



أثر القدرة الإدارية على كفاءة القرارات الاستثمارية "دراسة مقارنة بين شركات قطاع الأعمال العام والقطاع الخاص"

إعداد

د. هشام حسيني أحمد جندي

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

heshamgndy@gmail.com

د. سعد السيد حسن الشتري

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

sdshetry@gmail.com

إيمان محمد أمين مصطفى

باحثة ماجستير محاسبة كلية التجارة

جامعة الزقازيق

eameen224@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد السابع والأربعون - العدد الرابع أكتوبر 2025

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

أثر القدرة الإدارية على كفاءة القرارات الاستثمارية
"دراسة مقارنة بين شركات قطاع الأعمال العام والقطاع الخاص"
"دراسة اختبارية في بيئة الأعمال المصرية"

ملخص البحث

استهدف البحث اختبار أثر القدرة الإدارية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات العاملة في البيئة المصرية، والتعرف إلى أي مدى تختلف القدرة الإدارية للشركات التي تنتمي إلى القطاع الخاص عنه في الشركات التي تنتمي لقطاع الأعمال العام، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من (80) شركة بإجمالي (320) مشاهدة، منها ما يمثل نسبة (55%) بما يعادل (180) مشاهدة بالنسبة للقطاع الخاص، ونسبة (45%) بما يعادل (140) مشاهدة بالنسبة لقطاع الأعمال العام، وذلك عن الفترة من عام 2018م وحتى عام 2022م، وقد اعتمد الباحثين على القيمة المطلقة للانحراف عن الاستثمار كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار (المتغير التابع) ، والتي تم تقديرها باستخدام نموذج (Biddle)، وبعد إجراء التحليل الإحصائي للبيانات باستخدام برنامج (STATA,14) كشفت النتائج عن وجود علاقة موجبة ومعنوية بين القدرة الإدارية وعدم كفاءة الاستثمار، وذلك على مستوى القطاعين الأعمال العام والخاص.

الكلمات المفتاحية: القدرة الإدارية، كفاءة القرارات الاستثمارية، الشركات التي تنتمي لقطاع الأعمال العام، الشركات التي تنتمي للقطاع الخاص.

أولاً: مقدمة ومشكلة البحث

تهتم الكثير من الشركات والمستثمرين والأطراف ذو العلاقة بالشركات بموضوع أثر القدرة الإدارية على كفاءة القرارات الاستثمارية في شركات قطاع الأعمال العام والقطاع الخاص، ففي ظل تطور بيئة الأعمال على المستويين المحلي والدولي وبتطبيق الحكومات لسياسة الانفتاح الاقتصادي، ومن بينهم الحكومة المصرية في عام 1974م، بإتباع برنامج الخصخصة والتصريح بإنشاء شركات القطاع الخاص وهو ما لا يُعتبر وسيلة للإصلاح المؤسسي لهيئات القطاع العام فقط، وإنما لمشاركة القطاع العام آنذاك (قطاع الأعمال العام حالياً) والمساهمة في الناتج القومي والمنافسة في تقديم الخدمات وإنتاج السلع من أجل خدمة البيئة وتنمية المجتمع (الوزني وصالح، 2003؛ عفيفي، 2013)، وقد تغير بعد ذلك نمط هيكل الملكية الحكومية السائد لشركات القطاع العام، فقد انفصلت ملكية تلك الشركات عن إدارتها تحت ما يسمى بتصور الوكالة (عبدالله، 2001)، كنتيجة بديهية لإتساع حجم الشركات وتنوع أنشطتها، والاندماج أيضاً في الأسواق المالية المحلية والعالمية أملاً في جذب الاستثمارات والحصول على مصادر التمويل الكافية والتي تكون أقل تكلفة من المصادر المصرفية (سليمان، 2009)، ومن هنا أصبح لكل قطاع ما يميزه عن الآخر من خصائص وأهداف.

وتُعد القرارات الاستثمارية قرارات استراتيجية نظراً لأنها تتعلق بأهداف الشركة في الأجل الطويل فتتصف بالكفاءة كلما كان مقدار الاستثمار الفعلي في سنة معينة مساوياً لحجم الاستثمار المتوقع في هذه السنة والذي يُحدد في ضوء فرص النمو المتاحة للشركة (Chen et al., 2011)، لكن هذا الوضع يكون نادر الحدوث في الواقع العملي فعادة يكون هناك إما زيادة في الاستثمار أو نقص في الاستثمار، وتوجد العديد من الأسباب التي تؤدي إلى عدم تحقيق الشركة المستوى الأمثل للاستثمار أهمها الخطر الأخلاقي للمديرين، والاختيار العكسي والذان ينتجان عن عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والمساهمين الأمر الذي يترتب عليه انخفاض كفاءة القرارات الاستثمارية، وارتفاع مخاطر تلك القرارات على حساب مصلحة المساهمين. (Lambert, 2001; Biddell et al., 2009)

وتُعتبر القدرة الإدارية كما عرفها (Demrjian et al., 2012) عن كفاءة المديرين التنفيذيين في المحافظة على الموارد الاقتصادية المتاحة واستغلالها أفضل استغلال ممكن في توليد الإيرادات، وتتضمن الشركة خصائص المديرين وهي (درجة المعرفة، والسمعة الطيبة، والموهبة، والمهارات والخبرات الشخصية) التي تُمكنهم من استخدام الموارد المتاحة بكفاءة وتحويلها

لإيرادات، مما يساهم في خلق قيمة للشركة (Berglund et al., 2018; Ma et al., 2019) ، ومن ثم التأثير على كفاءة القرارات الاستثمارية، وبالتالي وجود أهمية لدراسة علاقة القدرة الإدارية بكفاءة القرارات الاستثمارية.

وقد توصلت الأدبيات السابقة لوجود علاقة موجبة بين القدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية (Garcia-Sanchez & Garcia-Meca, 2018)، ويرجع ذلك لإتباع المديرين التنفيذيين للسلوك الأخلاقي، حيث يحرص المديرون ذو القدرة الإدارية العالية على توفير التقارير المالية في الوقت المناسب وتطبيق السياسات المحاسبية المتحفظة للحد من مشاكل الوكالة، كما أنهم يفضلون بذل مجهودات أكبر لتوليد الأرباح من الموارد المتاحة للشركة بدلاً من الممارسات الانتهازية، حيث يدرك هؤلاء المديرون الأثر السلبي لتلك الممارسات الانتهازية على الأداء المستقبلي للشركة وسمعتهم في بيئة الأعمال (Hessien, 2018)، وينعكس ذلك على القرارات الاستثمارية ويترتب على ذلك ارتفاع كفاءة الاستثمار (عبد المجيد، 2020).

كما يمكن لهذه العلاقة أن تأخذ اتجاهاً آخر فتكون العلاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية سالبة، ويرجع السبب في ذلك إلى الدوافع الانتهازية لدى المديرين التنفيذيين وعدم تماثل المعلومات، حيث يسعى المدير التنفيذي لتحقيق مصالح ذاتية له دون النظر إلى مصلحة الشركة، مما يؤدي إلى إنعدام ثقة المستثمرين (Onour, 2014; Biddle et al., 2009; Jensen and Mecling, 1976) ، وبناءً عليه يؤدي السلوك الإنتهازي للمديرين التنفيذيين إلى زيادة أو نقص الاستثمار (Blanchard et al., 1994) مما يؤثر بشكل سلبي على كفاءة القرارات الاستثمارية.

ومن ثم فإن القدرة الإدارية التي قد يمتلكها المديرين التنفيذيين قد لا تؤدي بالضرورة إلى كفاءة القرارات الاستثمارية، ففي شركات قطاع الأعمال العام يلاحظ أن دالة الهدف الخاصة بها تسعى نحو تغليب الأهداف السياسية والاجتماعية للدولة على أهداف تعظيم الربح، بينما تسعى الشركات التي تنتمي للقطاع الخاص إلى تغليب الأهداف الاقتصادية، وذلك من أجل تعظيم قيمة الشركة والأرباح التي تنعكس بشكل إيجابي على ثروة الملاك في الأجل الطويل.

كما أن التركيز على كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات التي تنتمي إلى القطاع الخاص قد يسهم في مساعدة المساهمين على ضبط أداء المديرين ممن يفشلون في تحقيق أهداف تعظيم الربحية بالشكل الذي قد يدفع الشركات المنتمية للقطاع الخاص نحو توظيف المديرين الأكفاء والأكثر قدرة إدارية من خلال وضع نظم جيدة للحوافز والمكافأة بما ينعكس إيجابياً على

كفاءة القرارات الاستثمارية، وذلك على العكس من شركات قطاع الأعمال العام التي قد تعاني في معظمها من تدني مستويات الأجور مما يؤدي لعدم وجود دوافع لدى المسؤولين الحكوميين لزيادة ثروة المساهمين أو تحسين الأرباح التشغيلية (Chaney et al., 2011)، وبناءً على ذلك فقد تختلف طبيعة العلاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية في شركات القطاع الخاص مقارنة بشركات قطاع الأعمال العام.

- ومن ثم يمكن صياغة المشكلة البحثية في الأسئلة البحثية التالية:

س1: هل هناك أثر للقدرة الإدارية على كفاءة القرارات الاستثمارية ؟

س2: ما دلالة العلاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية في شركات قطاع الأعمال العام مقارنة بشركات القطاع الخاص ؟

ثانياً : هدف البحث

- يهدف البحث إلى اختبار أثر القدرة الإدارية على كفاءة القرارات الاستثمارية.
- كما يهدف إلى اختبار دلالة الفروق بين القدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية في شركات قطاع الأعمال العام مقارنة بشركات القطاع الخاص.

ثالثاً : أهمية البحث

ترجع أهمية هذا البحث إلى جانب أكاديمي وجانب عملي يمكن توضيحهما كما يلي:

1- الأهمية على المستوى الأكاديمي:

تحليل أثر الخصائص الفردية للمديرين التنفيذيين على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركة ونتائجها، وحسم الجدل في الأدبيات المحاسبية السابقة حول طبيعة القدرة الإدارية للمديرين في شركات القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام.

2- الأهمية العملية:

(أ) إن دراسة أحوال قطاع الأعمال العام لاتزال قيد البحث، ليس ذلك فقط بل وتعد من أهم البرامج التي تدعمها الدولة حتى الآن، لما يقوم به من دور قومي في إدارة الأصول المملوكة في شتى القطاعات الاقتصادية، الأمر الذي يمثل دعماً لتطبيق هذا البحث خاصة مع انتشار شركات قطاع الأعمال العام في العديد من البلدان كواقع إلى الآن.

(ب) يقدم البحث دليلاً تطبيقياً للجهات المسؤولة والمعنية بشؤون قطاع الأعمال العام لأثر القدرة الإدارية على كفاءة القرارات الاستثمارية في القطاعين الخاص والأعمال العام، ومدى الاختلاف فيما بينهما، وتفسير السلوك الذي ينتهجه المديرون التنفيذيون إن كان سلوكاً أخلاقياً أم دوافع انتهازية.

رابعاً: خطة البحث

لتحقيق هدفنا البحث والإجابة عن التساؤلان البحثيان، يتم استكمال البحث على النحو التالي، القسم الأول يختص بالدراسات السابقة وتطوير فروض البحث، القسم الثاني يستعرض الإطار النظري للبحث، القسم الثالث يشتمل على الدراسة الاختبارية ويتم فيها اختبار الفرضيات وتحليل ومناقشة النتائج

القسم الأول: الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث:

جدول رقم (1): ملخص نتائج الدراسات السابقة

1- دراسة (Andreou et al., 2017)	
عنوان الدراسة	تأثير القدرة الإدارية على استثمارات الشركة في فترة الأزمات
هدف الدراسة	مناقشة تأثير القدرة الإدارية قبل فترة الأزمة المالية العالمية عام 2008م وبين استثمارات الشركة خلال فترة هذه الأزمة.
منهجية الدراسة	تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي، كما تم تطبيق الدراسة على عينة مكونة من (2748) شركة أمريكية خلال الفترة السابقة على فترة الأزمة المالية العالمية التي تنتهي في نهاية عام 2006م لقياس القدرة الإدارية وفترة الأزمة المالية التي بدأت من أول أغسطس 2009م لقياس الاستثمارات.
المتغير المستقل	القدرة الإدارية: تم قياسها باستخدام نموذج (Demerjian et al., 2012).
المتغير التابع	استثمار الشركة: تم قياسه من خلال النفقات الرأسمالية.
بيئة التطبيق	أمريكا
نتائج الدراسة	توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين القدرة الإدارية قبل الأزمة المالية العالمية وبين استثمارات الشركات خلال فترة هذه الأزمة، كما تتوافق النتائج أيضاً مع الرأي القائل بأن القدرة الإدارية العالية تساعد على التخفيف من مشاكل نقص الاستثمار خلال فترة الأزمة، مما يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة.
2- دراسة (Habib and Hassan, 2017)	
عنوان الدراسة	القدرة الإدارية وكفاءة الاستثمار ومخاطر انهيار أسعار الأسهم
هدف الدراسة	تقديم دليل تطبيقي حول القدرة الإدارية على كفاءة القرارات الاستثمارية على مستوى الشركة، وكيفية تأثير ذلك على خطر انهيار سعر سهم الشركة في المستقبل.
منهجية الدراسة	استخدمت هذه الدراسة نموذج الانحدار الخطي، وتم التطبيق على عينة مكونة من (76249) مشاهدة (شركة- سنة) من الشركات الأمريكية خلال الفترة من 1987م حتى 2012م.
المتغير	القدرة الإدارية: تم قياسها باستخدام نموذج (Demerjian et al., 2012).

المستقل	كفاءة القرارات الاستثمارية: تم قياسها بالفرق بين الاستثمار الفعلي ومستوى الاستثمار المتوقع الذي تم قياسه في ضوء فرص نمو الشركة وفقاً لنموذج (Biddel et al., 2009).
المتغير التابع	أمريكا
بيئة التطبيق	توصلت الدراسة إلى أن المديرين الأكثر قدرة يمكنهم تنفيذ الكثير من الاستثمارات مقارنة بنظائرهم الأقل قدرة، وذلك حتى بعد التحكم في الخصائص الأخرى التي تمثل محددات لكفاءة القرارات الاستثمارية، كما أشارت الأدلة أيضاً إلى أن مخاطر الانهيار تزداد بالنسبة للشركات ذات المديرين الأكثر قدرة، وذلك بشكل أساسي من خلال قناة عدم كفاءة الاستثمار.
نتائج الدراسة	
3- دراسة (Garcia-Sanchez & Garcia-Meca, 2018)	
عنوان الدراسة	هل يستثمر مديرو المواهب بشكل أكثر كفاءة ؟
هدف الدراسة	مناقشة أثر القدرة الإدارية على كفاءة القرارات الاستثمارية، مع التركيز على تأثير خصائص الآليات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات على هذه العلاقة.
منهجية الدراسة	اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطي لدراسة العلاقة بين المتغيرات، وتمت الدراسة باستخدام بيانات عينة مكونة من (1285) شركة من (24) دولة حول العالم خلال الفترة من 2006م حتى 2015م، وذلك بإجمالي مشاهدات بلغت (10279) مشاهدة (شركة- سنة).
المتغير المستقل	مديرو المواهب: تم قياسه بنموذج (Demerjian et al., 2012).
المتغير التابع	كفاءة القرارات الاستثمارية: تم قياسها بأسلوب دراسة (Biddle & Hilary, 2009)
بيئة التطبيق	(24) دولة حول العالم.
نتائج الدراسة	توصلت الدراسة إلى أن القدرة الإدارية كانت أحد العوامل ذات الصلة بكفاءة القرارات الاستثمارية، حيث أدت إلى تخفيض حالات المبالغة أو الإفراط في الاستثمار، وحالات ضعف أو نقص الاستثمار وقد تعززت هذه النتائج عند وجود الشركات في دول ترتفع فيها فعالية مجلس الإدارة وتزيد فيها عمليات حماية المستثمرين، مما يشير إلى أن آليات الحوكمة مثلت تدابير تكميلية فعالة لتقييد قرارات الاستثمار غير الفعال.
4- دراسة (حسين، 2019)	
عنوان الدراسة	قياس تأثير جودة التقارير المالية وآليات حوكمة الشركات وخصائص المديرين التنفيذيين على كفاءة القرارات الاستثمارية
هدف الدراسة	دراسة دور القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، وجودة التقارير المالية، والالتزام بآليات حوكمة الشركات في تخفيض عدم كفاءة القرارات الاستثمارية.
منهجية الدراسة	اعتمدت هذه الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين المتغيرات، وتم التطبيق على عينة مكونة من (56) شركة مصرية غير مالية مسجلة خلال الفترة من 2007م إلى 2017م، ومن بين هذه الشركات يوجد (33) شركة تخضع للقطاع الخاص و(15) شركة خاضعة لقطاع الأعمال العام.
المتغير المستقل	- جودة التقارير المالية: تم قياسها بالقيمة المطلقة للمستحقات التشغيلية وفق نموذج (Jones, 1991). - حوكمة الشركات: تم التعبير عنها بمؤشر مقترح للحوكمة يقيس مدى التزام الشركة بآليات الحوكمة.
المتغير التابع	- القدرة الإدارية للمديرين: استخدم لقياسها نموذج (Demerjian, 2012). - كفاءة القرارات الاستثمارية: تم قياسها باستخدام أسلوب (Biddle et al., 2009).

بيئة التطبيق	جمهورية مصر العربية
نتائج الدراسة	توصلت إلى أن ارتفاع القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين يؤدي إلى خفض عدم كفاءة القرارات الاستثمارية بشكل عام، وخفض المبالغة أو الإفراط في الاستثمارات بشكل خاص، أي توجد علاقة عكسية ذات طبيعة جوهريّة بين القدرة الإدارية للمديرين وكفاءة القرارات الاستثمارية، التي يمكن تفسيرها بأن المديرين التنفيذيين ذي القدرة الإدارية العالية من المرجح أن يتخذوا قرارات استثمار أكثر كفاءة للشركات، بسبب قدرتهم الكبيرة على توقع التغيرات في الاقتصاد الأساسي لشركاتهم لتحديد فرص الاستثمار المواتية لدعم النمو الداخلي والخارجي لشركاتهم.
5- دراسة (Salehi, Daemi & Akbari, 2020)	
عنوان الدراسة	تأثير القدرة الإدارية على المنافسة في سوق المنتجات وقرار استثمار الشركات
هدف الدراسة	دراسة أثر القدرة الإدارية على العلاقة بين المنافسة في سوق المنتجات وكفاءة القرارات الاستثمارية مع التركيز على سلوك تحمل المخاطر والمبالغة في الاستثمار .
منهجية الدراسة	تم التطبيق باستخدام عينة مكونة من (85) شركة صناعية مسجلة في بورصة طهران للأوراق المالية خلال الفترة من 2011م حتى 2015م، وتم قياس كفاءة القرارات الاستثمارية باستخدام الأسلوب المتبع في دراسة (Richardson, 2006) الذي يعتمد على التقدير المتزامن لكلا من التدفقات النقدية الحرة والمبالغة في الاستثمار .
المتغير المستقل	القدرة الإدارية: تم قياسها باستخدام نموذج (Demerjian., 2012).
المتغير التابع	المنافسة في سوق المنتجات: تم قياسها باستخدام مؤشر Herfindahl-Hirschman.
بيئة التطبيق	طهران
نتائج الدراسة	توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير للقدرة الإدارية على العلاقة بين المنافسة في سوق المنتجات وكفاءة القرارات الاستثمارية.

6- دراسة (Chen .Z .Li .B .Han et al., 2021)	
عنوان الدراسة	القدرة الإدارية والرقابة الداخلية وكفاءة الاستثمار
هدف الدراسة	دراسة العلاقة بين القدرة الإدارية والرقابة الداخلية وكفاءة الاستثمار
منهجية الدراسة	تم التطبيق على عينة من (6332) مشاهدة (شركة- سنة) من الشركات الصينية المدرجة في بورصة شانغهاي وشينغهايش A خلال الفترة من 2012م حتى 2016م.
المتغير المستقل	القدرة الإدارية: تم قياسها باستخدام نموذج (Demerjian et al., 2012).
المتغير التابع	كفاءة الاستثمار: تم قياسها من خلال نموذج Tobin's Q الهامشي ونموذج Richardson.
بيئة التطبيق	الصين
نتائج الدراسة	-توصلت الدراسة إلى أنه يجب على الشركات دمج الرقابة الداخلية كآلية للحوكمة، وقدرة الإدارة كآلية للسلوك في إطار واحد وتخصيصهما بشكل معقول لتحسين كفاءة الاستثمار . -هناك ارتباط إيجابي بين القدرة الإدارية والإفراط في الاستثمار والرقابة الداخلية . -تؤدي القدرة الإدارية إلى تفاقم الإفراط في الاستثمار الناتج عن مشكلة الوكالة.

7- دراسة (مركب، 2022)	
عنوان الدراسة	تأثير جودة المراجعة على العلاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة الاستثمار (البورصة المصرية)
هدف الدراسة	دراسة واختبار تأثير جودة المراجعة على العلاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية
منهجية الدراسة	تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد لدراسة العلاقة بين المتغيرات، وتم تطبيق الدراسة على (100) شركة غير مالية مسجلة خلال الفترة من 2015م حتى 2020م بإجمالي مشاهدات (464) مشاهدة.
المتغير المستقل	القدرة الإدارية: تم قياسها بمقياس (Demerjian et al., 2012).
المتغير التابع	كفاءة الاستثمار: تم قياسها بالقيمة المطلقة للانحراف عن الاستثمار المتوقع والتي تعكس عدم كفاءة الاستثمار (Biddle et al., 2009).
المتغير المنظم	جودة المراجعة: تم قياسها بحجم مكتب المراجعة والتخصص الصناعي لمراقب الحسابات.
بيئة التطبيق	جمهورية مصر العربية
نتائج الدراسة	- وجود علاقة طردية ومعنوية بين القدرة الإدارية وكفاءة الاستثمار. - أظهرت النتائج تزايد كفاءة الاستثمار في الشركات التي يكون فيها قدرة إدارية مرتفعة . - وجود علاقة طردية ومعنوية بين حجم الاستثمار وكفاءة الاستثمار. - وجود علاقة عكسية ومعنوية بين (الرافعة ومعدل العائد على الأصول ونوع القطاع الذي تنتمي له الشركة) وكفاءة الاستثمار.

التعليق على الدراسات السابقة:

- في ضوء ما تم استعراضه من الدراسات السابقة يمكن التعليق عليها من منظورين كما يلي:
- فمن منظور تصميم الدراسات السابقة، فتتضمن بيئة التطبيق وطول فترة التطبيق وكيفية قياس المتغيرات، فقد تم استخدام نموذج (Biddle et al., 2009) لقياس كفاءة الاستثمار في معظم الدراسات، كما استخدمت كل الدراسات السابقة النموذج الذي قدمه (Demerjian et al., 2012) لقياس القدرة الإدارية، كما تم تطبيق هذه الدراسات في بيئات عربية وأجنبية، أيضاً لاحظت الباحثة قصر مدة التطبيق في بعض الدراسات فقد تصل إلى ثلاث سنوات، وأخرى طويلة قد تصل إلى أكثر من ثلاثين عاماً.
 - أما من منظور نتائج الدراسات السابقة فقد ركزت عليها دراسة (Habib and Hassan, 2017; Garcia-Sachez & Garcia-Meca, 2018; (حسين، 2019؛ مرقص، 2022)، وقد توصلت إلى وجود علاقة موجبة بين القدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية، أما دراسة (Salehi et al., 2020) فقد توصلت لعدم وجود تأثير للقدرة الإدارية على العلاقة بين المنافسة في سوق المنتجات وكفاءة القرارات الاستثمارية، وتوصلت دراسة

(Chen and Li et al., 2021) إلى أن عدم تناسق المعلومات يؤدي إلى الإفراط في الاستثمار، لكنه يُعزز العلاقة بين القدرة الإدارية ونقص الاستثمار، كما لاحظت الباحثة عدم وجود دراسات مقارنة في البيئة المصرية لاختبار أثر القدرة الإدارية على كفاءة القرارات الاستثمارية في القطاعين الأعمال العام والقطاع الخاص.

تطوير وصياغة فروض البحث:

قدمت دراسة (Demerjian et al., 2012) دليلاً يُفيد بأن المديرين ذوي القدرة الإدارية المرتفعة يمكنهم قياس توقيت وحجم العوائد الاقتصادية من الاستثمار، وتقييم المخاطر والعوائد المرتبطة به بشكل أفضل، وتوصل (حسين، 2019) إلى ارتباط القدرة الإدارية للمديرين بالإفراط (بالنقص) في الاستثمار في المنشآت المصرية بعلاقة ارتباط سالبة معنوية (غير معنوية).

كما توصلت دراسة كلاً من (Habib and Hassan, 2017; Garcia-Sanchez & Garcia-Meca, 2018 ؛ حسين، 2019) إلى وجود علاقة موجبة بين القدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية، وقد وثق (Andreou et al., 2017) وجود علاقة ارتباط موجبة بين القدرة الإدارية للرؤساء التنفيذيين قبل الأزمة المالية العالمية عام 2008م، وكفاءة الاستثمار للمنشآت خلال تلك الأزمة.

كما قام (Gan, 2019) بتقديم أدلة تُفيد بأن المديرين التنفيذيين ذوي القدرات المرتفعة يتخذون قرارات استثمارية أكثر كفاءة، حيث تُسهم القدرة الإدارية المرتفعة في التغلب على مصدري عدم كفاءة الاستثمار وهما إفراط ونقص الاستثمار، كما توصل (Habib and Hassan, 2017) إلى أن المديرين ذوي القدرة الإدارية المرتفعة يخرطون في إفراط الاستثمار مقارنة بنظائهم ذوي القدرة الإدارية المنخفضة، مما يعكس السلوك الانتهازي لذي القدرة الإدارية المرتفعة في تعزيز منافعهم الشخصية.

وفي ضوء التساؤل الرئيسي للبحث والأهداف التي يسعى لتحقيقها وما تم استعراضه من دراسات وبحوث علمية سابقة يمكن للباحثين صياغة فروض البحث على النحو التالي:

- ف1: توجد علاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية في شركات القطاع الخاص.
- ف2: لا توجد علاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية في شركات قطاع الأعمال العام.

ف3: توجد فروق بين أثر القدرة الإدارية على كفاءة القرارات الاستثمارية لشركات القطاع الخاص مقارنة بشركات قطاع الأعمال العام.

القسم الثاني: الإطار النظري للبحث

أولاً: مفهوم القدرة الإدارية وأهميتها

لقد اهتمت دراسات عديدة سابقة بمفهوم القدرة الإدارية، فقد توصلت دراسة (Demerjian et al., 2012) إلى أن القدرة الإدارية تُعبر عن كفاءة المديرين التنفيذيين في توليد الإيرادات عن طريق الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة لدى الشركة.

وطبقاً لنظرية الصفوف العليا قامت دراسة (Andreou et al., 2017) بتعريفها بأنها بعض الخصائص الإدارية اللازمة لنجاح واستمرار الشركة مثل (الخبرة الشخصية، والسمعة الطيبة، والمعرفة، والمهارات الإدارية وغيرها..) حيث أن تلك الخصائص تؤثر على قرارات الشركة ونتائجها في الأجل الطويل.

أما فيما يتعلق بعملية الإدارة وإعداد التقارير المالية، فتتمثل القدرة الإدارية في المعرفة والمهارة في إمكانية تطبيق معايير المحاسبية بمرونة تتناسب مع ظروف الشركة مما يولد قدرة مرتفعة للحصول على المعلومات وهو ما يؤثر إيجابياً على جودة إعداد التقارير المالية وانخفاض مشكلة عدم تماثل المعلومات (مليجي، 2019)، (Baik et al., 2018; Abernathy et al., 2018; Demerjian et al., 2012).

وفي ضوء ما تقدم من مفاهيم للقدرة الإدارية توصل الباحثين إلى المفهوم التالي:

القدرة الإدارية: هي مجموعة من الصفات الشخصية والخبرة والمهارات الفنية التي تمكن المديرين التنفيذيين من استغلال الفرص الاستثمارية، وتجنب المخاطر والاستخدام الأمثل لموارد الشركة المتاحة والمحدودة، بما يسهم في زيادة التدفقات النقدية التشغيلية وتحويلها إلى أقصى إيرادات يمكن الحصول عليها حالياً وفي الأجل الطويل، مما يؤدي إلى تحقيق أهداف الشركة.

-أهمية القدرة الإدارية:

1-تخفيض مشاكل الوكالة:

تُساعد القدرة الإدارية في تخفيض مشاكل الوكالة بين الإدارة والمستثمرين، حيث يرتبط مفهوم القدرة الإدارية بسمعة الشركة وبالتالي يجتهد المديرون على تحسين سمعة الشركة عن طريق توليد الأرباح وزيادة الإيرادات وضخها إلى المستثمرين، أيضاً تخفيض التعارض بين الأطراف الداخلية والخارجية (إبراهيم، 2017) .

2- تحسين كفاءة الاستثمار:

تلعب القدرة الإدارية دوراً هاماً في تشكيل واتخاذ قرارات الاستثمار في الشركة، حيث يرى المديرين أصحاب القدرات العالية التوقعات المستقبلية بشكل مختلف عن غيرهم الأقل قدرة، كما أن تمكّنهم من المهارات المختلفة يؤثر على مدى تقييمهم وتصورهم لفرص الاستثمار المرتقبة (Gan, 2019) ، وعادة ما تعكس القرارات المُعقدة سلوكيات متخذي القرار، حيث أنهم يتمتعون بقاعدة معرفية تؤثر على توقعاتهم للأحداث المستقبلية (Hambrick and Manson, 1984).

ثانياً: النظريات المفسرة للقدرة الإدارية

1- نظرية الوكالة:

تستند نظرية الوكالة على الدور الذي تُمارسه القدرة الإدارية العالية للمديرين التنفيذيين في تقليل التعارض بين الأطراف الداخلية والخارجية، حيث أن سمعة المديرين ومهاراتهم العالية قد تُسهم في تخفيض تكاليف الوكالة، حيث أن المديرين الأعلى سمعة كثيراً ما يهتمون بمصلحة المستثمرين، وذلك عن طريق اختيار أفضل المشروعات التي ينتج عنها أعلى قيمة حالية موجبة، حيث تؤدي إلى زيادة الأرباح المستقبلية (Baik et al., 2018).

2- نظرية الصفوف العليا:

تشير نظرية الصفوف العليا إلى أن القدرة الإدارية تتمثل في بعض الخصائص الإدارية، مثل المهارات الإدارية، والمعرفة، والخبرة الشخصية، ونمط الإدارة حيث تؤثر هذه الخصائص في نواتج الأعمال، عند تعرض الشركة لبعض المواقف الاستراتيجية فتُساهم في خفض صعوبات الإدراك والتعامل مع تلك المواقف (Baik et al., 2018)، كما أنها تُمثل دوراً جوهرياً في عملية

اتخاذ القرارات الخاصة بالمنشأة، حيث تؤثر على سياسات واستراتيجيات الشركة مما ينعكس على أدائها ومدى قدرتها على مواجهة المخاطر المستقبلية (Demerjian et al., 2012).

ثالثاً: مفهوم كفاءة القرارات الاستثمارية، وأهميتها

اهتمت العديد من الدراسات السابقة بتقديم مفهوم لكفاءة القرارات الاستثمارية، فقد أشارت دراستي (Biddle et al., 2009; Houcine., 2017) إلى كفاءة الاستثمار بأنها قيام الشركة بالمشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة في ظل بيئة خالية من احتكاكات السوق ، فوجود تلك الاحتكاكات يتسبب في ظهور صورتين لعدم كفاءة الاستثمار.

وأشار (Billett et al., 2011) إلى أن الاستثمار الكفء يتحدد في ضوء مجموعة الفرص الاستثمارية فقط، مما يؤدي لوجود فائض أو عجز استثماري ناتج عن ارتفاع حساسية الاستثمار دون فرص النمو، وعرفها (رميلي، 2018) بأنها قيام إدارة الشركة بالاختيار ما بين البدائل الاستثمارية، وذلك في ظل وجود معلومات مستقبلية سواء أكانت معلومات مالية أو غير مالية.

وتوصل (Pristiwantiyasini and Setyawan, 2020) إلى أنها عملية تقديم رأس المال والموارد حالياً للحصول على أرباح في المستقبل.

وفي ضوء ما سبق يمكن للباحثين تعريف كفاءة القرارات الاستثمارية كما يلي:

قيام الشركة بالمفاضلة بين الفرص الاستثمارية، واختيار وتنفيذ المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، مع عدم الانحراف عن المستوى المتوقع للاستثمار، وذلك في ظل بيئة خالية من احتكاكات السوق وتوافر معلومات مستقبلية مالية وغير مالية، مما يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة.

-أهمية كفاءة القرارات الاستثمارية:

تُعد كفاءة القرارات الاستثمارية ذات تأثير وأهمية كبيرة سواء على مستوى الشركة باعتبارها المحدد الرئيسي لعائد رأس المال الذي يحصل عليه المستثمرون، أو على مستوى الاقتصاد الكلي باعتبار أن الاستثمار هو أحد محددات النمو، ويتمثل الهدف العام للاستثمار في تحقيق العائد مهما كان نوع هذا الاستثمار (Biddle et al., 2009) ، ودائماً ما يسعى المستثمرين إلى تكوين ثروة من خلال قيامهم بالعملية الاستثمارية، كما أن الاستثمار يعمل على الحفاظ على قيمة الموجودات، لذلك فيحاول المستثمرون الاستثمار في عدة مجالات مختلفة، حتى يتم تجنب انخفاض القوة الشرائية للثروة نتيجة التضخم مع مرور الزمن وبالتالي تجنب الخسارة (النجار، 2009؛ النوري، 2017).

رابعاً: الجدل حول العلاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية:

يوجد خلاف في الرأي حول مدى تأثير القدرة الإدارية على كفاءة الاستثمار يتم توضيحه كما يلي:

الرأي الأول: أهمية القدرة الإدارية في التأثير على الاستثمار

يستند هذا الرأي على نظرية (التعاقد الفعال)، والذي يُشير إلى أن المديرين الأكثر قدرة على الاستثمار بشكل أكثر كفاءة هم المديرين أصحاب القدرة العالية مقارنة بغيرهم الأقل قدرة، حيث تقوم تلك النظرية على نتائج بعض الدراسات التي توصلت إلى وجود دور هام للمديرين التنفيذيين في اختيارات الشركة، ولاسيما في أدائها (Francis et al., 2008; Demerjian et al., 2012; Choi et al., 2015).

الرأي الثاني: محدودية القدرة الإدارية في التأثير على الاستثمار

يتبنى هذا الرأي مبدأ أن القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين ذات تأثير محدود على القرارات الاستثمارية، ويرجع السبب في ذلك إلى سعي الإدارة وراء تنفيذ مصالحها الشخصية دون النظر لمصالح المساهمين، أو بسبب ضعف المديرين أنفسهم، ويستند الرأي المفسر لمحدودية تأثير الإدارة على القرارات الاستثمارية على نظرية (استخراج الإيجار) أو تعظيم المنفعة، وعدم تماثل المعلومات. ويُشير هذا الخلاف في الآراء وما تبعه من إختلاف في نتائج الدراسات السابقة، إلى أن العلاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية لا تزال لم تصل بعد إلى توافق نهائي في الرأي (Habib and Hasan, 2017; Andreou et al., 2017). الأمر الذي يدعو إلى إجراء دراسة اختبارية لتحديد نوع العلاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية.

القسم الثالث: الدراسة الاختبارية:

1-مجتمع وعينة البحث:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري، وسوف يعتمد الباحثين في اختبار فروض البحث على عينة ميسرة من الشركات المقيدة والبالغ عددها (80)، وتحقيقاً لهدف البحث يمكن للباحثين تصنيف عينة الدراسة إلى مجموعتين من الشركات موزعة على (16) قطاع: المجموعة الأولى: هي شركات تنتمي لقطاع الأعمال العام حيث تُسيطر عليها الملكية الحكومية بنسبة (50%+1)، من خلال الشركات القابضة والتابعة لها، هذا بالإضافة إلى الجهات والمؤسسات الأخرى التابعة للحكومة.

المجموعة الثانية: وهي شركات تنتمي للقطاع الخاص، وتُسيطر عليها الملكية الخاصة بنسبة (50%+1)، ويتم مراجعة قوائمها المالية من خلال مراجع خارجي.

- هذا وقد تم استبعاد قطاع البنوك والمؤسسات المالية نظراً لما لها من طبيعة خاصة.

جدول رقم (2): التوزيع القطاعي لشركات عينة البحث خلال فترة الدراسة

م	القطاع	(المجتمع) إجمالي عدد شركات القطاع	عدد شركات العينة خلال الفترة من 2018: 2022		
			عام	خاص	إجمالي
1	الأغذية والمشروبات	30	6	7	13
2	العقارات	35	3	7	10
3	مواد البناء	17	1	6	7
4	الطاقة المساندة	3	-	1	1
5	الورق ومواد التعبئة	5	1	1	2
6	مقاولات وإنشاءات	12	3	2	5
7	التجار والموزعون	6	1	1	2
8	المرافق	1	1	-	1
9	الموارد الأساسية	20	7	4	11
10	الرعاية الصحية	20	6	3	9
11	المنسوجات والسلع	9	1	4	5
12	السياحة والترفيه	19	1	3	4
13	الخدمات التعليمية	4	-	1	1
14	خدمات النقل والشحن	4	3	1	4
15	الاتصالات والإعلام	7	2	1	3
16	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	10	-	2	2
	الإجمالي	202	36	44	80
					%39

2-مصادر جمع البيانات وفترة البحث:

استمد الباحثين البيانات اللازمة لإجراء الجانب العملي لاختبار فروض البحث الحالي في الفترة من عام 2018م حتى 2022م، وذلك من خلال القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة، ويتم ذلك بالاعتماد على المواقع الإلكترونية الرسمية لشركات العينة والجهات التالية:

- الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية (موقع مباشر مصر) www.mubasher.inf.com
- الموقع الرسمي لوزارة قطاع الأعمال العام المصرية <http://www.mps.gov.eg>

- الصفحة الرسمية لمركز معلومات قطاع الأعمال العام المصري <http://www.bsic.gov.eg>
- شركة مصر لنشر المعلومات <http://www.egidegypt.com>

3-النموذج العام للبحث والقياس الإجرائي للمتغيرات:

أولاً /النموذج العام للبحث:

اعتمد الباحثين في اختبار فروض البحث على أسلوب تحليل الانحدار، لذا سوف يتم صياغة نموذج الانحدار على النحو التالي:

$$INVEST_{it} = \beta_0 + \beta_1 MNABLT_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 CASH_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \epsilon_{it} \dots$$

حيث أن:

$INVEST_{it}$: تمثل كفاءة القرارات الاستثمارية للشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t).

β_0 : ثابت الانحدار في نموذج الانحدار المتعدد.

$MNABLT_{it}$: القدرة الإدارية للشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t).

$SIZE_{it}$: حجم الشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t).

ROA_{it} : معدل العائد على الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t).

$CASH_{it}$: النقدية للشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t).

LEV_{it} : الرافعة المالية للشركة (i) في نهاية الفترة المالية (t).

ϵ_{it} : الخطأ العشوائي للنموذج.

$\beta_1 \dots \beta_5$: معاملات المتغيرات المستقلة والضابطة.

ويتضح من معاملات نموذج الانحدار السابقة أن الجانب الأيمن من المعادلة يشمل المتغير المستقل ممثلاً في القدرة الإدارية، بالإضافة إلى المتغيرات الضابطة ممثلة في حجم الشركة ومعدل العائد على الأصول والنقدية والرافعة المالية، بينما يشتمل الجانب الأيسر على المتغير التابع وهو كفاءة القرارات الاستثمارية، هذا ويتم تطبيق نفس نموذج الانحدار مرة بالنسبة لعينة الشركات التي تنتمي للقطاع الخاص مع استخدام متغير وهمي يأخذ القيمة (صفر)، وعينة الشركات التي تنتمي لقطاع الأعمال العام مع استخدام متغير وهمي يأخذ القيمة (1)، وذلك تماشياً مع دراسة كلاً من (Tong et al., 2015; Gunasekar and Dinesh, 2014).

جدول رقم (3): القياس الإجرائي لمتغيرات الدراسة

القياس الإجرائي	متغيرات الدراسة
تم قياس كفاءة الاستثمار وفقاً لنموذج التنبؤ بالاستثمار كدالة في النمو المتوقع، ومن ثم فإن الانحراف عن مستوى الاستثمار المتوقع يمثل عدم كفاءة الاستثمار، وذلك قياساً على دراسات (Biddle et al., 2009; Ranty et al., 2019). $INVEST_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 RevGrowth_{it} + \beta_2 NEG_{it} + \beta_3 (RevGrowth * NEG)_{it} + \epsilon_{it}$ حيث أن: $INVEST_{it+1}$: إجمالي الاستثمارات الفعلية مقاساً بـ [(إجمالي الاستثمارات الفعلية في الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل مخصوماً منه المقبوضات النقدية من مبيعات الممتلكات والمنشآت والمعدات) مقسوماً على إجمالي الأصول في بداية الفترة] للشركة (i) في السنة (t+1). $RevGrowth_{it}$: المعدل السنوي لنمو الإيرادات " المبيعات " للشركة (i) في السنة (t). Neg_{it}: متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان معدل نمو المبيعات قيمة سالبة، ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك، وذلك للشركة (i) في السنة (t). ϵ_{it}: الخطأ المتبقي (تم قياس كفاءة الاستثمار من خلال القيمة المطلقة للبواقي).	المتغير التابع: كفاءة القرارات الاستثمارية
يستند في قياس كفاءة المديرين على تحويل موارد الشركة إلى إيرادات، ويطبق من خلال مرحلتين هما (إبراهيم، 2017؛ Akbari et al., 2018): المرحلة الأولى: تقدير الكفاءة الكلية للشركة: ويتم تقديرها على مستوى كل صناعة باستخدام أسلوب تحليل مغلف البيانات، من خلال المعادلة التالية: $Max0 = \frac{Sales}{PPE+SGA+COGS}$ حيث أن: Sales: مبيعات السنة t. COGS: تكلفة المبيعات للسنة t. SGA: المصروفات الإدارية والبيعية العامة للسنة t. PPE: صافي الأصول والممتلكات والمعدات في بداية السنة t. Max0: الكفاءة الكلية للشركة. تتراوح قيمة إجراء أسلوب DEA ما بين الصفر والواحد الصحيح، فالشركات التي تأخذ القيمة (واحد) هي الشركات الأكثر كفاءة أما الشركات التي تقل عن الواحد الصحيح فهي الشركات غير الكفاء وتحتاج إما لزيادة إيراداتها أو لتخفيض مدخلاتها. المرحلة الثانية: تعديل درجة كفاءة الشركة: ترجع درجة الكفاءة الكلية المحسوبة في المرحلة الأولى إلى كلٍ من الإدارة والشركة لذلك يتم تعديلها باستبعاد بعض خصائص الشركة والعوامل التي تعوق المجهودات الإدارية من خلال نموذج انحدار Tobit التالي (Demerjian et al., 2012): $Firm\ Efficiency = \beta_0 + \beta_1 \log Total\ Assets_{it} + \beta_2 Market\ Share_{it} + \beta_3 Positive\ Free\ Cash\ Flow_{it} + \beta_4 \log Firm\ Age_{it} + \beta_5 Foreign\ Currency\ Indicator_{it} + \beta_6 Year\ Indicator_{it} + \epsilon_{it}$	المتغير المستقل: القدرة الإدارية

حيث أن: -Firm Efficiency: الكفاءة الكلية المقدرة باستخدام تحليل (DEA). -Log(Total Asset): اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية السنة t. -Market Share: النصيب السوقي للشركة، وهو نسبة مبيعات الشركة إلى إجمالي مبيعات الصناعة للسنة t. -Positive Free Cash Flow: التدفقات النقدية الحرة الموجبة، وهو متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا حققت الشركة تدفقات نقدية حرة موجبة، والقيمة (0) للتدفقات النقدية السالبة، ويساوي (صافي التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل – صافي التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار). -Log(Firm Age): اللوغاريتم الطبيعي لعمر الشركة، ويعبر عنه بعدد سنوات قيد الشركة في البورصة حتى السنة t. -Foreign Currency Indicator: مؤشر للعملة الأجنبية وهو متغير وهمي يأخذ القيمة (1) عند تسوية العملات الأجنبية في السنة t. -Year Indicator: مؤشر متغير وهمي للسنة t. -ε_{it}: الخطأ العشوائي. وتنتسب البواقي Residual (النسبة غير المفسرة في النموذج) من معادلة الانحدار إلى الإدارة وبالتالي تُعد البواقي من معادلة Tobit هي درجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين.	
يتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t). وقد تم استخدامه في دراسات (Biddel et al., 2009; Chen et al., 2011; Habib and Hassan, 2017) كمتغير رقابي.	المتغيرات الضابطة: 1- حجم المنشأة (Size_{it})
يتم قياسه بنسبة صافي الربح بعد الضريبة إلى إجمالي أصول الشركة (i) في نهاية الفترة (t). واستخدم كمتغير رقابي في دراسات (Biddel et al., 2009; Habib and Hassan, 2017).	2- معدل العائد على الأصول (ROA_{it})
يتم قياسها بنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي أصول الشركة (i) في نهاية الفترة (t). وقد استخدمت كمتغير رقابي في دراسة (Biddel et al., 2009).	3- الرافعة المالية (LEV_{it})
تقاس بنسبة النقدية إلى إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t). وقد استخدمت كمتغير رقابي في دراسة (Biddel et al., 2009; Habib and Hassan, 2017).	4- النقدية (CASH_{it})

3: نتائج التحليل الإحصائي

أولاً: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

جدول رقم (4) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

الحد الأدنى	الحد الأقصى	الانحراف المعياري	المتوسط	الملاحظات	القطاع	المتغيرات
						المتغير التابع:
5.2891	0.0036	2.5592	2.8435	320	كلي	كفاءة الاستثمار: القيمة المطلقة للبواقي "الانحراف عن المستوى المتوقع" كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار.
5.2807	0.0031	2.5602	2.8150	180	خاص	
5.3243	0.0056	2.5681	2.8819	140	عام	
						المتغير المستقل:
0.2941	-0.4564	0.2078	-0.0069	318	كلي	القدرة الإدارية
0.3041	-0.4631	0.2198	-0.0122	179	خاص	
0.2723	-0.4377	0.1907	0.0002	139	عام	
						المتغيرات الضابطة:
23.7915	18.5423	1.4413	20.9290	320	كلي	حجم الشركة
23.8174	18.3661	1.5467	20.9696	180	خاص	
23.2275	18.9463	1.2557	20.8606	140	عام	
0.4705	0.0023	0.1292	0.1115	320	كلي	النقدية
0.4329	0.0018	0.1223	0.0955	180	خاص	
0.5475	0.0035	0.1423	0.1343	140	عام	
0.2833	-0.1722	0.1070	0.0598	320	كلي	معدل العائد على الأصول
0.1885	-0.1155	0.0769	0.0495	180	خاص	
0.3054	-0.5593	0.1888	0.0512	140	عام	
1.4150	0.0742	0.3109	0.5349	320	كلي	الرافعة المالية
0.8070	0.0406	0.2093	0.4826	180	خاص	
2.8470	0.1004	0.6418	0.6781	140	عام	

أ/ تفسير الإحصاءات الوصفية للمتغير التابع: كفاءة القرارات الاستثمارية، مقيساً بكفاءة الاستثمار على المستوى الكلي لشركات العينة، تراوحت قيمته خلال فترة الدراسة ما بين (0.003، 5.289)، وذلك بمتوسط بلغ (2.843) وهي نسبة متقاربة من قيمة الانحراف المعياري التي بلغت (2.559)، بينما تراوحت قيمته على مستوى شركات القطاع الخاص بين (0.003، 5.280)، وبمتوسط بلغ (2.815)، وانحراف معياري قيمته (2.560)، وتراوحت قيمته على مستوى شركات قطاع الأعمال العام بين (0.005، 5.324)، وذلك بمتوسط بلغ (2.881) وانحراف معياري قدره (2.568).

ب/ تفسير الإحصاءات الوصفية للمتغير المستقل: القدرة الإدارية، يُلاحظ انخفاض متوسط مقياس القدرة الإدارية على المستوى الكلي لشركات العينة حيث بلغ (-0.006)، كما يُلاحظ تزايد متوسط قطاع الأعمال العام مقارنة بمتوسط القطاع الخاص حيث بلغ (0.0002، -0.0122) على التوالي، وتراوح قيمته على المستوى الكلي لعينة الدراسة بين (0.294، 0.456)، بينما تراوحت قيمته على مستوى شركات القطاع الخاص بين (-0.463، 0.304)، وانحراف معياري قيمته (0.219)، وتراوح قيمته على مستوى الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام ما بين (-0.437، 0.272)، وانحراف معياري قيمته (0.190)، مما يدل على أن المديرين التنفيذيين في القطاع الخاص يتم اختيارهم على أساس الخبرة والعلم والمعرفة.

ج/ تفسير الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الضابطة:

حجم الشركة: تقارب أحجام شركات عينة الدراسة الكلية والمنتمية للقطاع الخاص وقطاع الأعمال العام مقاسة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام على التوالي ما بين (18.542، 18.366، 18.946) حد أدنى، (23.791، 23.817، 23.227) حد أقصى، وذلك بمتوسطات بلغت قيمتها (20.929، 20.969، 20.860)، وهو أعلى من الانحراف المعياري الذي بلغت قيمته (1.441، 1.546، 1.255) تقريباً.

النقدية: تُشير الإحصاءات الوصفية إلى تقارب قيم النقدية بين شركات عينة الدراسة، حيث بلغ الحد الأدنى لشركات العينة الكلية، وعينة القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام على التوالي (0.002، 0.001، 0.003)، بينما بلغ الحد الأقصى (0.470، 0.432، 0.547)، وذلك بمتوسط بلغت قيمته (0.111، 0.095، 0.134)، وبانحراف معياري قيمته (0.129، 0.122، 0.142).

معدل العائد على الأصول: بلغ الحد الأدنى لمعدل العائد على الأصول لشركات العينة الكلية للدراسة، وعينة القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام على التوالي (-0.172، -0.115، -0.559)، بينما بلغ الحد الأقصى (0.283، 0.188، 0.305)، وذلك بمتوسط بلغت قيمته (0.059، 0.049، 0.051)، وبانحراف معياري بلغت قيمته (0.107، 0.076، 0.188).

الرافعة المالية: ارتفاع نسبة الرافعة المالية في عينة الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام مقارنة بالشركات المنتمية للقطاع الخاص، حيث بلغ الحد الأدنى للرافعة المالية لشركات العينة الكلية للدراسة وعينة القطاع الخاص، وقطاع الأعمال العام على التوالي (0.074، 0.040، 0.100)،

بينما بلغ الحد الأقصى (1.145 ، 0.807 ، 2.847)، وذلك بمتوسط بلغت قيمته (0.534 ، 0.482 ، 0.678)، وبإنحراف معياري قيمته (0.310 ، 0.209 ، 0.641)، مما يشير إلى اعتماد شركات قطاع الأعمال العام على الديون بشكل أكبر من شركات القطاع الخاص.

ثانياً:- نتائج تحليل الارتباط:

تم استخدام مصفوفة ارتباط (بيرسون) (Pearson Correlation Matrix)، لتحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة، نظراً لكونها أحد الأدوات المبدئية للكشف عن طبيعة واتجاه وقوة العلاقة بين متغيرات الدراسة، كما أنها تعد الاداة الأولية لاكتشاف مشكلة الازدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية التي يتضمنها نموذج الدراسة.

جدول رقم (5) مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات النموذج الكلي للدراسة

الرافعة المالية	معدل العائد على الأصول	النقدية	حجم الشركة	القدرة الإدارية	كفاءة الاستثمار	المتغير
					1	كفاءة الاستثمار
				1	***0.311	القدرة الإدارية
			1	0.000-	0.059	حجم الشركة
		1	0.848-	0.113	0.007	النقدية
	1	***0.402	0.088	***0.347	***0.274	معدل العائد على الأصول
1	***0.424-	***0.203-	0.017	***0.265-	0.072-	الرافعة المالية

* ، ** ، *** تشير إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 10% ، 5% ، 1% علي الترتيب.

- ظهر معامل الارتباط بين القيمة المطلقة للانحراف عن الاستثمار المتوقع كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار (المتغير التابع)، والمتغير المستقل (القدرة الإدارية) بإشارة موجبة وبقيمة (0.311) وهو ما يشير إلى وجود ارتباط طردي بين القدرة الإدارية وعدم كفاءة الاستثمار، كما ظهر مستوى المعنوية له بقيمة (Sig=0.000) وهذا الارتباط معنوي عند مستوى معنوية (1%، 5%، 10%).

- وبالنسبة لمعاملات الارتباط بين القيمة المطلقة للانحراف عن الاستثمار المتوقع كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار (المتغير التابع) والمتغيرات الرقابية فنلاحظ ما يلي:

* ظهرت معاملات الارتباط بين المتغير التابع وكلاً من (حجم الشركة، والنقدية) بإشارات موجبة وبقيم (0.059، 0.007) على التوالي وهو ما يشير إلى وجود ارتباط طردي بين كلاً من (حجم الشركة، والنقدية) وعدم كفاءة الاستثمار، ولكن هذا الارتباط غير معنوي حيث ظهر مستوى

المعنوية (Sig) لهما بقيمة (0.290، 0.897) على التوالي، وهي قيم أكبر من مستوى المعنوية 10%.

* ظهر معامل الارتباط بين المتغير التابع ومعدل العائد على الأصول بإشارة موجبة بقيمة (0.274) وهو ما يشير إلى وجود ارتباط طردي بين معدل العائد على الأصول وعدم كفاءة الاستثمار، وهذا الارتباط معنوي حيث ظهر مستوى المعنوية له بقيمة (Sig=0.000) وهي قيمة معنوية عند (1%، 5%، 10%).

* ظهر معامل الارتباط بين المتغير التابع والرافعة المالية بإشارة سالبة بقيمة (-0.072) ، وهو ما يشير إلى وجود ارتباط عكسي بين الرافعة المالية وعدم كفاءة الاستثمار، وهذا الارتباط غير معنوي حيث بلغت قيمة (Sig=0.195) وهذه القيمة أكبر من مستوى المعنوية 10%.

جدول (6) مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات نموذج القطاع الخاص للدراسة

المتغير	كفاءة الاستثمار	القدرة الإدارية	حجم الشركة	النقدية	معدل العائد على الأصول	الرافعة المالية
كفاءة الاستثمار	1					
القدرة الإدارية	0.243***	1				
حجم الشركة	0.030	-0.091	1			
النقدية	0.098	0.216***	-0.067	1		
معدل العائد على الأصول	0.342***	0.354***	-0.012	0.325***	1	
الرافعة المالية	0.042	-0.040	0.462***	-0.304***	-0.159**	1

*** تشير إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 10% ، 5% ، 1% علي الترتيب.

- ظهر معامل الارتباط بين القيمة المطلقة للانحراف عن الاستثمار المتوقع كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار (المتغير التابع)، والمتغير المستقل (القدرة الإدارية) بإشارة موجبة بقيمة (0.243) وهو ما يشير إلى وجود ارتباط طردي بين القدرة الإدارية وعدم كفاءة الاستثمار، كما ظهر مستوى المعنوية له بقيمة (Sig= 0.001) وهذا الارتباط معنوي عند (1%، 5%، 10%).

- وبالنسبة لمعاملات الارتباط بين القيمة المطلقة للانحراف عن الاستثمار المتوقع كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار (المتغير التابع) والمتغيرات الرقابية، فنلاحظ ما يلي:

* ظهرت معاملات الارتباط بين المتغير التابع وكلاً من (حجم الشركة، والنقدية، والرافعة المالية) بإشارات موجبة وقيم (0.030، 0.098، 0.042) وهو ما يشير إلى وجود ارتباط طردي بين كلاً من (حجم الشركة، والنقدية، والرافعة المالية) وعدم كفاءة الاستثمار، ولكن هذا الارتباط غير معنوي حيث ظهر مستوى المعنوية (Sig) لهم بقيم (0.681، 0.190، 0.575) على الترتيب، وهي قيم أكبر من مستوى المعنوية 10%.

جدول (7) مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات نموذج قطاع الأعمال العام للدراسة

الرافعة المالية	معدل العائد على الأصول	النقدية	حجم الشركة	القدرة الإدارية	كفاءة الاستثمار	المتغير
					1	كفاءة الاستثمار
				1	***0.409	القدرة الإدارية
			1	**0.161	0.096	حجم الشركة
		1	0.075-	0.0539-	0.116-	النقدية
	1	***0.375	***0.320	***0.361	***0.237	معدل العائد على الأصول
1	***0.716-	*0.154-	***0.398-	***0.416-	*0.151-	الرافعة المالية

*, **, *** تشير إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 10%، 5%، 1% على الترتيب.

- ظهر معامل الارتباط بين القيمة المطلقة للانحراف عن مستوى الاستثمار المتوقع كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار (المتغير التابع) والمتغير المستقل (القدرة الإدارية) بإشارة موجبة وقيمة (0.409) وهو ما يشير إلى وجود ارتباط طردي بين القدرة الإدارية وعدم كفاءة الاستثمار، كما ظهر مستوى المعنوية له بقيمة (Sig= 0.000) وهذا الارتباط معنوي عند مستوى معنوية (10%، 5%، 1%).

- وبالنسبة لمعاملات الارتباط بين القيمة المطلقة للانحراف عن الاستثمار المتوقع كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار (المتغير التابع) والمتغيرات الرقابية فيلاحظ ما يأتي:

* ظهرت معاملات الارتباط بين المتغير التابع وكلاً من (حجم الشركة، معدل العائد على الأصول) بإشارات موجبة وقيم (0.096، 0.237) على التوالي، وهو ما يشير إلى وجود ارتباط طردي بين كلاً من (حجم الشركة، ومعدل العائد على الأصول) وعدم كفاءة الاستثمار، ولكن هذا الارتباط كان غير معنوي مع حجم الشركة، حيث كانت قيمة (Sig= 0.254) وهي أكبر من مستوى المعنوية 10%، بينما كان الارتباط معنوي مع معدل العائد

على الأصول حيث بلغت قيمة (Sig= 0.004) وهذا الارتباط معنوي عند مستوى المعنوية (1%، 5%، 10%).

* كما ظهرت معاملات الارتباط بين المتغير التابع وكلاً من (النقدية، والرافعة المالية) بإشارات سالبة وقيم (-0.116، -0.151) على التوالي، وهو ما يشير إلى وجود ارتباط عكسي بين (النقدية، والرافعة المالية) وعدم كفاءة الاستثمار، حيث كان هذا الارتباط غير معنوي مع النقدية حيث ظهر مستوى المعنوية (Sig= 0.168) وهذه القيمة أكبر من مستوى المعنوية 10%، وكان معنوياً مع الرافعة المالية حيث ظهر مستوى المعنوية له بقيمة (Sig= 0.073) وهو ما يشير إلى أن هذا الارتباط معنوي عند مستوى المعنوية 10%.

ثالثاً: نتائج تحليل الانحدار

تم الاعتماد على نماذج (Panel Data) لاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، والتي تتناسب مع طبيعة بيانات الدراسة لاحتوائها على مجموعة من الشركات في عدة سنوات مختلفة، بهدف الوصول إلى أهم المتغيرات المؤثرة في المتغير التابع. وتوجد ثلاث نماذج يمكن أن تستخدم في بيانات (Panel Data)، أول هذه النماذج هو النموذج التجميعي (Pooled OLS) وهذا النموذج يفترض التجانس بين وحدات القطاع المستعرض (الشركات) وداخلها ويتجاهل جميع التأثيرات الفردية (individual specific effects). ثانياً، نموذج التأثيرات الثابتة (FE) أو OLS مع المتغيرات الوهمية التي تفترض عدم التجانس بين وحدات القطاع المستعرض (الشركات) ويأخذ في اعتباره الاختلافات الفردية بين وحدات القطاع المستعرض (الشركات). ثالثاً، نموذج التأثيرات العشوائية (RE) والذي تم تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS). كما أنها تفترض عدم التجانس مثل FE ولكنها تختلف عن FE من خلال معالجة التأثيرات الخاصة بكل وحدة من وحدات القطاع المستعرض (الشركات) على أنها عشوائية وغير مرتبطة بالمتغير المستقل، وتعتبرها جزء من مكونات الخطأ العشوائي، وتم الاعتماد على أفضل تلك النماذج ملائمة لطبيعة البيانات وذلك للحصول على نتائج أقل تحيزاً وأكثر ثباتاً، وتم استخدام برنامج (STATA) إصدار (14) واستخراج نتائج الدراسة. وقد تم في البداية إجراء مقارنة بين النماذج المختلفة ل (Panel Data) لاختيار أفضل هذه النماذج لتحليل الانحدار وذلك بإجراء العديد من الاختبارات باستخدام برنامج STATA والذي يوضحه جدول رقم (8) على النحو التالي:

جدول رقم (8) المقارنة بين النماذج

الاختبار	الهدف منه	النموذج (الفرض)	قيمه الاختبار	P-value	النموذج الانسب
the joint significance F- test	To choose between Pooled OLS and FE	كلي	1.40	0.027	FE model
		خاص	1.45	0.057	FE model
Breusch-Pagan test	To choose between Pooled OLS and RE	كلي	1.88	0.085	Pooled model
		خاص	0.40	0.262	Pooled model
		عام	0.24	0.312	Pooled model
Hausman test	To choose between RE and FE	كلي	9.26	0.099	RE model
		خاص	10.69	0.057	RE model
		عام	1.61	0.900	RE model

ويتضح من الجدول السابق أن اختبار Hausman Test كان غير معنوى مما يدل على أفضلية نموذج Random effect عن نموذج Fixed effect، حيث كان قيمة معنوية الاختبار (Sig) تعادل (0.900). وكذلك أوضح اختبار Breusch and Pagan Lagrangian multiplier Test أفضلية نموذج Pooled عن نموذج Random effect حيث كان قيمة معنوية الاختبار (Sig) تعادل (0.085).

- اختبار فرضيات النموذج

وتعتمد النماذج الثلاث على طريقة المربعات الصغرى، والتي تتطلب مجموعه من الافتراضات حتى نحصل على تقديرات جيدة ولذلك قامت الباحثة بدراسة أهم مشاكل القياس التي يمكن أن تترتب على تخلف بعض الافتراضات الخاصة بنموذج الانحدار الخطى وهى (عنانى، 2011):

أ- مشكلة الازدواج الخطي Multicollinearity :

تم التحقق من مدى وقوع النماذج المقدره فى مشكلة الازدواج الخطى من خلال قياس معامل التضخم "VIF"، ولوحظ ان جميع قيم معاملات التضخم "VIF" لمتغيرات نماذج الانحدار لم تتجاوز 10، حيث بلغت اقصى قيمة لمعامل التضخم فى النماذج المقدره (3.92)، وهو ما يعنى عدم وقوع نماذج الدراسة المقدره فى هذه المشكلة من مشاكل القياس؛ حيث أشار (عنانى، 2011) إلى أن زيادة قيمة معامل تضخم البيانات عن (10) يكون مؤشراً لمشكلة الازدواج الخطي في النموذج.

ب- مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation:

تنشأ عن طريق وجود علاقة ارتباطية بين أخطاء نموذج الانحدار، وقد قام الباحثين باستخدام اختبار (Wooldridge) للكشف عن مدى وقوع النموذج في مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء أم لا، وبحسابه توصلت الباحثة من هذا الاختبار إلى أنه لا يوجد مشكلة ارتباط تسلسلي بين الأخطاء في متغيرات الدراسة في النموذج حيث كانت قيمة $(P\text{-Value} = 0.374)$ ، وهى بذلك أكبر من مستوى المعنوية 5% وبالتالي فإن هذا النموذج لا يعاني من هذه المشكلة.

ج- مشكلة اختلاف التباينات Heteroscedasticity:

للتحقق من صحة فرض ثبات التباينات، قام الباحثين باستخدام اختبار Cook-White، Weisberg وبحسابهما تبين عدم تحقق هذا الشرط في نماذج الدراسة، حيث كانت قيمة $(P\text{-Value} < 0.5)$ ، ولحل هذه المشكلة قام الباحثين بتطبيق أسلوب (Robust Standard Error)، والذي يصحح الأخطاء المعيارية من أثر مشكلتي عدم ثبات التباينات والارتباط الذاتي (Hoechle, 2007; Holzhaecker et al., 2015).

د- مشكلة اعتدالية الأخطاء العشوائية Normality:

وللتحقق من هذا الفرض تم استخدام اختبار Shapiro-wilk، واختبار Skewness/Kurtosis، ولوحظ أن الفرض غير متحقق وأن الأخطاء العشوائية لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث كانت قيمة $(p\text{-value} < 0.5)$ في جميع نماذج الدراسة، وبالتالي فقدت طريقة المربعات الصغرى أهم شرط من شروط استخدامها، ولحل هذه المشكلة قام الباحثين باستخدام أسلوب Winsorizing لتحويل القيم الشاذة إلى أقرب قيم مقبولة ومن ثم اختبارها باستخدام طريقة المربعات الصغرى كما في دراسة (Veprauskaite and Adams, 2013).

جدول رقم (9) ملخص نتائج مشاكل القياس

نماذج الدراسة		النموذج الكلي		نموذج القطاع الخاص		نموذج قطاع الأعمال العام	
مشاكل القياس		P. V	النتيجة	P. V	النتيجة	P. V	النتيجة
Whites	ثبات التباينات	0.010	يوجد	0.078	يوجد	0.006	يوجد
Shapiro	التوزيع الطبيعي	0.000	يوجد	0.000	يوجد	0.000	يوجد
Wooldridge	الارتباط الذاتي	0.374	لا يوجد	0.319	لا يوجد	0.987	لا يوجد

ويوضح جدول رقم (9) ملخصاً لنتائج مشاكل القياس، ومما سبق يتضح تحقق أهم شروط استخدام نموذج الانحدار وخلق نماذج الانحدار المقدرة من أية مشاكل قياسية تؤثر في نتائجه، وبالتالي يمكن عرض نتائج الانحدار التي تم التوصل إليها بعد حل المشاكل القياسية.

- نتائج تحليل الانحدار المتعدد:

جدول رقم (10) ملخص نتائج تحليل الانحدار للنموذج الكلي للدراسة

النموذج الكلي				المتغيرات المفسرة
معامل التضخم (vif)	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (z)	معاملات الانحدار (β)	
1.54	0.000***	4.41	3.332	القدرة الإدارية
1.25	0.689	0.40	0.041	حجم الشركة
1.22	0.125	-1.54	-2.009	النقدية
1.16	0.000***	4.15	6.121	معدل العائد على الأصول
1.03	00.104	1.62	0.760	الرافعة المالية
318				المشاهدات (obs)
68.85				قيمة (F)
0.000***				دلالة اختبار (F)
1.144				معامل التحديد R2
نعم				Robust Standard Error

جدول (11) ملخص نتائج تحليل الانحدار لنموذجي القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام

قطاع الأعمال العام				القطاع الخاص				المتغيرات المفسرة
معامل التضخم (vif)	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (z)	معامل الانحدار (β)	معامل التضخم (vif)	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (z)	معاملات الانحدار (β)	
3.92	0.000***	5.14	5.135	1.43	0.063*	1.86	1.829	القدرة الإدارية
3.52	0.985*	0.02	0.003	1.30	0.959	-0.05	-0.007	حجم الشركة
1.39	0.032**	-2.15	-3.184	1.25	0.979	-0.03	-0.041	النقدية
1.24	0.011**	2.56	4.088	1.23	0.000***	3.65	10.01	معدل العائد على الأصول
1.17	0.103	1.63	0.785	1.18	0.202	1.28	1.345	الرافعة المالية
139				179				المشاهدات (obs)
76.48				36.18				قيمة (F)
0.000***				0.000***				دلالة اختبار (F)
0.216				0.140				معامل التحديد R2
نعم				نعم				Robust Standard Error

*** تشير إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 10% ، 5% ، 1% على الترتيب. * ، ** ، ***

مناقشة نتائج تحليل الانحدار:

في ضوء الجدولين السابقين رقم (10، 11) يمكن مناقشة نتائج تحليل الانحدار في النقاط التالية:

1- معنوية النماذج المستخدمة (الكلي، الخاص، العام) بين القيمة المطلقة للانحراف عن الاستثمار المتوقع كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار (المتغير التابع) والمتغيرات المفسرة [القدرة الإدارية (المتغير المستقل)، والمتغيرات الرقابية (الضابطة)] ، ويُستدل على ذلك من اختبار (F) ، حيث بلغة دلالة اختبار (F) ما قيمته (0.000، 0.000، 0.000) للنماذج الثلاثة على التوالي، وهي أقل من مستوى المعنوية المطلوب في العلوم الاجتماعية 5%.

2- كما تُشير قيمة معامل التحديد (R^2) لنماذج الانحدار (الكلي، الخاص، العام) إلى قدرة المتغيرات التفسيرية في النماذج محل الدراسة على تفسير ما مقداره (1.144%، 140%، 216%) من التغيرات في المتغير التابع (كفاءة الاستثمار)، والباقي يرجع لعوامل أخرى، كما شهدت قيمة معامل التحديد تحسناً في الشركات المنتمية لقطاع الأعمال العام بنسبة قدرها 0.216% مقارنة بالقطاع الخاص وذلك بنسبة قدرها 0.140%.

3- تُظهر كذلك نتائج اختبار معامل تضخم التباين (VIF) أن جميع متغيرات النماذج تقع في الحدود الطبيعية، حيث كانت أكبر قيمة لهذا المعامل (3.92) ، وهي أقل من (10) مما يعني أن البيانات لا تعاني من مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات.

4- أظهرت النتائج على المستوى الكلي لشركات عينة الدراسة وجود علاقة موجبة بين القدرة الإدارية وعدم كفاءة الاستثمار، بقيمة احتمالية (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية 1%، وهو ما يعني أن الأثر معنوي أي توجد علاقة طردية معنوية بين القدرة الإدارية والقيمة المطلقة للانحراف عن الاستثمار المتوقع (عدم كفاءة الاستثمار) كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار، وهو ما يعني وجود علاقة عكسية ومعنوية بين القدرة الإدارية وكفاءة الاستثمار، وكذلك أشارت النتائج على مستوى الشركات التي تنتمي للقطاع الخاص إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين القدرة الإدارية وعدم كفاءة الاستثمار بقيمة احتمالية (0.063) وهي أقل من مستوى المعنوية 10% ، وهو ما يعني أن الأثر معنوي، أي وجود علاقة طردية معنوية بين القدرة الإدارية والقيمة المطلقة للانحراف عن الاستثمار المتوقع (عدم كفاءة الاستثمار) كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار أي توجد علاقة عكسية معنوية بين القدرة الإدارية وكفاءة الاستثمار، وهذا ما يعني أن المديرين ذو القدرة الإدارية العالية يقومون بالإفراط في الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة من أجل تحقيق مصالح ذاتية لهم دون النظر لمصلحة الشركة، فيميلون إلى

المبالغة في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من المشاريع الاستثمارية لشركاتهم مع التقليل من احتمالية وتأثير الأحداث السيئة، كما يُمكنهم أيضاً التلاعب بإدارة الأرباح، فيقومون بتقديم معلومات منخفضة الجودة للمستثمرين ومجلس الإدارة، مما يؤدي إلى انعدام ثقة المستثمرين ومقدمي رأس المال؛ وهو الأمر الذي يؤدي إلى قلة التمويل ونقص الاستثمار، وقد تدعم هذه النتيجة وجود مشاكل الوكالة (الخطر الأخلاقي، والاختيار العكسي) ، وبناءً عليه يؤدي السلوك الإنتهازي للمديرين إلى عدم كفاءة الاستثمار مما يؤثر بشكل سلبي على كفاءة الاستثمار، وهي النتيجة التي تتفق مع دراسة (Lambert, 2007; Onour, 2014; Biddel et al., 2009). ولا تتفق هذه النتيجة مع دراسة (Aberanthy et al., 2018; Hessien, 2018). وبالتالي يمكن قبول الفرض الأول الخاص بالقطاع الخاص (ف1: توجد علاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات التي تنتمي للقطاع الخاص).

5- بالنسبة للشركات التي تنتمي لقطاع الأعمال العام، أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة بين القدرة الإدارية وعدم كفاءة الاستثمار بقيمة احتمالية (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية 1% ، وهو ما يعني أن الأثر معنوي أي وجود علاقة طردية معنوية بين القدرة الإدارية والقيمة المطلقة للانحراف عن الاستثمار المتوقع (عدم كفاءة الاستثمار) كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار، أي وجود علاقة عكسية ومعنوية بين القدرة الإدارية وكفاءة الاستثمار، وهذا يعني أن القدرة الإدارية التي يمتلكها المديرون في قطاع الأعمال العام قد لا تؤدي بالضرورة إلى كفاءة الاستثمار، حيث أن دالة هدف قطاع الأعمال العام تسعى لتحقيق الأهداف الاجتماعية والسياسية للدولة وليس فقط بهدف تعظيم الربح، كما أن تعيين المديرين في قطاع الأعمال العام لا يقوم على أساس الخبرة والمعرفة وإنما يكون بالتدرج الوظيفي، أو بما يقوم به أغلب المسؤولين من تعيين أقاربهم أو ممن تربطهم مصالح شخصية معهم مما يؤدي إلى وجود آثار سلبية على كفاءة استثمار الشركات التي ترتبط بعلاقات سياسية بالدولة وذلك نتيجة انخفاض ربحيتها مقارنة بغيرها من الشركات التي ليس لها روابط سياسية، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Lambert, 2001; Onour, 2014; Biddel et al., 2009)، ولا تتفق هذه النتيجة مع دراسة (Aberanthy et al., 2018; Hessin, 2018; عبد المجيد، 2020، مرقص 2022)، وبناءً على ذلك يتم رفض الفرض الثاني الخاص بقطاع الأعمال العام (ف2: لا توجد علاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات التي تنتمي لقطاع الأعمال العام).

كما يمكن رفض الفرض الثالث على مستوى الفروق بين القطاعين (ف3: توجد فروق بين أثر القدرة الإدارية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات التي تنتمي للقطاع الخاص مقارنة بالشركات التي تنتمي لقطاع الأعمال العام).

بالنسبة للمتغيرات الرقابية :

6- لم تُظهر نتائج تحليل الانحدار وجود علاقة معنوية بين حجم الشركة وعدم كفاءة الاستثمار لجميع نماذج الدراسة الحالية، كما أظهرت النتائج أن إشارة معامل الانحدار كانت موجبة في النموذج الكلي للدراسة ونموذج قطاع الأعمال العام (0.041، 0.003)، بينما كانت سالبة في نموذج القطاع الخاص (-0.007)، ويمكن تفسير ذلك بأنه بسبب تقارب أحجام الشركات موضع التطبيق، وبالتالي لا يوجد تباين في قيمة المتغير الضابط، والتي يُلحق على أثرها تغيراً في قيمة المتغير التابع؛ مما يدل على وجود علاقة طردية غير معنوية لحجم الشركة مع عدم كفاءة الاستثمار في النموذج الكلي ونموذج قطاع الأعمال العام للدراسة، ووجود علاقة عكسية لحجم الشركة مع عدم كفاءة الاستثمار في نموذج القطاع الخاص.

7- أظهرت نتائج تحليل الانحدار وجود علاقة عكسية بين النقدية وعدم كفاءة الاستثمار لجميع نماذج الدراسة، حيث ظهرت معاملات الانحدار للنموذج الكلي والخاص، والعام (-2.009، -0.041، 3.184) على التوالي، وبقيمة احتمالية (0.125، 0.979، 0.032) وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% في النموذج الكلي والنموذج الخاص، مما يعني أن الأثر بهذين النموذجين كان غير معنوي، بينما كان معنوياً في نموذج قطاع الأعمال العام حيث بلغ (0.032) وهو أقل من 5%.

8- أظهرت نتائج تحليل الانحدار وجود علاقة طردية ومعنوية بين معدل العائد على الأصول وعدم كفاءة الاستثمار لجميع نماذج الدراسة، حيث ظهرت معاملات الانحدار للنموذج الكلي، والخاص، والعام (6.121، 10.01، 4.088) على التوالي، وبقيمة احتمالية (0.000، 0.000، 0.011) على الترتيب وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، وهو ما يعني أن الأثر معنوي.

9- أظهرت نتائج تحليل الانحدار وجود علاقة طردية وغير معنوية بين الرافعة المالية وعدم كفاءة الاستثمار لجميع نماذج الدراسة حيث ظهرت معاملات الانحدار للنموذج الكلي، والخاص، والعام (0.760، 1.345، 0.785) على التوالي وبقيمة احتمالية (0.104، 0.202، 0.103) على الترتيب وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، وهو ما يعني أن الأثر غير معنوي، وهذا يعني أن قدرة الشركة على تشغيل الأصول وتوليد صافي ربح منها كانت مرتفعة.

جدول رقم (12) ملخص نتائج اختبار فروض الدراسة

القرار	فروض الدراسة
قبول	ف1: توجد علاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات التي تنتمي للقطاع الخاص.
رفض	ف2: لا توجد علاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات التي تنتمي لقطاع الأعمال العام.
رفض	ف3: توجد فروق بين أثر القدرة الإدارية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات التي تنتمي للقطاع الخاص مقارنة بالشركات التي تنتمي لقطاع الأعمال العام.

رابعاً: مناقشة وتفسير النتائج وخلاصة الدراسة:

استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر القدرة الإدارية على كفاءة القرارات الاستثمارية كدراسة مقارنة بين قطاعي الأعمال العام والقطاع الخاص، واختبار فروض الدراسة، واعتمدت الباحثة على عينة مكونة من (80) شركة مساهمة مصرية (320) مشاهدة مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى ستة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالي، منها ما يمثل نسبة (55%) بما يعادل (180) مشاهدة بالنسبة للقطاع الخاص، ونسبة (45%) بما يعادل (140) مشاهدة بالنسبة لقطاع الأعمال العام، وذلك عن الفترة من عام 2018م وحتى عام 2022م .

ولقياس القدرة الإدارية تم استخدام مقياس القدرة الإدارية الذي قدمه (Demerjian et al., 2012)، وتم قياس كفاءة الاستثمار باستخدام القيمة المطلقة للانحراف عن الاستثمار المتوقع (كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار).

وقد توصلت الدراسة الحالية إلى عدم وجود فروق معنوية في القدرة الإدارية للشركات التي تنتمي للقطاع الخاص، والقدرة الإدارية التي تنتمي لقطاع الأعمال العام؛ حيث أن:

أ) بالنسبة للشركات التي تنتمي للقطاع الخاص كشفت النتائج عن وجود علاقة موجبة ومعنوية بين القدرة الإدارية وعدم كفاءة الاستثمار وهو ما يعني انخفاض كفاءة الاستثمار في شركات القطاع الخاص التي يكون فيها مستوى القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين مرتفعاً، ولكنهم يستغلون عدم تماثل المعلومات لتحقيق مصالح ذاتية لهم حتى ولو كانت على حساب مصلحة المساهمين، كما يحاولون الحفاظ على مناصبهم وذلك بالاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية سالبة لإثبات أنهم يحققون أرباح حاليه ولكن يظهر أثرها السلبي في الأجل الطويل، مما يؤكد وجود مشاكل الوكالة مما يؤدي إلى عدم كفاءة القرارات الاستثمارية ويتسبب ذلك في انعدام ثقة المستثمرين بشركات القطاع الخاص.

ب) بالنسبة للشركات التي تنتمي لقطاع الأعمال العام أشارت النتائج إلى وجود علاقة موجبة ومعنوية بين القدرة الإدارية وعدم كفاءة الاستثمار، وهو ما يعني انخفاض كفاءة الاستثمار في شركات قطاع الأعمال العام، يرجع السبب في ذلك إلى أن شركات قطاع الأعمال العام تسعى نحو تغليب الأهداف الاجتماعية والسياسية للدولة على أهداف تعظيم الربح، كما أنها لا تتمتع ببيئة تنافسية لما تقدمه الحكومة من مساعدات وتسهيلات وسهولة الحصول على التمويل، كما أن نظام الإدارة بها يكون باتباع نظام روتيني مركزي، مما يؤدي إلى بطء اتخاذ القرارات وخفض الإنتاجية وزيادة التكاليف، مما يؤدي إلى عدم كفاءة القرارات الاستثمارية في قطاع الأعمال العام.

دراسات مستقبلية:

1. دراسة تأثير خصائص لجان المراجعة على العلاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة القرارات الاستثمارية (دراسة مقارنة).
2. دراسة تأثير أنشطة التجنب الضريبي على كفاءة القرارات الاستثمارية (دراسة اختبارية).
3. إجراء نفس الدراسة الحالية مع استخدام مقاييس أخرى للقدرة الإدارية.

المراجع

أولاً: المراجع العربية

- إبراهيم، إيهاب عبد الفتاح محمد، (2017)، " قياس تأثير القدرة الإدارية على جودة الأرباح المحاسبية في بيئة الأعمال المصرية: دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير، كلية التجارة -جامعة عين شمس، ص ص 51-56.
- الوزني، خالد واصف & صالح، غالب عوض، (2003)، " الخصخصة وملكية الدولة: نحو معايير لمقارنة الأداء في حالة الأردن"، مجلة دراسات مستقبلية، جامعة أسيوط، مركز دراسات المستقبل، المجلد(6)، العدد(7)، ص ص 61-86.
- النجار، عايش عبدالله،(2009)، " العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار- دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة ، الجامعة الإسلامية، غزة.
- النوري، علي ناصر ثابت، (2017)، " تأثير جودة المعلومات المحاسبية على كفاءة القرارات الاستثمارية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العدد (151) ص ص 554-571.
- حسين، محمد إبراهيم محمد،(2019)، " قياس تأثير جودة التقارير المالية، وآليات حوكمة الشركات، وخصائص المديرين التنفيذيين على كفاءة القرارات الاستثمارية: دراسة تطبيقية"، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 23 العدد(2)، ص ص 572-584.
- رميلي، سناء محمد رزق، (2018)، "أثر الخصائص التشغيلية للشركة وحوكمة الشركات على العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار"، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد (2)، ص ص 392-354.
- سليمان، محمد مصطفى، (2009)، "دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري: دراسة مقارنة"، الإسكندرية، الدار الجامعية، الطبعة الثانية.
- عبدالله، محمد طنطاوي، (2001)، "مدخل الوكالة كأداة لتطوير نماذج المساءلة المحاسبية في شركات قطاع الأعمال العام في ظل متغيرات البيئة الاقتصادية المصرية"، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة جنوب الوادي، كلية التجارة بسوهاج.
- عبد المجيد، حميدة محمد، (2020)، " قياس أثر القدرة الإدارية على الاستثمار. دراسة تطبيقية على الشركات السعودية". مجلة الإدارة العامة، المجلد(61)، العدد(1)، ص ص 87-147.
- عفيفي، هلال عبد الفتاح السيد، (2013)، "أثر تركيز الملكية الفردية والحكومية على إدارة الأرباح في القطاعين الخاص والعام: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، المجلة المصرية للدراسات التجارية، جامعة المنصورة، كلية التجارة، المجلد (37)، العدد (4)، ص ص 27-148.

- مرقص، فوزي عبد الباقي فوزي، (2022)، "تأثير جودة المراجعة على العلاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة الاستثمار: دراسة اختيارية"، *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس، المجلد (3)، ص ص 496-548.

ثانياً: المراجع الأجنبية

- Abernathy, J.L., Kubick, T.R. and Masli, A., (2018), " Evidence on the Relation Between Managerial Ability and Financial Reporting Timeliness". *International Journal of Auditing*, 22(2): 185-196.
- Andreou, P.C., Karasamanibc, I., Louca, C. and Ehrlich, D., (2017), " The Impact of Managerial Ability on Crisisperiod Corporate. Investment". *Journal of Business Research* 79:107-122.
- Baik, B; P, Brockman; D., Farber and S, Lee., (2018), "Managerial Ability and the Quality of Firms Information Environment". *Journal of Accounting Auditing and Finance*. 33(4):506-527.
- Biddle, G. C., and Hilary, G., (2009), " Accounting Quality and Firm-level Capital Investment". *The Accounting Review*, 81(5): 963-982.
- Biddle, G. C., Hilary, G., and Verdi, R. S., (2009), "How does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?" *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3): 112-131.
- Billet, M. T., J. A. Garfinkel, and Y. Jiang., (2011), "The Influence of Governance on Investment: Evidence from A Hazard Model". *Journal of Financial Economics* 102(3): 643-670
- Blanchard, O. J., Lopez-de-Silanez, F and Shleifer, A., (1994), " What do Firms Do with Cash Windfalls?" *Journal of Financial Economics*, 36(3):337-360.
- Chaney, P.K., Faccio, M .and Parsley, D., (2011), "The Quality of Accounting Information in Political Connected Firms".
- Chen, F., O. Hope, Q. Li, and X. Wang., (2011), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets". *The Accounting Review* 86(4): 1255-1288.
- Chen, S., Li, Z., Han, B., and Ma, H., (2021), "Managirial Ability, Internal Control and Investment Efficiency." *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 31,100523.

- Choi, W., Han, S.H. and Kang, T., (2015)," CEOs Operating Ability and the Association Between Accruals and Future Cash Flows". *Journal of Business Finance and Accounting*, 42(5-6):619-634.
- Demerjian, P., Lev, B., and McVay, S., (2012), Quantifying Managerial Ability: A new Measure and Validity Testes, *Management Science*, 58(7): 1229-1248.
- Francis, J., Huang, A. H., Rajgopal, S, and Zang, A. Y., (2008), "CEO Reputation and Earnings Quality." *Contemporary Accounting Research*, 25. (1): 109-147. <https://doi.org/10.1506/car.25.1.4>.
- Gan, H., (2019),"Does CEO Managerial Ability Matter? Evidence From Corporate Investment Efficiency." *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(4): 1085-1118.
- Garcia-Meca, E., and Garcia-Sanchez. I. M., (2018)," Does Managerial Ability Influence the Quality of Financial Reporting?" *European Management Journal*, 36(4):544-557.
- Gunasekar, S. and Dinesh, K. G. S., (2014)", Impact of Board Characteristics on Firm Performance": A Comparison of Private Sector Firms with SOEs in India. NSE-IGIDR Corporate Governance Research Initiative.
- Habib, A., and Hassan, M. M., (2017), "Managerial Ability, Investment Efficiency and Stock Price crash Risk" *Research in International Business and finance*, 42(1):262-274.
- Hambrick, D.C. and Mason, P.A., (1984), UPP and Er echelons: "The Organization as Areflection of its Top Managers". *Academy of Management Review*, 9(2): 193-206.
- Hessian, M., (2018)," The Effect of Managerial Ability on The Relation Between Real Earnings Management and Future Firms Performance": Applied Study, *Journal of Accounting and Applied Research*, 1(2):1-39.
- Hoechle, D., (2007), "Robust Standard Errors for Panel Regressions with Cross-Sectional Dependence". *The Stata Journal*, 7 (3): 281-312.

- Holzhacker, M., Krishnan, R. and Mahlendorf, M. D., (2015). "The Impact of Changes in Regulation on Cost Behavior". *Contemporary Accounting Research*, 32 (2): 534-566.
- Jensen, M.C., and Meckling, W.H., (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3(4):305-360.
- Lambert, R.A., (2001)," Contracting Theory and Accounting". *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3): 3-87.
- Lambert, R., Leuz, C., and Verrecchia, R. E., (2007)," Accounting Information. Disclosur, and the Cost of Capital". *Journal of accounting Research*, 45(2):385-420.
- Ma, Z.; K., Novoselov; K., Zhou andY., Zhou., (2019)," Managerial Academic Experience, External Monitoring and Financial Reporting Quality". *Journal of Business Finance and Accounting*. 46(7,8):843-875.
- Onour, I, A., (2014)," Assessing the Cost of Deposit Insurance and Moral hazard Effect: Evidence from Banking Sector in Sudan. Afro-Asia". *Journal of Finance and Accounting*, 4(3):339-348.
- Pristiwantiyasih, P., and Setyawan, M. A., (2020), "The Importance of Investment Decisions using Capital Asset Pricing Model (CAPM) In Stock Sector Telecommunication", *Media Mahardhika*, Vol. 18(3): 387-399.
- Salehi, M., Daemi, A., and Akbari, F., (2020), "The Effect of Managerial Ability on Product Market Competition and Corporate Investment Decisions": Evidence from Iran. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 11(1):49-69.
- Tong, S., Junarsin, E. and Li, C., (2015), A Comparative Study of Chinese SOE Firms Boards and Private Firms Boards. *Annals of Economics and Finance*, 16 (2): 291-314.
- Veprauskaite, E. and Adams, M, (2013), "Do powerful Chief Executives Influence the Financial Performance of UK firms?" *The British Accounting Review*, 45(3): 229-241.

The Impact of Administrative Capacity on the Efficiency of Investment Decisions

"A Comparative Study between Public and Private Sector Companies"

"An Experimental Study in the Egyptian Business Environment"

(Abstract)

The study aimed to test the impact of administrative capacity on the efficiency of investment decisions of companies operating in the Egyptian environment, and to determine the extent to which the administrative capacity of companies belonging to the private sector differs from that of companies belonging to the public business sector. This was applied to a sample of (80) companies with a total of (320) observations, of which (55%), equivalent to (180) observations, were from the private sector, and (45%), equivalent to (140) observations, were from the public business sector. This was for the period from 2018 to 2022. The researcher relied on the absolute value of the deviation from investment as an inverse measure of investment efficiency (the dependent variable), which was estimated using the (Biddle) model. After conducting statistical analysis of the data using the (STATA, 14) program, the results revealed a positive and significant relationship between administrative capacity and investment inefficiency, at the level of Public and private business sectors.

Key terms: managerial capacity, investment decision efficiency, public sector companies, private sector companies.