

أثر التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة  
الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة الصناعية المقيدة  
بالبورصة المصرية  
د. محمد سامي سلامه خلف<sup>١</sup>

**خلاصة البحث:**

يهدف البحث إلى دراسة واختبار أثر التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية. ومن خلال تحليل الدراسات السابقة تم اشتقاق ثلاثة فروض رئيسية، وتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فروض الدراسة، وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي EViews 10، وبالتطبيق على بيانات ٩٠ شركة صناعية من الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية تنتمي إلى سبع قطاعات، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠١٥ إلى عام ٢٠١٩. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات المساهمة الصناعية المصرية ذات جودة التقارير المالية المرتفعة لديها مستوى مرتفع من كفاءة الاستثمار حيث تنخفض الاستثمارات الأكثر والأقل من اللازم لديها ويرجع ذلك إلى أن التقارير المالية مرتفعة الجودة تلعب دوراً رئيسياً في الحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة ومقدمي رأس المال والذي بدوره يخفض من مشاكل المخاطر الأخلاقية والاختيار المعاكس. كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات المساهمة الصناعية المصرية التي يتم مراجعتها بواسطة مراجع متخصص في الصناعة ينخفض لديها الاستثمار الأكثر من اللازم ويرجع ذلك إلى زيادة فاعلية الدور الرقابي على عملية إعداد التقارير المالية مما يسهم في الحد من عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين ويحسن من جودة القرارات الاستثمارية الإدارية. أخيراً، توصلت الدراسة إلى أن الشركات المساهمة الصناعية المصرية ذات جودة التقارير المالية المرتفعة والتي تم مراجعتها بواسطة مراجع متخصص في الصناعة لديها مستوى مرتفع من كفاءة الاستثمار حيث تنخفض الاستثمارات الأكثر من اللازم لديها ويرجع ذلك إلى أن التخصص الصناعي للمراجع يسهم في تحسين العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار.

الكلمات المفتاحية: التخصص الصناعي للمراجع، جودة التقارير المالية، كفاءة الاستثمار.

---

<sup>١</sup> مدرس المحاسبة والمراجعة - كلية التجارة - جامعة الإسكندرية

E-mail: mohamed\_sami@alexu.edu.eg

# **The impact of the auditor specialization and financial reporting quality on the investment efficiency: an applied study on industrial firms listed on the Egyptian Stock Exchange**

## **Abstract**

This research aims to study and test the effect of the auditor specialization and financial reporting quality on the investment efficiency of industrial firms listed on the Egyptian Stock Exchange. Through the literature review, three main hypotheses were derived, and we used Panel Regression to test the study hypotheses by relying on the EViews 10 statistical program, and by using data from 90 industrial firms listed on the Egyptian Stock Exchange belonging to seven different sectors and that during the period from 2015 to 2019. The study found that Egyptian industrial firms listed on the Egyptian Stock Exchange with higher-quality financial reporting have a high level of investment efficiency by reducing over- and under-investment, because high-quality financial reporting relating to the reduction of information asymmetry between firms and external suppliers of capital, which in turn reduces friction such as moral hazard and adverse selection that hamper efficient investment. The study also found that the auditor specialization has been discovered to help greatly in improving investment efficiency, while reducing the overinvestment problem, due to the increased effectiveness of the supervisory role over the financial reporting process, which contributes to the reduction of information asymmetry between managers and shareholders and improves the quality of managers' investment decisions. Finally, the study found that quality financial reports are positively associated with investment efficiency for firms whose auditor is an industry specialist, as decrease overinvestments, because the auditor specialization contributes to improving the relationship between financial reporting quality and investment efficiency.

Keywords: auditor specialization; financial reporting quality; investment efficiency.

## ١ - المقدمة:

تعتبر القرارات الاستثمارية من أهم القرارات التي يتخذها المديرين، لأن هذه القرارات لها تأثير مباشر ليس فقط على مستوى الشركة (نظرًا لأهمية الاستثمار كمحدد رئيس لمعدل العائد على رأس المال الذي يحصل عليه المستثمرون) وإنما أيضًا له تأثير مباشر على مستوى الاقتصاد الكلي (نظرًا لأهمية الاستثمار كمحدد أساسي لمعدل النمو). نتيجة لذلك فقد زاد الاهتمام في الآونة الأخيرة بضرورة زيادة كفاءة الاستثمار، حيث أنه نتيجة لفصل الملكية عن اتخاذ القرارات فإن المديرين قد يقومون بالاستثمار في مشروعات دون المستوى الأمثل بهدف زيادة منافعهم الخاصة على حساب مصالح المساهمين، خاصة في ظل زيادة عدم تماثل المعلومات، ونتيجة لذلك فقد اهتمت العديد من الباحثين بدراسة دور المعلومات المحاسبية في الحد من عدم تماثل المعلومات واختيار أفضل الفرص الاستثمارية، حيث أن زيادة جودة الإفصاح المالي من المرجح أن تحد من السلوك الانتهازي للمديرين (Bzeouich et al., 2019). ومن هنا يظهر التساؤل ما إذا كان زيادة جودة التقارير المالية تسهم في الحد من الاستثمار الأكثر و الأقل من اللازم أم لا، حيث يشير Biddle et al. (2009) أن زيادة جودة التقارير المالية للشركات يسهم في جذب رؤوس الأموال من خلال جعل المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة أكثر وضوحًا للمستثمرين، كما أن زيادة جودة التقارير المالية يسهم في الحد من الحوافز الانتهازية للمديرين ويقلل من الاستثمار الأكثر من اللازم في الشركات التي يتوفر لديها رأس المال، كما أنه يزيد من قدرة المستثمرين على مراقبة قرارات الإدارة الاستثمارية.

إن من أحد أهم أهداف معلومات التقارير المالية هو المساهمة في التخصيص الأمثل لرأس المال من خلال تحسين جودة قرارات الاستثمار، حيث أن زيادة شفافية المعلومات المالية يحسن من كفاءة الاستثمار (Chen et al., 2011). حيث أن جودة التقارير المالية تقاس بمدى دقة وجودة المعلومات المفصّل عنها في التقارير المالية في التعبير عن عمليات الشركة وتدفقاتها النقدية المستقبلية، وهذا يتفق مع قائمة مفاهيم المحاسبة المالية Statement of Financial Accounting Concepts No. 1 (1978) الصادرة من مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي (FASB) والتي تنص على أن أحد أهداف التقارير المالية هو الإفصاح عن المعلومات للمستثمرين الحاليين والمحتملين لمساعدتهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة والتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية للشركة.

يتضح مما سبق أن زيادة جودة التقارير المالية يمكن أن تسهم في زيادة كفاءة الاستثمار من خلال الحد من الاحتكاكات الاقتصادية مثل المخاطر الأخلاقية Moral Hazard الناتجة

عن عدم كفاءة المديرين في استخدام الفائض النقدي المتاح والاختيار المعاكس Adverse Selection الناتج عن رغبة المديرين في إصدار أوراق مالية بأسعار مبالغ فيها (e.g., Leuz and Verrecchia, 2000; Biddle et al. 2009) حيث يستخدم المساهمين معلومات التقارير المالية - والتي تعتبر مصدر رئيس للمعلومات بالنسبة للمستثمرين - لمراقبة المديرين، ومن ثم فإن زيادة جودة التقارير المالية يسهم في زيادة قدرة المساهمين على مراقبة الأنشطة الاستثمارية الإدارية، ومن ثم زيادة كفاءة الاستثمار من خلال الحد من المخاطر الأخلاقية (Biddle et al. 2009). كما أن زيادة عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين يجعل مقدمي رأس المال يصنفون رأس مال هذه الشركة على أنه من النوع الرديء ويقومون بخفض سعر السهم، إلا أن زيادة جودة التقارير المالية قد تخفف من حدة هذه المشكلة (Biddle et al. 2009)، حيث يرى (Chang et al. (2009 أنه وفقاً لنموذج الاختيار المعاكس، فإن الشركات التي لديها تقارير مالية مرتفعة الجودة يكون لديه مرونة أكبر عند زيادة رأس المال، ومن ثم فإن زيادة جودة التقارير المالية تسهم في زيادة كفاءة الاستثمار من خلال تخفيض تكاليف الاختيار المعاكس وخفض تكاليف التمويل الخارجية وتقليل احتمالية حصول الشركة على تمويل زائد عن حاجتها بسبب سوء التسعير المؤقت لأسهم الشركة.

كما تقترح نظرية الوكالة أن فصل الملكية عن الإدارة يولد حافز لدى الإدارة للعمل نحو تعظيم مصالحها الشخصية على حساب مصلحة المساهمين، ونتيجة لأن المساهمين يعتمدون على المعلومات المحاسبية لتقييم أداء الإدارة، فإن المديرين يقومون بالتلاعب في المعلومات المحاسبية، وتعتبر عملية المراجعة أحد أهم الأدوات التي يعتمد عليها المساهمين في التحقق من مدى صحة المعلومات المفصح عنها وخلوها من الأخطاء الجوهرية، وكلما زادت جودة عملية المراجعة، كلما زادت فرص اكتشاف الأخطاء الجوهرية، وتعتمد جودة المراجعة جزئياً على ما إذا كان المراجع متخصصاً في الصناعة أم لا، حيث أن زيادة خبرة المراجع في الصناعة تمكنه من تحديد المشاكل الخاصة بالصناعة والبيانات الخاطئة، هذا فضلاً عن حرص شركات المراجعة المتخصصة في الصناعة على زيادة جودة المراجعة للحفاظ على سمعتها (Velury, 2003).

ونظراً لأن جودة التقارير المالية هي مسئولية مشتركة بين المديرين والمراجعين فإن الاستعانة بمراجعين متخصصين في الصناعة يحسن من جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية، حيث أن المراجعين المتخصصين يكون لديهم معرفة واسعة بالصناعة وعمليات عملاتهم، هذا فضلاً عن أنهم يستثمرون موارد كبيرة لتطوير معرفتهم ومصادر معلوماتهم، ونتيجة لذلك فإن المراجعين المتخصصين في الصناعة يروجون لأنفسهم كمراكز معرفة يمكن

أن تكون ذات قيمة لعملائهم من خلال توفير معلومات فعالة للمديرين تمكنهم من زيادة كفاءة القرارات الاستثمارية (Bae et al. 2017). بالإضافة إلى ما سبق، فإن التخصص الصناعي للمراجع يوفر العديد من المزايا التي تسهم في زيادة كفاءة الاستثمار منها الحد من ممارسات إدارة الأرباح، وضمان الاعتراف بالخسائر في الوقت المناسب، وتحسين جودة الإفصاح، وتخفيض تكلفة رأس المال، هذا فضلاً عن زيادة جودة المراجعة نتيجة لاستثمار قدر كبير من الموارد في تطوير الخبرة المتخصصة في الصناعة التي يعمل فيها العميل و/أو التعامل مع نسبة كبيرة من العملاء المتنوعين في نفس الصناعة الأمر الذي يسهم في زيادة خبرتهم ومعرفتهم بالصناعة ويحسن من جودة المراجعة (Habib, 2011).

يتضح مما سبق، أهمية جودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع في التأثير على القرارات الاستثمارية والتمويلية والتي يتحدد على أساسها مدى كفاءة الاستثمار في الشركات. وبالنسبة للوضع في مصر، فقد زاد الاهتمام بتحسين مستوى الاستثمار خاصة بعد صدور قانون الاستثمار الجديد رقم ٢٧ لسنة ٢٠١٧ (رميلي، ٢٠١٨). ونتيجة لندرة الدراسات التي تناولت أثر التخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار وخاصة في الدول النامية، فضلاً عن ندرة الدراسات التي تناولت الأثر التفاعلي لجودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار، تسعى الدراسة الحالية إلى دراسة وتحليل أثر كلٍ من التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

## ٢ - مشكلة البحث:

تعتبر القرارات الاستثمارية التي يتخذها المديرين من أهم القرارات التي تؤثر على مستقبل الشركة وعلى أصحاب المصلحة بالشركة، حيث تحدد تلك القرارات مدى نجاح أو فشل الشركة في تحقيق أهدافها وتلبية احتياجات المستثمرين والمقرضين باعتبارهم مقدمي رأس المال الرئيسيين. وتلعب التقارير المالية بما توفره من معلومات محاسبية دوراً مهماً في التأثير على القرارات الاستثمارية، حيث تعتبر التقارير المالية مرتفعة الجودة هامة بالنسبة لمتخذي القرارات الداخليين والخارجيين، فبالنسبة لاتخاذ القرارات الداخلية، فإن المعلومات المالية مرتفعة الجودة تساعد مديري الشركات على تحديد المشاريع الاستثمارية الجيدة مما يسهم في زيادة كفاءة الاستثمار، أما بالنسبة لاتخاذ القرارات الخارجية، فإن زيادة جودة المعلومات المحاسبية المفصح عنها تسمح لمقدمي رأس المال بتقييم أفضل الفرص الاستثمارية في الشركات ومراقبة الممارسات الإدارية، وتسهم المراجعة الخارجية في زيادة مصداقية التقارير المالية من خلال قيام طرف

مستقل ثالث بإبداء رأيه الفني المحايد عن مدى مصداقية وشفافية التقارير المالية وخلوها من الأخطاء الجوهرية (Hope, 2011)، ونتيجة لذلك فقد تناولت بعض الدراسات تحليل أثر كلٍ من التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار، إلا أن معظم تلك الدراسات كانت في أمريكا وبعض الدول المتقدمة، وكان هناك ندرة في الدراسات السابقة التي تناولت تلك العلاقة في الدول النامية، هذا فضلاً عن الندرة الشديدة في الدراسات التي تناولت الأثر التفاعلي لجودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار.

**نتيجة لما سبق تتمثل مشكلة البحث الأساسية في الإجابة على التساؤلات الآتية:**

- هل تؤثر جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية؟
- هل يؤثر التخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية؟
- ما هو الأثر التفاعلي لجودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية؟

### **٣ - هدف البحث:**

يهدف البحث إلى تحليل أثر التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة قرارات الاستثمار الإدارية، حيث أن التقارير المالية تلعب دوراً رئيسياً ليس فقط في التخفيف من عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين ولكن تؤثر أيضاً على قرارات التمويل والاستثمار المستقبلية، لذا تهدف دراستنا إلى تحليل ما إذا كان زيادة جودة التقارير المالية مرتبطة بزيادة كفاءة الاستثمار، هذا بالإضافة إلى فحص تأثير خبرة ومعرفة المراجعين بالصناعة على قرارات الاستثمار من خلال زيادة فاعلية الدور الرقابي على عملية إعداد التقارير المالية مما يسهم في الحد من عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين والذي بدوره يخفف من مشاكل المخاطر الأخلاقية والاختيار المعاكس، هذا فضلاً عن أن المراجعين المتخصصين في الصناعة يكون لديهم خبرة ومعرفة ليس فقط عن عمليات العميل ولكن عن عمليات الشركات الأخرى في نفس الصناعة، كما يقوم المراجع بنقل معلومات الصناعة داخل قاعدة عملائه، مما قد يساعد المديرين على اتخاذ قرارات استثمارية أفضل بسبب زيادة المعرفة حول صناعتهم.

#### ٤ - أهمية البحث:

تؤثر القرارات الاستثمارية التي تتخذها الإدارة بشكل مباشر على ربحية وقيمة الشركة، لذلك فإن دراسة محددات كفاءة الاستثمار تعتبر من الأهمية بمكان. لذلك تتمثل أهمية البحث في بُعدين هما، الأهمية العلمية، والأهمية العملية. فبالنسبة للأهمية العلمية، تظهر أهمية البحث في كونه يقدم تحليلاً للبيئة المصرية التي لا يمكن تعميم نتائج البحوث في الدول الأخرى عليها نتيجة لاختلاف العوامل البيئية والقيم المجتمعية السائدة في البيئة المصرية، هذا فضلاً عن ندرة الدراسات الحالية التي تناولت أثر كلٍ من التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار.

أما فيما يتعلق بالأهمية العملية، فإن هذا البحث يستمد أهميته العملية من منفعه لكل من المستثمرين، والمقرضين، وسوق رأس المال وغيرهم من أصحاب المصلحة في مصر، وغيرها من الدول النامية التي تتشابه بيئة الأعمال فيها مع بيئة الأعمال المصرية، وذلك من خلال التحليل الذي سيقدمه الباحث لأثر كلٍ من التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، الأمر الذي يمكن مستخدمي التقارير المالية في فهم القرارات الاستثمارية للشركات الصناعية المصرية، كما تسعى دراستنا إلى الوصول إلى دليل تجريبي عن مدى فائدة المعلومات المحاسبية في مجال الاستثمار، حيث يمكن أن تسهم نتائج هذا الدراسة في تحفيز معدي التقارير المالية على توفير معلومات محاسبية ذات جودة مرتفعة لتلبية احتياجات مستخدمي التقارير المالية من ناحية واستعادة أهمية دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات من ناحية أخرى، هذا فضلاً عن تطوير البنية التحتية الاقتصادية المصرية وتحويلها إلى نظام فعال للإفصاح المالي من أجل تحسين دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتخصيص رأس المال.

#### ٥ - حدود البحث:

يقوم هذا البحث بتحليل أثر كلٍ من التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية وذلك خلال الفترة من ٢٠١٥-٢٠١٩، ومن ثم يخرج عن نطاق البحث باقي العوامل الأخرى المؤثرة على كفاءة الاستثمار مثل الملكية الأجنبية ومدة استحقاق الديون وخصائص مجلس الإدارة ومخاطر السوق والمسؤولية الاجتماعية وتوقعات المديرين وغيرها من العوامل، وذلك نتيجة إما لصعوبة الحصول على البيانات عن تلك المتغيرات أو نتيجة لأن هذه المتغيرات تتميز بانخفاض عدد مشاهداته حيث أن لها قيمة واحدة سنوية مما يجعلها أقل العوامل المؤثرة

على كفاءة الاستثمار من حيث درجة الثقة في النتائج، كما يخرج عن نطاق البحث الشركات غير الصناعية وشركات القطاع المالي (البنوك وشركات التأمين والخدمات المالية).

## ٦- منهجية البحث:

يعتمد منهج البحث على شقين إحداهما نظري والأخر تطبيقي على النحو التالي:  
**الشق النظري**، يقوم الباحث فيه باستقراء الأدب المحاسبي فيما يتعلق بأثر كلٍ من التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار، بالإضافة إلى استعراض نتائج أهم الدراسات السابقة التي تناولت تلك العلاقة تمهيداً لاشتقاق فروض البحث.  
**الشق التطبيقي**، يقوم الباحث فيه بعمل دراسة تطبيقية لاختبار فروض البحث التي تم التوصل إليها في الشق النظري، باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد، وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي EViews 10، وبالتطبيق على بيانات عينة من ٩٠ شركة من الشركات المساهمة الصناعية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية تنتمي إلى سبع قطاعات مختلف، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠١٥ إلى عام ٢٠١٩.

## ٧- خطة البحث:

في ضوء مشكلة البحث وتحقيقاً لهدفه، سوف يستكمل البحث كالتالي:

- ١-٧- ماهية كفاءة الاستثمار وأهم محدداته.
- ٢-٧- استقراء وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت أثر جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار.
- ٣-٧- استقراء وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت أثر التخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار.
- ٤-٧- استقراء وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت الأثر التفاعلي لكل من التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار.
- ٥-٧- الدراسة التطبيقية.
- ٦-٧- النتائج والاستنتاجات والتوصيات ومجالات البحث المقترحة.

## ٧-١ - ماهية كفاءة الاستثمار وأهم محدداته:

من الناحية المفاهيمية فإن كفاءة الاستثمار تعنى أن الشركة تستثمر في المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وبالتالي فإن الاستثمار الأقل من اللازم يعنى إضاعة فرص استثمارية ذات صافي قيمة عالية موجبة، وفي المقابل فإن الإفراط في الاستثمار قد يؤدي إلى الاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة عالية سالبة (Biddle et al. 2009). ووفقاً للنظرية الكلاسيكية الجديدة فإن الشركات تظل تستثمر حتى تتساوى المنفعة الحدية مع التكلفة الحدية للاستثمارات حتى تتمكن الشركات من تعظيم قيمتها، أما وفقاً للنظرية الكنزية فإنه يتم تحديد الاستثمار المتوقع من خلال المفاضلة بين الرغبة في النمو أو الرغبة في تحقيق الاستقرار المالي وعدم التعرض لمشاكل تمويلية في المستقبل، أما من وجهة النظر المحاسبية فإن نظرية الوكالة تشير إلى أن زيادة عدم تماثل المعلومات قد يؤدي إلى الانحراف عن مستويات الاستثمار الأمثل نتيجة لمشاكل الاختيار المعاكس والمخاطر الأخلاقية، حيث يفترض أن يتم تمويل وتنفيذ جميع المشروعات ذات القيمة الحالية الموجبة في السوق المالي الكفاء (Gomariz and Ballesta, 2014)، إلا أن عدم تماثل المعلومات بين المديرين ومقدمي رأس المال يؤدي إلى وجود قيود على السيولة المتاحة للشركة (عندما يقوم المستثمرون بالامتناع عن تقديم رأس المال لحماية أنفسهم من الاختيار المعاكس)، أو وجود مشاكل نتيجة زيادة الفائض النقدي المتاح للشركة (عندما يصعب على المستثمرين مراقبة الإنفاق الإداري) (Biddle and Hilary, 2006).

وهناك العديد من المحددات المؤثرة في كفاءة الاستثمار، إلا أن أهم تلك المحددات هو تحقيق الربح، حيث تستمر الشركات في الاستثمار حتى تساوي المنفعة الحدية للاستثمار الرأسمالي مع التكلفة الحدية، حيث يحصل المديرين على تمويل للمشروعات ذات القيم الحالية الموجبة بسعر الفائدة السائد في السوق، إلا أنه في بعض الحالات قد تخرج الشركات عن المستوى الأمثل للاستثمار - إما زيادة الاستثمار أو نقصه - نتيجة لزيادة عدم تماثل المعلومات بين المديرين ومقدمي رأس المال، مما يجعل المديرين يقومون بالاستثمار في مشروعات لا تخدم مصالح المساهمين تحقيقاً لمصالحهم الشخصية، حيث تشير نماذج المخاطر الأخلاقية إلى أن المديرين يقومون بالاستثمار في مشروعات ذات قيمة عالية سالبة عند اختلاف حوافز المديرين مع حوافز الوكيل، حيث تؤدي الحوافز الانتهازية للمديرين إلى الإفراط في الاستثمار أو نقصه اعتماداً على مدى توفر رأس المال، فقد يقوم المديرين بالإفراط في الاستثمار عند توافر موارد للاستثمار، إلا أنه في بعض الأحيان قد يدرك مقدمي رأس المال تلك المشكلة مما قد يؤدي إلى نقص الاستثمار (Biddle et al. 2009).

ومن ناحية أخرى، تشير نماذج الاختيار المعاكس أن المديرين يكونوا على علم أفضل بأوضاع الشركة من المستثمرين، لذلك يقومون باختيار توقيت إصدار الأسهم لبيعها بأسعار مرتفعة، وإذا نجحوا في تحقيق ذلك، فإنهم قد يقومون بالاستثمار أكثر من اللازم باستخدام تلك المبالغ الفائضة (Baker et al. 2003). وعلى العكس من ذلك، يرى Myers and Majluf (1984) أن المديرين عندما يهتمون بمصلحة المساهمين الحاليين، وتحتاج الشركة إلى تمويل مشروعات ذات قيمة عالية موجبة، فقد يرفض المديرين إصدار أوراق مالية بسعر منخفض حتى ولو كان ذلك على حساب التضحية بفرص استثمارية جيدة.

يتضح مما سبق، أن عدم تماثل المعلومات بين الإدارة ومقدمي رأس المال يمكن أن يخفض من كفاءة استثمار رأس المال نتيجة للمخاطر الأخلاقية والاختيار المعاكس الذي ينتج عنهما استثمار أقل أو أكثر من اللازم، وذلك نتيجة لإحدى عاملين وهما، أولاً: تقنين رأس المال Capital Rationing: والنتائج عن عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين، حيث يقوم المستثمرين بالتوقف عن تمويل الشركة عند شعورهم بقيام المديرين باستغلال المعلومات الخاصة لإصدار الأوراق المالية بأسعار مبالغ فيها، ويؤدي الاعتماد على التمويل الداخلي إلى زيادة حساسية الاستثمارات لانخفاض في التدفقات النقدية. ثانياً: مشاكل الوكالة: وتظهر تلك المشاكل عند وجود رغبة لدى المديرين نحو زيادة حجم الشركة بدلاً من إعادة الأموال الفائضة للمستثمرين، الأمر الذي يسهم في زيادة حساسية الاستثمارات للزيادة في التدفقات النقدية (Biddle and Hilary, 2006).

وقد تناولت الدراسات السابقة العديد من محددات كفاءة الاستثمار الأخرى، فيشير Bzeouich et al., (2019) أن حجم مجلس الإدارة، واستقلالية أعضائه، والتنوع بين الجنسين ترتبط بشكل إيجابي بكفاءة الاستثمار، حيث تسهم تلك الخصائص في تقليل ممارسات إدارة الأرباح وتؤثر بشكل إيجابي على قرارات الاستثمار وتخصيص موارد رأس المال. وتشير تلك النتائج إلى أن خصائص مجلس الإدارة تحسن من المراقبة الإدارية وتعتبر أحد أهم آليات حوكمة الشركات التي تضمن كفاءة استثمار الشركات، وتُظهر هذه النتائج أن جودة المعلومات تلعب دوراً أكثر بروزاً في توجيه الإدارة لاختيار الاستثمارات المناسبة عندما تكون بيئة حوكمة الشركات قوية. كما يشير Tran (2020) أن هناك علاقة سلبية بين الملكية الأجنبية وكفاءة الاستثمار ويرجع ذلك إلى تفضيل المستثمرين الأجانب للأنشطة التجارية الآمنة الخالية من المخاطر مما قد يجعلهم يخسرون بعض الفرص الاستثمارية المربحة ويقلل من كفاءة الاستثمار.

ومن ناحية أخرى، توصل (Ratny et al. 2019) إلى أن الأسهم الخاصة والإعانات الحكومية لهما تأثير إيجابي على كفاءة الاستثمار. كما توصل (Liu and Tian 2019) إلى أن الإفصاح الإجمالي عن المسؤولية الاجتماعية للشركات يحد من مشاكل الوكالة مما يسهم في زيادة كفاءة الاستثمار، وفي نفس السياق، توصل (Cook et al. 2019) إلى أن الشركات ذات المسؤولية الاجتماعية المرتفعة تستثمر بشكل أكثر كفاءة ولديها مستوى مرتفع من الابتكار وتصدر العديد من براءات الاختراع مما يجعلها الأكثر قيمة وربحية، ويرجع ذلك إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تسهم في توسيع نطاق مراقبة سلوك الإدارة وتحسين بيئة المعلومات مما يحد من عدم تماثل المعلومات بين المديرين وأصحاب المصلحة، ويحسن من كفاءة الإدارة عند اتخاذ القرارات.

وعلى صعيداً آخر، توصلت دراسة (Al-Hadi et al. 2017) إلى أن الإفصاح عن مخاطر السوق يؤثر تأثيراً معنوياً سلبياً على الاستثمار الأقل والأكثر من اللازم، وترجع الدراسة ذلك إلى أن الإفصاح عن مخاطر السوق يؤدي إلى انخفاض عدم تماثل المعلومات مما يسهم في زيادة كفاءة الاستثمار. وفي نفس السياق، توصل (Luo 2018) إلى أن الإفصاح عن مخاطر السوق يحسن من كفاءة الاستثمار والسيولة في الشركات، ويرجع ذلك إلى أن الإفصاح عن مخاطر السوق يحسن من بيئة المعلومات للمستثمرين مما يخفض من عدم التأكد. ومن ناحية أخرى، تناولت دراسة (Gao and Sidhu 2018) تحليل أثر التبني الإجمالي لمعايير التقرير المالي الدولية على كفاءة الاستثمار في ٢٣ دولة، حيث يتوقع أن تحسن المعايير الدولية من القابلية للمقارنة والشفافية في التقارير المالية وتزيد من سيولة سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يسهم في زيادة كفاءة تخصيص رأس المال. وتوصلت الدراسة إلى أن التبني الإجمالي لمعايير التقرير المالي الدولية يحد من الاستثمارات الأقل من اللازم، في حين أنه لا يؤثر على الاستثمارات الأكثر من اللازم، وأن تأثير المعايير الدولية في الحد من الاستثمار الأقل من اللازم كان أكبر في الدول التي لديها بيئة قانونية وتنفيذية قوية.

ونظراً لأن أحد أدوار المحاسبة هو تسهيل تخصيص الفعال لرأس المال، فإن العديد من الدراسات تناولت دور المحاسبة والمراجعة في تحسين قرارات الاستثمار وتخصيص رأس المال (e.g. Biddle and Hilary, 2006; Richardson, 2006; McNichols and Stubben, 2008; Biddle et al., 2009; Francis et al., 2009; Beatty et al., 2010, 2013; Bushman et al., 2011; Chen et al., 2011; Balakrishnan et al., 2014; Goodman et al., 2014) وهذا ما سنتناوله في الجزء التالي من البحث.

## ٧-٢ - استقراء وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت أثر جودة التقارير المالية

### على كفاءة الاستثمار:

تعتبر التقارير المالية السنوية للشركات المصدر الرئيس للمعلومات التي يعتمد عليها المساهمون والدائنون في اتخاذ قراراتهم باعتبارهم المستثمرين الرئيسيين في الشركات، حيث يسعى المساهمون إلى الاستفادة من زيادة الأرباح وأسعار أسهم الشركة، كما يسعى الدائنون إلى استرداد رؤوس أموالهم والفائدة المستحقة لهم (Jafari, 2016). ووفقاً لنظرية الوكالة فإن زيادة جودة التقارير المالية تعتبر أحد أهم الآليات المستخدمة للحد من عدم تماثل المعلومات وتحقيق الرقابة الفعالة على أنشطة الإدارة للحد من السلوك الانتهازي للمديرين، الأمر الذي يسهم في الحد من مشكلة الاختيار المعاكس والمخاطر الأخلاقية، مما يسهم في زيادة كفاءة الاستثمار والحد من الاستثمار الأكثر والأقل من اللازم (Gomariz and Ballesta, 2014). حيث يؤدي زيادة جودة التقارير المالية إلى زيادة كفاءة الاستثمار بإحدى طريقتين وهما، أولاً: الحد من تماثل المعلومات بين الشركات والمستثمرين وبالتالي تقليل تكاليف التمويل، حيث تساعد المعلومات المحاسبية المستثمرين على التعرف على المشاريع الاستثمارية مرتفعة الجودة. ثانياً: تسهيل عملية الرقابة من قبل المساهمين على المديرين (Jafari, 2016).

كما تؤثر معلومات المحاسبة المالية على كفاءة الاستثمار من خلال دورها في الرقابة وتخفيض تكاليف التمويل، حيث أنه يمكن أن توفر المعلومات المالية الموثوقة مقياس أداء أقل تحيزاً، مما يساعد في مكافأة المديرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية الجيدة ومعايبتهم على القرارات السيئة، هذا بالإضافة إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات عن طريق الإفصاح عن المعلومات مرتفعة الجودة مما يؤدي إلى خفض تكاليف التمويل وزيادة كفاءة السوق وتسهيل الحصول على التمويل خاصة بالنسبة للمشروعات طويلة الأجل ذات العائد المرتفع (Li and Wang, 2010). إلا أن الإدارة قد تعتقد أنها عندما تفصح عن ارقام محاسبية أكثر تفاؤلاً بالنسبة للمستثمرين، أنها لن تؤثر على قرارات الاستثمار الداخلية، إلا أن متخذي القرارات الاستثمارية داخل الشركة قد يعتقدوا أن اتجاهات النمو التي تم الإفصاح عنها بشكل خاطئ صحيحة ويستثمرون وفقاً لذلك، إما لأنهم مفروطون في التفاؤل أو غير مدركين للتحريف، أو أنهم قد يكونوا مدركين واقع الشركة، ولكنهم يختارون الإفراط في الاستثمار واتباع منهج عالي المخاطر لتغيير الأداء، إلا أنه بغض النظر عن سبب الإفراط في الاستثمار، فإن التقارير المالية الصادقة ربما تمنعه، حيث أنه عادة ما يشارك العديد من الأطراف في اتخاذ القرارات

الاستثمارية، بما في ذلك المديرين الذين يتخذون قرار الاستثمار، ومجالس الإدارة التي تقوم بمراجعة الميزانية الرأسمالية، ومقدمي رأس المال الخارجيين، وإذا تم الإفصاح عن النتائج المالية بصدق، فيمكن لأحد تلك الأطراف التدخل لتقليص الاستثمار (McNichols and Stubben, 2008).

إن زيادة جودة الإفصاح المحاسبي تحسن من كفاءة الاستثمار، خاصة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بمخزون رأس المال المستقبلي (الميزانية العمومية)، والتدفقات النقدية المستقبلية (الأرباح) (Dutta and Nezhobin, 2017)، حيث تعتمد قرارات الاستثمار على أرباح الاستثمار المتوقعة، والتي تعتمد بدورها على توقعات النمو المستقبلي والطلب على المنتج، وتستند توقعات النمو المستقبلي إلى المعلومات الخاصة بالإيرادات والأرباح، وبالتالي فإن النتائج المالية الخاطئة قد تخفي الاتجاهات الصحيحة في نمو الإيرادات والأرباح نتيجة لإخفاء الأداء الفعلي خلال الفترة، لذلك فمن المرجح أن تؤدي المبالغة في تقدير الإيرادات والأرباح إلى تشويه توقعات النمو من قبل أولئك الذين لا يدركون هذا التحريف (McNichols and Stubben, 2008). كما يعتمد المستثمرين على المعلومات المحاسبية لتقييم وفهم القرارات التي يتخذها المديرين، ومن ثم تعتبر المعلومات المحاسبية أحد آليات حوكمة الشركات التي يعتمد عليها المستثمرين للرقابة على الأنشطة الاستثمارية للمديرين، لذلك فإن زيادة جودة التقارير المالية تسهم في الحد من الاستثمارات دون المستوى الأمثل (Gao and Sidhu, 2018). ونتيجة لما سبق فقد تناولت عديد من الدراسات السابقة تحليل ما إذا كانت جودة التقارير المالية تسهم في زيادة كفاءة الاستثمار أم لا، وستناول فيما يلي أهم تلك الدراسات تمهيداً لاشتقاق فرض البحث الأول.

تناولت عديد من الدراسات أثر جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار بالتطبيق على مجموعة من الدول (Biddle and Hilary, 2006; Francis et al., 2009; Chen et al., 2011)، حيث تناولت دراسة (Biddle and Hilary (2006 أثر زيادة جودة المحاسبة على كفاءة الاستثمارات الرأسمالية في ٣٤ دولة وأثر هيكل رأس المال (الديون مقابل حقوق الملكية) على تلك العلاقة وذلك خلال الفترة ١٩٩٣-٢٠٠٤. وتوصلت الدراسة إلى أن جودة المحاسبة تلعب دوراً كبيراً في زيادة كفاءة الاستثمارات الرأسمالية خاصة في الدول التي تعتمد على الأسهم كمصدر أساسي لتمويل رأس المال، حيث تعتمد قرارات الاستثمار بشكل أكبر على المعلومات العامة المفصح عنها، في حين وجدت الدراسة أن زيادة جودة المحاسبة لها تأثير أقل على قرارات الاستثمار الرأسمالي في الدول التي تعتمد على الديون كمصدر أساسي لتمويل رأس المال، ويرجع ذلك إلى زيادة قدرة الدائنين والبنوك على الحصول على المعلومات

الخاصة (مما يسهم في الحد من مشاكل الاختيار المعاكس) وزيادة قدرتهم على مراقبة أداء المديرين (مما يسهم في الحد من مشاكل المخاطر الأخلاقية)، وتوضح تلك النتائج إن زيادة جودة المعلومات المحاسبية المفصح عنها في الاقتصاديات التي تعتمد على الائتمان يكون أقل تأثيراً على قرارات التمويل بالمقارنة بالاقتصاديات التي تعتمد على حقوق الملكية، حيث توصلت الدراسة أن زيادة جودة المحاسبة مرتبط بانخفاض حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في الاقتصاديات التي تعتمد على الأسهم في التمويل مقارنةً بالاقتصاديات الأكثر اعتماداً على الديون في التمويل.

وفى نفس السياق، تناول (Chen et al. (2011) دراسة العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار في الشركات الخاصة - التي لا يتم تداول أسهمها في البورصة - في الأسواق الناشئة، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات في ٧٩ دولة خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٥، حيث أنه من المتوقع أن تكون جودة التقارير المالية في الشركات الخاصة أقل من الشركات العامة، ويرجع ذلك إلى انخفاض الطلب على المعلومات المالية مرتفعة الجودة، هذا بالإضافة إلى انخفاض ملائمة المعلومات المحاسبية في الدول النامية بالمقارنة بالدول المتقدمة. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار وخاصة في الشركات التي تعتمد على التمويل المصرفي. كما تناولت دراسة (Francis et al. (2009) تحليل دور بيئة المعلومات (الشفافية) في تخصيص الموارد على المستوى الكلي ذلك بالتطبيق على ٣٧ صناعة في ٣٧ دولة خلال الفترة ١٩٨٠-١٩٩٠. وتوصلت الدراسة إلى أن زيادة الشفافية تؤدي إلى توجيه الموارد نحو الصناعات التي تعاني من صدمات نمو إيجابية وبعيدة عن الصناعات التي تعاني من صدمات نمو سلبية، ويرجع ذلك إلى أن الشركات في الدول الأقل شفافية تتخفف قدرتها على الاستجابة لفرص النمو الخاصة بالصناعة لأن عدم تماثل المعلومات يمنع تدفقات رأس المال من الوصول إلى أفضل الفرص الاستثمارية، حتى في الدول التي لديها مؤسسات مالية متطورة.

وفى الولايات المتحدة الأمريكية تناولت عديد من الدراسات تحليل أثر جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار (McNichols and Stubben, 2008; Biddle et al., 2009; Beatty et al., 2010; Wilford, 2012; Balakrishnan et al. 2014) وستتناول تلك الدراسات بشيء من التفصيل فيما يلي: فقد تناولت دراسة (Biddle et al. (2009) تحليل أثر جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات الأمريكية خلال الفترة ١٩٩٣-٢٠٠٥. وتوصلت الدراسة إلى أن زيادة جودة التقارير المالية ترتبط سلبياً بالاستثمار الأكثر والأقل من اللازم، حيث توصلت الدراسة إلى أن زيادة جودة التقارير المالية

ترتبط بانخفاض الاستثمار في الشركات التي لديها سيولة نقدية مرتفعة ونسبة رفع مالي منخفضة، في حين وجدت الدراسة أن زيادة جودة التقارير المالية ترتبط بزيادة الاستثمار في الشركات التي تعاني من قيود مالية بسبب انخفاض السيولة وزيادة نسبة الرفع المالي. كما توصلت الدراسة إلى أن زيادة جودة التقارير المالية في الشركات تجعلها تستثمر أقل عندما يكون إجمالي الاستثمارات مرتفعة، وتستثمر أكثر عندما يكون إجمالي الاستثمارات منخفض. وتشير تلك النتائج إلى أن زيادة جودة التقارير المالية تمكن الشركات من الحصول على التمويل اللازم في الشركات التي تعاني من قلة الاستثمار بسبب القيود المالية، كما أن زيادة جودة التقارير المالية تحد من مزيد من الاستثمار في الشركات التي تكون أكثر عرضة للاستثمار الأكثر من اللازم. نتيجة لما سبق، فإنه من غير المتوقع أن تتحرف الشركات ذات جودة التقارير المالية المرتفعة عن مستوى الاستثمار الأمثل. وتتفق هذه النتائج مع الرأي القائل بأن زيادة جودة التقارير المالية يمكن أن يسهم في زيادة كفاءة الاستثمار من خلال الحد من الاحتكاكات الاقتصادية مثل المخاطر الأخلاقية والاختيار المعاكس والتي قد تعوق كفاءة الاستثمار.

وفي نفس السياق، تناولت دراسة (McNichols and Stubben (2008) تحليل ما إذا كانت الشركات التي تتلاعب في نتائجها المالية المصحح عنها تتخذ قرارات استثمارية دون المستوى الأمثل أم لا، وذلك من خلال فحص قرارات الإنفاق الرأسمالي لثلاث مجموعات من الشركات الأمريكية والتي يُزعم أنها تلاعبت بأرباحها وهي الشركات التي حققت معها هيئة الإشراف والرقابة على تداول الأوراق المالية SEC بسبب المخالفات المحاسبية والشركات التي رفع مساهمها دعوى قضائية عليها بسبب الممارسات المحاسبية غير السليمة والشركات التي قامت بتعديل وإعادة إصدار قوائمها المالية، وذلك خلال الفترة ١٩٧٨-٢٠٠٢. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تتلاعب في أرباحها لديها استثمارات أكثر من اللازم خلال فترة الإفصاح الخاطيء، كما توصلت الدراسة إلى أنه بعد فترة الإفصاح الخاطيء لم تعد هذه الشركات تفرط في الاستثمار، بما يتفق مع المعلومات المصححة التي تؤدي إلى مستويات استثمار أكثر كفاءة، وتشير تلك النتائج إلى أن إدارة الأرباح التي يُنظر إليها إلى حد كبير على أنها تستهدف الأطراف الخارجية للشركة يمكن أن تؤثر أيضًا على القرارات الداخلية. كما تناولت دراسة (Beatty et al. (2010) تحليل أهمية جودة المحاسبة على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية كمقياس لكفاءة الاستثمار في الشركات الأمريكية. وتوصلت الدراسة إلى أن زيادة جودة المحاسبة تسهم في التخفيف من الآثار السلبية لعدم تماثل المعلومات ومن ثم تقلل من حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، إلا أن هذا التأثير يقل عندما يكون لدى مقدمي رؤوس الأموال

الخارجيين معلومات خاصة أو يكون لديهم رقابة مباشرة على المديرين أو يكون لديهم القدرة على التحكم في القرارات الإدارية والتأثير بشكل مباشر على استثمارات الشركة، مما يقلل من أهمية جودة المحاسبة، حيث أن المعلومات الخاصة وجودة المحاسبة تعتبر بمثابة بدائل، لذلك فإن المعلومات الخاصة للمقرضين تخفف من دور جودة المحاسبة في تقليل حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

ومن ناحية أخرى، تناول Wilford (2012) تحليل العلاقة بين جودة التقارير المالية خلال مجموعة من السنوات المتتالية وكفاءة الاستثمار في الشركات الأمريكية باستخدام هيكل الرقابة الداخلية كمقياس بديل لجودة التقارير المالية، وذلك خلال الفترة 2004-2010. وتوصلت الدراسة إلى أن وجود نقاط ضعف في هيكل الرقابة الداخلية يؤثر سلبًا على كفاءة الاستثمار ويزداد هذا التأثير السلبي مع زيادة عدد السنوات التالية التي يتم الإفصاح فيها عن وجود خلل في هيكل الرقابة الداخلية. وعلى صعيد آخر، تناولت دراسة Balakrishnan et al. (2014) أثر جودة التقارير المالية على العلاقة بين قيمة الأصول كضمان للمقرضين وبين التمويل وكفاءة الاستثمار في الشركات الأمريكية خلال الفترة 1993-2009. وتوصلت الدراسة إلى أن التغيير في قيمة الضمان له تأثير أقل على التمويل والاستثمار بالنسبة للشركات ذات جودة التقارير المالية المرتفعة (مقارنةً بالشركات ذات جودة التقارير المنخفضة)، ويرجع ذلك إلى أن الشركات ذات جودة التقارير المالية المرتفعة يكون لديها قدر أقل من عدم تماثل المعلومات مع مقدمي رأس المال الخارجيين وبالتالي ستكون أقل اعتمادًا على الضمانات، لذلك نتوقع أن تكون خيارات الاستثمار والتمويل لهذه الشركات أقل تأثرًا بالتغيرات في قيمة الضمانات، وتوصلت الدراسة أيضًا إلى أن الشركات تستجيب للتغيرات في قيمة الضمانات من خلال تغيير جودة التقارير المالية الخاصة بها، حيث توصلت الدراسة إلى أن الشركات تحسن من جودة تقاريرها المالية لتخفيض عدم تماثل المعلومات عند انخفاض قيم أصولها لتخفيض تكاليف التمويل كبديل عن انخفاض قيمة الضمانات التي تقدمها الشركات للمقرضين، وتشير تلك النتائج أن الشركات تغير من مستوى جودة التقارير المالية الخاصة بها استجابة للتغيرات في القدرة على التمويل.

وفى إسبانيا، تناول Gomariz and Ballesta (2014) تحليل أثر زيادة جودة التقارير المالية وفترة استحقاق الديون على كفاءة الاستثمار في الشركات الإسبانية وذلك خلال الفترة 1997-2008. وتوصلت الدراسة إلى أن زيادة جودة التقارير المالية وقصر فترة استحقاق الديون يسهم في زيادة كفاءة الاستثمار، حيث تشير النتائج إلى أن زيادة جودة التقارير المالية تسهم في الحد من الاستثمار الأكثر من اللازم، كما أن قصر فترة استحقاق الديون تسهم في

الحد من الاستثمار الأكثر والأقل من اللازم، وتشير تلك النتائج إلى أنه في ظل انخفاض جودة التقارير المالية فإن قصر فترة استحقاق الديون تمثل الآلية الرئيسية التي يستخدمها الدائنون لمراقبة سلوك المديرين وتجنب مخاطر عدم السداد.

وبالتطبيق على الدول النامية، هدفت دراسة (Li and Wang (2010) تحليل العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار في الشركات الصينية خلال الفترة ٢٠٠٤-٢٠٠٦، وقامت باستخدام ثلاثة مقاييس لجودة التقارير المالية وهي جودة الاستحقاقات والتحفظ المحاسبي وتمهيد الأرباح. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية بين مقاييس جودة التقارير المالية الثلاثة وبين كل من الاستثمار الأكثر والأقل من اللازم، وأن تأثير جودة الاستحقاقات وتمهيد الأرباح كان أكثر أهمية، وتشير تلك النتائج أن هناك علاقة إيجابية بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار في الشركات الصينية.

وبالتطبيق على الدول العربية تناولت دراسة (Jafari (2016) تحليل أثر زيادة جودة التقارير المالية وفترة استحقاق الديون على كفاءة الاستثمار في شركات الكيمائية والصيدلانية الإيرانية خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠١٤. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي لديها جودة التقارير المالية مرتفعة وتعتمد بشكل أكبر على الديون قصيرة الأجل تزداد كفاءة الاستثمار لديها، كما وجدت الدراسة أن قصر فترة استحقاق الديون تؤثر بشكل طفيف على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار. وفي مصر تناولت دراسة (على، ٢٠١٧) أثر جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة المصرية وذلك بالتطبيق على عينة من ٧٣ شركة خلال عامي ٢٠٠٨، ٢٠٠٩. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة معنوية سالبة بين جودة التقارير المالية والاستثمار الأقل من اللازم في حين لم تكن العلاقة السببية معنوية بين جودة التقارير المالية والاستثمار الأكثر من اللازم. ومن ناحية أخرى، تناولت دراسة (الخرزعة، ٢٠١٩) أثر التحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الأردنية خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٧. وتوصلت الدراسة أن التحفظ المحاسبي يضيف مزيد من الموثوقية على المعلومات المحاسبية مما يحسن من كفاءة القرارات الاستثمارية.

**ويخلص الباحث** من تحليل الدراسات السابقة سواء التي تمت على مجموعة من الدول أو التي تمت في بعض الدول منفردة إلى أن جودة التقارير المالية تسهم في زيادة كفاءة الاستثمار من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات مما يسهم في الحد من الاحتكاكات الاقتصادية مثل المخاطر الأخلاقية والاختيار المعاكس (Biddle et al., 2009)، والحد من ممارسات إدارة الأرباح (McNichols and Stubben, 2008)، وتخفيض حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية (Beatty et al., 2010)، وتخفيض تكاليف التمويل

(Gomariz and Balakrishnan et al. 2014)، وتسهيل عملية الرقابة على المديرين (Ballesta, 2014)، واستنادًا إلى نتائج الدراسات السابقة، ونتيجة لندرة الدراسات السابقة التي تناولت أثر جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الدول النامية وخاصة مصر، قام الباحث باشتقاق الفرض الأول للبحث للتحقق من وجود واتجاه العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، ويمكن صياغة الفرض الأول في صورة الفرض البديل على النحو التالي:

H<sub>1</sub>: توجد علاقة تأثيرية معنوية موجبة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار.

### ٧-٣- استقراء وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت أثر التخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار:

يتأثر إدراك السوق لعدم تماثل المعلومات والحاجه إلى البحث عن المعلومات الخاصة على نظرة السوق لمستوى جودة المراجعة والإفصاح والتقرير المالي للشركة، وذلك لأن زيادة جودة المراجعة يقلل من عدم تماثل المعلومات مما يخفض من تكاليف الوكالة، وهناك العديد من العوامل التي تؤثر على مستوى جودة المراجعة، لعل من أهمها التخصص الصناعي للمراجع والذي يسهم في تحسين كفاءة المراجع عند أداء مهام المراجعة وزيادة قدرة المراجع على اكتشاف الأخطاء والتحريفات الجوهرية، هذا فضلاً أن المراجعين المتخصصين في الصناعة عادة ما يحصلون على اعجاب مراجعة مرتفعة مقابل خبرتهم مما يجعلهم أكثر ربحية من المراجعين غير المتخصصين في الصناعة، وهذا يولد حافز لديهم لزيادة جودة المراجعة، ويجعلهم أقل عرضة للتنازل عن استقلاليتهم وأكثر عرضة للإفصاح عن أي انتهاكات للمعايير المحاسبية وذلك للحفاظ على سمعتهم وثقة المتعاملين في سوق رأس المال فيهم (Almutairi et al. 2009).

وقد أثار موجة الفضائح المحاسبية الأخيرة التساؤل حول مدى فاعلية عمليات المراجعة الخارجية في الحد من إدارة الأرباح، وتعتبر خبرة المراجع في الصناعة أحد أهم العوامل التي تؤثر على مدى فاعلية عمليات المراجعة في الحد من مخاطر إدارة الأرباح، حيث أن زيادة خبرة المراجع في الصناعة تمكنه من تحديد المشاكل الخاصة بالصناعة والبيانات الخاطئة، ومن ثم فإن زيادة خبرة المراجع بصفة عامة وزيادة خبرته في الصناعة بصفة خاصة يمكن أن تسهم في زيادة جودة عملية المراجعة ومن ثم زيادة جودة الأرباح (Velury, 2003). كما المراجعين المتخصصين في الصناعة قادرين على تطوير وتحسين خبراتهم ومعرفتهم بالصناعة مما يسهل عليهم فهم المعاملات التجارية للعملاء بشكل أسرع، الأمر الذي يسهم في تخفيض

الفترة التي يحتاجها المراجعين المتخصصين لإتمام عملية المراجعة بالمقارنة بالمراجعين غير المتخصصين (Habib and Bhuiyan, 2011).

بالإضافة إلى ما سبق، فإن تخصص المراجعين في صناعات معينة تمكنهم من اكتساب معرفة وخبرة وفهم أفضل للشركات العاملة في هذه الصناعات وهذا يمكنهم من تقديم خدمات مختلفة لعملائهم وتلبية احتياجاتهم بشكل أفضل، هذا فضلاً عن قدرتهم على مشاركة ونقل خبرتهم القطاعية ومشاركة أفضل الممارسات في نفس الصناعة، كما أنهم أكثر عرضة للاستثمار في التقنيات الجديدة والمرافق المادية ورأس المال البشري وأنظمة التحكم والتنظيم المرتبطة بتلك الصناعة بالمقارنة بشركات المراجعة غير المتخصصة في الصناعة، وهذا كله يسهم في زيادة كفاءة الاستثمار (Boubaker et al. 2018). كما يتوقع زيادة جودة التقارير المالية التي يتم مراجعتها بواسطة مراجعين متخصصين في الصناعة لأنهم لديهم معرفة وخبرة بالصناعة تمكنهم من اكتشاف الممارسات المحاسبية المشكوك فيها والإفصاح عنها مقارنة بالمراجعين غير المتخصصين (Habib, 2011).

إن التخصص الصناعي للمراجع يعتبر أحد أهم أبعاد جودة المراجعة، لأن تخصص المراجع في الصناعة يجعله أكثر خبرة وأكثر فهماً لخصائص الشركة، مما يزيد من قدرته على اكتشاف التحريفات الجوهرية وتقييد حرية الإدارة عند الاختيار بين الممارسات المحاسبية البديلة، هذا فضلاً عن رغبة المراجعين المتخصصين في الصناعة في الحفاظ على سمعتهم من خلال الحد من ممارسات إدارة الأرباح وزيادة جودة التقارير المالية (DeBoskey and Jiang, 2012). وهناك تفسير آخر، حيث يشير Gul et al. (2009) إلى أن الشركات التي لديها جودة أرباح مرتفعة تقوم بالتعاقد مع مراجعين متخصصين في الصناعة، وهذا هو سبب الارتباط الإيجابي الملحوظ بين جودة الأرباح وتخصص المراجع في الصناعة.

وقد تناولت العديد من الدراسات السابقة مقارنة مستوى أداء المراجعين المتخصصين في الصناعة وغير المتخصصين في الصناعة، وجدت أن المراجعين المتخصصين في الصناعة يكتشفون أخطاء أثناء عملية المراجعة أكثر من المراجعين غير المتخصصين في الصناعة، كما أن تقييمات المراجعين المتخصصين في الصناعة للخطر المتلازم تختلف عن تقييمات المراجعين غير المتخصصين في الصناعة، هذا بالإضافة إلى أن المراجعين ذوي الخبرة المرتفعة في الصناعة يكونون أكثر عرضة للتفاعل مع عوامل الخطر الحالية عند تخطيط إجراءات المراجعة، لذا يمكن القول أن خبرة المراجع في الصناعة تكون مفيدة في تحسين أداء وجودة المراجعة في بعض الظروف خاصة عندما تكون المعرفة الخاصة بالصناعة ضرورية لتحديد الخطأ (Hammersley, 2006). كما أن المراجعين المتخصصين في الصناعة

يقضون معظم وقتهم في مراجعة حسابات عملاء ينتمون لنفس الصناعة، مما يساعدهم في تكوين مخزون من المعرفة المتعلقة بالصناعة والتي تساعدهم في عملية المراجعة وتمكنهم من تسويق خدماتهم للعملاء بشكل أفضل، لذلك تهتم شركات المراجعة الكبرى بالتخصص في الصناعة بهدف زيادة الطلب على خدماتهم بخلاف المراجعة وخلق حواجز أمام دخول مكاتب المراجعة الأخرى وتحسين جودة وكفاءة عملية المراجعة من خلال الاستثمار في قواعد البيانات وتدريب الموظفين والاشترك في المجالات الصناعية (Moroney, 2007).

وقد تناولت عديد من الدراسات المزايا الأخرى التي يمكن أن يضيفها تخصص المراجع في الصناعة للشركات محل المراجعة وأصحاب المصلحة والتي منها: المساهمة في الحد من السلوك الانتهازي للمديرين (Habib, 2011)، والحد من ممارسات إدارة الأرباح (Velury, 2003)، وزيادة جودة المراجعة، وانخفاض تكلفة رأس المال وتحسين المركز الائتماني للشركة (Almutairi et al., 2009)، وزيادة فاعلية الرقابة على الإدارة وتقبيد حريتها عند الاختيار بين الممارسات المحاسبية البديلة (DeBoskey and Jiang, 2012)، وزيادة فاعلية إجراءات المراجعة لاكتشاف الغش والأخطاء الجوهرية في القوائم المالية (Sarwoko and Agoes, 2014)، مما يخفف من احتمالية إعادة إصدار القوائم المالية (Stanley and DeZoort, 2007)، ويخفض من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصلحة ويسهم في التخصيص الأمثل للموارد وزيادة كفاءة الاستثمار (Hammami and Zadeh, 2019).

يتضح مما سبق، أهمية تخصص المراجع في الصناعة في زيادة جودة المراجعة والحد من عدم تماثل المعلومات مما يسهم في زيادة كفاءة الاستثمار، ونتيجة لما سبق فقد تناولت عديد من الدراسات السابقة تحليل ما إذا كان التخصص الصناعي للمراجع وجوده عملية المراجعة تسهم في زيادة كفاءة الاستثمار أم لا، وسنتناول فيما يلي أهم تلك الدراسات تمهيداً لاشتقاق فرض البحث الثاني.

هدفت دراسة (Lai 2009) تحليل العلاقة بين الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة وجوده عملية المراجعة مقاسة بمكاتب المراجعة الخمسة الكبار في الولايات المتحدة الأمريكية وأثر ذلك على ممارسات إدارة الأرباح، وتوصلت الدراسة إلى أن نسبة كبيرة من الشركات التي لديها فرص استثمارية مرتفعة يتم مراجعتها من قبل مكاتب المراجعة الخمسة الكبار بالمقارنة بالشركات التي لديها فرص استثمارية منخفضة، كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي لديها فرص استثمارية مرتفعة تزيد لديها الاستحقاقات الاختيارية إلا أن هذه العلاقة تكون ضعيفة في الشركات التي يتم مراجعتها من قبل مكاتب المراجعة الأربعة الكبار نتيجة لزيادة جودة المراجعة، وتشير تلك النتائج إلى أن الشركات التي لديها فرص استثمارية مرتفعة تحتاج

إلى عمليات مراجعة مرتفعة الجودة للحد من ممارسات إدارة الأرباح الناتجة عن زيادة المرونة وزيادة مخاطر الرقابة، لذلك تلجأ هذه الشركات الى التعاقد مع مكاتب المراجعة الكبيرة بهدف زيادة جودة المراجعة والحد من ممارسات إدارة الأرباح. ومن ناحية أخرى، هدفت دراسة Cahan et al. (2009) إلى تحليل أثر الفرص الاستثمارية في الصناعة على تخصص المراجع في الصناعة في الولايات المتحدة الأمريكية. وتوصلت الدراسة إلى أنه عند زيادة الفرص الاستثمارية في صناعة ما يدفع المراجعين إلى التخصص في هذه الصناعة وزيادة استثماراتهم فيها بهدف تقديم خدمات مميزة لعملائها وإنشاء حواجز أمام دخول شركات المراجعة الأخرى.

وبالتطبيق على الدول النامية، تناولت دراسة (Saghafi and Motamedi 2011) تحليل أثر جودة المراجعة على كفاءة الاستثمار في الشركات ذات فرص الاستثمار المرتفعة في الأسواق الناشئة وذلك بالتطبيق عينة من 119 شركة مدرجة في بورصة طهران خلال الفترة 2003-2009. وتوصلت الدراسة إلى أن زيادة جودة المراجعة في الشركات ذات الفرص الاستثمارية المرتفعة تحسن من كفاءة الاستثمار حيث انها تحد من النقص أو الإفراط في الاستثمار. ومن ناحية أخرى، هدفت دراسة (Chen et al. 2019) تحليل أثر الإفصاح عن مؤشرات جودة المراجعة على جهود المراجعة وكفاءة استثمارات المستثمرين. وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن جودة المراجعة يزيد من حوافز تحسين جهود المراجعين فقط إذا كانت جودة التقارير المالية الأساسية ضعيفة نسبياً، كما أن هذا الإفصاح يمكن أن يقلل فعلياً من كفاءة استثمارات المستثمرين، ويرجع ذلك إلى زيادة مخاطر سوء فهم المستثمرين وإساءة استخدام المؤشرات التي تم الإفصاح عنها، بالإضافة إلى مخاطر زيادة تكاليف المراجعة وتشتيت انتباه المراجعين عن المهام الأكثر إنتاجية، والتي يمكن أن تقلل من جودة المراجعة وتزيد من مسؤولية المراجع.

وفى أمريكا، تناولت دراسة (Bae et al. 2017) أثر تخصص المراجع وحجم مكتب المراجعة على كفاءة الاستثمار وجودة التقارير المالية في الشركات الأمريكية خلال الفترة 1992-2012. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك ارتباط سلبي بين تخصص المراجع في الصناعة وحجم مكتب المراجعة وبين مستويات الاستثمار غير الطبيعية، حيث توصلت الدراسة إلى أن تخصص المراجع في الصناعة يحسن من كفاءة قرارات الاستثمار من خلال الحد من الاستثمار الأكثر والأقل من اللازم، كما توصلت الدراسة إلى أن مكاتب المراجعة كبيرة الحجم لديهم معرفة وموارد أكبر متاحة لعملائهم تمكنهم من زيادة كفاءة قرارات الاستثمار، كما أوضحت نتائج الدراسة أن تأثير المراجع في زيادة كفاءة الاستثمار كان أكبر من تأثير المراجع

في زيادة جودة التقارير المالية، كما أن العلاقة بين خصائص مكتب المراجعة وكفاءة الاستثمار كانت أكثر وضوحًا في الشركات صغيرة الحجم ذات الموارد المعلوماتية المحدودة والشركات التي تعمل في الصناعات شديدة التنافسية.

وفي فرنسا، تناولت دراسة (Boubaker et al. (2018) أثر جودة المراجعة مقاسة بتخصص المراجع في الصناعة وحجم مكتب المراجعة على كفاءة الاستثمار في الشركات الفرنسية خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٥ وأثر جودة التقارير المالية على تلك العلاقة. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي يتم مراجعتها بواسطة مراجعين كبار الحجم ومتخصصين في الصناعة تستثمر بكفاءة مرتفعة حيث يقل الاستثمار الأكثر والأقل من اللازم، وأن هذه العلاقة مستقلة عن جودة التقارير المالية، مما يشير إلى أن المراجعين يقدمون خدمات ذات قيمة مضافة تؤثر على مديري الشركات عند اتخاذ القرارات الاستثمارية بغض النظر عن مستوى جودة المعلومات المحاسبية.

**ويخلص الباحث** من تحليل الدراسات السابقة إلى أن التخصص الصناعي للمراجع يسهم في زيادة كفاءة الاستثمار، من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصلحة مما يسهم في التخصيص الأمثل للموارد وزيادة كفاءة الاستثمار (Hammami and Zadeh, 2019)، هذا فضلاً عن المزايا الأخرى التي يمكن أن يوفرها المراجع عندما يتخصص في الصناعة والتي من أهمها: المساهمة في الحد من السلوك الانتهازي للمديرين (Habib, 2011)، والحد من ممارسات إدارة الأرباح (Velury, 2003)، وزيادة جودة المراجعة (Almutairi et al., 2009)، وزيادة فاعلية الرقابة على الإدارة وتقييد حريتها عند الاختيار بين الممارسات المحاسبية البديلة (DeBoskey and Jiang, 2012)، وزيادة فاعلية إجراءات المراجعة لاكتشاف الغش والأخطاء الجوهرية في القوائم المالية (Sarwoko and Agoes, 2014)، مما يخفف من احتمالية إعادة إصدار القوائم المالية (Stanley and DeZoort, 2007)، واستنادًا إلى نتائج الدراسات السابقة، ونتيجة لندرة الدراسات السابقة التي تناولت أثر التخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار في الدول النامية وعدم تناول تلك العلاقة في مصر على حد علم الباحث، قام الباحث باشتقاق الفرض الثاني للبحث للتحقق من وجود واتجاه العلاقة بين التخصص الصناعي للمراجع وكفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، ويمكن صياغة الفرض الثاني في صورة الفرض البديل على النحو التالي:

**H2:** توجد علاقة تأثيرية موجبة معنوية بين التخصص الصناعي للمراجع وكفاءة الاستثمار.

#### ٧-٤ - استقراء وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت الأثر التفاعلي لكل من

#### التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار:

حتى يتمكن المديرين من اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة عليهم أن يعتمدوا على معلومات موثوقة، ونظرًا لأن جودة التقارير المالية هي مسئولية مشتركة بين المديرين والمراجعين فإن الاستعانة بمراجعين متخصصين في الصناعة يحسن من جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية، حيث أن المراجعين المتخصصين يكون لديهم معرفة واسعة بالصناعة وعمليات عملاتهم، هذا فضلاً عن أنهم يستثمرون موارد كبيرة لتطوير معرفتهم ومصادر معلوماتهم، ونتيجة لذلك فإن المراجعين المتخصصين في الصناعة يروجون لأنفسهم كمراكز معرفة يمكن أن تكون ذات قيمة لعملائهم من خلال توفير معلومات فعالة للمديرين تمكنهم من زيادة كفاءة القرارات الاستثمارية (Bae et al. 2017).

وبعد تناول أثر كل من جودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع منفردًا على كفاءة الاستثمار، سنتناول الأثر التفاعلي لجودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار، للتحقق مما إذا كان تأثير جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار يتزايد أم يتناقص إذا كان المراجع متخصص في الصناعة. حيث تناولت بعض الدراسات تحليل الأثر التفاعلي للتخصص الصناعي للمراجع (جودة المراجعة) وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار. فقد تناولت دراسة (Lenard and Yu (2012) تحليل أثر جودة الأرباح وجودة المراجعة على تحسين قرارات الاستثمار في الشركات الصينية خلال الفترة ١٩٩٧-٢٠٠٧. وتوصلت الدراسة إلى أن زيادة الاستحقاقات الاختيارية تعطي مؤشرات جوهرية عن زيادة الاستثمار الأكثر من اللازم، كما وجدت الدراسة زيادة جودة المراجعة تخفض من الاستثمار الأكثر من اللازم، خاصة عند انخفاض مدة بقاء المراجع مع الشركة، ومن ثم تشير تلك النتائج أن زيادة جودة التقارير المالية وزيادة جودة المراجعة تحسن من جودة القرارات الاستثمارية في الشركات الصينية، وتشير تلك النتائج أنه على الرغم من أن الشركات التي تتلاعب بالأرباح تفصح عن نتائج إيجابية للمستثمرين، فإن مثل هذه التحريفات يمكن أن تؤثر على صنع القرارات الداخلية وتؤدي إلى قرارات استثمار دون المستوى الأمثل أو غير فعالة، كما توضح تلك النتائج أن زيادة جودة المراجعة تجعل الشركات تتبني نهجًا أكثر تحفظًا للاستثمار.

وفى نفس السياق، هدفت دراسة (Elaoud and Jarboui (2017) تحليل أثر التخصص الصناعي للمراجع وجودة المعلومات المحاسبية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية المسجلة في البورصة التونسية خلال الفترة من ٢٠٠٧-٢٠١٣. وتوصلت الدراسة إلى أن

زيادة جودة المعلومات المحاسبية يسهم بشكل كبير في الحد من الاستثمار الأكثر من اللازم، في حين يسهم التخصص الصناعي للمراجع في الحد من الاستثمار الأكثر والأقل من اللازم، وأخيراً توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين كفاءة الاستثمار وجودة المعلومات المحاسبية تكون أقوى عندما يكون مراجع الحسابات متخصص في الصناعة، وتشير تلك النتائج أن جودة المعلومات المحاسبية وتخصص المراجع آليتين بديلتين يمكن الاستعانة بهما لزيادة كفاءة الاستثمار.

**ويخلص الباحث** من تحليل الدراسات السابقة إلى أن زيادة جودة التقارير المالية تسهم زيادة كفاءة الاستثمار من خلال الحد من عدم تماثل المعلومات ومساعدة المديرين في تحديد أفضل الفرص الاستثمارية (Biddle and Hilary, 2006; McNichols and Stubben, 2008; Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011) كما توصلت العديد من الدراسات الأخرى أن التخصص الصناعي للمراجع يسهم في الحد من عدم تماثل المعلومات وزيادة كفاءة الاستثمار (Bae et al., 2017; Elaoud and Jarboui, 2017; Boubaker et al., 2018) لأن لديهم خبرة ومعرفة كبيرة بالصناعة تمكنهم من اكتشاف التحريفات الجوهرية في القوائم المالية مما يزيد من جودة المراجعة ويقلل من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة ومقدمي رأس المال. واستناداً إلى نتائج الدراسات السابقة، ونتيجة لندرة الدراسات السابقة التي تناولت الأثر التفاعلي للتخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الدول النامية وعدم تناول تلك العلاقة في مصر قام الباحث باشتقاق الفرض الثالث للبحث للتحقق من وجود واتجاه العلاقة بين الأثر التفاعلي للتخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية وبين كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، ويمكن صياغة الفرض الثالث في صورة الفرض البديل على النحو التالي:

**H3: توجد علاقة تأثيرية معنوية موجبة بين الأثر التفاعلي للتخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية وبين كفاءة الاستثمار.**

## ٧-٥- الدراسة التطبيقية:

يتناول هذا الجزء النقاط التالية: هدف الدراسة، ومجتمع وعينة الدراسة؛ متغيرات الدراسة وكيفية قياس المتغيرات؛ إجراءات اختبار فروض الدراسة؛ ونتائج الدراسة التطبيقية.

### ٧-٥-١- هدف الدراسة التطبيقية:

تهدف الدراسة التطبيقية إلى اختبار مدى صحة الفروض التي تم التوصل إليها في الدراسة النظرية في ظل بيئة الممارسة العملية في جمهورية مصر العربية، والتي تتناول أثر التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، ويمكن صياغة فروض البحث الرئيسة في صورة الفرض البديل كالتالي:

**H1:** توجد علاقة تأثيرية معنوية موجبة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار.

**H2:** توجد علاقة تأثيرية معنوية موجبة بين التخصص الصناعي للمراجع وكفاءة الاستثمار.

**H3:** توجد علاقة تأثيرية معنوية موجبة بين الأثر التفاعلي للتخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية وبين كفاءة الاستثمار.

### ٧-٥-٢- مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المساهمة الصناعية المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٥ وحتى ٢٠١٩، وسيتم اختيار عينة من هذه الشركات، وذلك بعد استبعاد شركات القطاع المالي والخدمي. ولقد تم أخذ عينة مكونة من (٩٠) شركة من الشركات المساهمة الصناعية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية تنتمي إلى سبعة قطاع مختلف كما هو موضح في جدول رقم (١) ملاحق، وذلك خلال الفترة (٢٠١٥-٢٠١٩) أي ما يعادل ٤٥٠ مشاهدة خلال فترة الدراسة.

### ٧-٥-٣- توصيف وقياس متغيرات الدراسة والنموذج الإحصائي المستخدم:

يتضح من فروض الدراسة أن متغيرات الدراسة تتمثل في:

#### أ- المتغير التابع: كفاءة الاستثمار:

كفاءة الاستثمار تعني أن الشركة تستثمر في المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، لذلك اعتمد نموذج Biddle et al. (2009) لقياس كفاءة الاستثمار على تحديد الانحرافات بين الاستثمار المتوقع والفعلي، حيث أنه يمكن توقع الاستثمار بناءً على فرص النمو المتوقعة، ومن ثم فإن كفاءة الاستثمار تعني عدم وجود انحرافات بين الاستثمار المتوقع والفعلي. وعلى الرغم من ذلك فإن بعض الشركات تستثمر فوق المستوى الأمثل ويكون لديها

إفراط في الاستثمار (الانحرافات الموجبة عن مستوى الاستثمار المتوقع)، في حين أن بعض الشركات الأخرى لا تستثمر في جميع المشروعات المربحة ويكون لديها نقص في الاستثمار (الانحرافات السالبة عن مستوى الاستثمار المتوقع)، ونتيجة لذلك قام (Biddle et al. (2009 بتطوير نموذج لتقدير الاستثمار السنوي المتوقع بناءً على فرص النمو المتوقعة مقاسة بمعدل النمو في المبيعات، ومن ثم فإن الانحراف عن مستوى الاستثمار المتوقع يمثل عدم كفاءة الاستثمار، وستعتمد الدراسة على نموذج (Biddle et al. (2009 لقياس كفاءة الاستثمار والذي اعتمدت عليه أيضًا دراساتي (Gomariz and Ballesta, 2014; Gao and Yu, 2020)، وذلك كما يلي:

$$Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SalesGrowth_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

حيث أن:

$Investment_{i,t}$ : هو إجمالي استثمار الشركة (i) في السنة (t) ويتم قياسه بالزيادة الصافية في الأصول الملموسة وغير الملموسة مقسومة على إجمالي الأصول في السنة (t-1).

$SalesGrowth_{i,t-1}$ : هو معدل نمو المبيعات ويتم قياسه بمعدل التغير في المبيعات في السنة (t-2) عن السنة (t-1).

ويتم تقدير النموذج السابق لكل سنة ولكل صناعة على حدة لتقدير معالم النموذج، وتعكس البواقي في نموذج الانحدار الانحرافات عن مستوى الاستثمار المتوقع (كفاءة الاستثمار)، حيث يعبر الانحراف الموجب عن زيادة حجم الاستثمار الفعلي للشركة عن حجم الاستثمار المتوقع والمقدر وفقًا لمعدل النمو في المبيعات ومن ثم فإن الشركة تعاني من الإفراط في الاستثمار. وفي المقابل فإن الانحراف السالب يعبر عن نقص حجم الاستثمار الفعلي للشركة عن حجم الاستثمار المتوقع والمقدر وفقًا لمعدل النمو في المبيعات ومن ثم فإن الشركة تعاني من نقص في الاستثمار. وسيتم قياس كفاءة الاستثمار بالقيمة المطلقة للانحرافات مضروبة في (-1)، وبالتالي فإن القيمة الأعلى تعني كفاءة استثمار أعلى.

ب- المتغيرات المستقلة:

١- جودة التقارير المالية: تشير جودة التقارير المالية إلى مدى دقة وجودة المعلومات المفصّل عنها في التقارير المالية بشأن عمليات الشركة وتدفقاتها النقدية المستقبلية وسيتم الاعتماد على المقياس المستخدم في دراسة (Gomariz and Ballesta (2014 والذي يدمج مقياسين لجودة التقارير المالية وهما الإيرادات التقديرية كمقياس بديل لإدارة الأرباح باستخدام نموذج

McNichols and Stubben (2008) والاستحقاقات الاختيارية الإجمالية باستخدام نموذج Kasznik (1999) والمعتمد على نموذج Jones (1991)، وسنتناول بالتفصيل كل نموذج على حدة:

- يعتمد نموذج McNichols and Stubben (2008) على تحليل العلاقة بين التغير في العملاء والمبيعات لقياس الإيرادات التقديرية والتي تتمثل بواقى النموذج التالي:

$$\Delta AR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sales_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

حيث أن:

$\Delta AR_{i,t}$ : هو التغير في قيمة العملاء للشركة (i) في السنة (t) مقسومة على إجمالي الأصول في السنة (t-1).

$\Delta Sales_{i,t}$ : هو التغير في قيمة المبيعات للشركة (i) في السنة (t) مقسومة على إجمالي الأصول في السنة (t-1).

ويتم تقدير النموذج السابق لكل سنة ولكل صناعة على حدة لتقدير معالم النموذج، وتعكس البواقى في نموذج الانحدار التغير في قيمة العملاء الذي لا يفسره نمو المبيعات، وبالتالي سيكون المقياس الأول لجودة التقارير المالية هو القيمة المطلقة للبواقى مضروبة في (-1)، وبالتالي فإن القيم الأعلى تعني زيادة جودة التقارير المالية.

- يقوم نموذج Kasznik (1999) بقياس إجمالي الاستحقاقات كمقياس لجودة التقارير المالية كالتالي:

$$TA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sales_{i,t} + \beta_2 PPE_{i,t} + \beta_3 \Delta CFO_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

حيث أن:

$TA_{i,t}$ : هي إجمالي الاستحقاقات محسوبة كالتالي {صافى الدخل قبل البنود غير العادية والاستثنائية للشركة (i) في السنة (t) مطروحاً منه التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة (i) في السنة (t)} مقسومة على إجمالي أصول السنة (t-1).

$\Delta Sales_{i,t}$ : هو التغير في قيمة المبيعات للشركة (i) في السنة (t) مقسومة على إجمالي الأصول في السنة (t-1).

$PPE_{i,t}$ : هو الأصول الملموسة للشركة (i) في السنة (t) مقسومة على إجمالي الأصول في السنة (t-1).

$\Delta CFO_{i,t}$ : هو التغير في قيمة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة (i) في السنة (t) مقسومة على إجمالي الأصول في السنة (t-1).

ويتم تقدير النموذج السابق لكل سنة ولكل صناعة على حدة لتقدير معالم النموذج، وتعكس البواقي في نموذج الانحدار الانحرافات في قيمة الاستحقاقات الإجمالية، وبالتالي سيكون المقياس الثاني لجودة التقارير المالية هو القيمة المطلقة للبواقي مضروبة في (-1)، وبالتالي فإن القيم الأعلى تعني زيادة جودة التقارير المالية.

وسيتم الاعتماد في دراستنا لقياس جودة التقارير المالية على مقياس FRQ والذي يدمج المقياسين السابقين وهو المستخدم في دراسة (Gomariz and Ballesta, 2014) وهو يمثل متوسط القيمة المعيارية The Standardized Values للمقياسين السابقين. وبالتالي فإن القيمة الأعلى تعني زيادة جودة التقارير المالية.

٢- **التخصص الصناعي للمراجع:** هناك العديد من المقاييس المستخدمة لتحديد مدى تخصص المراجع في الصناعة من عدمه، ومن أشهرها: الحصة السوقية واستراتيجية السوق، إلا أن أكثر المقاييس استخدامًا للتعبير عن تخصص المراجع في الصناعة هو الحصة السوقية وذلك نظرًا لصعوبة تطبيق مدخل استراتيجية السوق لأنه يحتاج إلى معلومات حول عملية المراجعة مثل إجمالي جهود المراجعة، هيكل العمالة، هامش ربح المشاركة وهي معلومات خاصة يصعب الحصول عليها (Habib, 2011). وسيتم قياس التخصص الصناعي للمراجع بنسبة العملاء التي يقوم المراجع بمراجعتهم داخل نفس الصناعة، حيث يعتبر المراجع متخصص في الصناعة إذا قام بمراجعة أكثر من ٢٠٪ من الشركات داخل نفس الصناعة (DeBoskey and Jiang, 2012)، وسيتم قياس هذا المتغير من خلال متغير وهمي dummy variable يأخذ القيمة (١) إذا كانت الشركة يتم مراجعتها من قبل مراجع متخصص في الصناعة، ويأخذ القيمة (٠) إذا كانت الشركة يتم مراجعتها من قبل مراجع غير متخصص في الصناعة.

#### النموذج الإحصائي المستخدم:

لاختبار أثر التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، ستعتمد الدراسة على بيانات ثانوية في صورة بيانات قطاعية Panel Data تضم بيانات (٩٠) شركة صناعية مساهمة مقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة (٢٠١٥-٢٠١٩) مع الاستعانة ببعض بيانات عامي ٢٠١٣-٢٠١٤ لقياس بعض متغيرات الدراسة، وذلك للتحقق من صحة فروض الدراسة، وذلك من خلال الاعتماد على النموذج الإحصائي التالي:

$$InvEff_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 SPAU_{i,t} + \beta_3 FRQ*SPAU_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 LnSales_{i,t} + \beta_6 LnAsset_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

حيث أن  $InvEff_{i,t}$  يعبر عن كفاءة الاستثمار،  $FRQ_{i,t}$  يعبر عن جودة التقارير المالية،  $SPAU_{i,t}$  يعبر عن التخصص الصناعي للمراجع،  $FRQ*SPAU_{i,t}$  يعبر عن الأثر التفاعلي لجودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع، وحيث أننا نتوقع وجود علاقة تأثيرية موجبة بين جودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع وبين كفاءة الاستثمار فإننا نتوقع أن تكون قيم  $(\beta_1, \beta_2, \beta_3)$  إيجابية ومعنوية، أما باقي متغيرات النموذج فهي متغيرات رقابية حيث  $LEV_{i,t}$  يعبر عن نسبة الرفع المالي،  $LnSales_{i,t}$  اللوغاريتم الطبيعي للمبيعات،  $LnAsset_{i,t}$  اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

ولاختبار مدى صحة فروض الدراسة التي تناولها النموذج الإحصائي السابق والذي يهدف إلى التحقق من مدى وجود واتجاه العلاقة بين كلٍ من جودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية سنقوم باتباع الخطوات التالية:

- عرض الإحصاءات الوصفية ومعاملات الارتباط لمتغيرات نموذج الدراسة.
- إجراء اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test).
- إجراء اختبار التكامل المشترك (Co-integration).
- إجراء تحليل الانحدار Panel Regression لنموذج الدراسة لإجمالي المشاهدات للتعرف على الأثر العام لكلٍ من جودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار، ثم إجراء تحليل الانحدار Panel Regression لنموذج الدراسة مرتين ولكن بعد تقسيم إجمالي المشاهدات إلى مجموعتين مشاهدات تعبر عن الاستثمار الأكثر من اللازم، ومشاهدات تعبر عن الاستثمار الأقل من اللازم، وذلك للتعرف على أثر كلٍ من جودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على الاستثمار الأكثر والأقل من اللازم.

#### أولاً: الإحصاءات الوصفية ومعاملات الارتباط لمتغيرات نموذج الدراسة:

توضح بيانات جدول رقم (١) الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة التي تتضمن مقاييس النزعة المركزية، ومقاييس التشتت، ومعامل الالتواء (Skewness (S)، ومعامل التفرطح (Kurtosis (K)، ومصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات النموذج. ويتضح من مصفوفة الارتباط، أنه لا يوجد ارتباط خطي تام بين اثنين من المتغيرات المستقلة، وبالتالي لا يعاني النموذج الإحصائي للدراسة من وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة Multi-collinearite.

جدول رقم (١) الإحصاءات الوصفية ومصفوفة معاملات الارتباط

	INVEFF	FRQ	SPAU	FRQSPAU	LEV	LNASSET	LNSALES
Mean	-0.08	-0.01	0.39	0.019	0.79	13.61	12.43
Median	-0.04	0.22	0	0	0.48	13.49	12.97
Maximum	-0.00	0.42	1	6.2	105.1	18.46	17.83
Minimum	-3.37	-6.2	0	-0.42	0.01	9.73	0
Std. Dev.	0.2	0.72	0.49	0.53	4.96	1.65	3.08
Skewness	-12.48	-4.55	0.47	7.03	20.76	0.39	-2.01
Kurtosis	185.14	29.51	1.22	65.78	436.85	2.99	8.49
Jarque-Bera	633689	14728.64	75.88	77600.25	3561543	11.23	866.89
Probability	0	0	0	0	0	0	0
Sum	-34.16	-4.39	174	8.444	355.94	6121.1	5591.39
SumSq.Dev.	18.49	234.39	106.72	127.11	11043.49	1220.54	4258.15
Observations	450	450	450	450	450	450	450
INVEFF	1						
FRQ	0.08***	1					
SPAU	0.06***	-0.04	1				
FRQ_SPAU	-0.02	-0.74*	0.04	1			
LEV	-0.51	-0.03	-0.02	-0.00	1		
LNASSET	0.07	-0.01	0.23*	0.02	-0.11*	1	
LNSALES	0.02	-0.04	0.2*	0.03	0.02	0.66*	1

المصدر: إعداد الباحث باستخدام مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews).

\* Correlation is significance at the 1% level.

\*\* Correlation is significance at the 5% level.

\*\*\* Correlation is significance at the 10% level.

### ثانيًا: اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test):

بعد عرض الإحصائيات الوصفية ومعاملات الارتباط لابد من اختبار مدى استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، وتحليل ما إذا كان هناك تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة قبل إجراء تحليل الانحدار Panel Regression. ويستخدم اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) لتحديد مدى استقرار أو عدم استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، وذلك للتأكد من استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة لتجنب مشكلات الانحدار الزائف، حيث يفترض أن المتغيرات المحاسبية تتجه في الأجل الطويل عادة نحو حالة من الاستقرار يطلق عليها وضع التوازن (Steady State Equilibrium). ونظرًا لأنه في بعض الأحيان تكون السلاسل الزمنية للمتغيرات المحاسبية غير مستقرة (Non stationary)، وفي مثل هذه الحالة لا تصلح نماذج الانحدار التقليدية في دراسة العلاقات بين المتغيرات وهي في صورتها الأصلية (Level)، حيث يؤدي ذلك إلى ما يسمى بالانحدار الزائف (Spurious Regression)، وبالتالي، فإن نتائج الاختبارات الإحصائية ( $R^2$ , DW, F, T) لا يمكن

الاعتماد عليها. وتعتبر السلسلة الزمنية لمتغير ما مستقرة إذا كان كل من الوسط الحسابي، والتباين الخاص بالسلسلة الزمنية للمتغير ثابتاً عبر الزمن (Heij, et al., 2004)، هذا فضلاً عن الحاجة إلى تحديد درجة أو رتبة التكامل (Integration Order) لكل متغير من متغيرات الدراسة على حدة.

ويوضح الجدول رقم (٢) نتائج اختبار جذر الوحدة لتحديد مدى استقرار المتغيرات الموجودة في فرض الدراسة في وضعها الأصلي وذلك وفقاً لنتائج أربع اختبارات مختلفة وهي (١) اختبار Levin, Lin & Chut (LLC). (٢) اختبار Pesaran and Shin (PSW) Fisher Chi- (٣) اختبار W-stat Fisher Chi-square (ADF). (٤) اختبار Fisher Chi- (PP) square.

ويتضح من نتائج الاختبارات الأربعة أن الإحصائيات الخاصة بجميع المتغيرات معنوية مما يعني رفض فرض عدم القائل بأن السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة غير مستقرة {Non Stationary} وقبول الفرض البديل بأن السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة مستقرة {Stationary} (Levin, et al., 2002). كما تشير النتائج إلى أن جميع المتغيرات رتبة تكاملها تكون من الدرجة صفر  $I(0)$ ، أي أن السلسلة الزمنية لجميع المتغيرات مستقرة في وضعها الأصلي.

جدول رقم (٢) نتائج اختبار استقرار متغيرات النموذج الإحصائي (Unit Root)

المتغيرات	LLC Test	PSW Test	ADF Test	PP Test	رتبة المتغير
INVEFF	-32.2876 (0.00)	-10.6582 (0.00)	301.595 (0.00)	347.556 (0.00)	I(0)
FRQ	-21.3329 (0.00)	-5.2075 (0.00)	233.905 (0.0042)	273.045 (0.00)	I(0)
FRQ_SPAU	-10.3288 (0.00)	-2.65078 (0.004)	85.0613 (0.1062)	104.312 (0.0049)	I(0)
LEV	-538.967 (0.00)	-64.7835 (0.00)	244.194 (0.001)	282.61 (0.00)	I(0)
LNASSET	-19.3141 (0.00)	-4.19773 (0.00)	234.332 (0.004)	307.62 (0.00)	I(0)
LNSALES	-12.5551 (0.00)	-0.80781 (0.2096)	164.438 (0.7588)	231.103 (0.0045)	I(0)

المصدر: إعداد الباحث باستخدام مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews).

### ثالثاً: اختبار التكامل المشترك (Co-integration):

بعد التأكد من استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة سيتم إجراء اختبار التكامل المشترك Cointegration بين متغيرات النموذج الإحصائي المستخدم، وذلك للتحقق من وجود علاقة تأثيرية بين متغيرات النموذج من عدمه، وذلك باستخدام اختبار Kao Test الذي ينص فرض العدم له أنه لا يوجد تكامل مشترك بين متغيرات النموذج (Kao, 1999)، ويوضح الجدول رقم (٣) نتائج اختبار التكامل المشترك Kao Test بين متغيرات النموذج الإحصائي الخاص بالفروض الثلاثة. ويتضح من نتائج اختبار التكامل المشترك Kao Test أن إحصائية الاختبار معنوية، مما يعني رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل بأن هناك تكامل مشترك بين متغيرات النموذج، وأن هناك علاقة تأثيرية معنوية بين متغيرات نموذج الدراسة.

#### جدول رقم (٣) نتائج اختبار التكامل المشترك Kao Test بين متغيرات نموذج الدراسة

	Prob.	t-Statistic
ADF	0.000	-9.57173

المصدر: إعداد الباحث باستخدام مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews).

#### رابعاً: نتائج تحليل الانحدار Panel Regression لنموذج الدراسة:

يتضح مما سبق أن هناك استقرار في السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة في وضعها الأصلي، مما يعني أن رتبة تكاملها  $I(0)$ ، كما تشير نتائج اختبار Kao Test أن هناك تكامل مشترك بين متغيرات النموذج، لذا سيتم إجراء تحليل الانحدار Panel Regression للنموذج الإحصائي للدراسة. وقبل إجراء تحليل الانحدار سيتم إجراء اختبار Hausman Test للتعرف على أسلوب الانحدار الملائم الخالي من أخطاء القياس أو التوصيف، وتحديد ما إذا كان سيتم استخدام أسلوب الانحدار Panel fixed Least Squares أو أسلوب الانحدار Panel EGLS (Cross-section random effects)، وينص فرض العدم لاختبار Hausman Test أن أسلوب الانحدار Panel fixed Least Squares ليس هو الأفضل في حين ينص الفرض البديل أن أسلوب الانحدار Panel fixed Least Squares هو الأفضل (Gujarati, 2004). ويلخص الجدول رقم (٤) نتائج اختبار Hausman Test ويتضح من نتائج اختبار Hausman Test أن إحصائية الاختبار معنوية، مما يعني رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل بأن أسلوب الانحدار Panel fixed Least Squares هو أسلوب الانحدار الملائم للنموذج الإحصائي للدراسة.

جدول رقم (٤) نتائج اختبار Hausman Test

Chi-Sq. St	Chi-Sq. d.f.	Prob	أسلوب الانحدار الملائم
73.58779	6	0.0000	Panel fixed Least Squares

المصدر: إعداد الباحث باستخدام مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews).

بعد التعرف على أسلوب الانحدار الملائم لاختبار نموذج الدراسة يمكننا إجراء تحليل الانحدار Panel Regression، وعرض النتائج. ويوضح الجدول رقم (٥) نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة الذي يتناول أثر كلٍ من جودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية.

جدول رقم (٥) نتائج تحليل الانحدار Panel Regression

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.268679	0.063052	-4.261208	0.0000
FRQ	0.022159	0.00376	5.893182	0.0000
SPAU	-0.018129	0.009154	-1.980387	0.0484
FRQ_SPAU	0.022583	0.004273	5.284644	0.0000
LEV	-0.005868	0.006443	-0.910839	0.363
LNASSET	0.012841	0.005108	2.513638	0.0124
LNSALES	0.002378	0.002309	1.030142	0.3036
<b>جودة التوفيق</b>				
<b>R-squared</b>			0.419609	
<b>Adjusted R-square</b>			0.263854	
<b>Durbin-Watson stat</b>			2.316105	
<b>F-statistic</b>			2.694036	
<b>Prob(F-statistic)</b>			0.0000	

المصدر: إعداد الباحث باستخدام مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews).

توضح نتائج تحليل الانحدار أن هناك علاقة تأثيرية معنوية بين كل من جودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع وبين كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، حيث بلغت قيمة ( $R^2$ ) = 0.419، مما يعني أن حوالي ٤٢٪ من التغيرات في كفاءة الاستثمار للشركات المساهمة الصناعية المصرية يمكن تفسيرها من خلال التغيرات التي تحدث في المتغيرات التي يشتمل عليها النموذج الإحصائي، كما أن إحصائية (F) مرتفعة ومعنوية عند ١٪، كما أن قيمة معامل Durbin-Watson بلغ (٢.٣) مما يعني أنه لا يوجد

ارتباط ذاتي ذات دلالة إحصائية بين اليواقي Auto-correlation، مما يدل على جودة النموذج الإحصائي المستخدم، ويزيد من الثقة في النتائج.

توضح نتائج تحليل الانحدار أن هناك علاقة معنوية موجبة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، حيث بلغ قيمة معامل FRQ = 0.022 وذلك عند مستوى معنوية 1٪، ويرجع ذلك إلى أن زيادة جودة التقارير المالية تخفيض من عدم تماثل المعلومات مما يسهم في الحد من الاحتكاكات الاقتصادية مثل المخاطر الأخلاقية والاختيار المعاكس ويزيد من فاعلية عملية الرقابة على المديرين الأمر الذي يسهم في تحسين جودة القرارات الاستثمارية الإدارية، ونتيجة لما سبق فإنه يمكننا رفض فرض العدم للفرض الأول وقبول الفرض البديل القائل بأن هناك علاقة تأثيرية معنوية موجبة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية.

أما بالنسبة للتخصص الصناعي للمراجع فإن نتائج تحليل الانحدار توضح أن هناك علاقة معنوية سالبة بين التخصص الصناعي للمراجع وكفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، حيث بلغ قيمة معامل SPAU = -0.018 وذلك عند مستوى معنوية 5٪، ويرجع ذلك التخصص الصناعي للمراجع وحده غير كافي لزيادة كفاءة الاستثمار، ونتيجة لما سبق فإنه لا نستطيع رفض فرض العدم للفرض الثاني القائل بأن هناك علاقة تأثيرية معنوية سالبة بين التخصص الصناعي للمراجع وكفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية.

أما بالنسبة للأثر التفاعلي لجودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، فإن نتائج تحليل الانحدار توضح أن هناك علاقة معنوية موجبة بين الأثر التفاعلي لجودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار، حيث بلغ قيمة معامل FRQ\_SPAU = 0.023 وذلك عند مستوى معنوية 1٪، وتوضح تلك النتائج أن التخصص الصناعي للمراجع يسهم في تحسين العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار، ونتيجة لما سبق فإنه يمكننا رفض فرض العدم للفرض الثالث وقبول الفرض البديل القائل بأن هناك علاقة تأثيرية معنوية موجبة بين الأثر التفاعلي لجودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع وبين كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية.

أما بالنسبة للمتغيرات الرقابية، فإن نتائج تحليل الانحدار توضح أن هناك علاقة معنوية موجبة بين إجمالي الأصول وكفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، في

حين توصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة تأثيرية معنوية بين كلٍ من المبيعات ونسبة الرفع المالي وبين كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية. بعد التعرف على أثر جودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، فإننا سنقوم بتقسيم المشاهدات إلى مجموعتين بناءً على إشارة البواقي في نموذج قياس كفاءة الاستثمار حيث تعكس البواقي الانحرافات عن مستوى الاستثمار المتوقع (كفاءة الاستثمار)، حيث يعبر الانحراف الموجب عن الاستثمار الأكثر من اللازم، وفي المقابل فإن الانحراف السالب يعبر عن الاستثمار الأقل من اللازم، وذلك للتعرف على أثر جودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على الاستثمار الأكثر والأقل من اللازم في الشركات المساهمة الصناعية المصرية.

وللتحقق من أثر جودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على الاستثمار الأكثر والأقل من اللازم في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، تم تقسيم المشاهدات إلى مجموعتين، حيث وجد الباحث أن هناك ٢٥٥ مشاهدة تعاني من انحراف موجب للاستثمار عن الاستثمار المتوقع، وهو ما يشير إلى أن ٥٧٪ من المشاهدات تعاني من وجود استثمار أكثر من اللازم (المجموعة الأولى) وسيتم ضرب قيمة تلك الانحرافات في (-١) مما يعني أن القيمة الأعلى تعنى انخفاض الاستثمار الأكثر من اللازم. وفي المقابل، وجدت الدراسة أن ١٩٥ مشاهدة تعاني من انحراف سالب للاستثمار عن الاستثمار المتوقع، وهو ما يشير إلى أن ٤٣٪ من المشاهدات تعاني من وجود استثمار أقل من اللازم (المجموعة الثانية). وسوف يتم عرض نتائج تحليل الانحدار لكل مجموعة على حدة فيما يلي:

جدول رقم (٦) نتائج تحليل الانحدار Panel Regression (المجموعة الأولى)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.032364	0.014407	-2.246349	0.0256
FRQ	0.038188	0.005693	6.70788	0.0000
SPAU	0.013576	0.003671	3.698084	0.0003
FRQ_SPAU	0.045974	0.006379	7.207072	0.0000
LEV	-0.006596	0.004249	-1.552368	0.1218
LNASSET	-0.002912	0.001222	-2.382004	0.018
LNSALES	0.000961	0.000768	1.250434	0.2123
<b>جودة التوفيق</b>				
<b>R-squared</b>			0.330192	
<b>Adjusted R-square</b>			0.313987	
<b>Durbin-Watson stat</b>			1.577513	
<b>F-statistic</b>			20.37585	
<b>Prob(F-statistic)</b>			0.0000	

المصدر: إعداد الباحث باستخدام مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews).

توضح نتائج تحليل الانحدار أن هناك علاقة تأثيرية معنوية بين كل من جودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع وبين الاستثمار الأكثر من اللازم في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، حيث بلغت قيمة  $(R^2) = 0.33$ ، مما يعني أن حوالي ٣٣٪ من التغيرات في الاستثمار الأكثر من اللازم للشركات المساهمة الصناعية المصرية يمكن تفسيرها من خلال التغيرات التي تحدث في المتغيرات التي يشتمل عليها النموذج الإحصائي، كما أن إحصائية (F) مرتفعة ومعنوية عند ١٪، كما أن قيمة معامل Durbin-Watson بلغ (١.٥٨) مما يعنى أنه لا يوجد ارتباط ذاتي ذات دلالة إحصائية بين البواقي Auto-correlation، مما يدل على جودة النموذج الإحصائي المستخدم، ويزيد من الثقة في النتائج.

توضح نتائج تحليل الانحدار أن هناك علاقة معنوية موجبة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار (مقاسة بانخفاض الاستثمار الأكثر من اللازم) في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، حيث بلغ قيمة معامل  $FRQ = 0.038$  وذلك عند مستوى معنوية ١٪، وهذا يتفق مع نتائج تحليل الانحدار لجميع المشاهدات. ونتيجة لما سبق فإنه يمكننا رفض فرض العدم للفرض الأول وقبول الفرض البديل القائل بأن هناك علاقة تأثيرية معنوية موجبة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار مقاسة بانخفاض الاستثمار الأكثر من اللازم في الشركات المساهمة الصناعية المصرية.

أما بالنسبة للتخصص الصناعي للمراجع فإن نتائج تحليل الانحدار توضح أن هناك علاقة معنوية موجبة بين التخصص الصناعي للمراجع وكفاءة الاستثمار (مقاسة بانخفاض الاستثمار الأكثر من اللازم) في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، حيث بلغ قيمة معامل  $SPAU = 0.014$  وذلك عند مستوى معنوية 1٪، وتوضح تلك النتائج أن التخصص الصناعي للمراجع يسهم في الحد من الاستثمار الأكثر من اللازم في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، وهذا عكس نتائج تحليل الانحدار لجميع المشاهدات. وفقاً لنتائج تحليل الانحدار للعلاقة بين التخصص الصناعي للمراجع وكفاءة الاستثمار مقاس بالاستثمار الأكثر من اللازم فقط، فإنه يمكننا رفض فرض عدم للفرض الثاني وقبول الفرض البديل القائل بأن هناك علاقة تأثيرية معنوية موجبة بين التخصص الصناعي للمراجع وكفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية.

أما بالنسبة للأثر التفاعلي لجودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار (مقاسة بانخفاض الاستثمار الأكثر من اللازم) في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، فإن نتائج تحليل الانحدار توضح أن هناك علاقة معنوية موجبة بين الأثر التفاعلي لجودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار (مقاسة بانخفاض الاستثمار الأكثر من اللازم)، حيث بلغ قيمة معامل  $FRQ\_SPAU = 0.046$  وذلك عند مستوى معنوية 1٪، وتوضح تلك النتائج أن التخصص الصناعي للمراجع يسهم في تحسين العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار (مقاسة بانخفاض الاستثمار الأكثر من اللازم)، وهذا يتفق مع نتائج تحليل الانحدار لجميع المشاهدات. ونتيجة لما سبق فإنه يمكننا رفض فرض عدم للفرض الثالث وقبول الفرض البديل القائل بأن هناك علاقة تأثيرية معنوية موجبة بين الأثر التفاعلي لجودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع وبين كفاءة الاستثمار (مقاسة بانخفاض الاستثمار الأكثر من اللازم) في الشركات المساهمة الصناعية المصرية.

أما بالنسبة للمتغيرات الرقابية، فإن نتائج تحليل الانحدار توضح أن هناك علاقة معنوية سالبة بين إجمالي الأصول وكفاءة الاستثمار (مقاسة بانخفاض الاستثمار الأكثر من اللازم) في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، في حين توصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة تأثيرية معنوية بين كل من المبيعات ونسبة الرفع المالي وبين كفاءة الاستثمار (مقاسة بانخفاض الاستثمار الأكثر من اللازم) في الشركات المساهمة الصناعية المصرية.

جدول رقم (٧) نتائج تحليل الانحدار Panel Regression (المجموعة الثانية)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.176758	0.026542	-6.659572	0.0000
FRQ	0.02802	0.005367	5.220963	0.0000
SPAU	-0.008263	0.005264	-1.569758	0.1182
FRQ_SPAU	0.00821	0.010848	0.756823	0.4501
LEV	0.016976	0.014105	1.203528	0.2303
LNASSET	0.00191	0.002363	0.808259	0.42
LNSALES	0.005977	0.001044	5.726173	0.0000
<b>جودة التوفيق</b>				
<b>R-squared</b>			0.438559	
<b>Adjusted R-square</b>			0.420641	
<b>Durbin-Watson stat</b>			1.738027	
<b>F-statistic</b>			24.47549	
<b>Prob(F-statistic)</b>			0.0000	

المصدر: إعداد الباحث باستخدام مخرجات البرنامج الإحصائي (EViews).

توضح نتائج تحليل الانحدار أن هناك علاقة تأثيرية معنوية بين جودة التقارير المالية والاستثمار الأقل من اللازم في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، حيث بلغت قيمة  $(R^2) = 0.43$ ، مما يعني أن حوالي ٤٣٪ من التغيرات في الاستثمار الأقل من اللازم للشركات المساهمة الصناعية المصرية يمكن تفسيرها من خلال التغيرات التي تحدث في المتغيرات التي يشتمل عليها النموذج الإحصائي، كما أن إحصائية (F) مرتفعة ومعنوية عند ١٪، كما أن قيمة معامل Durbin-Watson بلغ (١.٧٤) مما يعني أنه لا يوجد ارتباط ذاتي ذات دلالة إحصائية بين البواقي Auto-correlation، مما يدل على جودة النموذج الإحصائي المستخدم، ويزيد من الثقة في النتائج.

توضح نتائج تحليل الانحدار أن هناك علاقة معنوية موجبة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار (مقاسة بانخفاض الاستثمار الأقل من اللازم) في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، حيث بلغ قيمة معامل  $FRQ = 0.028$  وذلك عند مستوى معنوية ١٪، وهذا يتفق مع نتائج تحليل الانحدار لجميع المشاهدات. ونتيجة لما سبق فإنه يمكننا رفض فرض العدم للفرض الأول وقبول الفرض البديل القائل بأن هناك علاقة تأثيرية معنوية موجبة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار مقاسة بانخفاض الاستثمار الأقل من اللازم في الشركات المساهمة الصناعية المصرية.

أما بالنسبة للتخصص الصناعي للمراجع فإن نتائج تحليل الانحدار توضح أنه لا توجد علاقة معنوية بين التخصص الصناعي للمراجع وكفاءة الاستثمار (مقاسة بانخفاض الاستثمار الأقل من اللازم) في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، وهذا يتفق مع نتائج تحليل الانحدار لجميع المشاهدات. وفقاً لنتائج تحليل الانحدار للعلاقة بين التخصص الصناعي للمراجع وكفاءة الاستثمار بمقاس بالاستثمار الأقل من اللازم فقط، فإننا لا نستطيع رفض فرض عدم الفرض الثاني القائل بأن هناك علاقة تأثيرية معنوية سالبة بين التخصص الصناعي للمراجع وكفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية.

أما بالنسبة للأثر التفاعلي لجودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار (مقاسة بانخفاض الاستثمار الأقل من اللازم) في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، فإن نتائج تحليل الانحدار توضح أنه لا توجد علاقة معنوية بين الأثر التفاعلي لجودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار (مقاسة بانخفاض الاستثمار الأقل من اللازم)، وهذا عكس نتائج تحليل الانحدار لجميع المشاهدات. وفقاً لنتائج تحليل الانحدار للعلاقة بين الأثر التفاعلي لجودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار بمقاس بالاستثمار الأقل من اللازم فقط، فإننا لا نستطيع رفض فرض عدم الفرض الثالث القائل بأن هناك علاقة تأثيرية معنوية سالبة بين الأثر التفاعلي لجودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على كفاءة الاستثمار (مقاسة بانخفاض الاستثمار الأقل من اللازم) في الشركات المساهمة الصناعية المصرية.

أما بالنسبة للمتغيرات الرقابية، فإن نتائج تحليل الانحدار توضح أن هناك علاقة معنوية موجبة بين المبيعات وكفاءة الاستثمار (مقاسة بانخفاض الاستثمار الأقل من اللازم) في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، في حين توصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة تأثيرية معنوية بين كلٍ من إجمالي الأصول ونسبة الرفع المالي وبين كفاءة الاستثمار (مقاسة بانخفاض الاستثمار الأقل من اللازم) في الشركات المساهمة الصناعية المصرية.

## ٦-٧ - النتائج والاستنتاجات والتوصيات ومجالات البحث المقترحة:

يمكن تلخيص نتائج الدراسة التطبيقية في النقاط التالية:

- تؤثر جودة التقارير المالية تأثيراً معنوياً موجباً على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري، حيث تسهم زيادة جودة التقارير المالية في الحد من الاستثمار الأكثر والأقل من اللازم.

- يؤثر التخصص الصناعي للمراجع تأثيرًا معنويًا موجبًا على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري، حيث يسهم التخصص الصناعي للمراجع في الحد من الاستثمار الأكثر من اللازم.
- توجد علاقة تأثيرية معنوية موجبة بين الأثر التفاعلي للتخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية وبين كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري، حيث يسهم الأثر التفاعلي للتخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية في الحد من الاستثمار الأكثر من اللازم.
- هناك تأثيرًا معنويًا موجبًا بين المبيعات وكفاءة الاستثمار مقاسة بانخفاض الاستثمار الأقل من اللازم، كما أن هناك علاقة معنوية سالبة بين إجمالي الأصول وكفاءة الاستثمار مقاسة بانخفاض الاستثمار الأكثر من اللازم في الشركات المساهمة الصناعية المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري.

#### الاستنتاجات:

هدفت الدراسة إلى تحليل واختبار أثر التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة قرارات الاستثمار الإدارية في الشركات المساهمة الصناعية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية. إذ تتمثل المساهمة العلمية لهذا البحث في قيام الباحث بصياغة نموذج جديد لدراسة أثر التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. وعلى حد علم الباحث تعتبر هذه الدراسة أول دراسة قامت بدراسة هذا الأثر السابق ذكره أعلاه في جمهورية مصر العربية.

واستمد البحث أهميته من أنه يقدم تحليلاً للبيئة المصرية التي لا يمكن تعميم نتائج البحوث في الدول الأخرى عليها، حيث تركز معظم الدراسات الحالية على أثر التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في أمريكا وغيرها من الدول المتقدمة، وذلك على الرغم من وجود عديد من الاختلافات القائمة بين الدول النامية والمتقدمة من حيث العوامل البيئية والقيم المجتمعية السائدة. وأيضًا تتمثل أهمية هذا البحث في منفعته لكل من المستثمرين، والمقرضين، وسوق رأس المال وغيرهم من أصحاب المصلحة في مصر، حيث أن تحليل أثر التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة الصناعية المصرية، يمكن مستخدمي التقارير المالية من فهم القرارات الاستثمارية الإدارية في الشركات الصناعية المصرية، ويسهم في زيادة فاعلية الدور الرقابي على عملية إعداد التقارير المالية مما يسهم في الحد من عدم تماثل المعلومات بين المديرين

ومقدمي رأس المال والذي بدوره يخفض من مشاكل المخاطر الأخلاقية والاختيار المعاكس، هذا فضلاً عن أن تحديد أثر تلك العوامل يسهم في زيادة كفاءة وفاعلية القرارات الاستثمارية الإدارية.

وتوصل الباحث إلى أن الشركات المساهمة المصرية ذات جودة التقارير المالية المرتفعة لديها مستوى مرتفع من كفاءة الاستثمار حيث تنخفض الاستثمارات الأكثر والأقل من اللازم لديها ويرجع ذلك إلى أن التقارير المالية مرتفعة الجودة تلعب دوراً رئيسياً في التخفيف من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة ومقدمي رأس المال والذي بدوره يخفض من مشاكل المخاطر الأخلاقية والاختيار المعاكس. كما توصل الباحث إلى أن الشركات المساهمة الصناعية المصرية التي يتم مراجعتها بواسطة مراجع متخصص في الصناعة لا تعاني من مشكلة الاستثمار الأكثر من اللازم ويرجع ذلك إلى زيادة فاعلية الدور الرقابي على عملية إعداد التقارير المالية مما يسهم في الحد من عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين ويحسن من جودة القرارات الاستثمارية الإدارية. أخيراً، توصل الباحث إلى أن الشركات المساهمة الصناعية المصرية ذات جودة التقارير المالية المرتفعة والتي تم مراجعتها بواسطة مراجع متخصص في الصناعة لديها مستوى مرتفع من كفاءة الاستثمار حيث تنخفض الاستثمارات الأكثر من اللازم لديها ويرجع ذلك إلى أن التخصص الصناعي للمراجع يسهم في تحسين العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار.

#### **التوصيات ومجالات البحث المقترحة:**

- توصي الدراسة بأنه يجب على إدارات الشركات المساهمة المصرية ومقدمي رأس المال الاهتمام بجودة التقارير المالية وجودة المراجعة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية والائتمانية، وذلك بهدف زيادة قيمة الشركات من ناحية، وزيادة منافع وتخفيض المخاطر المالية التي قد يتعرض لها مقدمي رأس المال من ناحية أخرى.
- توصي الدراسة بإعادة إجراء الدراسة مع إضافة باقي العوامل الأخرى المؤثرة على كفاءة الاستثمار مثل الملكية الأجنبية ومدة استحقاق الديون وخصائص مجلس الإدارة ومخاطر السوق والمسئولية الاجتماعية وتوقعات المديرين.
- توصي الدراسة بإعادة إجراء الدراسة على مجتمع آخر مثل شركات القطاع المالي وذلك بهدف التعرف على أثر جودة التقارير المالية والتخصص الصناعي للمراجع على جودة قرارات منح الائتمان.
- توصي الدراسة بإعادة إجراء الدراسة في دول أخرى حيث أوضحت نتائج الدراسة أن هناك اختلاف في النتائج عن الدول الأخرى، وهذا نتيجة لاختلاف العوامل البيئية والقيم المجتمعية السائدة في الدول المختلفة.

## مراجع الدراسة

### أولاً: المراجع باللغة العربية:

- الخرزلة، قتيبة خالد عبده. (٢٠١٩). أثر التحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الأردنية. رسالة ماجستير، جامعة آل البيت، المفرق.
- 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: جامعة طنطا - كلية التجارة - قسم المحاسبة*، (٢)، ٣٥٤-٣٩٢.
- على، جابر محمد حسن. (٢٠١٧). أثر جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المصرية المسجلة بالبورصة. *رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية*.

### ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية:

- Al-Hadi, A., Hasan, M. M., Taylor, G., Hossain, M., & Richardson, G. (2017). Market risk disclosures and investment efficiency: International evidence from the gulf cooperation council financial firms. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(3), 349-393.
- Almutairi, A. R., Dunn, K. A., & Skantz, T. (2009). Auditor tenure, auditor specialization, and information asymmetry. *Managerial Auditing Journal*.
- Bae, G. S., Choi, S. U., Dhaliwal, D. S., & Lamoreaux, P. T. (2017). Auditors and client investment efficiency. *The Accounting Review*, 92(2), 19-40.
- Baker, M., Stein, J. C., & Wurgler, J. (2003). When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(3), 969-1005.
- Balakrishnan, K., Core, J. E., & Verdi, R. S. (2014). The relation between reporting quality and financing and investment: Evidence from changes in financing capacity. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 1-36.
- Beatty, A., Liao, S., & Weber, J. (2010). The effect of private information and monitoring on the role of accounting quality in

- investment decisions. *Contemporary Accounting Research*, 27(1), 17–47.
- Biddle, G. C., & Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The accounting review*, 81(5), 963-982.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of accounting and economics*, 48(2-3), 112-131.
- 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.
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2011). Capital allocation and timely accounting recognition of economic losses. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(1-2), 1-33.
- 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*.
- Cahan, S. F., Godfrey, J. M., Hamilton, J., & Jeter, D. C. (2008). Auditor specialization, auditor dominance, and audit fees: The role of investment opportunities. *The Accounting Review*, 83(6), 1393-1423.
- Chang, X., Dasgupta, S., & Hilary, G. (2009). The effect of auditor quality on financing decisions. *The Accounting Review*, 84(4), 1085-1117.
- 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, Q., Jiang, X., & Zhang, Y. (2019). The effects of audit quality disclosure on audit effort and investment efficiency. *The Accounting Review*, 94(4), 189-214.
- Cook, K. A., Romi, A. M., Sánchez, D., & Sánchez, J. M. (2019). The influence of corporate social responsibility on investment efficiency and innovation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46(3-4), 494-537.
- 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.

- Dutta, S., & Nezlobin, A. (2017). Dynamic effects of information disclosure on investment efficiency. *Journal of Accounting Research*, 55(2), 329-369.
- Elaoud, A., & Jarboui, A. (2017). Auditor specialization, accounting information quality and investment efficiency. *Research in International Business and Finance*, 42, 616-629.
- FASB, 1978. Statement of Financial Accounting Concepts No.1. Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises.
- Francis, J. R., Huang, S., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2009). Does corporate transparency contribute to efficient resource allocation?. *Journal of Accounting Research*, 47(4), 943-989.
- Gao, R., & Sidhu, B. K. (2018). The impact of mandatory international financial reporting standards adoption on investment efficiency: Standards, enforcement, and reporting incentives. *Abacus*, 54(3), 277-318.
- Gao, R., & Yu, X. (2020). How to measure capital investment efficiency: a literature synthesis. *Accounting & Finance*, 60(1), 299-334.
- Gomariz, M. F. C., & Ballesta, J. P. S. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of banking & finance*, 40, 494-506.
- Goodman, T. H., Neamtiu, M., Shroff, N., & White, H. D. (2014). Management forecast quality and capital investment decisions. *The Accounting Review*, 89(1), 331-365.
- Gujarati, D. N., (2004). **Basic Econometrics**, McGraw-Hill companies, 4th Edition.
- Gul, F. A., Fung, S. Y. K., & Jaggi, B. (2009). Earnings quality: Some evidence on the role of auditor tenure and auditors' industry expertise. *Journal of accounting and Economics*, 47(3), 265-287.
- Habib, A., & Bhuiyan, M. B. U. (2011). Audit firm industry specialization and the audit report lag. *Journal of international accounting, auditing and taxation*, 20(1), 32-44.
- Habib, A. (2011). Audit firm industry specialization and audit outcomes: Insights from academic literature. *Research in Accounting Regulation*, 23(2), 114-129.
- Hammersley, J. S. (2006). Pattern identification and industry-specialist auditors. *The Accounting Review*, 81(2), 309-336.

- Hammami, A., & Zadeh, M. H. (2019). Audit quality, media coverage, environmental, social, and governance disclosure and firm investment efficiency. *International Journal of Accounting & Information Management*.
- Heij, C., Heij, C., de Boer, P., Franses, P. H., Kloek, T., & van Dijk, H. K. (2004). *Econometric methods with applications in business and economics*. Oxford University Press.
- Hope, O. K., Thomas, W., & Vyas, D. (2011). Financial credibility, ownership, and financing constraints in private firms. *Journal of International Business Studies*, 42(7), 935-957.
- Jafari, H. (2016). Financial reporting quality, Debt maturity investment Efficiency. *Bulletin de la Société des Sciences de Liège*, 85, 1283-1296.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193-228.
- Kasznik, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of accounting research*, 37(1), 57-81.
- Kao, C. (1999). Spurious regression and residual-based tests for cointegration in panel data. *Journal of econometrics*, 90(1), 1-44.
- Lai, K. W. (2009). Does audit quality matter more for firms with high investment opportunities?. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(1), 33-50.
- Lenard, M. J., & Yu, B. (2012). Do earnings management and audit quality influence over-investment by Chinese companies. *International Journal of Economics and Finance*, 4(2), 21-30.
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of accounting research*, 91-124.
- Levin, A., Lin, C. F., & Chu, C. S. J. (2002). Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. *Journal of econometrics*, 108(1), 1-24.
- Li, Q., & Wang, T. (2010). Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience. *Nankai Business Review International*.
- Liu, L., & Tian, G. G. (2019). Mandatory CSR disclosure, monitoring and investment efficiency: evidence from China. *Accounting & Finance*.

- Luo, X. (2018). *The Association of the Relative Informativeness of Market Risk Disclosures with Liquidity and Investment Efficiency* (Doctoral dissertation).
- McNichols, M. F., & Stubben, S. R. (2008). Does earnings management affect firms' investment decisions?. *The accounting review*, 83(6), 1571-1603.
- Moroney, R. (2007). Does industry expertise improve the efficiency of audit judgment?. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 26(2), 69-94.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have (No. w1396). *National Bureau of Economic Research*.
- 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).
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of accounting studies*, 11(2-3), 159-189.
- Saghafi, A., & Motamedi, F. M. (2011). Relation between Audit Quality and Investment Efficiency in Firms with High Investment Opportunities. *Journal of Financial Reporting Research*, 3, 1-14.
- Sarwoko, I., & Agoes, S. (2014). An empirical analysis of auditor's industry specialization, auditor's independence and audit procedures on audit quality: evidence from Indonesia. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 164, 271-281.
- Stanley, J. D., & DeZoort, F. T. (2007). Audit firm tenure and financial restatements: An analysis of industry specialization and fee effects. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(2), 131-159.
- Tran, Q. T. (2020). Foreign ownership and investment efficiency: new evidence from an emerging market. *International Journal of Emerging Markets*.
- Velury, U. (2003). The association between auditor industry specialization and earnings management. *Research in Accounting Regulation*, 16, 171-184.
- Wilford, A. L. (2012). *Determining the impact of multiple consecutive years of financial reporting quality issues on investment efficiency* (Doctoral dissertation).

**الملاحق:**

**الملحق رقم (١) الشركات الممثلة لعينة الدراسة**

م	الشركة	كود رويترز	كود الترفيم الدولي
<b>أولاً: قطاع موارد أساسية</b>			
1	مصر للألومنيوم	EGAL.CA	EGS3E181C010
2	حديد عز	ESRS.CA	EGS3C251C013
3	اسيك للتعددين	ASCM.CA	EGS10001C013
4	مصر الوطنية للصلب	ATQA.CA	EGS3D0C1C018
<b>ثانياً: قطاع الكيماويات</b>			
5	أبوقير للأسمدة	ABUK.CA	EGS38191C010
6	الصناعات الكيماوية المصرية	EGCH.CA	EGS38201C017
7	المالية والصناعات المصرية	EFIC.CA	EGS38381C017
8	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات	KZPC.CA	EGS38411C012
9	مصر لصناعة الكيماويات	MICH.CA	EGS38211C016
10	سماد مصر	SMFR.CA	EGS51191C012
11	البويات والصناعات الكيماوية باكين	PACH.CA	EGS38311C014
12	سيدي كرير للبتروكيماويات	SKPC.CA	EGS380S1C017
13	مصر لإنتاج الأسمدة	MFPC.CA	EGS39061C014
<b>ثالثاً: قطاع الأغذية والمشروبات</b>			
14	مطاحن ومخابز الإسكندرية	AFMC.CA	EGS30471C014
15	القاهرة للزيوت والصابون	COSG.CA	EGS30581C010
16	القاهرة للدواجن	POUL.CA	EGS02051C018
17	الدلتا للسكر	SUGR.CA	EGS30201C015
18	مطاحن شرق الدلتا	EDFM.CA	EGS30351C018
19	المصرية لصناعة النشا والجلوكوز	ESGI.CA	EGS30431C018
20	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	ZEOT.CA	EGS38251C012
21	الدولية للمحاصيل الزراعية	IFAP.CA	EGS07061C012
22	الإسماعلية مصر للدواجن	ISMA.CA	EGS02021C011
23	المنصورة للدواجن	MPCO.CA	EGS02091C014
24	مطاحن مصر الوسطي	CEFM.CA	EGS30401C011
25	مصر للزيوت والصابون	MOSC.CA	EGS38421C011
26	مطاحن ومخابز شمال القاهرة	MILS.CA	EGS30361C017
27	مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والجيزة	SCFM.CA	EGS30411C010
28	الشرقية الوطنية للأمن الغذائي	SNFC.CA	EGS30291C016
29	الصناعات الغذائية العربية - دومني	DOMT.CA	EGS30031C016
30	العامية للصوامع والتخزين	GSSC.CA	EGS30441C017
31	العربية لمنتجات الألبان " أراب ديرري - باندا"	ADPC.CA	EGS30441C017

EGS02211C018	EPCO.CA	المصرية للدواجن	32
EGS300L1C011	ELNA.CA	النصر لتصنيع الحاصلات الزراعية	33
EGS30901C010	JUFO.CA	جھينة للصناعات الغذائية	34
EGS30AL1C012	OLFI.CA	عبور لاند للصناعات الغذائية	35
EGS30211C014	AJWA.CA	مجموعة اجواء للصناعات الغذائية	36
<b>رابعاً: قطاع الرعاية الصحية والأدوية</b>			
EGS72081C010	AMES.CA	الاسكندرية للخدمات الطبية	37
EGS38321C013	ADCI.CA	العربية للأدوية والصناعات الكيماوية	38
EGS38391C016	CPCI.CA	القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية	39
EGS38081C013	PHAR.CA	المصرية الدولية للصناعات الدوائية - ابيكو	40
EGS380G1C011	MIPH.CA	مينا فارم للأدوية والصناعات الكيماوية	41
EGS51201C012	ISPH.CA	ابن سينا فارما	42
EGS38331C012	NIPH.CA	النيل للأدوية والصناعات الكيماوية	43
EGS382M1C011	SIPC.CA	سبأ الدولية للأدوية والصناعات الكيماوية	44
<b>خامساً: قطاع السلع والخدمات الصناعية والسيارات</b>			
EGS42111C012	ALCN.CA	الاسكندرية لتداول الحاويات والبضائع	45
EGS44031C010	CSAG.CA	القناة للتوكيلات الملاحية	46
EGS42051C010	ETRS.CA	المصرية لخدمات النقل والتجارة	47
EGS3G231C011	ELEC.CA	الكابلات الكهربائية المصرية	48
EGS360A1C011	EPPK.CA	الأهرام للطباعة والتغليف	49
EGS3G111C015	EEII.CA	العربية للصناعات الهندسية	50
EGS3F021C017	ENGC.CA	الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير	51
EGS44012C010	MOIL.CA	الخدمات الملاحية والبترولية مارديف	52
EGS3C001C012	MEGM.CA	الشرق الأوسط لصناعة الزجاج	53
EGS3A0A1C016	SMPP.CA	الشرق الحديثة للطباعة والتغليف	54
EGS36041C019	SBAG.CA	السويس للأكياس	55
EGS36021C011	RAKT.CA	العامة لصناعة الورق	56
EGS47021C018	UASG.CA	العربية المتحدة للشحن والتفريغ	57
EGS370W1C013	DTPP.CA	دلتا للطباعة والتغليف	58
EGS673T1C012	AUTO.CA	غبور اوتو	59
EGS38161C013	UNIP.CA	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة	60
EGS38351C010	MPCI.CA	ممفيس للأدوية والصناعات الكيماوية	61
<b>سادساً: قطاع المنتجات الشخصية والمنزلية</b>			
EGS32041C013	SPIN.CA	الاسكندرية للغزل والنسيج	62
EGS32221C011	ACGC.CA	العربية لحليج الأقطان	63
EGS32331C018	APSW.CA	العربية وبولفار للغزل والنسيج يونيراب	64
EGS32131C012	NCGC.CA	النيل لحليج الأقطان	65

EGS33041C012	ORWE.CA	النساجون الشرقيون	66
EGS32161C019	GTWL.CA	جولدن تكس للأصواف	67
EGS33321C018	DSCW.CA	دايس للملابس الجاهزة	68
<b>سابقاً: قطاع العقارات</b>			
EGS65011C016	RREI.CA	الاستثمار العقاري العربي - اليكو	69
EGS214Q1C011	IDRE.CA	الاسماعيلية الجديدة للتطوير والتنمية العمرانية	70
EGS65081C019	DAPH.CA	التعمير والاستشارات الهندسية	71
EGS651B1C018	CCRS.CA	الخليجية الكندية للاستثمار العقاري العربي	72
EGS65851C015	OCDI.CA	السادس من اكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك	73
EGS72AQ1C016	ACAMD.CA	الشركة العربية لإدارة وتطوير الأصول	74
EGS21531C016	UEGC.CA	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	75
EGS01081C016	AALR.CA	العامة لاستصلاح الاراضي والتنمية والتعمير	76
EGS65461C013	GIHD.CA	الغربية الاسلامية للتنمية العمرانية	77
EGS65071C010	ELKA.CA	القاهرة للإسكان والتعمير	78
EGS65061C011	UNIT.CA	المتحدة للإسكان والتعمير	79
EGS65211C012	AREH.CA	المجموعة المصرية العقارية	80
EGS65131C012	NHPS.CA	الوطنية للإسكان للنقابات المهنية	81
EGS70321C012	ORHD.CA	اوراسكوم للتنمية مصر	82
EGS655L1C012	PHDC.CA	بالم هيلز للتعمير	83
EGS21451C017	DCRC.CA	دلنا للإسكان والتعمير	84
EGS69191C012	REAC.CA	ريكاب للاستثمارات المالية	85
EGS21171C011	ZMID.CA	زهراء المعادي للاستثمار والتعمير	86
EGS691S1C011	TMGH.CA	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	87
EGS65571C019	MNHD.CA	مدينة نصر للإسكان والتعمير	88
EGS65591C017	HELI.CA	مصر الجديدة للإسكان والتعمير	89
EGS65441C015	MENA.CA	مينا للاستثمار السياحي والعقاري	90