007.،179.، 043.) علي الترتيب، وبلغت قيمة P-value لكل منها (000.،000.، 010.) علي الترتيب، وهو ما يشير لوجود علاقة عكسية معنوية بين كفاءة الإستثمار و كل من حجم الشركة (وهو ما لا يتفق مع دراسةMohammadi,2014 ، في حين تتفق ذات النتيجة مع دراسة Khanqah,2015؛ Bzeouich et al. 2019) ومعدل العائد علي الأصول (وهو ما يتفق مع دراسة Bzeouich et al.,2019؛ Moradi,2021) و كثافة رأس المال (وتتفق تلك النتيجة مع دراسة Chen et al.,2011، في حين لا تتفق مع دراسة؛Khanqah,2015 Felix,2018). ومن ناحية أخري جاءت علاقة الفائض النقدي غير معنوية مع كفاءة الإستثمار وتتفق تلك النتيجة مع دراسة Mohammadi (2014)، حيث جاء كل من معامل الإنحدار ومستوي المعنوية لذلك المتغير (026.، و323.) علي الترتيب.

جدول ٧: نتائج نموذج إنحدار القيمة المطلقة للإنحراف عن الإستثمار الأمثل (عدم كفاءة الإستثمار) علي إستقلالية مجلس الإدارة وإدارة الارباح وتفاعلهم معاً والمتغيرات الرقابية

المتغيرات	معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T		Adj. R^2	اختبار F	
		القيمة	مستوى المعنوية		القيمة	مستوى المعنوية للنموذج
(Constant)	.242	5.125	.000	.533	25.965	0.000
Abs_DACKo	.119	4.546	.000			
B Ind	-.171	-6.723	.000			
Abs_DACKo*B Ind	-.008	-2.567	.011			
LEV	-.031	-2.234	.027			
SIZE	.007	3.862	.000			

المتغيرات	معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T		Adj. R^2	اختبار F	
		القيمة	مستوى المعنوية		القيمة	مستوى المعنوية للنموذج
MTB	-.009	-1.416	.158			
ROA	.179	5.141	.000			
Age	-.010	-2.161	.032			
Tang	.043	2.615	.010			
Slack	.026	.992	.323			

وقد أظهرت نتيجة الإنحدار الهيراركي أنه بعد إستبعاد المتغيرات الرقابية وإدخال المتغير التفاعلي (Abs_DACKo*B ind) أن معامل الإنحدار لذلك المتغير التفاعلي جاء يساوي 012.-، وأن التغير في قيمة R square والذي يساوي 039. جاء معنوياً (قيمة P. value جاءت مساوية للصفر)، وهو ما يؤكد علي معنوية تأثير إستقلالية مجلس الإدارة علي العلاقة بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار.

و من وجهة نظر الباحث فإن نتيجة إختبار الفرض الثالث للبحث تعد منطقية علي إعتبار أن إستقلالية مجلس الإدارة و ما توفره من بيئة حوكمة جيدة تسهم بتفاعلها مع ممارسات إدارة الأرباح في الحد من تلك الممارسات الإنتهازية من خلال تحسين متابعة و جودة التقارير المالية، الأمر الذي يدعم من كفاءة الإستثمار، خاصة أنه يمكن للأعضاء المستقلين الحد من مشكلات الوكالة والتعبير عن التفضيلات الإستثمارية للمساهمين بشكل أفضل وتساعد في الحد من إفراط المديرين في تجنبهم لمشروعات إقتصادية مجدية لكونها مرتفعة الخطورة نسبياً كمشروعات البحوث والتطوير.

٦-٥-٦ تحليل الحساسية: حال تغيير النموذج المستخدم في قياس إدارة الأرباح

يستهدف الباحث بتلك الجزئية التحقق من قوة النتائج التي تم التوصل لها من خلال التحليل الأساسي من خلال تناول تأثير إستخدام نموذج بديل قياس إدارة الأرباح علي نتائج البحث، حيث تم إستخدام نموذج Jones المعدل لقياس القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية بدلاً من نموذج Kothari، وبناء عليه تم إستبدال المتغير Abs_DACKo بالمقياس Abs_DACJ للدلالة علي تغيير نموذج القياس، وفقاً لهذا النموذج يتم تقدير مستوي الإستحقاق الإختياري من خلال خطوتين أساسيتين، تتمثل الخطووة الأولي في تنفيذ المعادلة الإنحدار التالية لتقدير معاملات الإنحدار للإستحقاقات الكلية علي التغير في الإيرادات و إجمالي الأصول الثابتة (للسيطرة علي الجزء من الإستحقاقات المتعلق بالإهلاك) للسيطرة علي التغيرات بالإستحقاقات غير الإختيارية:

$$TAi,t/Assetsi,t-1= \beta0 + \beta1(1/Assets\ i,t-1)+ \beta2\ \Delta Rev\ i,t\ /Assets\ i,t-1+ \beta3\ PPE/\ Assets\ i,t-1 + \varepsilon\ i,t$$

بحيث يمثل TAi,t الإستحقاقات الإجمالية للشركة (i) للفترة (t) و المقاس بالفرق بين صافي الربح المحاسبي و التدفقات النقدية التشغيلية، أما Assetsi,t−1 فيمثل إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية العام الماضي و للفترة (t−1)، ويمثل ΔRevi,t التغير في الإيرادات خلال الفترة t، وPPEi,t فيمثل الأصول الثابتة في نهاية الفترة (t).

أما الخطوة الثانية وبناء علي معلمات النموذج السابق (β0،β1، β2، β3) و التي تم تقديرها بناء علي تنفيذ معادلة الإنحدار السابقة لتكون(b3،b2،b1،b0)، يمكن تقدير الإستحقاق الإختياري DACJit للشركة (i) و للفترة (t) من خلال المعادلة الأتية لفصل الجزء من تلك الإستحقاقات الكلية الذي يعد إختيارياً عن الجزء غير الإختياري، بحيث يكون الناتج الإستحقاقات الإختيارية DACJi,t كنسبة من الأصول في بداية العام:

$$DACJi,t = TAi,t/Assetsi,t-1 - \{b0 + b1\ (1/Assetsi,t-1\ ) + b2\ (\Delta\ Revi,t - \Delta\ Reci,t)\ /Assetsi,t-1\ + b3\ PPEi,t/\ Assets\ i,t-1\ \}$$

ويلاحظ أنه قد تم طرح Δ Rec i,t التغير في رصيد العملاء و المدينون خلال الفترة (t) من تغير الإيرادات وهو الأمر الذي لم يتم بنموذج جونز الأصلي، وذلك للأخذ بالحسبان التلاعب بالإيرادات والذي يرجع للمبيعات الآجله، ففي نموذج جونز الأصلي كان لا يفترض وجود حرية تصرف للإدارة علي الإيرادات. ولتقدير مستوي إدارة الأرباح بغض النظر عن إشارة الإستحقاق الإختياري تم الإعتماد علي القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية المقاسة بإستخدام نموذج جونز المعدلAbs_DACJ كمقياس لإدارة الارباح، وذلك علي إعتبار أن التلاعب بالأرباح يشتمل علي كل من القيم الموجبة والسالبة للإستحقاقات الإختيارية.(Li,2018;Julio&Yook,2016)

ويوضح الجدول رقم (٨) نتائج نموذج إنحدار القيمة المطلقة للإنحراف عن الإستثمار الأمثل كمتغير تابع علي إدارة الإرباح (بعد تغيير النموذج المستخدم في قياسها) وباقى المتغيرات الرقابية. ويتضح من تحليل النتائج أن النموذج وما إشتمل عليه من متغيرات يمكنه تفسير 35.6% من التغير الكلى فى الإنحراف عن الإستثمار الأمثل (معامل التحديد 0.356 =R^2 .Adj) وتظهر قيمة F (16.148) أن نموذج الانحدار ككل جاء معنوياً. و قد بلغت قيمة معامل إدارة الأرباح (0.141) وبلغت قيمة P– value وفقاً لاختبار T صفر، مما يشير إلى وجود علاقة طردية معنوية بين ممارسات إدارة الأرباح و صور عدم كفاءة الإستثمار (كمقياس عكسي لكفاءة الإستثمار)، **وبالتالي وجود علاقة عكسية معنوية بين ممارسات إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار، *و بناء عليه فسوف يتم إستمرار قبول الفرض الاول للبحث (H1) و الذي يشير لوجود تأثير معنوي لإدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار علي الرغم من تغيير النموذج المستخدم في قياس إدارة الأرباح.*** وتتفق تلك النتائج مع دراسات (Julio & Yook,2016; Linhares et ؛Mohammadi .2014 ؛Chen et al.,2011)

.Ferreira da Costa et al.,2021؛Nuroniyah,2020 ؛Bzeouich et al.,2019 al.,2018)

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فقد جاءت علاقة عدم كفاءة الإستثمار والإنحراف عن الأستثمار الأمثل عكسية ومعنوية بكل الرفع المالي وعمر الشركة ونسبة القيمة السوقية للدفترية لحقوق الملكية حيث جاءت معاملات الإنحدار لهما (070.-، 014.-،018.-) علي الترتيب، وبلغت قيمة P- value لكل منها (000.،010.، 017.) علي الترتيب، الأمر الذي يؤكد علي وجود علاقة طردية معنوية بين كفاءة الإستثمار وكل من عمر الشركة (وهو ما يتفق مع دراسة Elaoud & Jarboui,2017، في حين لا يتفق مع دراسة Felix,2018؛ Moradi,2021)، وكذلك الرفع المالي (وهو ما يتفق مع دراسة Bzeouich et al. 2019)؛ Tanverr & Ali,2020؛ Bimo et al.,2021؛ Moradi,2021)، وأيضاً علاقة طردية مع نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية عكسية مع عدم كفاءة الإستثمار والإنحراف عنالأستثمار الأمثل ولا تتفق تلك النتيجةمع دراسة (Mohammadi,2014; Khanqah,2015).

وبالنسبة لعلاقة عدم كفاءة الإستثمار والإنحراف عن الأستثمار الأمثل فقد جاءت طردية معنوية بكل من حجم الشركة وربحيتها وكثافة رأس المال، حيث جاءت معاملات الإنحدار لتلك المتغيرات (007.،242.، 069.) علي الترتيب، و بلغت قيمة P- value لتلك المتغيرات (001.،000.،000.) علي الترتيب، وهو ما يشير لوجود علاقة عكسية معنوية بين كفاءة الإستثمار وكل من حجم الشركة (وهو ما لا يتفق مع دراسةMohammadi,2014، في حين تتفق ذات النتيجة مع دراسة Khanqah,2015؛ Bzeouich et al. 2019) ومعدل العائد علي الأصول (وهو ما يتفق مع دراسة Bzeouich et al.,2019؛ Moradi,2021) وكثافة رأس المال (وتتفق تلك النتيجة مع دراسة Chen et al.,2011). ومن ناحية أخري جاءت علاقة الفائض النقدي غير معنوية مع كفاءة الإستثمار و تتفق تلك النتيجة مع دراسة Mohammadi (2014)، حيث جاء كل من معامل الإنحدار و مستوي المعنوية لذلك المتغير (182.، و 041.) علي الترتيب.

جدول ٨: نتائج نموذج إنحدار القيمة المطلقة للإنحراف عن الإستثمار الأمثل (عدم كفاءة الإستثمار) علي إدارة الارباح (المقاسة بدلالة نموذج جونز المعدل) والمتغيرات الرقابية

المتغيرات	معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T		Adj. R^2	اختبار F	
		القيمة	مستوى المعنوية		القيمة	مستوى المعنوية للنموذج
(Constant)	.189	3.476	.001	.356	16.148	0.000
Abs_DACJ	.141	3.538	.000			
LEV	-.070	-4.460	.000			
SIZE	.007	3.348	.001			

المتغيرات	معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T		Adj. R^2	اختبار F	
		القيمة	مستوى المعنوية		القيمة	مستوى المعنوية للنموذج
MTB	-.018	-2.412	.017			
ROA	.242	6.169	.000			
Age	-.014	-2.587	.010			
Tang	.069	3.799	.000			
Slack	.041	1.338	.182			

وفيما يتعلق بالأثر المعدل لكل من التخصص الصناعي لمراجع الحسابات و إستقلالية مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح (بعد تغيير النموذج المستخدم في قياسها) علي كفاءة الإستثمار فإنه يظهر الجدول رقم(٩) نتائج نموذجي إنحدار (أ، ب) القيمة المطلقة للإنحراف عن الإستثمار الأمثل علي المتغيران التفاعليان (Abs_DACJ*Spec) و الذي يعكس التفاعل بين التخصص الصناعي لمراجع الحسابات وإدارة الأرباح والمتغير (Abs_DACJ*B ind) والذي يعكس التفاعل بين إستقلالية مجلس الإدارة وإدارة الأرباح (المقاسة بدلالة نموذج جونز) وباقى المتغيرات. و يتضح من تحليل نتائج النموذج (أ) وما إشتمل عليه من متغيرات أنه يمكنه تفسير 52.9% من التغير الكلى في الإنحراف عن الإستثمار الأمثل (معامل التحديد 0.529 =Adj. R^2) وتظهر قيمة F (25.579) أن نموذج الانحدار ككل كان معنوياً. وقد بلغت قيمة معامل إنحدار المتغير Abs_DACJ*Spec مساوياً لـــ 151.- بمستوي معنوية 039. مما يشير لعلاقة طردية (عكسية) معنوية بين تفاعل التخصص الصناعي لمراجع الحسابات مع إدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار (عدم كفاءة الإستثمار والإنحراف عن الإستثمار الأمثل)، بمعني أن التخصص الصناعي لمراجع الحسابات أمكنه الحد من التأثير السلبي لإدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار، ويتفق ذلك مع دراسات Elaoud & Jarboui,2017؛ Siregar & Nuryanah,2018؛ Neisiani,2019؛ Nidal,2020 ;Hosseini et al.,2021؛ Hidayat& Mardijuwono,2021) والتي توصلت لدور المراجع المتخصص في إضعاف التأثير السلبي لإدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار. ***وفي ضوء تلك النتيجة فإنه يمكن إستمرار قبول الفرض الثاني للبحث (H2) للبحثَ بوجود تأثير للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي العلاقة المعنوية بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار***، وذلك علي الرغم من تغيير النموذج المستخدم في قياس إدارة الأرباح (إستخدام نموذج جونز المعدل).

أما بالنسبة للأثر المعدل لإستقلالية مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار (بعد تغيير نموذج قياس إدارة الأرباح)، فقد أظهرت نتائج النموذج (ب) وما إشتمل عليه من متغيرات أنه يمكنه تفسير 47.4% من التغير الكلى في القيمة المطلقة للإنحراف عن الإستثمار الأمثل (معامل

التحديد0.474 =R^2 .Adj) وتظهر قيمة F (20.710) أن نموذج الانحدار ككل كان معنوياً. وقد بلغت قيمة معامل إنحدار المتغير Abs_DACJ*B ind مساوياً لـ 017.- بمستوي معنوية 891. مما يشير لعلاقة غير معنوية بين تفاعل الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة مع ممارسات إدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار، بمعني ان إستقلالية مجلس الإدارة لم يؤثر علي الأثر السلبي لإدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار، ولا يتفق ذلك مع دراسات(Li,2018؛ Bzeouich et al.,2019؛ Karimi et al.,2019؛ Al'Alam & Nuroniyah,2020;Firmansyah,2019) . ***و في ضوء تلك النتيجة فإنه لا يمكن الإستمرار في قبول الفرض الثالث للبحث (H3) للبحثً بوجود تأثير لإستقلالية مجلس الإدارة علي العلاقة المعنوية بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار***، و ذلك عند تغيير نموذج قياس إدارة الأرباح (إستخدام نموذج جونز).

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فلا يوجد إختلاف كبير في علاقتها بكفاءة الإستثمار عن النماذج السابقة، فقد إتفقت نتائج نموذجي الإنحدار (أ، ب) علي وجود علاقة عكسية (طردية) معنوية بين غياب كفاءة الإستثمار (كفاءة الإستثمار) وكل من الرفع المالي وعمر الشركة ونسبة القيمة السوقية للدفترية لحقوق الملكية، في حين جاءت العلاقة طردية (عكسية) بين عدم كفاءة الإستثمار (كفاءة الإستثمار) وكل من حجم الشركة وربحيتها وكثافة رأس المال، وبالنسبة لعلاقة الفائض النقدي بكفاءة الإستثمار فقد إتفقت نتائج كلا النموذجين علي عدم معنوية تلك العلاقة.

جدول ٩: نتائج الاثر المعدل للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات و إستقلالية مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح (المقاسة بإستخدام نموذج جونز) بالقيمة المطلقة للإنحراف عن الإستثمار الأمثل (عدم كفاءة الإستثمار)

	نموذج (أ): الأثر المعدل للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات			نموذج (ب): الأثر المعدل لإستقلالية مجلس الإدارة		
	معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T		معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T	
		القيمة	مستوى المعنوية		القيمة	مستوى المعنوية
(Constant)	.207	4.465	.000	.257	5.101	.000
Abs_DACJ	.150	3.653	.000	.126	2.557	.011
Spec	-.042	-4.540	.000			
Abs_DACJ*Spec	-.151	-2.078	.039			
B Ind				-.184	-5.361	.000
Abs_DACJ*B Ind				-.017	-.137	.891
LEV	-.056	-4.121	.000	-.037	-2.453	.015
SIZE	.007	3.836	.000	.007	3.771	.000
MTB	-.015	-2.287	.023	-.017	-2.426	.016
ROA	.244	7.125	.000	.229	6.413	.000
Age	-.012	-2.595	.010	-.011	-2.110	.036

	نموذج (أ): الأثر المعدل للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات			نموذج (ب): الأثر المعدل لإستقلالية مجلس الإدارة		
	معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T		معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T	
		القيمة	مستوى المعنوية		القيمة	مستوى المعنوية
Tang	.041	2.610	.010	.048	2.846	.005
Slack	.044	1.666	.097	.029	1.043	.298
Adjusted R2	.529			.474		
قيمة إحصائية F	25.579			20.710		
معنوية احصائية F	0.00			0.00		

وقد أظهرت نتيجة الإنحدار الهيراركي فيما يتعلق بالأثر المعدل للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، وذلك بعد إستبعاد المتغيرات الرقابية وإدخال المتغير التفاعلي (Abs_DACJ*Spec) أن معامل الإنحدار لذلك المتغير التفاعلي جاء يساوي – 226.، وأن التغير في قيمة R square و الذي يساوي 022. جاء معنوياً (قيمة P. value جاءت مساوية لـ 007.)، و هو ما يؤكد علي معنوية تأثير التخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي العلاقة بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار. و فيما يتعلق بالأثر المعدل لنسبة الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، وذلك بعد إستبعاد المتغيرات الرقابية وإدخال المتغير التفاعلي (Abs_DACJ*B ind) أن معامل الإنحدار لذلك المتغير التفاعلي جاء يساوي056.، وأن التغير في قيمة R square والذي يساوي صفر جاء غير معنوياً (قيمة P. value جاءت مساوية لـ 689.)، وهو ما يؤكد علي عدم معنوية تأثير إستقلالية مجلس الإدارة علي العلاقة بين إدارة الأرباح وكفاءة الإستثمار.

٦-٥-٧ التحليل الإضافي: حالة إختبار فروض البحث علي العينتين الفرعيتين للإستثمار الزائد والأقل من اللازم

تم تخصيص تلك الجزئية للوقوف علي علاقة إدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار، و كذلك الأثر المعدل للتخصص الصناعي للمراجع وإستقلالية مجلس الإدارة علي تلك العلاقة، وذلك للإعادة إختبار فروض البحث بعد تقسيم إجمالي العينه الـ ٢٢٠ مشاهدة لعينتين فرعيتين تمثل الأولي المشاهدات التي تمثل شركات قامت بإستثمار زائد (٧٩ مشاهدة) والمشاهدات التي تمثل شركات قامت بإستثمار اقل من اللازم(١٤١ مشاهدة)، و من الملاحظ أن غالبية المشاهدات بالعينة تمثل إستثمار أقل من اللازم (بلغت نسبتها حوالي 64.1%) علي عكس مشاهدات الإستثمار الزائد (بلغت نسبتها حوالي 35.9%)،، الأمر الذي يشير لغلبة مشكلة الإستثمار الأقل من اللازم علي مشكلة الإستثمار الزائد بين مشاهدات العينة، وهو الأمر الذي يشير لوجود مشكلات تمويلية تواجه تلك الشركات وصعوبة في الحصول علي رأس المال اللازم لها، و يجعلها غير قادرة علي إستغلال فرص إستثمارية تحقق صافي قيمة حالية موجبة،

وهو الأمر الذي يتفق مع دراسات (الصايغ، عبد المجيد، ٢٠١٥ ;علي، ٢٠١٧) والتي قد أجريت ببيئة الأعمال المصرية. وجدير بالذكر أنه لم يتم التعبير الإستثمار الأقل من اللازم أو الإستثمار الزائد وفقاً لطريقة Biddle et al.(2009) بتقسيم العينة الكلية إلي أربعة أرباع يمثل الربع الأول الشركات ذات الإستثمار الأقل من اللازم و الربع الرابع الإستثمار الزائد والربعين بالمنتصف مشاهدات مقارنة وذلك لصغر عدد المشاهدات التي ستمثل الإستثمار الزائد والأقل من اللازم في تلك الحالة، وذلك يتفق مع دراسة الصايغ، عبد المجيد (٢٠١٥)، وجدير بالذكر أنه قد تم إستخدام الإستثمار الزائد بإشارته أما الإستثمار الأقل من اللازم تم ضربه في -١ للتعامل مع قيمته المطلقة، بحيث أي زيادة معناها إستثمار متدني بشكل أكبر. (Chen et al.,2011).

وبناء علي ما تقدم سوف يتم تقسيم تلك الجزئية لجزئين فرعيين، يمثل الأول نتائج إختبار فروض البحث علي عينة مشاهدات الإستثمار الزائد أما الجزء الثاني فيمثل نتائج الإختبار لفروض البحث علي مشاهدات الإستثمار الأقل من اللازم، وذلك علي النحو التالي:

٦-٥-٧-١ إختبار فروض البحث علي العينة الفرعية المتعلقة بالإستثمار الزائد

فيما يتعلق بعينة الإستثمار الزائد والتي يبلغ عدد مشاهداتها ٧٩ مشاهدة يوضح الجدول رقم (١٠) نتائج نموذج إنحدار الإستثمار الزائد كمتغير تابع علي إدارة الإرباح وباقى المتغيرات الرقابية. ويتضح من تحليل النتائج أن النموذج و ما إشتمل عليه من متغيرات يمكنه تفسير 57.2% من التغير الكلى فى الإستثمار الزائد (معامل التحديد 0.572 =Adj. R^2) وتظهر قيمة F (14.031) أن نموذج الانحدار ككل جاء معنوياً. و قد بلغت قيمة معامل إدارة الأرباح (0.122) وبلغت قيمة P- value وفقاً لاختبار T مساوية لـ 009.، مما يشير إلى وجود علاقة طردية معنوية بين ممارسات إدارة الأرباح والإستثمار الزائد (كمقياس عكسي لكفاءة الإستثمار)، **و بالتالي وجود علاقة عكسية معنوية بين ممارسات إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار**، ***وبناء عليه فسوف يتم إستمرار قبول الفرض الاول للبحث (H1) و الذي يشير لوجود تأثير معنوي لإدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار***. وتتفق تلك النتائج مع دراسات (Julio & Yook,2016; Linhares et al.,2011؛Chen et al.,2011؛Mohammadi .2014؛Nuroniyah,2020؛ Bzeouich et al.,2019 al.,2018؛ Ferreira da Costa et al.,2021.

جدول ١٠: نتائج نموذج إنحدار الإستثمار الزائد (عدم كفاءة الإستثمار) علي إدارة الارباح والمتغيرات الرقابية

المتغيرات	معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T		Adj. R^2	اختبار F	
		القيمة	مستوى المعنوية		القيمة	مستوى المعنوية للنموذج
(Constant)	.477	3.647	.001	.572	14.031	0.000
Abs_DACKo	.122	2.706	.009			

المتغيرات	معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T		Adj. R^2	اختبار F	
		القيمة	مستوى المعنوية		القيمة	مستوى المعنوية للنموذج
LEV	-.159	-4.104	.000			
SIZE	.016	2.856	.006			
MTB	-.016	-1.294	.200			
ROA	.244	3.260	.002			
Age	-.048	-3.689	.000			
Tang	.028	.517	.607			
Slack	-.044	-.666	.508			

وفيما يتعلق بالأثر المعدل لكل من التخصص الصناعي لمراجع الحسابات و إستقلالية مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار فإنه يظهر الجدول رقم(١١) نتائج نموذجي إنحدار (أ، ب) لكفاءة الإستثمار علي المتغيران التفاعليان (Abs_DACKo*Spec) والذي يعكس التفاعل بين التخصص الصناعي لمراجع الحسابات وإدارة الأرباح والمتغير (Abs_DACKo*Bind) والذي يعكس التفاعل بين إستقلالية مجلس الإدارة و إدارة الأرباح وباقى المتغيرات. ويتضح من تحليل نتائج النموذج (أ) و ما إشتمل عليه من متغيرات أنه يمكنه تفسير 60.9% من التغير الكلى في الإستثمار الزائد (معامل التحديد 0.609 =Adj. R^2) وتظهر قيمة F (13.149) أن نموذج الانحدار ككل كان معنوياً. وقد جاء نتيجة تفاعل إدارة التخصص الصناعي لمراجع الحسابات مع إدارة الأرباح وتأثيره علي كفاءة الإستثمار غير معنوياً، حيث بلغت قيمة معامل إنحدار المتغير التفاعلي Abs_DACKo*Spec مساوياً لـ 042. بمستوي معنوية 897.، الأمر الذي يشير لغياب تأثير التخصص الصناعي علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار حيث لم يتمكن المراجع المتخصص من تدنية التأثير السلبي لإدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار، وتتفق تلك النتيجة مع دراسة (Ismail(2020، في حين لا تتفق تلك النتيجة مع دراسات (Elaoud & Jarboui,2017؛ Siregar & Hidayat& ؛Hosseini et al.,2021; Nidal,2020 ؛Neisiani,2019 ؛Nuryanah,2018 Mardijuwono,2021). ***وفي ضوء تلك النتيجة يتم رفض الفرض الثاني للبحث (H2) للبحثً بوجود تأثير للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي العلاقة المعنوية بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار، حيث لم يمكن للتفاعل بين التخصص الصناعي لمراجع الحسابات مع إدارة الأرباح الحد من الإستثمار الزائد.***

أما بالنسبة للأثر المعدل لإستقلالية مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، فقد أظهرت نتائج النموذج (ب) وما إشتمل عليه من متغيرات أنه يمكنه تفسير 62.4% من التغير الكلى في الإستثمار الزائد (معامل التحديد 0.624 =Adj. R^2) وتظهر قيمة F (13.943) أن نموذج الإنحدار

ككل كان معنوياً. و قد بلغت قيمة معامل إنحدار المتغير Abs_DACKo*B ind مساوياً لـ 028.- بمستوي معنوية 036. مما يشير لعلاقة معنوية بين تفاعل الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة و ممارسات إدارة الأرباح مع كفاءة الإستثمار، بمعني ان أعضاء مجلس الإدارة المستقلين قد أمكنهم الحد من الأثر السلبي لإدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار، وتتفق تلك النتيجة مع دراسات(Li,2018؛ Bzeouich et al.,2019؛ Karimi et al.,2019؛ Al'Alam & Nuroniyah,2020;Firmansyah,2019). ***و في ضوء تلك النتيجة فإنه يمكن الإستمرار في قبول الفرض الثالث للبحث (H3) للبحثً بوجود تأثير لإستقلالية مجلس الإدارة علي العلاقة المعنوية بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار، حيث يمكن للتفاعل بين إستقلالية مجلس الإدارة مع إدارة الأرباح الحد من الإستثمار الزائد.***

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فقد جاءت علاقة الرفع المالي بكفاءة الإستثمار طردية معنوية بإستثناء في النموذج الخاص بالأثر المعدل لإستقلالية مجلس الإدارة حيث جاءت تأثير الرفع المالي غير معنوياً، وبالنسبة لعلاقة الحجم بكفاءة الإستثمار فقد جاءت عكسية معنوية بإستثناء النموذج المتعلق بالأثر المعدل للتخصص الصناعي للمراجع حيث جاء تأثير الحجم غير معنوياً، أما علاقة نسبة القيمة السوقية للدفترية لحقوق الملكية بكفاءة الإستثمار فقد جاءت طردية غير معنوية، وعلاقة معدل العائد علي الأصول بكفاءة الإستثمار فقد جاءت عكسية معنوية، وبالنسبة لعلاقة العمر بكفاءة الإستثمار فقد جاءت طردية معنوية بإستثناء بالنموذج المتعلق بالأثر المعدل لإستقلالية مجلس الإدارة فقد جاءت تلك العلاقة غير معنوية، و بالنسبة لعلاقة كل من كثافة رأس المال والفائض النقدي بكفاءة الإستثمار فقد جاءت غير معنوية بالثلاثة نماذج.

جدول١١: نتائج الاثر المعدل للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات وإستقلالية مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بالإستثمار الزائد

	نموذج (أ): الأثر المعدل للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات			نموذج (ب): الأثر المعدل لإستقلالية مجلس الإدارة		
	معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T		معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T	
		القيمة	مستوى المعنوية		القيمة	مستوى المعنوية
(Constant)	.288	2.036	.046	.447	3.630	.001
Abs_DACKo	.090	2.005	.049	-.127	-1.164	.249
Spec	-.054	-2.002	.049			
Abs_DACKo*Spec	.042	.130	.897			
B Ind				-.236	-3.362	.001
Abs_DACKo*B Ind				-.028	-2.141	.036
LEV	-.151	-4.066	.000	-.076	-1.739	.087
SIZE	.007	1.208	.231	.014	2.599	.011
MTB	-.014	-1.150	.254	-.011	-.921	.360
ROA	.231	3.185	.002	.225	3.131	.003

	نموذج (أ): الأثر المعدل للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات			نموذج (ب): الأثر المعدل لإستقلالية مجلس الإدارة		
	معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T		معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T	
		القيمة	مستوى المعنوية		القيمة	مستوى المعنوية
Age	-.040	-3.212	.002	-.018	-1.228	.224
Tang	.057	1.078	.285	.003	.058	.954
Slack	-.002	-.024	.981	-.026	-.404	.688
Adjusted R2	.609			.624		
قيمة إحصائية F	13.149			13.943		
معنوية احصائية F	0.00			0.00		

وقد أظهرت نتيجة الإنحدار الهيراركي فيما يتعلق بالأثر المعدل للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، وذلك بعد إستبعاد المتغيرات الرقابية و إدخال المتغير التفاعلي (Abs_DACKo*Spec) أن معامل الإنحدار لذلك المتغير جاء يساوي 157.-، وأن التغير في قيمة R square والذي يساوي 001. جاء غير معنوياً (قيمة P. value جاءت مساوية لـ ٦٨٦.)، وهو ما يؤكد علي عدم معنوية تأثير التخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي العلاقة بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار. وفيما يتعلق بالأثر المعدل لنسبة الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، وذلك بعد إستبعاد المتغيرات الرقابية وإدخال المتغير التفاعلي (Abs_DACKo*B ind) أن معامل الإنحدار لذلك المتغير التفاعلي جاء يساوي 058.-، وأن التغير في قيمة R square والذي يساوي 201. جاء معنوياً (قيمة P. value جاءت مساوية للصفر)، وهو ما يؤكد علي معنوية تأثير إستقلالية مجلس الإدارة علي العلاقة بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار، فمن خلال تفاعل الأعضاء المستقلين بالمجلس مع ممارسات إدارة الأرباح أمكنهم الحد من الإستثمار الزائد.

٦-٥-٧-٢ إختبار فروض البحث علي العينة الفرعية المتعلقة بالإستثمار الأقل من اللازم

فيما يتعلق بعينة الإستثمار الأقل من اللازم والتي يبلغ عدد مشاهداتها ١٤١ مشاهدة يوضح الجدول رقم (١٢) نتائج نموذج إنحدار القيمة المطلقة للإستثمار الأقل من اللازم كمتغير تابع علي إدارة الإرباح وباقى المتغيرات الرقابية. ويتضح من تحليل النتائج أن النموذج وما إشتمل عليه من متغيرات يمكنه تفسير 28.4% من التغير الكلى في الإستثمار الأقل من اللازم (معامل التحديد 0.284 =Adj. R^2) وتظهر قيمة F (7.949) أن نموذج الانحدار ككل جاء معنوياً. و قد بلغت قيمة معامل إدارة الأرباح (0.146) وبلغت قيمة P– value وفقاً لاختبار T مساوية للصفر، مما يشير إلى وجود علاقة طردية معنوية بين ممارسات إدارة الأرباح و الإستثمار الأقل من اللازم (كمقياس عكسي لكفاءة الإستثمار)، **وبالتالي وجود علاقة عكسية معنوية بين ممارسات إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار، *و بناء عليه***

فسوف يتم إستمرار قبول الفرض الاول للبحث (H1) و الذي يشير لوجود تأثير معنوي لإدارة الأرباح علي كفاءة الإســـتثمار. وتتفق تلك النتائج مع دراســـات Chen et al.,2011؛ Mohammadi (2014.؛ Bzeouich et al.,2019 Julio & Yook,2016; Linhares et al.,2018; Nuroniyah,2020؛ Ferreira da Costa et al.,2021.

جدول ١٢: نتائج نموذج إنحدار القيمة المطلقة للإستثمار الأقل من اللازم (عدم كفاءة الإستثمار) علي إدارة الارباح و المتغيرات الرقابية

المتغيرات	معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T		Adj. R^2	اختبار F	
		القيمة	مستوى المعنوية		القيمة	مستوى المعنوية للنموذج
(Constant)	.010	.250	.803	.284	7.949	0.000
Abs_DACKo	.146	5.065	.000			
LEV	-.024	-2.141	.034			
SIZE	.008	.093	.926			
MTB	-.007	-.964	.337			
ROA	.089	2.114	.036			
Age	.002	.022	.983			
Tang	.027	1.942	.054			
Slack	.043	1.737	.085			

وفيما يتعلق بالأثر المعدل لكل من التخصص الصناعي لمراجع الحسابات وإستقلالية مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح علي كفاءة الإســـتثمار فإنه يظهر الجدول رقم (١٣) نتائج نموذجي إنحدار (أ،ب) لكفاءة الإستثمار علي المتغيران التفاعليان (Abs_DACKo*Spec) والذي يعكس التفاعل بين التخصص الصناعي لمراجع الحسابات وإدارة الأرباح والمتغير (Abs_DACKo*B ind) والذي يعكس التفاعل بين إســتقلالية مجلس الإدارة وإدارة الأرباح وباقى المتغيرات. ويتضــح من تحليل نتائج النموذج (أ) وما إشـــتمل عليه من متغيرات أنه يمكنه تفســـير 81.9% من التغير الكلى في القيمة المطلقة للإستثمار الأقل من اللازم (معامل التحديد Adj. R^2= 0.819) وتظهر قيمة F (64.515) أن نموذج الانحدار ككل كان معنوياً. و قد جاء نتيجة تفاعل إدارة التخصص الصناعي لمراجع الحسابات مع إدارة الأرباح وتأثيره علي كفاءة الإســـتثمار معنوياً، حيث بلغت قيمة معامل إنحدار المتغير التفاعلي Abs_DACKo*Spec مساوياً لـــــ 217.- بمستوي معنوية يساوي صفر، الأمر الذي يشير لوجود تأثير للتخصص الصناعي علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار حيث يمكن للمراجع المتخصص صناعياً من تدنية التأثير السلبي لإدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار، وتتفق تلك النتيجة مع دراسات

Neisiani,2019)؛ Siregar & Nuryanah,2018؛ Elaoud & Jarboui,2017)؛ Hosseini et al.,2021; Nidal,2020;Ismail,2020)؛ Hidayat& Mardijuwono,2021. ***وفي ضوء تلك النتيجة يتم قبول الفرض الثاني للبحث (H2) للبحثً بوجود تأثير للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي العلاقة المعنوية بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار، من خلال الحد من الإستثمار الأقل من اللازم.***

أما بالنسبة للأثر المعدل لإستقلالية مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، فقد أظهرت نتائج النموذج (ب) وما إشتمل عليه من متغيرات أنه يمكنه تفسير 52.7% من التغير الكلى في الإستثمار الأقل من اللازم (معامل التحديد 0.527 =R^2 .Adj) وتظهر قيمة F (16.617) أن نموذج الإنحدار ككل كان معنوياً. وقد بلغت قيمة معامل إنحدار المتغير Abs_DACKo*B ind مساوياً لـ 009.- بمستوي معنوية 002. مما يشير لعلاقة معنوية بين تفاعل الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة و ممارسات إدارة الأرباح مع كفاءة الإستثمار، بمعني ان أعضاء مجلس الإدارة المستقلين قد أمكنهم الحد من الأثر السلبي لإدارة الأرباح علي كفاءة الإستثمار، و تتفق تلك النتيجة مع دراسات(Al'Alam & Nuroniyah, ؛Karimi et al.,2019 ؛Bzeouich et al.,2019 ؛Li,2018 2020; Firmansyah,2019) . ***وفي ضوء تلك النتيجة فإنه يمكن الإستمرار في قبول الفرض الثالث للبحث (H3) للبحثً بوجود تأثير لإستقلالية مجلس الإدارة علي العلاقة المعنوية بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار، من خلال الحد من الإستثمار الأقل من اللازم.***

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فقد جاءت غالبية علاقتها بكفاءة الإستثمار ليست ذات دلالة إحصائية، بإستثناء العلاقة الطردية بين الرفع المالي وعدم الكفاءة والعلاقة العكسية بين ربحية الشركة وكفاءة الإستثمار، وذلك بنموذج إدارة الأرباح دون أخذ الأثر المعدل لأي من التخصص الصناعي أو إستقلالية مجلس الإدارة، وفي حالة الأخذ بالحسبان للأثر المعدل للتخصص الصناعي للمراجع جاءت علاقة حجم الشركة عكسية معنوية بكفاءة الإستثمار، في حين جاءت علاقة نسبة القيمة السوقية للدفترية لحقوق الملكية طردية معنوية.

جدول ١٣: نتائج الاثر المعدل للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات وإستقلالية مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بالقيمة المطلقة للإستثمار الأقل من اللازم

	نموذج (أ): الأثر المعدل للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات			نموذج (ب): الأثر المعدل لإستقلالية مجلس الإدارة		
	معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T		معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T	
		القيمة	مستوى المعنوية		القيمة	مستوى المعنوية
(Constant)	.089	4.344	.000	.095	2.755	.007
Abs_DACKo	.203	11.460	.000	.225	8.330	.000

	نموذج (أ): الأثر المعدل للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات			نموذج (ب): الأثر المعدل لإستقلالية مجلس الإدارة		
	معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T		معاملات الانحدار المقدرة (β)	اختبار T	
		القيمة	مستوى المعنوية		القيمة	مستوى المعنوية
Spec	-.031	-7.825	.000			
Abs_DACKo*Spec	-.217	-7.939	.000			
B Ind				-.148	-7.430	.000
Abs_DACKo*B Ind				-.009	-3.158	.002
LEV	-.006	-1.037	.302	.007	.735	.464
SIZE	.002	2.681	.008	.002	1.160	.248
MTB	-.009	-2.345	.021	-.004	-.065	.948
ROA	.062	2.919	.004	.014	.397	.692
Age	-.008	-.194	.846	.009	.131	.896
Tang	-.009	-1.213	.227	.005	.424	.672
Slack	.024	1.889	.061	.009	.451	.653
Adjusted R2	.819			.527		
قيمة إحصائية F	64.515			16.617		
معنوية احصائية F	0.00			0.00		

وقد أظهرت نتيجة الإنحدار الهيراركي فيما يتعلق بالأثر المعدل للتخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، وذلك بعد إستبعاد المتغيرات الرقابية وإدخال المتغير التفاعلي (Abs_DACKo*Spec) أن معامل الإنحدار لذلك المتغير التفاعلي جاء يساوي – 238.، وأن التغير في قيمة R square والذي يساوي 105. جاء معنوياً (قيمة P. value جاءت مساوية للصفر)، وهو ما يؤكد علي معنوية تأثير التخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي العلاقة بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار، فمن خلال تفاعل المراجع المتخصص صناعياً مع ممارسات إدارة الأرباح قد أمكنه الحد من الإستثمار الأقل من اللازم. وفيما يتعلق بالأثر المعدل لنسبة الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، وذلك بعد إستبعاد المتغيرات الرقابية و إدخال المتغير التفاعلي (Abs_DACKo*B ind) أن معامل الإنحدار لذلك المتغير التفاعلي جاء يساوي 009.–، وأن التغير في قيمة R square والذي يساوي 035. جاء معنوياً (قيمة P. value جاءت مساوية لـ 001.)، وهو ما يؤكد علي معنوية تأثير إستقلالية مجلس الإدارة علي العلاقة بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار، فمن خلال تفاعل الأعضاء المستقلين بالمجلس مع ممارسات إدارة الأرباح أمكنهم الحد من الإستثمار الأقل من اللازم.

ويمكن رد تلك النتائج إلي أن تحسن كفاءة الإستثمار يمكن إرجاعه للمتابعة القوية لعملية التقرير المالي من خلال آليات الحوكمة الفاعلة خاصة الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة وما يوفره من متابعة لقرارات

الإدارة، إلي جانب ما يقوم به مراجع الحسابات المتخصص صناعياً وما يملكه من تأهيل ومعرفة متميزه بممارسات التلاعب بالصناعة التي ينتمي إليها عميله تمكنه أكثر من غيره من زيادة مستوي الثقة بالقوائم المالية وجودة الأرباح المفصح عنه، الأمر الذي يحد من مشكلات الوكالة وعدم تماثل المعلومات بشكل أكبر من المراجع غير المتخصص الأمر الذي يحد من تخوف الملاك فيما يتعلق بإساءة الإدارة لأموالهم، الأمر الذي يساعد في الحد من تكلفة راس المال ومن مشكلات السيولة و يحد من إحتمالية تضييع فرص إستثمارية مربحة بفعل نقص الموارد أي يساعد في الحد من إحتمالية الإستثمار الأقل من اللازم .

٦-٦ النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة

فيما يتعلق بالنتائج التي تم التوصل إليها من البحث فإن أهمها مايلي:

- أظهرت نتائج تحليل الانحدار وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين إدارة الأرباح و كفاءة الإستثمار، وذلك علي إعتبار أن إدارة الأرباح تزيد من إنحراف الإستثمار عن الإستثمار الأمثل.
- يؤثر التخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، فتفاعل التخصص الصناعي لمراجع الحسابات مع إدارة الأرباح قد أدي لإحداث زيادة وليس نقص بكفاءة الإستثمار، وذلك علي إعتبار أن إلمام مراجع الحسابات بالصناعة التي ينتمي إليها عميله تجعل لديه قدرة أكبر علي تحديد الممارسات الإدارية الإنتهازية بمجال التقرير المالي، الأمر الذي يضفي ثقة أكبر علي التقارير المالية مما يساعد في دعم كفاءة الإستثمار.
- تؤثر إستقلالية مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، فتفاعل الأعضاء المستقلين بمجالس الإدارات – كاحد آليات الحوكمة الجيدة– مع إدارة الأرباح قد أدي لإحداث زيادة وليس نقص بكفاءة الإستثمار، وذلك علي إعتبار إستقلالية المجلس تساعد في الحد من مشكلات الوكالة والتحفظ الإداري المفرط في إتخاذ قرار الإستثمار وتدعم من جودة التقارير المالية الأمر الذي يدعم من كفاءة الإستثمار.
- توجد علاقة طردية معنوية بين كفاءة الإستثمار وكل من عمر الشركة ونسبة الرفع المالي، علي إعتبار أن زيادة مستوي مديونية الشركة يفرض نوع من الرقابة علي الإدارة في إتخاذ قراراتها الإستثمارية مما يدعم من كفاءة الإستثمار.
- توجد علاقة عكسية معنوية بين كفاءة الإستثمار وكل من كثافة الأصول وربحية الشركة وحجمها، وذلك علي إعتبار أن الإفراط في الإستثمارات بأصول ثابتة ملموسة قد يحد من فرص الإستثمار بمشروعات ذات جدوي ولكن غير ملموسة كالإستثمار بمشروعات البحوث والتطوير والتي قد تتسم

بخطورة مرتفعة، كما أن ربحية الشـــركة وحجمها قد يوفر صـــلاحيات أكبر للمديرين للإســـتثمار بمشروعات غير ذات جدوي.

- جاءت علاقة كفاءة الإستثمار بكل من الفائض النقدي ونسبة القيمة السوقية للدفترية بالنسبة لحقوق الملكية – كمؤشـــر علي فرص النمو المتاحة للشـــركة – غير معنوية بغالبية نماذج الإنحدار المستخدمة بالبحث.
- أظهرت نتائج تحليل الحساسية – بعد تغيير النموذج المستخدم في قياس إدارة الأرباح للتحقق من قوة النتائج التي توصل لها التحليل الأساسي للبحث – أن ممارسات إدارة الأرباح تؤثر علي كفاءة الإستثمار حيث تحد من تلك الكفاءة، كما أن التخصص الصناعي لمراجع الحسابات لا زال يؤثر علي علاقة إدارة الأرباح بكفاءة الإستثمار، الأمر الذي يشير لإستمرار قبول فرضي البحث الأول والثاني علي الرغم من تغيير إســـلوب قياس المتغير المســـتقل للبحث و المتمثل في إدارة الأرباح. وفيما يخص الاثر المعدل لإســـتقلالية مجلس الإدارة علي ذات العلاقة بين إدارة الأرباح وكفاءة الإستثمار، فلم يتم التوصل لدليل عملي يتعلق بمعنوية الأثر المعدل لإستقلالية المجلس علي تلك العلاقة، الأمر الذي يعني رفض فرض البحث الثالث.
- أظهرت نتائج التحليل الإضـــافي – بتقســـيم العينة الكلية لعينتين فرعيتين تمثل الأولي المشـــاهدات المتعلقة بحالة الإستثمار الزائد و العينة الثانية مشاهدات الإستثمار الأقل من اللازم– أن ممارسات إدارة الأرباح تزيد بدورها من الإستثمار غير الكفء (الإستثمار الزائد والأقل من اللازم علي السواء)، لا يوجد أثر معدل للتخصص الصناعي علي علاقة إدارة الأرباح بالإستثمار الزائد، ولكن تحقق ذلك الأثر المعدل لإســـتقلالية مجلس الإدارة، بمعني يمكن لتفاعل الأعضـــاء المســـتقلين بالمجلس مع ممارســـات إدارة الأرباح الحد من الإســـتثمار الزائد، وأخيراً قدم التحليل الإضـــافي دليلاً عملياً علي وجود أثر معدل لكل من التخصـــص الصـــناعي لمراجع الحســـابات وإســـتقلالية مجلس الإدارة علي علاقة إدارة الأرباح بالإستثمار الأقل من اللازم.

وبناء علي ما تقدم من نتائج فإن من أهم توصيات البحث ما يلي:

- بجب أن تلعب هيئة الرقابة المالية دوراً هاما في مجال دعم جودة التقارير المالية، من خلال السعي للحد من إدارة الأرباح، وتوضـــيح الأثار الســـلبية علي كفاءة الإســـتثمار كنتيجة لإرتكاب تلك الممارسات، من خلال تضييع العديد من الفرص الإستثمارية المربحة، أو الإستثمار في مشروعات غير مربحة.

- يجب أن تقوم هيئة الرقابة المالية علي تشـــجيع المزيد من التخصـــص الصـــناعي بين مراجعي الحسابات المقيدين لديها، و كذلك تشجيع الشركات الشركات المقيدة بالبورصة علي تكليف مراجعين متخصصين بالصناعة التي ينتمون إليها للحد من عدم كفاءة الإستثمارات.
- يجب الإسراع بإصدار قانون جديد لتنظيم مهنة المحاسبة في مصر للوصول لكيان مهني مسئول عن ممارســـة المهنة ببيئة الأعمال المصـــرية علي غرار الدول المتقدمة، بما يســـمح بدعم أكبر لإستقلالية ممارسي المهنة ومراعاة لإعتبارات التأهيل والقدرة والتخصص لدي مكتب المراجعة تتغلب علي إعتبارات المنافسة بين المكاتب علي إعتبارات مادية كأتعاب المراجعة.
- تشـجيع الشـركات، خاصـة من خلال ما يتم إصـداره من أدلة لحوكمة الشـركات علي المزيد من الأعضـــاء المســـتقلين بمجالس إداراتها والعمل علي زيادة صـــلاحياتهم، لدعم دورهم في متابعة ممارسات الإدارة فيما يتعلق بعملية التقرير المالي وصياغتها لقرارات الإستثمار.
- ضرورة وضع منهج واضح لعملية إختيار الأعضاء المستقلين بمجالس الإدارات، بحيث يحدد الكيفية وطبيعة ومستوي التاهيل والخبرات المطلوبة بالعضو المستقل بالمجلس، وكذلك تحديد أقصي عدد من السنوات يسمح فيه للعضو للبقاء بالمجلس.
- أن تهتم المؤتمرات العلمية لأقسام المحاسبة بالجامعات المصرية بقضايا دور المعلومات المحاسبية وجودة المراجعة في دعم كفاءة الإستثمار بالشركات المقيدة بالبورصة.

وأخيراً و فيما يتعلق بأهم مجالات البحث المقترحة فأهمها ما يلي:

- أثر طول فترة بقاء وتدوير أعضاء مجالس الإدارات علي كفاءة الإستثمار– دراسة تطبيقية.
- أثر أتعاب مراجع الحسابات علي كفاءة الإستثمار – دراسة تطبيقية.
- أثر فاعلية المراجعة الداخلية علي كفاءة الإستثمار– دراسة تجريبية.
- أثر التخصص الصناعي لمراجع الحسابات بقطاع البنوك علي علاقة تمهيد الأرباح – بإستخدام مخصص خسائر القروض– بكفاءة الإستثمار– دراسة تطبيقية
- أثر ممارسات إدارة الأرباح بإستخدام المدخل الحقيقي علي كفاءة الإستثمار– دراسة تطبيقية.
- أثر مشاركة المرأة بمجلس الإدارة علي كفاءة الإستثمار– دراسة تطبيقية.
- أثر هيكل الملكية وتركزها علي كفاءة الإستثمار– دراسة تطبيقية.
- أثر تبني معايير التقرير المالي الدولية IFRS علي علاقة جودة المراجعة بكفاءة الإستثمار– دراسة تطبيقية.

- أثر فاعلية لجنة المراجعة علي كفاءة الإستثمار– دراسة تطبيقية.
- أثر جودة الإفصاح المحاسبي عبر وسائل التواصل الإجتماعي علي كفاءة الإستثمار بالشركات – دراسة تجريبية.
- اثر التخصص الصناعي لمراجع الحسابات علي كفاءة الإستثمار– دراسة تطبيقية علي قطاع البنوك بمصر.
- أثر الإفصاح عن الضعف الجوهري بالرقابة الداخلية علي كفاءة الإستثمار– دراسة تجريبية.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

الصايغ، عماد سعد محمد و عبد المجيد، حميده محمد (٢٠١٥) " قياس أثر جودة التقارير المالية علي كفاءة القرارات الإستثمارية للشركات المصرية" ***مجلة المحاسبة و المراجعة (AUJAA)***، كلية التجارة جامعة بني سويف، العدد الأول المجلد الثالث: ١-٤٩

رميلي، 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***، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثاني، ديسمبر: ٣٥٤-٣٩٢.

سلامة، محمد سامي (٢٠٢٠) " أثر التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة االستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة الصناعية المقيدة بالبورصة المصرية"، ***مجلة الفكر المحاسبى***، المجلد ٢٤ العدد الرابع : ٤١٠ – ٤٦٠.

علي، جابر محمد حسن (٢٠١٧) "أثر جودة التقارير المالية علي كفاءة الإستثمار في الشركات المصرية المسجلة بالبورصة" ***مجلة كلية التجارة للبحوث للبحوث العلمية***، جامعة الأسكندرية، العدد الأول المجلد الرابع و الخمسون: ١- ٣٣ .

كعموش، شريف علي خميس إبراهيم (٢٠٢٠) " أثر جودة المعايير المحاسبية و الإلتزام بتطبيقها علي كفاءة إستثمار الشركات و دور الخصائص التشغيلية كمتغيرات معدلة – دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة بسوق الأسهم السعودية " ***مجلة الأسكندرية للبحوث المحاسبية***، قسم المحاسبة و المراجعة، جامعة الأسكندرية، العدد الثالث المجلد الرابع: ١-٨٦.

منصـــور، أشـــرف محمد إبراهيم (٢٠٢١) مدى انعكاس جودة المراجعة المدركة على كفاءة االســـتثمار: دراسـة تطبيقية على الشـركات المقيدة بالبورصـة المصـرية. ***المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية***، كلية التجارة، جامعة دمياط، المجلد ٢ العدد الثاني الجزء الثاني :١٣١-١٨٢.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

Acar, G., & Yilmaz, I. (2020). The Impact of Discretionary Accruals on Corporate Investment Decisions: Evidence from GCC Countries. ***Academic Journal of Interdisciplinary Studies***, *9*(6), 193-193.

Agyei-Mensah, B. K. (2021). The impact of board characteristics on corporate investment decisions: an empirical study. ***Corporate Governance: The International Journal of Business in Society***. Vol. 21 No. 4 2021, pp. 569-586

Al'Alam, M. P. A., & Firmansyah, A. (2019). The effect of financial reporting quality, debt maturity, political connection, and corporate governance on investment efficiency: Evidence from Indonesia. ***International Journal of Innovation, Creativity and Change***, *7*(6), 39-56.

Alzoubi, E. S. S. (2018). Audit quality, debt financing, and earnings management: Evidence from Jordan. ***Journal of International Accounting, Auditing and Taxation***, *30*, 69-84.

Assad, N. F., & Alshurideh, M. T. (2020). Financial reporting quality, audit quality, and investment efficiency: evidence from GCC economies. ***WAFFEN-UND KOSTUMKUNDE JOURNAL***, *11*(3), 194-208.

Bae, G. and Choi, S. (2012), "Do industry specialist auditors improve investment efficiency?", ***Working paper***, Business School, Korea University, Seoul., ***Available at WWW.SSrn.com***.

_____, Dhaliwal, D. S., & Lamoreaux, P. T. (2017). Auditors and client investment efficiency. ***The Accounting Review***, *92*(2), 19-40.

Benkel, M., Mather, P., & Ramsay, A. (2006). The association between corporate governance and earnings management: The role of independent directors. ***Corporate Ownership & Control***, *3* (4), 65-75.

Biddle, G. C., & Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. ***The Accounting Review***, *81* (5), 963-982.

_____ & 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., & 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***.

Boubaker, S., Houcine, A., Ftiti, Z., & Masri, H. (2018). Does audit quality affect firms' investment efficiency?. ***Journal of the Operational Research Society***, *69* (10), 1688-1699.

Bzeouich, B., Lakhal, F. & Dammak, N. (2019). Earnings management and corporate investment efficiency: does the board of directors matter? ***Journal of Financial Reporting and Accounting***, 17(4), 650-670.

Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. ***The Accounting Review***, *86* (4), 1255-1288.

Chen, I. J., & Chen, S. S. (2017). Corporate Governance and the Investment Efficiency of Diversified Corporate Asset Buyers. ***Journal of Applied Corporate Finance***, 29(1), 99-114.

Chen, N., Sung, H. C., & Yang, J. (2017). Ownership form, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms. ***Pacific Accounting Review***, 29(3), 266-282

Chen, X., Cheng, Q., & Wang, X. (2015). Does increased board independence reduce earnings management? Evidence from recent regulatory reforms. ***Review of Accounting Studies***, *20* (2), 899-933.

Dashtbayaz, M. L., & Mohammadi, S. (2016). The relationship between audit quality and Investment efficiency. ***The Journal of Economics, Marketing and Management***, *4* (2), 20-32.

DeBoskey, D. G., & Jiang, W. (2012). Earnings management and auditor specialization in the post-sox era: An examination of the banking industry. ***Journal of Banking & Finance***, *36* (2), 613-623.

Ebrahim, A. (2007). Earnings management and board activity: an additional evidence. ***Review of Accounting and Finance***., Vol. 6 No. 1, 2007 pp. 42-58

Elaoud, A., & Jarboui, A. (2017). Auditor specialization, accounting information quality and investment efficiency. ***Research in International Business and Finance***, *42*, 616-629.

Felix, R. (2018). The effect of informed outside directors on investment efficiency. ***Advances in Management Accounting***. Vol. 30, 99–127.

Fernando, G. D., Abdel-Meguid, A. M., & Elder, R. J. (2010). Audit quality attributes, client size and cost of equity capital. ***Review of Accounting and Finance***. Vol. 9 No. 4, 2010, pp. 363-381

Ferreira da Costa, E. M., Pietro Fernandes, T., Pires da Silva, J., & Martins Noriller, R. (2021). Earnings Quality and Investment Efficiency: An Analysis of Electricity Companies Listed in B3. ***Revista FSA***, *18*(4).pp47-67

Francis, J., Michas, P. and Stein, S. (2011), "Auditor industry expertise and firm-level investment efficiency", ***Working paper***, Trulaske School of Business, University of Missouri, Columbia.

Gao, W., Li, W., & 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

Gomariz, M. F. C., & Ballesta, J. P. S. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. ***Journal of banking & finance***, *40*, 494-506.

Hammami, A., & Zadeh, M. H. (2019). Audit quality, media coverage, environmental, social, and governance disclosure and firm investment efficiency: Evidence from Canada. ***International Journal of Accounting & Information Management***, Vol. 28 No. 1, 2020 pp. 45-72.

He, L., He, R., & Evans, E. (2020). Board influence on a firm's long-term success: Australian evidence. ***Journal of Behavioral and Experimental Finance***, *27*, 100327.

Hidayat, S. B. D., & Mardijuwono, A. W. (2021). The Effect of Accounting Information Quality on Investment Efficiency with Auditor Specialization as Moderating Variables. ***Review of International Geographical Education Online***, *11*(4), 320-329.

Hoelscher, J. L., & Seavey, S. E. (2014). Auditor industry specialization and corporate risk-taking. ***Managerial Auditing Journal***. Vol. 29 No. 7, 2014 pp. 596-620

Hosseini, S. A., Khalighi, S., & Behbahaninia, P. S. (2021). Accounting Information Quality, Investment Efficiency, and Auditor Specialization. ***International Journal of Finance & Managerial Accounting***, *6* (23), 1-13.

Islami, M. N. (2019). Effect of the Quality of Financial Statements, Foreign Ownership, Frequency of Audit Committee Meeting, and Specialty Industrial Efficiency Investment of Auditors. ***JAAF (Journal of Applied Accounting and Finance)***, *1* (1), 9-26.

Ismail M. A.. (2020). The Interaction Effect of Auditor Industry Specialization and Ownership Concentration on Investment Efficiency: Evidence from Egyptian Stock Exchange. ***Alexandria Journal of Accounting Research***, *4* (3), 1-45.

Julio, B., & Yook, Y. (2016). Earnings management and corporate investment decisions. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C., ***Available at WWW.SSrn.com***.

Karimi, M., Eshaghzadeh, A., & Poursina, H. (2019). Earning Quality and Investment Efficiency; Do Board Characteristics Matter? Evidence from Tehran Stock Exchange. ***Iranian Journal of Finance***, *3* (1), 1-23.

Khanqah, V. T. (2015). "The Interaction Effect of Auditor Industry Specialization and board independence on Investment Efficiency." ***Iranian Journal of Business and Economics*** 2(1): 1-8.

Knetsch, A. (2020). ***Corporate investment efficiency and its determinants*** (Doctoral dissertation, Dissertation, Rheinisch-Westfälische Technische Hochschule Aachen.

Lai, S. M., & Liu, C. L. (2018). Management characteristics and corporate investment efficiency. ***Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics***, 25 (3-4), 295-312

Li, S. (2018). ***Managerial Power, Earnings Management and Investment Efficiency***. 4th International Conference on Economics, Management and Humanities Science, Francis Academic Press, UK

Linhares, F. S., Costa, F. M. D., & Beiruth, A. X. (2018). Earnings management and investment efficiency. ***Revista Brasileira de Gestão de Negócios***, *20*(2), 295-310.

Lopez, D. M., & Vega, J. J. (2019). Evaluating the effect of industry specialist duration on earnings management. ***Advances in accounting***, *45*, 100412.

Lu, J., & Wang, W. (2015). Board independence and corporate investments. ***Review of Financial Economics***, *24*, 52-64.

Marra, A., Mazzola, P., & Prencipe, A. (2011). Board monitoring and earnings management pre-and post-IFRS. ***The international journal of Accounting***, *46* (2), 205-230.

Masrouki, A., & Houcine, W. (2019). Auditor's knowledge and firms' investment decisions in MENA countries: evidence from Tunisian context. ***International Journal of Managerial and Financial Accounting***, *11* (1), 57-72.

Menshawy, I. M., Basiruddin, R., Mohd-Zamil, N. A., & Hussainey, K. (2021). Strive towards investment efficiency among Egyptian companies: Do board characteristics and information asymmetry matter? ***International Journal of Finance & Economics***. February,1-22

Moeinadin, M., Khaneghah, J., & Mazraehno, J. (2013). Investigating the Effect of Audit Quality on Over-investment Using Measures of Auditor Specialty and Audit Tenure for Listed Companies in Tehran Stock Exchange. ***International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences***, *3* (4), 229-244.

Mohammadi, S. M. (2014). The relationship between financial reporting quality and investment efficiency in Tehran stock exchange. ***International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences***, *4* (6), 104.

Moradi, H. (2021). Exploring the moderator role of audit quality in the impact of corporate governance on investment efficiency of the companies listed in Tehran stock exchange. ***PalArch's Journal of Archaeology of Egypt/Egyptology***, *18* (7), 3153-3167.

Neisiani, A. B. (2019) The Evaluation of Auditor Expertise on the Relationship between the Accounting Information Quality and Investment Efficiency, ***Science Arena Publications Specialty Journal of Accounting and Economics***, Vol, 5 (2):30-39

Nidal, A. S. (2020). Investigating the relationship between auditor's specialization with information quality and investment efficiency. ***Journal of management and accounting studies***, *8* (3), 68-79.

Nor, N. H. M., Nawawi, A., & Salin, A. S. A. P. (2017). The influence of board independence, board size and managerial ownership on firm investment

efficiency. ***Pertanika Journal of Social Science and Humanities***, *25*(3), 1039-1058.

Nuroniyah, F. S., & Basuki .2020. Independent Commissioner Role in Earning Management and Investment Efficiency Relationship. ***Journal of Security and Sustainability Issues***, 10(Oct), 472-483. *http://doi.org/10.9770/jssi.2020.10.Oct(38*)

Park, S., Kim, I., & Kim, W. (2017). Investment efficiency between listed and unlisted firms, and big 4 audit firms' effect: Evidence from Korea. ***Journal of Applied Business Research (JABR)***, *33*(6), 1095-1112.

Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2005). Board monitoring and earnings management: do outside directors influence abnormal accruals?. ***Journal of Business Finance & Accounting***, *32* (7-8), 1311-1346.

Prasetya, S. G. (2020). The effect of earnings management upon the investment efficiency using the company size as the variable of moderated agent (Empirics study at the companies registered at the Indonesia stock exchange). ***The Accounting Journal of Binaniaga***, *5* (01), 61-72.

Rahman, S. U., & Ali, J. (2018). Investigating the effect of financial distress on investment efficiency of the companies listed on Pakistan stock exchange. ***Journal of Management Research (JMR)***, *4* (1).pp106-129

Rajkovic, T. (2020). Lead independent directors and investment efficiency. ***Journal of Corporate Finance***, *64*, 101690, 2-16.

Ratny, S., Fonseka, M. M., & Tian, G. L. (2019). Access to external financing and firm investment efficiency: Evidence from China. ***The Journal of Developing Areas***, *53* (2),109-122.

Salami, K. A. (2011). Analysis of the relationship between share ownership structure, corporate governance structure, and corporate investment efficiency, using GSE market data (2005-9). ***Journal of Accounting and Finance***, *11*(4), 111-118.

Saona, P., Muro, L., & Alvarado, M. (2020). How do the ownership structure and board of directors' features impact earnings management? The Spanish case. ***Journal of International Financial Management & Accounting***, *31*(1), 98-133.

Sarkar, J., Sarkar, S., & Sen, K. (2008). Board of directors and opportunistic earnings management: Evidence from India. ***Journal of Accounting, Auditing & Finance***, *23*(4), 517-551.

Shahzad, F., Rehman, I. U., Hanif, W., Asim, G. A., & Baig, M. H. (2019). The influence of financial reporting quality and audit quality on investment efficiency: Evidence from Pakistan. ***International Journal of Accounting & Information Management***. Vol. 27 No. 4, 2019, pp. 600-614.

Shen, C. H., Luo, F., & Huang, D. (2015). Analysis of earnings management influence on the investment efficiency of listed Chinese companies. ***Journal of Empirical Finance***, *34*, 60-78.

Siregar, S. V., & Nuryanah, S. (2018). Financial reporting quality, audit quality, and investment efficiency: Evidence from indonesia. ***The first International Conference on Technology and Educational Science***. ***European Alliance for Innovation (EAI)***. https://doi.org/10.4108/eai.21-11-2018.2282299

Soliman, W. S. M. K. (2020). Investigating the effect of corporate governance on audit quality and its impact on investment efficiency. ***Investment Management & Financial Innovations***, *17*(3), 175-188.

Sun, J., & Liu, G. (2013). Auditor industry specialization, board governance, and earnings management. ***Managerial Auditing Journal***. Vol. 28 No. 1, 2013 pp. 45-64.

Tabachnick B. G. and Fidell L. S. ***Using multivariate statistics*** (5^{th} edition) . Boston MA,Allyn & Bacon,(2007).

Tanveer, M., & Ali, G.(2020) Impact of Board Traits and Ownership form on Investment Efficiency: A study on Pakistan's Food Sector. ***KASBIT Business Journal***, 13(2), 46-61.

Tao, M., Li, H., & Xu, H. (2011). Influencing factor analysis of the investment efficiency of the environmental governance. ***In Proceedings of 2011 IEEE International Conference on Grey Systems and Intelligent Services*** (pp. 414-418). IEEE.

Tiantian, Z. (2021). The Relationship Among Over-investment, Audit Quality And Corporate Risk Of Listed Companies Based On Big Data——Based on the Empirical data of listed companies in China. ***In E3S Web of Conferences (Vol. 253, p. 02008). EDP Sciences***.

Velury, U. (2003). The association between auditor industry specialization and earnings management. ***Research in Accounting Regulation***, *16*, 171-184.

Verdi, R. S. (2006). Financial reporting quality and investment efficiency. ***Working paper***, MIT ***Available at WWW.SSrn.com***. *930922*.

Wang, Y. C., Huang, H. W., Chiou, J. R., & Huang, Y. C. (2017). The effects of industry expertise on cost of debt: an individual auditor-level analysis. ***Asian Review of Accounting***, Vol. 25 No. 3, 2017 pp. 322-334.

مخرجات البرنامج الإحصائي

إختبار الإزدواج الخطي:

Coefficients[a]

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.239	.044		5.389	.000		
Abs_DACKo	.122	.024	.257	5.177	.000	.772	1.295
Spec	-.040	.007	-.303	-5.704	.000	.676	1.478
B Ind	-.104	.027	-.212	-3.826	.000	.621	1.610
LEV	-.036	.013	-.135	-2.720	.007	.777	1.288
SIZE	.007	.002	.199	4.231	.000	.858	1.166
MTB	-.011	.006	-.085	-1.767	.079	.829	1.206
ROA	.208	.033	.306	6.283	.000	.805	1.242
Age	-.011	.004	-.113	-2.398	.017	.856	1.168
Tang	.042	.015	.127	2.769	.006	.908	1.102
Slack	.046	.024	.087	1.913	.057	.919	1.088

a. Dependent Variable: Invineff

مصفوفة معاملات إرتباط بيرسون بين متغيرات البحث

Correlations

		Invineff	Abs_DACKo	Spec	B Ind	LEV	SIZE	MTB	ROA	Age	Tang	Slack
Invineff	Pearson Correlation	1	.471**	-.505**	-.512**	-.203**	.142*	-.120	.302**	-.105	.243**	.013
	Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.002	.035	.076	.000	.122	.000	.849
	N	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220
Abs_DACKo	Pearson Correlation	.471**	1	-.184**	-.188**	-.211**	.037	-.198**	.227**	.078	-.024	.033
	Sig. (2-tailed)	.000		.006	.005	.002	.585	.003	.001	.248	.719	.622
	N	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220
Spec	Pearson Correlation	-.505**	-.184**	1	.532**	.118	-.013	.104	.067	.104	-.221**	.108
	Sig. (2-tailed)	.000	.006		.000	.081	.850	.124	.320	.125	.001	.109
	N	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220
B Ind	Pearson Correlation	-.512**	-.188**	.532**	1	.306**	.069	.083	-.019	.159*	-.183**	.094
	Sig. (2-tailed)	.000	.005	.000		.000	.310	.223	.783	.018	.007	.163
	N	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220
LEV	Pearson Correlation	-.203**	-.211**	.118	.306**	1	.019	.079	-.068	-.108	-.074	-.070
	Sig. (2-tailed)	.002	.002	.081	.000		.776	.242	.319	.110	.273	.304
	N	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220
SIZE	Pearson Correlation	.142*	.037	-.013	.069	.019	1	-.024	-.004	.310**	.075	-.117
	Sig. (2-tailed)	.035	.585	.850	.310	.776		.728	.949	.000	.267	.083
	N	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220
MTB	Pearson Correlation	-.120	-.198**	.104	.083	.079	-.024	1	.291**	-.006	-.062	.117
	Sig. (2-tailed)	.076	.003	.124	.223	.242	.728		.000	.935	.361	.083
	N	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220
ROA	Pearson Correlation	.302**	.227**	.067	-.019	-.068	-.004	.291**	1	.087	-.020	-.116
	Sig. (2-tailed)	.000	.001	.320	.783	.319	.949	.000		.197	.769	.086

Correlations

		Invineff	Abs_DACKo	Spec	B Ind	LEV	SIZE	MTB	ROA	Age	Tang	Slack
	N	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220
Age	Pearson Correlation	-.105	.078	.104	.159*	-.108	.310**	-.006	.087	1	-.085	-.066
	Sig. (2-tailed)	.122	.248	.125	.018	.110	.000	.935	.197		.210	.333
	N	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220
Tang	Pearson Correlation	.243**	-.024	-.221**	-.183**	-.074	.075	-.062	-.020	-.085	1	-.095
	Sig. (2-tailed)	.000	.719	.001	.007	.273	.267	.361	.769	.210		.161
	N	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220
Slack	Pearson Correlation	.013	.033	.108	.094	-.070	-.117	.117	-.116	-.066	-.095	1
	Sig. (2-tailed)	.849	.622	.109	.163	.304	.083	.083	.086	.333	.161	
	N	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220

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

أولاً: التحليل الاساسي لفروض البحث

نتيجة إختبار الفرض الأول للبحث

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.657a	.432	.410	.0492546545

a. Predictors: (Constant), Slack, Abs_DACKo, Age, Tang, MTB, LEV, SIZE, ROA

ANOVAa

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.389	8	.049	20.060	.000b
	Residual	.512	211	.002		
	Total	.901	219			

a. Dependent Variable: Invineff
b. Predictors: (Constant), Slack, Abs_DACKo, Age, Tang, MTB, LEV, SIZE, ROA

Coefficientsa

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.190	.052		3.684	.000		
	Abs_DACKo	.159	.028	.334	5.751	.000	.796	1.256
	LEV	-.063	.015	-.234	-4.203	.000	.865	1.155
	SIZE	.008	.002	.206	3.671	.000	.859	1.164
	MTB	-.012	.007	-.093	-1.627	.105	.830	1.205
	ROA	.194	.039	.285	4.971	.000	.817	1.224
	Age	-.015	.005	-.162	-2.904	.004	.868	1.152
	Tang	.074	.017	.225	4.252	.000	.958	1.044
	Slack	.050	.029	.094	1.737	.084	.927	1.078

a. Dependent Variable: Invineff

نتيجة إختبار الفرض الثاني للبحث

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.768[a]	.589	.570	.0420887164

a. Predictors: (Constant), Slack, Abs_DACKo, Age, Tang, MTB, Abs_DACKo*Spec, LEV, SIZE, ROA, Spec

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.531	10	.053	29.975	.000[b]
	Residual	.370	209	.002		
	Total	.901	219			

a. Dependent Variable: Invineff

b. Predictors: (Constant), Slack, Abs_DACKo, Age, Tang, MTB, Abs_DACKo*Spec, LEV, SIZE, ROA, Spec

Coefficients[a]

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.205	.044		4.651	.000		
Abs_DACKo	.151	.026	.318	5.831	.000	.662	1.510
Spec	-.038	.008	-.285	-4.514	.000	.494	2.024
Abs_DACKo*Spec	-.173	.062	-.174	-2.775	.006	.500	2.000
LEV	-.050	.013	-.186	-3.882	.000	.854	1.170
SIZE	.007	.002	.194	4.054	.000	.858	1.165
MTB	-.011	.006	-.086	-1.767	.079	.829	1.206
ROA	.213	.033	.314	6.376	.000	.809	1.236
Age	-.013	.005	-.133	-2.786	.006	.859	1.164
Tang	.043	.015	.130	2.792	.006	.906	1.103
Slack	.039	.025	.074	1.556	.121	.880	1.136

a. Dependent Variable: Invineff

الإنحدار الهيراركي

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.471[a]	.222	.218	.0567235290	.222	62.096	1	218	.000
2	.640[b]	.409	.404	.0495366074	.187	68.845	1	217	.000
3	.659[c]	.434	.427	.0485802653	.025	9.628	1	216	.002

a. Predictors: (Constant), Abs_DACKo

b. Predictors: (Constant), Abs_DACKo, Spec

c. Predictors: (Constant), Abs_DACKo, Spec, Abs_DACKo*Spec

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.200	1	.200	62.096	.000[b]
	Residual	.701	218	.003		
	Total	.901	219			
2	Regression	.369	2	.184	75.133	.000[c]
	Residual	.532	217	.002		
	Total	.901	219			
3	Regression	.391	3	.130	55.289	.000[d]
	Residual	.510	216	.002		
	Total	.901	219			

a. Dependent Variable: Invineff
b. Predictors: (Constant), Abs_DACKo
c. Predictors: (Constant), Abs_DACKo, Spec
d. Predictors: (Constant), Abs_DACKo, Spec, Abs_DACKo*Spec

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.024	.005		4.781	.000		
	Abs_DACKo	.224	.028	.471	7.880	.000	1.000	1.000
2	(Constant)	.050	.005		9.322	.000		
	Abs_DACKo	.185	.025	.390	7.341	.000	.966	1.035
	Spec	-.058	.007	-.440	-8.297	.000	.966	1.035
3	(Constant)	.046	.005		8.438	.000		
	Abs_DACKo	.217	.027	.457	8.103	.000	.824	1.213
	Spec	-.039	.009	-.294	-4.189	.000	.531	1.884
	Abs_DACKo*Spec	-.217	.070	-.218	-3.103	.002	.531	1.883

a. Dependent Variable: Invineff

نتيجة إختبار الفرض الثالث للبحث

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.744[a]	.554	.533	.0438524397

a. Predictors: (Constant), Slack, Abs_DACKo, Age, Tang, MTB, B Ind, SIZE, ROA, LEV, Abs_DACKo*B Ind

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.499	10	.050	25.965	.000[b]
	Residual	.402	209	.002		
	Total	.901	219			

a. Dependent Variable: Invineff
b. Predictors: (Constant), Slack, Abs_DACKo, Age, Tang, MTB, B Ind, SIZE, ROA, LEV, Abs_DACKo*B Ind

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.242	.047		5.125	.000		
	Abs_DACKo	.119	.026	.251	4.546	.000	.702	1.425
	B Ind	-.171	.025	-.348	-6.723	.000	.798	1.254
	Abs_DACKo*B Ind	-.008	.003	-.139	-2.567	.011	.727	1.376
	LEV	-.031	.014	-.117	-2.234	.027	.780	1.283
	SIZE	.007	.002	.194	3.862	.000	.849	1.178
	MTB	-.009	.007	-.072	-1.416	.158	.821	1.218
	ROA	.179	.035	.264	5.141	.000	.811	1.233
	Age	-.010	.005	-.109	-2.161	.032	.846	1.182
	Tang	.043	.016	.130	2.615	.010	.864	1.157
	Slack	.026	.026	.048	.992	.323	.895	1.117

a. Dependent Variable: Invineff

الإنحدار الهيراركي

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.471[a]	.222	.218	.0567235290	.222	62.096	1	218	.000
2	.639[b]	.408	.402	.0495907601	.186	68.221	1	217	.000
3	.669[c]	.447	.440	.0480235455	.039	15.394	1	216	.000

a. Predictors: (Constant), Abs_DACKo
b. Predictors: (Constant), Abs_DACKo, B Ind
c. Predictors: (Constant), Abs_DACKo, B Ind, Abs_DACKo*B Ind

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.200	1	.200	62.096	.000[b]
	Residual	.701	218	.003		
	Total	.901	219			
2	Regression	.368	2	.184	74.732	.000[c]
	Residual	.534	217	.002		
	Total	.901	219			
3	Regression	.403	3	.134	58.258	.000[d]
	Residual	.498	216	.002		
	Total	.901	219			

a. Dependent Variable: Invineff
b. Predictors: (Constant), Abs_DACKo
c. Predictors: (Constant), Abs_DACKo, B Ind
d. Predictors: (Constant), Abs_DACKo, B Ind, Abs_DACKo*B Ind

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.024	.005		4.781	.000		
	Abs_DACKo	.224	.028	.471	7.880	.000	1.000	1.000
2	(Constant)	.096	.010		9.834	.000		
	Abs_DACKo	.185	.025	.388	7.301	.000	.965	1.037
	B Ind	-.216	.026	-.439	-8.260	.000	.965	1.037
3	(Constant)	.091	.009		9.622	.000		
	Abs_DACKo	.148	.026	.312	5.663	.000	.844	1.185
	B Ind	-.196	.026	-.398	-7.581	.000	.927	1.079
	Abs_DACKo*B Ind	-.012	.003	-.219	-3.924	.000	.819	1.221

a. Dependent Variable: Invineff

ثانياً: تحليل الحساسية بتغيير نموذج قياس إدارة الأرباح

الفرض الاول

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.616[a]	.380	.356	.0514704045

a. Predictors: (Constant), Slack, ROA, LEV, Tang, Age, MTB, SIZE, Abs_DACJ

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.342	8	.043	16.148	.000[b]
	Residual	.559	211	.003		
	Total	.901	219			

a. Dependent Variable: Invineff

b. Predictors: (Constant), Slack, ROA, LEV, Tang, Age, MTB, SIZE, Abs_DACJ

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.189	.054		3.476	.001		
	Abs_DACJ	.141	.040	.209	3.538	.000	.838	1.193
	LEV	-.070	.016	-.262	-4.460	.000	.852	1.173
	SIZE	.007	.002	.197	3.348	.001	.848	1.180
	MTB	-.018	.008	-.141	-2.412	.017	.861	1.161
	ROA	.242	.039	.356	6.169	.000	.882	1.133
	Age	-.014	.006	-.150	-2.587	.010	.869	1.150
	Tang	.069	.018	.210	3.799	.000	.959	1.043
	Slack	.041	.030	.076	1.338	.182	.903	1.108

a. Dependent Variable: Invineff

نتيجة تحليل الحساسية للفرض الثاني للبحث

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.742[a]	.550	.529	.0440341503

a. Predictors: (Constant), Slack, ROA, Abs_DACJ*Spec, LEV, Age, Tang, MTB, SIZE, Abs_DACJ, Spec

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.496	10	.050	25.579	.000[b]
	Residual	.405	209	.002		
	Total	.901	219			

a. Dependent Variable: Invineff

b. Predictors: (Constant), Slack, ROA, Abs_DACJ*Spec, LEV, Age, Tang, MTB, SIZE, Abs_DACJ, Spec

Coefficients[a]

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.207	.046		4.465	.000		
Abs_DACJ	.150	.041	.224	3.653	.000	.574	1.743
Spec	-.042	.009	-.319	-4.540	.000	.435	2.301
Abs_DACJ*Spec	-.151	.073	-.149	-2.078	.039	.416	2.404
LEV	-.056	.014	-.209	-4.121	.000	.840	1.190
SIZE	.007	.002	.193	3.836	.000	.846	1.181
MTB	-.015	.007	-.115	-2.287	.023	.851	1.175
ROA	.244	.034	.359	7.125	.000	.849	1.178
Age	-.012	.005	-.131	-2.595	.010	.845	1.184
Tang	.041	.016	.126	2.610	.010	.921	1.086
Slack	.044	.026	.082	1.666	.097	.894	1.119

a. Dependent Variable: Invineff

الإنحدار الهيراركي

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.359[a]	.129	.125	.0600127677	.129	32.233	1	218	.000
2	.584[b]	.341	.334	.0523328902	.212	69.678	1	217	.000
3	.602[c]	.363	.354	.0515611292	.022	7.545	1	216	.007

a. Predictors: (Constant), Abs_DACJ

b. Predictors: (Constant), Abs_DACJ, Spec

c. Predictors: (Constant), Abs_DACJ, Spec, Abs_DACJ*Spec

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.116	1	.116	32.233	.000[b]
	Residual	.785	218	.004		
	Total	.901	219			
2	Regression	.307	2	.153	56.033	.000[c]
	Residual	.594	217	.003		
	Total	.901	219			
3	Regression	.327	3	.109	40.997	.000[d]
	Residual	.574	216	.003		
	Total	.901	219			

a. Dependent Variable: Invineff
b. Predictors: (Constant), Abs_DACJ
c. Predictors: (Constant), Abs_DACJ, Spec
d. Predictors: (Constant), Abs_DACJ, Spec, Abs_DACJ*Spec

Coefficients[a]

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.025	.006		4.266	.000		
Abs_DACJ	.241	.042	.359	5.677	.000	1.000	1.000
2 (Constant)	.054	.006		8.707	.000		
Abs_DACJ	.190	.038	.283	5.071	.000	.974	1.027
Spec	-.061	.007	-.466	-8.347	.000	.974	1.027
3 (Constant)	.046	.007		7.043	.000		
Abs_DACJ	.254	.044	.378	5.820	.000	.700	1.429
Spec	-.041	.010	-.313	-4.002	.000	.481	2.078
Abs_DACJ*Spec	-.226	.082	-.223	-2.747	.007	.446	2.243

a. Dependent Variable: Invineff

تحليل الحساسية للفرض الثالث للبحث

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.705[a]	.498	.474	.0465392722

a. Predictors: (Constant), Slack, Abs_DACJ*B ind, MTB, Age, LEV, Tang, ROA, SIZE, B Ind, Abs_DACJ

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.449	10	.045	20.710	.000[b]
	Residual	.453	209	.002		
	Total	.901	219			

a. Dependent Variable: Invineff
b. Predictors: (Constant), Slack, Abs_DACJ*B ind, MTB, Age, LEV, Tang, ROA, SIZE, B Ind, Abs_DACJ

Coefficients[a]

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.257	.050		5.101	.000		
Abs_DACJ	.126	.049	.188	2.557	.011	.444	2.250
B Ind	-.184	.034	-.374	-5.361	.000	.493	2.030
Abs_DACJ*B ind	-.017	.127	-.011	-.137	.891	.379	2.636
LEV	-.037	.015	-.139	-2.453	.015	.749	1.336
SIZE	.007	.002	.201	3.771	.000	.848	1.180
MTB	-.017	.007	-.128	-2.426	.016	.860	1.162
ROA	.229	.036	.337	6.413	.000	.868	1.152
Age	-.011	.005	-.112	-2.110	.036	.859	1.164
Tang	.048	.017	.146	2.846	.005	.914	1.094
Slack	.029	.028	.054	1.043	.298	.894	1.119

a. Dependent Variable: Invineff

الإنحدار الهيراركي

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.359[a]	.129	.125	.0600127677	.129	32.233	1	218	.000
2	.580[b]	.336	.330	.0525149291	.207	67.694	1	217	.000
3	.580[c]	.336	.327	.0526167970	.000	.161	1	216	.689

a. Predictors: (Constant), Abs_DACJ
b. Predictors: (Constant), Abs_DACJ, B Ind
c. Predictors: (Constant), Abs_DACJ, B Ind, Abs_DACJ*B ind

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.116	1	.116	32.233	.000[b]
	Residual	.785	218	.004		
	Total	.901	219			
2	Regression	.303	2	.151	54.894	.000[c]
	Residual	.598	217	.003		
	Total	.901	219			
3	Regression	.303	3	.101	36.508	.000[d]
	Residual	.598	216	.003		
	Total	.901	219			

a. Dependent Variable: Invineff
b. Predictors: (Constant), Abs_DACJ
c. Predictors: (Constant), Abs_DACJ, B Ind
d. Predictors: (Constant), Abs_DACJ, B Ind, Abs_DACJ*B ind

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.025	.006		4.266	.000		
	Abs_DACJ	.241	.042	.359	5.677	.000	1.000	1.000
2	(Constant)	.102	.011		9.559	.000		
	Abs_DACJ	.185	.038	.276	4.903	.000	.968	1.033
	B Ind	-.227	.028	-.463	-8.228	.000	.968	1.033
3	(Constant)	.104	.012		8.390	.000		
	Abs_DACJ	.170	.054	.253	3.128	.002	.471	2.122
	B Ind	-.236	.036	-.481	-6.586	.000	.575	1.739
	Abs_DACJ*B ind	.056	.139	.035	.401	.689	.403	2.479

a. Dependent Variable: Invineff

ثالثا: التحليل الإضافي للعينات الفرعية

العينة الفرعية بالمشاهدات التي تمثل إستثمار زائد

الفرض الأول للبحث

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.785[a]	.616	.572	.0605986341

a. Predictors: (Constant), Slack, Abs_DACKO, Age, SIZE, ROA, LEV, MTB, Tang

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.412	8	.052	14.031	.000[b]
	Residual	.257	70	.004		
	Total	.669	78			

a. Dependent Variable: Invineff

b. Predictors: (Constant), Slack, Abs_DACKO, Age, SIZE, ROA, LEV, MTB, Tang

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.477	.131		3.647	.001		
	Abs_DACKO	.122	.045	.231	2.706	.009	.752	1.330
	LEV	-.159	.039	-.356	-4.104	.000	.728	1.374
	SIZE	.016	.006	.264	2.856	.006	.644	1.552
	MTB	-.016	.013	-.111	-1.294	.200	.740	1.351
	ROA	.244	.075	.301	3.260	.002	.646	1.549
	Age	-.048	.013	-.283	-3.689	.000	.932	1.072
	Tang	.028	.054	.052	.517	.607	.547	1.828
	Slack	-.044	.066	-.057	-.666	.508	.754	1.325

a. Dependent Variable: Invineff

الفرض الثاني للبحث

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.812[a]	.659	.609	.0579210025

a. Predictors: (Constant), Slack, Abs_DACKO, Age, SIZE, ROA, Abs_DACKo*Spec, LEV, MTB, Tang, Spec

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.441	10	.044	13.149	.000[b]
	Residual	.228	68	.003		
	Total	.669	78			

a. Dependent Variable: Invineff

b. Predictors: (Constant), Slack, Abs_DACKO, Age, SIZE, ROA, Abs_DACKo*Spec, LEV, MTB, Tang, Spec

Coefficients[a]

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.288	.142		2.036	.046		
Abs_DACKO	.090	.045	.170	2.005	.049	.697	1.435
Spec	-.054	.027	-.278	-2.002	.049	.260	3.842
Abs_DACKo*Spec	.042	.322	.016	.130	.897	.311	3.216
LEV	-.151	.037	-.340	-4.066	.000	.718	1.392
SIZE	.007	.006	.123	1.208	.231	.487	2.053
MTB	-.014	.012	-.096	-1.150	.254	.717	1.394
ROA	.231	.072	.284	3.185	.002	.631	1.584
Age	-.040	.013	-.241	-3.212	.002	.891	1.122
Tang	.057	.053	.106	1.078	.285	.517	1.936
Slack	-.002	.066	-.002	-.024	.981	.682	1.466

a. Dependent Variable: Invineff

الإنحدار الهيراركي

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.452[a]	.204	.194	.0831715028	.204	19.749	1	77	.000
2	.580[b]	.336	.318	.0764748756	.132	15.076	1	76	.000
3	.581[c]	.337	.311	.0768984295	.001	.165	1	75	.686

a. Predictors: (Constant), Abs_DACKO

b. Predictors: (Constant), Abs_DACKO, Spec

c. Predictors: (Constant), Abs_DACKO, Spec, Abs_DACKo*Spec

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.137	1	.137	19.749	.000[b]
	Residual	.533	77	.007		
	Total	.669	78			
2	Regression	.225	2	.112	19.217	.000[c]
	Residual	.444	76	.006		
	Total	.669	78			
3	Regression	.226	3	.075	12.726	.000[d]
	Residual	.444	75	.006		
	Total	.669	78			

a. Dependent Variable: Invineff
b. Predictors: (Constant), Abs_DACKO
c. Predictors: (Constant), Abs_DACKO, Spec
d. Predictors: (Constant), Abs_DACKO, Spec, Abs_DACKo*Spec

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.037	.012		3.166	.002		
	Abs_DACKO	.239	.054	.452	4.444	.000	1.000	1.000
2	(Constant)	.070	.014		5.110	.000		
	Abs_DACKO	.179	.052	.338	3.450	.001	.911	1.098
	Spec	-.074	.019	-.380	-3.883	.000	.911	1.098
3	(Constant)	.070	.014		5.026	.000		
	Abs_DACKO	.182	.053	.344	3.455	.001	.894	1.119
	Spec	-.064	.031	-.330	-2.097	.039	.356	2.810
	Abs_DACKo*Spec	-.157	.386	-.062	-.406	.686	.382	2.620

a. Dependent Variable: Invineff

الفرض الثالث للبحث

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.820[a]	.672	.624	.0568011657

a. Predictors: (Constant), Slack, Abs_DACKo*B Ind, Age, SIZE, ROA, B_Ind, MTB, LEV, Tang, Abs_DACKO

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.450	10	.045	13.943	.000[b]
	Residual	.219	68	.003		
	Total	.669	78			

a. Dependent Variable: Invineff
b. Predictors: (Constant), Slack, Abs_DACKo*B Ind, Age, SIZE, ROA, B_Ind, MTB, LEV, Tang, Abs_DACKO

Coefficients[a]

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.447	.123		3.630	.001		
Abs_DACKO	-.127	.109	-.240	-1.164	.249	.113	8.826
B_Ind	-.236	.070	-.356	-3.362	.001	.431	2.320
Abs_DACKo*B Ind	-.028	.013	-.477	-2.141	.036	.097	10.312
LEV	-.076	.044	-.171	-1.739	.087	.496	2.018
SIZE	.014	.005	.227	2.599	.011	.631	1.584
MTB	-.011	.012	-.077	-.921	.360	.682	1.467
ROA	.225	.072	.277	3.131	.003	.614	1.628
Age	-.018	.015	-.109	-1.228	.224	.608	1.644
Tang	.003	.054	.006	.058	.954	.478	2.090
Slack	-.026	.064	-.034	-.404	.688	.696	1.438

a. Dependent Variable: Invineff

الإنحدار الهيراركي

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.452[a]	.204	.194	.0831715028	.204	19.749	1	77	.000
2	.619[b]	.383	.367	.0737140828	.179	22.025	1	76	.000
3	.764[c]	.584	.568	.0608997459	.201	36.348	1	75	.000

a. Predictors: (Constant), Abs_DACKO
b. Predictors: (Constant), Abs_DACKO, B_Ind
c. Predictors: (Constant), Abs_DACKO, B_Ind, Abs_DACKo*B Ind

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.137	1	.137	19.749	.000[b]
	Residual	.533	77	.007		
	Total	.669	78			
2	Regression	.256	2	.128	23.583	.000[c]
	Residual	.413	76	.005		
	Total	.669	78			
3	Regression	.391	3	.130	35.151	.000[d]
	Residual	.278	75	.004		
	Total	.669	78			

a. Dependent Variable: Invineff
b. Predictors: (Constant), Abs_DACKO
c. Predictors: (Constant), Abs_DACKO, B_Ind
d. Predictors: (Constant), Abs_DACKO, B_Ind, Abs_DACKo*B Ind

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.037	.012		3.166	.002		
	Abs_DACKO	.239	.054	.452	4.444	.000	1.000	1.000
2	(Constant)	.135	.023		5.793	.000		
	Abs_DACKO	.145	.052	.275	2.811	.006	.851	1.176
	B_Ind	-.304	.065	-.458	-4.693	.000	.851	1.176
3	(Constant)	.178	.021		8.660	.000		
	Abs_DACKO	-.323	.089	-.610	-3.644	.000	.197	5.065
	B_Ind	-.350	.054	-.528	-6.479	.000	.834	1.200
	Abs_DACKo*B Ind	-.058	.010	-.971	-6.029	.000	.214	4.676

a. Dependent Variable: Invineff

العينة الفرعية بالمشاهدات التي تمثل إستثمار أقل من اللازم

الفرض الأول للبحث

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.570[a]	.325	.284	.0307068828

a. Predictors: (Constant), Slack, LEV, Tang, Age, MTB, Abs_DACKo, SIZE, ROA

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.060	8	.007	7.949	.000[b]
	Residual	.124	132	.001		
	Total	.184	140			

a. Dependent Variable: Invineff

b. Predictors: (Constant), Slack, LEV, Tang, Age, MTB, Abs_DACKo, SIZE, ROA

Coefficients[a]

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.010	.040		.250	.803		
Abs_DACKo	.146	.029	.423	5.065	.000	.732	1.366
LEV	-.024	.011	-.167	-2.141	.034	.843	1.187
SIZE	.000	.002	.008	.093	.926	.761	1.314
MTB	-.007	.007	-.074	-.964	.337	.859	1.164
ROA	.089	.042	.190	2.114	.036	.632	1.583
Age	8.680E-5	.004	.002	.022	.983	.796	1.257
Tang	.027	.014	.152	1.942	.054	.839	1.192
Slack	.043	.025	.140	1.737	.085	.783	1.277

a. Dependent Variable: Invineff

الفرض الثاني للبحث

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.912[a]	.832	.819	.0154246340

a. Predictors: (Constant), Slack, Spec, Abs_DACKo, Age, MTB, LEV, Tang, SIZE, ROA, Abs_DACKo*Spec

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.153	10	.015	64.515	.000[b]
	Residual	.031	130	.000		
	Total	.184	140			

a. Dependent Variable: Invineff

b. Predictors: (Constant), Slack, Spec, Abs_DACKo, Age, MTB, LEV, Tang, SIZE, ROA, Abs_DACKo*Spec

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.089	.020		4.344	.000		
	Abs_DACKo	.203	.018	.589	11.460	.000	.488	2.050
	Spec	-.031	.004	-.414	-7.825	.000	.461	2.169
	Abs_DACKo*Spec	-.217	.027	-.448	-7.939	.000	.405	2.471
	LEV	-.006	.006	-.041	-1.037	.302	.819	1.221
	SIZE	.002	.001	.112	2.681	.008	.744	1.343
	MTB	-.009	.004	-.092	-2.345	.021	.841	1.189
	ROA	.062	.021	.133	2.919	.004	.623	1.605
	Age	.000	.002	-.008	-.194	.846	.788	1.270
	Tang	-.009	.007	-.049	-1.213	.227	.781	1.280
	Slack	.024	.013	.078	1.889	.061	.765	1.308

a. Dependent Variable: Invineff

الإنحدار الهيراركي

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.514[a]	.264	.259	.0312422076	.264	49.944	1	139	.000
2	.835[b]	.696	.692	.0201409977	.432	196.454	1	138	.000
3	.895[c]	.801	.797	.0163592893	.105	72.176	1	137	.000

a. Predictors: (Constant), Abs_DACKo

b. Predictors: (Constant), Abs_DACKo, Spec

c. Predictors: (Constant), Abs_DACKo, Spec, Abs_DACKo*Spec

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.049	1	.049	49.944	.000[b]
	Residual	.136	139	.001		
	Total	.184	140			
2	Regression	.128	2	.064	158.313	.000[c]
	Residual	.056	138	.000		
	Total	.184	140			
3	Regression	.148	3	.049	184.036	.000[d]
	Residual	.037	137	.000		
	Total	.184	140			

a. Dependent Variable: Invineff
b. Predictors: (Constant), Abs_DACKo
c. Predictors: (Constant), Abs_DACKo, Spec
d. Predictors: (Constant), Abs_DACKo, Spec, Abs_DACKo*Spec

Coefficients[a]

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.020	.004		5.459	.000		
Abs_DACKo	.177	.025	.514	7.067	.000	1.000	1.000
2 (Constant)	.042	.003		14.744	.000		
Abs_DACKo	.158	.016	.459	9.751	.000	.993	1.007
Spec	-.049	.003	-.660	-14.016	.000	.993	1.007
3 (Constant)	.033	.003		13.221	.000		
Abs_DACKo	.236	.016	.685	14.707	.000	.668	1.497
Spec	-.025	.004	-.345	-6.481	.000	.512	1.952
Abs_DACKo*Spec	-.238	.028	-.493	-8.496	.000	.431	2.322

a. Dependent Variable: Invineff

الفرض الثالث للبحث

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.749[a]	.561	.527	.0249539230

a. Predictors: (Constant), Slack, LEV, Abs_DACKo*B Ind, MTB, Age, Tang, B Ind, SIZE, ROA, Abs_DACKo

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.103	10	.010	16.617	.000[b]
	Residual	.081	130	.001		
	Total	.184	140			

a. Dependent Variable: Invineff
b. Predictors: (Constant), Slack, LEV, Abs_DACKo*B Ind, MTB, Age, Tang, B Ind, SIZE, ROA, Abs_DACKo

Coefficients[a]

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.095	.035		2.755	.007		
Abs_DACKo	.225	.027	.654	8.330	.000	.548	1.824
B Ind	-.148	.020	-.501	-7.430	.000	.744	1.344
Abs_DACKo*B Ind	-.009	.003	-.219	-3.158	.002	.705	1.419
LEV	.007	.010	.051	.735	.464	.713	1.402
SIZE	.002	.001	.078	1.160	.248	.744	1.343
MTB	.000	.006	-.004	-.065	.948	.843	1.186
ROA	.014	.035	.030	.397	.692	.591	1.692
Age	.000	.003	.009	.131	.896	.792	1.262
Tang	.005	.012	.028	.424	.672	.795	1.258
Slack	.009	.021	.030	.451	.653	.751	1.331

a. Dependent Variable: Invineff

الإنحدار الهيراركي

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.514[a]	.264	.259	.0312422076	.264	49.944	1	139	.000
2	.717[b]	.515	.508	.0254647371	.250	71.228	1	138	.000
3	.742[c]	.550	.540	.0246112803	.035	10.737	1	137	.001

a. Predictors: (Constant), Abs_DACKo
b. Predictors: (Constant), Abs_DACKo, B Ind
c. Predictors: (Constant), Abs_DACKo, B Ind, Abs_DACKo*B Ind

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.049	1	.049	49.944	.000[b]
	Residual	.136	139	.001		
	Total	.184	140			
2	Regression	.095	2	.047	73.203	.000[c]
	Residual	.089	138	.001		
	Total	.184	140			
3	Regression	.101	3	.034	55.824	.000[d]
	Residual	.083	137	.001		
	Total	.184	140			

a. Dependent Variable: Invineff
b. Predictors: (Constant), Abs_DACKo
c. Predictors: (Constant), Abs_DACKo, B Ind
d. Predictors: (Constant), Abs_DACKo, B Ind, Abs_DACKo*B Ind

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.020	.004		5.459	.000		
	Abs_DACKo	.177	.025	.514	7.067	.000	1.000	1.000
2	(Constant)	.068	.006		10.584	.000		
	Abs_DACKo	.185	.020	.537	9.047	.000	.998	1.002
	B Ind	-.148	.018	-.501	-8.440	.000	.998	1.002
3	(Constant)	.062	.007		9.396	.000		
	Abs_DACKo	.222	.023	.646	9.742	.000	.747	1.339
	B Ind	-.139	.017	-.470	-8.081	.000	.971	1.029
	Abs_DACKo*B Ind	-.009	.003	-.220	-3.277	.001	.728	1.373

a. Dependent Variable: Invineff