



**الأثر المنظم لقوة المدير التنفيذي الأول على العلاقة بين تغطية
المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار
"دراسة اختبارية بالتطبيق على بيئة الأعمال المصرية"**

إعداد

د. أحمد صالح عبدالسميع

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة – جامعة الزقازيق

Ahmadsaleh1986@gmail.com

د. ألفت علي عطية مندور

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة – جامعة الزقازيق

Olfatmandour171250@gmail.com

إسلام مسلمي محمد محمد

باحث ماجستير محاسبة

كلية التجارة – جامعة الزقازيق

acceslameldale@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد السابع والأربعون - العدد الأول 2025

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

الملخص

نظراً لتباين نتائج الدراسات والأدلة البحثية السابقة للعلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات كمتغير مستقل وكفاءة الاستثمار بها كمتغير تابع، فقد استهدفت الدراسة الدور المحتمل لقوة المدير التنفيذي الأول منفردة في توضيح أسباب هذا التباين. ولتحقيق ذلك تم اختبار أربعة فروض على عينة من الشركات المساهمة المصرية غير المالية عددها 63 شركة خلال الفترة بين عامي (2016، 2022) وفرت عدد 441 مشاهدة، وذلك في ظل وجود خمسة متغيرات ضابطة هي: حجم الشركة، عمر الشركة، معدل العائد على الأصول، نسبة الأصول الثابتة، نسبة التدفقات النقدية التشغيلية. وباستخدام أسلوب تحليل الانحدار جاءت نتائج اختبار الفروض إحصائياً لتشير إلى عدم وجود علاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات مقيسة بعدد التوصيات وكفاءة الاستثمار بها معبراً عنها بالبواقي المستخرجة من نموذج انحدار (Chen et al., 2011)، كما أظهرت النتائج وجود تأثير منظم لكل من (ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، واستقلالية مجلس الإدارة) على ذات العلاقة، حيث تتفاعل ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول عكسياً مع تغطية المحللين الماليين للشركات على كفاءة الاستثمار، وتتفاعل استقلالية مجلس الإدارة طردياً مع تغطية المحللين الماليين للشركات على كفاءة الاستثمار. في المقابل، لم تظهر النتائج أي تأثير منظم لكل من (فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، وملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة) على العلاقة الأساسية محل البحث خلال فترة الدراسة. وأخيراً توفر الدراسة دليلاً جديداً على أن قوة المدير التنفيذي الأول منفردة يمكن أن تلعب دوراً مهماً على علاقة تغطية المحللين الماليين للشركات بكفاءة الاستثمار بها.

الكلمات الدالة:

تغطية المحللين الماليين للشركات، كفاءة الاستثمار، قوة المدير التنفيذي الأول، الأثر المنظم لقوة المدير التنفيذي الأول.

أولاً: مشكلة البحث:

في إطار الاهتمام والتركيز المتزايد للبحث المحاسبي الإيجابي *Positive Research* في جانب منه بدراسة العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار (Brogaard et al., 2021; Choi et al., 2020; Lee and Mo, 2020; Jedda et al., 2021) لاحظ الباحث من خلال مراجعته للدراسات والأدلة البحثية السابقة وجود تباين بشكل ملحوظ في نتائجها، حيث وجدت بعض الدراسات علاقة طردية كما في دراسة كل من (Firth et al., 2015; Chen et al., 2021; To et al., 2018; Jedda et al., 2021) والبعض الآخر من الدراسات وجد علاقة عكسية كما في دراسة كل من (Brogaard et al., 2019; Lee and Mo, 2020) والبعض الثالث من الدراسات لم يجد أي علاقة على الإطلاق كما في دراسة كل من (Oh and Kim, 2018).

حيث أشارت دراسة (Chen et al., 2016) إلى أن المحلل المالي يقوم بجمع معلومات عن الشركات من مصادر مختلفة داخلية وخارجية عامه وخاصة ويقوم بتحليلها باستخدام إحدى أدوات التحليل المالي وتقديم توصيات وتوقعات مستقبلية عن أداء المنشأة، وإصدار توصيات بالشراء، البيع أو الاحتفاظ بالأسهم في شكل تقارير منشورة للمستثمرين الخارجيين الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات لدى إدارة الشركات (Frankel and Li, 2004; Sun and Lin., 2017; Irani and Oesch, 2016; Sayed and Sreeram, 2011) وتخفيض تكلفة رأس المال (Derrien et al., 2016) ويقيد من تصرفات الإدارة الانتهازية من سوء استغلال لموارد الشركة (Knyazeva, 2007; Yu, 2008; Irani and Oesch, 2013; To et al., 2018; Oh and Kim, 2018) وهو ما يعمل على جذب المستثمرين وميلهم للاستثمار في الشركة فتعانة منهم بالآثار الإيجابية لمتابعتها، حيث تزيد فرص اكتشاف الأخطاء والغش والتزوير في التقارير المالية بحكم توافر المعلومات الأدق لديهم (Cotter and Young, 2007 ; Dyck et al., 2013 ; Degeorge et al., 2010 ; Chen et al., 2016) مما يؤدي إلى زيادة الكفاءة في الاستثمار، لأن تغطيتهم تعد بمثابة النواة الأساسية التي تعتمد عليها قرارات الاستثمار في الأوراق المالية حسبما أشار (Personne and Paajarvi, 2013) الأمر الذي يعنى وجود علاقة طردية بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها.

وعلى النقيض من ذلك أشارت دراسة (Michenaud, 2007) إلى أن الشركات التي يتابعها عدد كبير من المحللين الماليين تتعرض إدارتها للتشويش عند اتخاذ قرارات استثمارية جديدة؛ وذلك بسبب مشاركة المستثمرين غير المطلعين على سوق الأوراق المالية الأمر الذي سيؤدي إلى تعميم اتخاذ قرارات المدير الاستثمارية (Sockin and Xiong, 2015; Brogaard et al., 2019). كما أشارت دراسة (Dhiensiri and Syrak., 2010) إلى أن بدء تغطية المحللين الماليين للشركات لا يسهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات لدى إدارة الشركات، وأن انخفاض متابعة المحللين الماليين للشركات قد يؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات لدى إدارتها حسبما أشارت دراسة (Qian et al., 2019) مما يؤدي إلى انخفاض الكفاءة في الاستثمار وفقاً لما افترضته دراسة كل من (Derrien and Kecskes, 2013) الأمر الذي يعني وجود علاقة عكسية بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها.

وبناءً على التباين الذي أوضحته نتائج الدراسات والأدلة البحثية السابقة المرتبطة بعلاقة تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها. مما يشير إلى ضرورة المزيد من البحوث لاختبار تلك العلاقة، وباستخدام منهجية بحثية مختلفة عن طريق إضافة متغير منظم لكي يعمل على توضيح مدى وجود أثر منظم لهذه العلاقة، ومحاولة تفسير التعارض الموجود في نتائج الدراسات والأدلة البحثية السابقة.

ويقترح البحث الحالي أنه قد يكون لقوة المدير التنفيذي الأول *CEO Power* (منفردة)⁽¹⁾ تأثيراً في إحداث تغيير لاتجاه *Direction* (طردية/ عكسية) أو قوة *Strength* (زيادة/ خفض) أو محو *Erase* (عدم وجود) العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها من خلال تفاعله مع المتغير المستقل موضوع البحث (تغطية المحللين الماليين)، حيث أنه لا يرتبط بعلاقة خطية معه – في حدود علم الباحث – وفي حدود الدراسات والأدلة البحثية السابقة التي استطاع الوصول والإطلاع علىها، بينما يرتبط بعلاقة خطية مع المتغير التابع موضوع الدراسة (كفاءة الاستثمار)، وقد يتفاعل مع المتغير المستقل (تغطية المحللين الماليين) في أنه يقوم بنفس الدور الذي يقوم به والمتمثل في زيادة أو تقليل عدم تماثل المعلومات لدى إدارة الشركات من خلال قوة المكانة الشخصية (السمعة) *Prestige Power* والمعرفة كما أشارت إليه دراسة (Kazemi

(1) كلمة "منفردة" يقصد بها أن كل آلية على حدة من آليات (مؤشر) *CEO Power* قد تعمل على إحداث تغيير في اتجاه أو قوة أو نحو العلاقة الأساسية محل البحث، وأهم هذه البنود أو الآليات (مؤشر) هي: (1) ازدواجية دور *CEO*، (2) فترة بقاء *CEO* في منصبه، (3) استقلالية مجلس الإدارة، (4) ملكية *CEO* في أسهم الشركة.

(and Ghaemi, 2016)، وله الحق في إدارة ورقابة الأنشطة التنظيمية ويمتلك سلطة رقابية أعلى من خلال القوة الهيكلية **Structural Power** حسبما أشارت إليه دراسة (Finkelstein, 1992). وقامت دراسة (Rahim, 1989) بتعريف مصطلح **CEO Power** بأنه: "قدرة أحد الأطراف على تغيير أو التحكم في سلوك واتجاهات وآراء وأهداف واحتياجات وقيم طرف آخر". ومن ثم، فإن المدير التنفيذي الأول **Chief Executive Officer-CEO** يعكس قدرته للحصول على امتثال باقي المديرين التنفيذيين **Chief Executive Officers-CEOs** الآخرين في الشركة لقراراته وأوامره وتوجيهاته وفقاً لما ورد في دراسة (أبو سالم، 2019). وأشارت دراسة (Finkelstein, 1992) إلى أن **CEO** تتمثل قوته في مجموعة من الأبعاد، وهي كما يلي:

- **قوة الخبرة Expert Power:** حيث يتمكن المدير التنفيذي ذو الخبرة من التعامل مع الحالات الطارئة وغير المتوقعة في بيئة العمل بشكل أكثر فعالية.
- **قوة المكانة الشخصية السمعة Prestige Power:** تعتبر المكانة الشخصية مصدراً مهماً للقوة. حيث تزيد من سمعة المديرين داخل البيئة المؤسسية وبين أصحاب المصالح على تصورات الآخرين لتأثيرهم.
- **القوة الهيكلية Structural Power:** وهنا تنشأ هذه القوة من امتلاك المدير التنفيذي منصباً رسمياً يكون له الحق في إدارة ورقابة الأنشطة التنظيمية، وبالتالي يعتبر هذا النوع هو الأكثر انتشاراً من القوة، والذي يعتمد على الهيكل التنظيمي الرسمي والسلطة الهرمية.
- **قوة الملكية Ownership Power:** تنشأ القوة من تركيز الملكية في يد المدير التنفيذي، وهو ما يؤدي لزيادة تأثيره على أصحاب المصالح وتعطي له سلطة رقابية أعلى، وبالتالي تتحقق القوة للمديرين التنفيذيين بصفتهم وكلاء يتصرفون نيابة عن ولمصلحة المساهمين وبالتالي فإن قوة منصب المدير في علاقة الوكالة تحدد قوة الملكية. إذ إن المديرين التنفيذيين الذين يمتلكون قوة الملكية سيكون لهم الحق في السيطرة على مجالس الإدارة.

وأضاف كل من (Demerjian et al., 2012) أنه من ضمن خصائص المديرين في الشركات الخبرات الشخصية السمعة والمعرفة التي تمكنهم من استخدام الموارد المتاحة للشركة بكفاءة عالية وتحويلها إلى إيرادات مما يؤدي في النهاية إلى خلق قيمة لها، لذلك عبر عنها كل من (Kazemi and Ghaemi, 2016) أنها تعتبر أحد الأصول غير الملموسة التي تمتلكها الشركات والتي تؤدي

إلى تحسين أدائها المستقبلي وقدرتها التنافسية في الأسواق، وأن خاصية المعرفة تعمل على قيام المديرين بنقل قيمة الشركة الحقيقية للأطراف الخارجية المتعاملة مع الشركة بشكل أكثر مصداقية، وبالتالي تؤدي إلى الحد أو التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات والتي من شأنها أن تؤثر على كفاءة الاستثمار.

وفي سبيل إضافة متغير **CEO Power** (منفردة) كمتغير منظم **Moderat variable**، فهناك دراسات وأدلة بحثية سابقة عديدة دعمت وأيدت صدق تفاعله⁽²⁾ في العديد من العلاقات الامبريقية منها على سبيل المثال دراسات تمت في بيانات أجنبية كما في دراسة كل من (Li et al., 2018;) و (Javeed and Lefen, 2019)، وعلى مستوى البيئة المصرية هناك دراسة (عبد، 2020)، كما أضافت دراسة كل من (Yang and Liu, 2017) أن العلاقة بين **CEO Power** وكفاءة الاستثمار على الصعيد العلمي (الأكاديمي) تأخذ وجهتي نظر وهما كما يلي:

وجهة النظر الأولى: وفقاً لـ **Power Beyond**⁽³⁾ نجد أن **CEO** هو شخص اقتصادي تختلف مصالحه مع مصالح حملة الأسهم أي يسعى لتحقيق مصالحه الذاتية أولاً، وبالتالي فإن زيادة قوته يمكن أن تسمح له بالتخلي عن مصالح الشركة لتحقيق مكاسبه الذاتية، وبالتالي يؤدي ذلك إلى عدم الكفاءة في الاستثمار، وهذا يعني وجود علاقة عكسية بين **CEO Power** وكفاءة الاستثمار، وهذه النظرة تأيد تأثير **CEO Power** في إطار نظرية الوكالة وفقاً لما أشارت إليه دراسة كل من (Fama and Jensen, 1983; Pigé, 1998; Bebchuk et al., 2009; Mockotte,) (2021).

(2) يقصد بـ "صدق تفاعله" أن الدراسة المعنية أظهرت إحدى النتائج التالية:

= أن **CEO Power** أحدثت تغييراً لـ اتجاه (طردي/ عكسي) العلاقة الأساسية محل الدراسة.

= أن **CEO Power** أحدثت تغييراً لقوة (زيادة/ خفض) اتجاه العلاقة الأساسية محل الدراسة.

= أن **CEO Power** أحدثت تغييراً بمحو (عدم وجود) العلاقة الأساسية محل الدراسة.

(3) حيث أن الـ **Power Beyond** وفقاً لما أشارت إليه دراسة (Yang and Liu, 2017) أن كلمة "**Beyond**" تعني تجاوز أو تخطي، بينما "**Power**" تعني السلطة أو القوة، لذلك يمكن القول أن الـ "**Power Beyond**" عبارة عن تجاوز السلطة أو استغلال السلطة أو تخطي حدود السلطة، وهي نظرية تفترض أن **CEOs** الأقوياء (الوكيل) سوف يستغلون سلطتهم المفرطة لتحقيق مآربهم الشخصية على حساب مصالح المساهمين والشركة (الأصيل).

وجهة النظر الثانية: وفقاً لـ *Power Protection*⁽⁴⁾ نجد أن منح *CEO* زيادة في القوة والسلطة سيكون مفيداً في تنمية الثقة والتعاون بينه وبين أصحاب المصالح، ويزيد من تنمية وتطوير الشركة، وبالتالي يستطيع *CEO* في ظل وجود الثقة والتعاون أن يتخذ قرار أفضل وأكثر حكمة في مجال الاستثمار، وبالتالي يؤدي ذلك إلى الكفاءة في الاستثمار، وهذا يعني وجود علاقة طردية بين *CEO Power* وكفاءة الاستثمار، وهذه النظرة تأيد تأثير *CEO Power* في إطار نظرية الإشراف وفقاً لما أشارت إليه دراسة كل من (Brickley et al., 1997; Daily et al., 2003; Bathula, 2008; Wal, 2019).

وبناءً على ما سبق وفي ضوء الأدلة الاختبارية بين المتغيرات موضوع الدراسة (تغطية المحللين الماليين للشركات، كفاءة الاستثمار، *CEO Power*)، وفي ضوء التباين الاختباري لنتائج الدراسات والأدلة البحثية السابقة التي درست العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها، وفي ضوء دعم وتأيد العديد من الدراسات والأدلة البحثية السابقة لصدق تفاعل *CEO Power* في العديد من العلاقات الاختبارية التي تمت في بيئات مختلفة والتي منها البيئة المصرية، وفي ضوء الإطار النظري للعلاقة الارتباطية بين *CEO Power* وكفاءة الاستثمار حسبما أشارت إليه دراسة (Yang and Liu, 2017)، وفي ضوء ما أشارت إليه النتائج الاختبارية للعديد من الدراسات التي تمت في بيئات أجنبية مختلفة من وجود علاقة معنوية بين *CEO Power* وكفاءة الاستثمار حسبما أشارت إليه دراسة كل من (Kashani and Mousavi, 2022; Azhar et al., 2019; Yang and Liu, 2017; Chen et al., 2017; Nor et al., 2017; Jiang, 2016)، يمكن للباحث صياغة تساؤلات البحث على النحو التالي:

التساؤل الأول:

"هل هناك تأثير منظم *Moderating Effect* لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول

للشركة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها؟"

التساؤل الثاني:

"هل هناك تأثير منظم *Moderating Effect* لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه

على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها؟"

(4) حيث أن الـ *Power Protection* وفقاً لما أشارت إليه دراسة (Yang and Liu, 2017) أن كلمة "Power" تعني السلطة أو القوة، بينما "Protection" تعني الحماية أو الصون، لذلك يمكن القول أن الـ "Power Protection" تعني حماية السلطة أو حماية القوة، وهي عبارة عن نظرية تفترض أن منح المديرين قوة أكبر سيمنحهم من اتخاذ قرارات أفضل وأكثر حكمة لصالح الشركة، حيث سيحمون هذه السلطة ويستثمرونها في تطوير الشركة وزيادة قيمتها.

التساؤل الثالث:

"هل هناك تأثير منظم **Moderating Effect** لاستقلالية مجلس الإدارة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها؟"

التساؤل الرابع:

"هل هناك تأثير منظم **Moderating Effect** لملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها؟"

ثانياً: أهداف البحث:

في ضوء تساؤلات مشكلة البحث تتمثل أهدافه فيما يلي:

- تحديد مدى وجود أثر منظم لازدواجية دور **CEO** في منصبه على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها.
- تحديد مدى وجود أثر منظم لفترة بقاء **CEO** في منصبه على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها.
- تحديد مدى وجود أثر منظم لاستقلالية مجلس الإدارة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها.
- تحديد مدى وجود أثر منظم لملكية **CEO** في أسهم الشركة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها.

ثالثاً: أهمية البحث:

يمكن بلورة أهمية البحث الحالي في نوعين من الأهمية، وهما كما يلي:

1- الأهمية العلمية (على المستوى النظري): وتتمثل فيما يلي:

- ندرة الدراسات العربية والأجنبية - في حدود علم الباحث - التي اهتمت بدراسة الأثر المنظم لـ **CEO Power** منفردة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها، خاصة في ظل التباين الموجود في نتائج الدراسات والأدلة البحثية السابقة المرتبطة بالعلاقة الأساسية موضوع البحث، ولعل هذا الأمر هو ما يميز البحث الحالي عن بقية الدراسات السابقة ذات الصلة.
- امتداداً للدراسات والأدلة البحثية السابقة، سيحاول هذا البحث معالجة التباين الموجود في نتائج الدراسات والأدلة السابقة التي تطرقت لدراسة العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها نتيجة تجاهل احتمال وجود متغير ثالث تتأثر به تلك

العلاقة وهو *CEO Power*؛ وذلك من خلال إجراء دراسة منهجية تأخذ في الحسبان تأثير ذات المتغير على تلك العلاقة.

2- الأهمية العملية (على المستوى الاختباري): وتتمثل فيما يلي:

■ يعتبر هذا البحث امتداداً للدراسات والأدلة البحثية السابقة التي قامت بدراسة الآثار

الاقتصادية لكل من تغطية المحللين الماليين و *CEO Power*.

■ أن نتائج هذا البحث توفر أدلة قد يستفيد منها العديد من الأطراف، مثل: المستخدمون الخارجيون للقوائم المالية عند صناعة واتخاذ قراراتهم الاستثمارية، مانحو الائتمان (المقرضون)، مراقبو الحسابات، والمستثمرين الحاليين والمرتقبين في بورصة الأوراق المالية.

■ أن معرفة العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها في ظل وجود قوة المدير المدير التنفيذي الأول قد تؤدي إلى حث الشركات المصرية على الاهتمام أكثر بآليات حوكمة الشركات ومحاولة تطبيقها بشكل فعال؛ حيث يعتبر كل من (تغطية المحللين الماليين، و *CEO Power*) إحدى الآليات التي تنتمي لحوكمة الشركات.

■ أن نتائج الدراسة الحالية تقدم توقعات حيوية للمستثمرين الدوليين ومديري التمويل بشأن استراتيجيات تنويع محافظهم الاستثمارية. هذه النتائج تعتبر مهمة لاتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة. بالإضافة إلى ذلك، تلعب معلومات تغطية المحللين الماليين للشركات دوراً بارزاً في تقييم كفاءة الاستثمار في هذه الشركات تحت قيادة المديرين التنفيذيين. هذه المعلومات تسهم بشكل كبير في اتخاذ القرارات المالية السليمة وتوجيه اختيار المستثمرين ومديري التمويل نحو الشركات المصرية المناسبة للاستثمار فيها.

رابعاً: مراجعة الدراسات السابقة واشتقاق الفروض:

يوفر الجدول التالي ملخصاً لأهم الدراسات السابقة التي تمكن الباحث من الوصول إليها والمرتبطة بمتغيرات البحث (تغطية المحللين الماليين، قوة المدير التنفيذي الأول، كفاءة الاستثمار)، وفي ضوء مشكلة وأهمية البحث والهدف الذي يسعى إلى تحقيقه سيتم تقسيمها إلى مجموعتان كما يلي:

جدول رقم (1): الدراسات والأدلة البحثية السابقة للعلاقة بين متغيرات البحث

المجموعة الأولى							
"الدراسات التي تناولت اختبار العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها"							
مؤلف الدراسة	منهجية الدراسة					بيئة التطبيق	اتجاه ومعنوية العلاقة
	التصميم	حجم العينة	الفترة	المتغير المستقل	المتغير التابع		
Firth et) (al., 2015	الانحدار المتعدد	4991 شركة	1938 – 2011	تغطية المحللين الماليين	كفاءة الاستثمار	هونج كونج	(+ / 1%)
Chen et al., (2017)	الانحدار المتعدد	عينة كافية	1983 – 2011	جودة توقعات المحللين الماليين	كفاءة الاستثمار	الولايات المتحدة	(+ / 1%)
To et al.,) (2018	الانحدار المتعدد	35280 مشاهدة	1991 – 2013	تغطية المحللين الماليين	كفاءة الاستثمار	الولايات المتحدة	(+ / 1%)
Oh and) Kim, (2018	الانحدار المتعدد	5297 شركة	2002 – 2014	تغطية المحللين الماليين	كفاءة الاستثمار	كوريا	(لا توجد)
Brogaard) et al., (2019	الانحدار المتعدد	167840 مشاهدة	1988 – 2012	تغطية المحللين الماليين	كفاءة الاستثمار	الولايات المتحدة	(- / 1%)
Lee and) (Mo, 2020	الانحدار المتعدد	36480 مشاهدة	2001 – 2015	تغطية المحللين الماليين	كفاءة الاستثمار	الولايات المتحدة	(- / 1%)
Choi et) (al., 2020	الانحدار المتعدد	2558 شركة	2008 – 2017	تنبؤات المحللين الماليين	كفاءة الاستثمار	الولايات المتحدة	(- / 1%)
(بلال، (2020	الانحدار المتعدد	289 مشاهدة	2011 – 2017	تنبؤات المحللين الماليين	كفاءة الاستثمار	مصر	(+ / 10%)
Jedda et) (al., 2021	الانحدار المتعدد	139 شركة	2013 – 2018	تغطية المحللين الماليين	كفاءة الاستثمار	فرنسا	(+ / 5%)

المجموعة الثانية							
" الدراسات التي تناولت اختبار العلاقة بين <i>CEO Power</i> (منفردة) ⁽⁵⁾ وكفاءة الاستثمار للشركات "							
مؤلف الدراسة	منهجية الدراسة					بيئة التطبيق	النتائج
	التصميم	حجم العينة	الفترة	المتغير المستقل	المتغير التابع		
Jiang,) (2016)	الانحدار المتعدد	6141 مشاهدة	2008 – 2014	فترة بقاء <i>CEO</i> في منصبه	كفاءة الاستثمار	الصين	(- / 1%)
Nor et al.,) (2017)	الانحدار المتعدد	163 شركة	2009 – 2011	ملكية <i>CEO</i> في أسهم الشركة، استقلالية مجلس الإدارة	كفاءة الاستثمار	ماليزيا	(لا توجد)
Chen et) (al., 2017)	الانحدار المتعدد	5912 مشاهدة	2004 – 2012	ازدواجية دور <i>CEO</i> ، ملكيته في أسهم الشركة، استقلالية مجلس الإدارة.	كفاءة الاستثمار	الصين	(- / 10%) مع الازدواجية، (- / 5%) مع ملكيته، (لا توجد) مع استقلالية المجلس
Salin et) (al., 2018)	الانحدار المتعدد	163 شركة	2010	ملكية <i>CEO</i> في أسهم الشركة، استقلالية مجلس الإدارة	كفاءة الاستثمار	ماليزيا	(لا توجد)
Azhar et) (al., 2019)	الانحدار المتعدد	50 شركة	2010 – 2015	ازدواجية دور <i>CEO</i>	كفاءة الاستثمار	باكستان	(+ / 5%)
Gan,) (2019)	الانحدار المتعدد	20323 مشاهدة	1991 – 2013	فترة بقاء <i>CEO</i> في منصبه	كفاءة الاستثمار	الولايات المتحدة	(+ / 10%)
Ullah et) (al., 2020)	الانحدار المتعدد	223 شركة	2009 – 2017	ازدواجية دور <i>CEO</i>	كفاءة الاستثمار	باكستان	(- / 5%)
Kashani) and Mousavi, (2022)	الانحدار المتعدد	140 شركة	2015 – 2021	ازدواجية دور <i>CEO</i>	كفاءة الاستثمار	طهران	(- / 5%)
(الشثري وآخرون، (2023)	الانحدار المتعدد	117 شركة	2017 – 2021	بنود <i>CEO Power</i> (منفردة)	كفاءة الاستثمار	مصر	(لا توجد) مع بنود القوة (منفردة)، باستثناء الملكية (- / 5%)

(5) كلمة "منفردة" يقصد بها هنا أن الدراسة المعنية قامت بدراسة العلاقة بين [كل أو بعض أليات (مؤشر) *CEO Power* على حدة] وكفاءة الاستثمار للشركات.

وتأسيساً على ما سبق سوف يتم اشتقاق وصياغة الفروض البحثية على النحو التالي:
الفرض الأول:

H₀₁: "لا يوجد أثر منظم لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها".

الفرض الثاني:

H₀₂: "لا يوجد أثر منظم لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها".

الفرض الثالث:

H₀₃: "لا يوجد أثر منظم لإستقلالية مجلس الإدارة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها".

الفرض الرابع:

H₀₄: "لا يوجد أثر منظم لملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها".

خامساً: تصميم البحث:

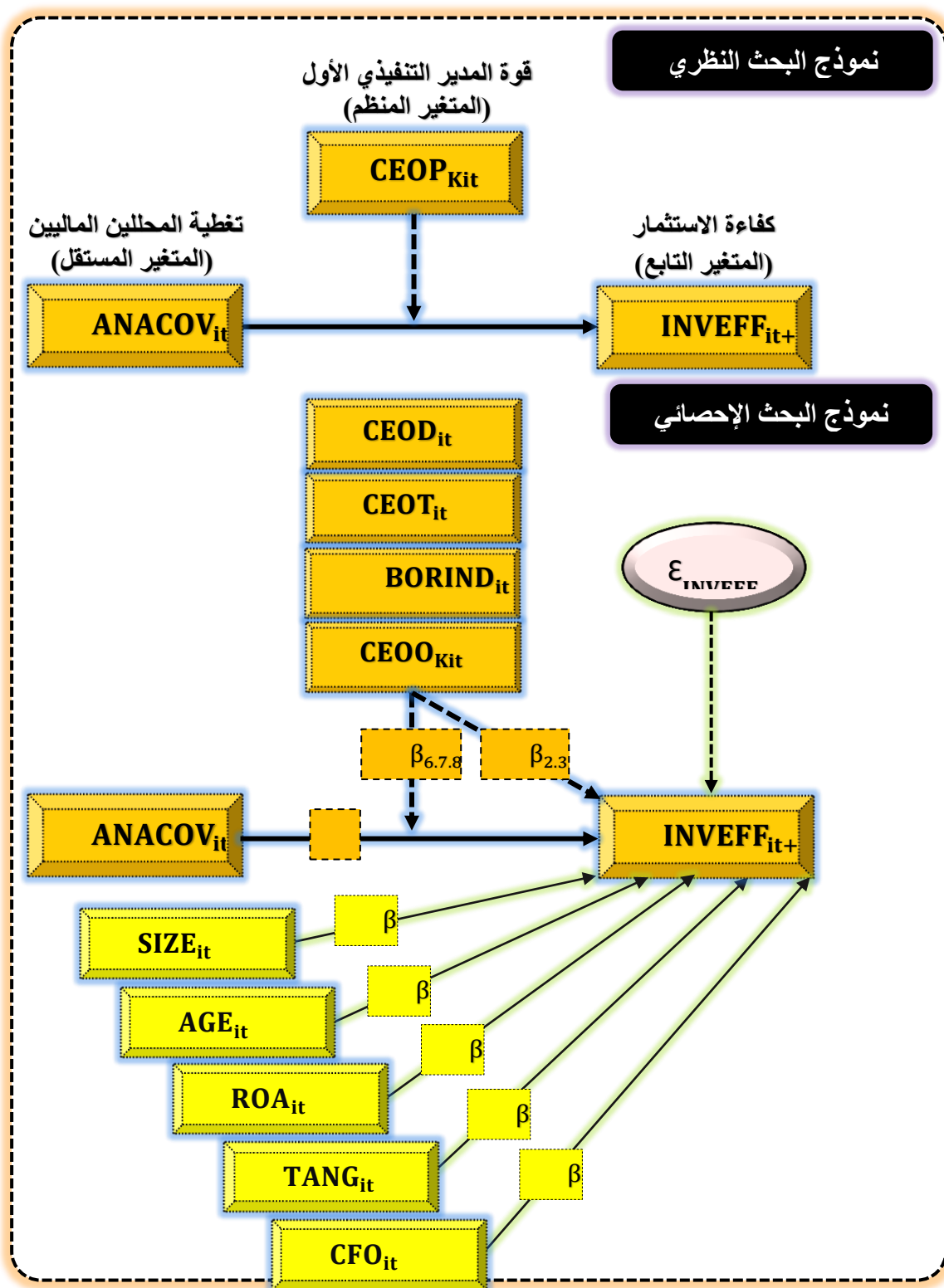
1/5- نموذج البحث:

ويتولى هذا النموذج اختبار العلاقة الأساسية في ظل وجود قوة المدير التنفيذي الأول منفردة والمتغيرات الضابطة.

$$\begin{aligned} INVEFF_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 ANACOV_{it} + \beta_2 CEOD_{it} + \beta_3 CEOT_{it} + \beta_4 BORIND_{it} + \\ & \beta_5 CEOO_{it} + \beta_6 (CEOD_{it} * ANACOV_{it}) + \beta_7 (CEOT * \\ & ANACOV)_{it} + \beta_8 (BORIND * ANACOV)_{it} + \beta_9 (CEOO * \\ & ANACOV)_{it} + \beta_k Control_{kit} + \varepsilon_{INVEFF} \dots\dots\dots (1) \end{aligned}$$

ويمكن توضيح نموذج البحث النظري والإحصائي لاختبار فروضه، في الشكل التالي:

شكل رقم (1): نموذج البحث النظري والإحصائي لاختبار فروضه



المصدر: الباحث بالاستناد إلى (أبو العز، 2022)

2/5- التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث:

فيما يلي وصف لمتغيرات البحث، والتعريف الإجرائي *Operational Definition* لها:

جدول رقم (2): وصف متغيرات البحث والتعريفات الإجرائية لها

المتغيرات		
الاسم	الرمز	التعريف الإجرائي
المتغير التابع <i>Dependent Variable</i>:		
كفاءة الاستثمار	INVEFF _{it+1}	ويتم قياسه كمياً استناداً إلى نموذج إنحدار التنبؤ بالاستثمار والذي تم استخدامه في دراسة كل من (Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011؛ بلال، 2020؛ الشترى وآخرون، 2023)، وذلك كما في نموذج الانحدار الخطي المتعدد التالي: $Investment_{it} = \beta_0 + \beta_1 SalesGrowth_{it-1} + \beta_2 Neg_{it-1} + \beta_3 (Sales Growth * Neg)_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (2)$ حيث إن: $Investment_{it}$: تشير إلى إجمالي الاستثمارات الفعلية للشركة i في نهاية الفترة t. β_0 : تشير إلى معامل ثابت نموذج الانحدار. β_1 : تشير إلى معامل نموذج الانحدار لمعدل النمو السنوي في إيرادات المبيعات. $Sales Growth_{it-1}$: تشير إلى معدل النمو السنوي في إيرادات المبيعات (معدل التغير في إيرادات المبيعات) للشركة i في نهاية الفترة t-1. Neg_{it-1} : تشير إلى اتجاه معدل النمو في إيرادات المبيعات للشركة i وفي نهاية الفترة t-1، ويقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (واحد صحيح) حال إذا كان معدل النمو في إيرادات المبيعات في الفترة t-1 سالباً، ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك. $(Sales Growth * Neg)_{it-1}$: تشير إلى حاصل ضرب (معدل النمو السنوي في إيرادات المبيعات * اتجاه معدل النمو السنوي في إيرادات المبيعات) للشركة i وفي نهاية الفترة t-1. ε_{it} : تشير إلى قيمة المتبقي إحصائياً من تقدير النموذج، والتي تعبر عن الكفاءة أو عدم الكفاءة في الاستثمار، من خلال الفرق بين قيمة الاستثمار الفعلي والمتوقع للشركة i في نهاية الفترة t.

المتغيرات		
الاسم	الرمز	التعريف الإجرائي
المتغير المستقل <i>Independent Variable</i>:		
تغطية المحللين الماليين	ANACOV _{it}	ويتم قياسه كمياً عن طريق عدد التوصيات الصادرة من المحللين الماليين لسهم الشركة <i>i</i> خلال الفترة <i>t</i> وذلك اتساقاً مع دراسة بلال على بيئة الأعمال المصرية (بلال، 2020).
المتغير المنظم <i>Moderator Variable</i>:		
ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول	CEOD _{it}	ويتم قياسه من خلال متغير وهمي <i>Dummy Variable</i> يأخذ القيمة (واحد صحيح) في حالة إذا كان <i>CEO</i> (العضو المنتدب) يشغل أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة، ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك (Muttakin et al., 2018؛ أبو سالم، 2019؛ Graham et al., 2020؛ Shahab et al., 2020؛ الشنري وآخرون، 2023).
فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه	CEOT _{it}	ويتم قياسه من خلال متغير وهمي <i>Dummy Variable</i> يأخذ القيمة (واحد صحيح) في حالة إذا كانت فترة شغل منصب <i>CEO</i> (العضو المنتدب) من قبل المدير التنفيذي الأول للشركة أكبر من أو تساوي ثلاث سنوات، ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك (Muttakin et al., 2018؛ أبو سالم، 2019؛ Graham et al., 2020؛ Shahab et al., 2020؛ الشنري وآخرون، 2023).
استقلالية مجلس الإدارة	BORIND _{it}	ويتم قياسه من خلال متغير وهمي <i>Dummy Variable</i> يأخذ القيمة (واحد صحيح) إذا كانت نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة 50% فأكثر من إجمالي عدد أعضاء المجلس، والقيمة (صفر) بخلاف ذلك (Muttakin et al., 2018؛ أبو سالم، 2019؛ Graham et al., 2020؛ Shahab et al., 2020؛ الشنري وآخرون، 2023).
ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة	CEO0 _{it}	ويتم قياسه من خلال متغير وهمي <i>Dummy Variable</i> يأخذ القيمة (واحد صحيح) إذا كانت نسبة ملكية <i>CEO</i> في أسهم الشركة التي يتولى إدارتها تبلغ 5% فأكثر، أي إذا كان <i>CEO</i> يعد أحد كبار ملاك الشركة التي يتولى إدارتها، والقيمة (صفر) بخلاف ذلك (Muttakin et al., 2018؛ أبو سالم، 2019؛ Graham et al., 2020؛ Shahab et al., 2020؛ الشنري وآخرون، 2023).
المتغير التفاعلي <i>Interactive Variable</i>:		
التأثير المشترك لعلاقة تغطية المحللين الماليين للشركات وقوة المدير التنفيذي الأول منفردة	(ANACOV _{it} * CEOP _{kit})	هو متغير غير حقيقي يعبر عن حاصل ضرب [قيم متغير تغطية المحللين الماليين للشركات * قيم متغير قوة المدير التنفيذي الأول (منفردة)] ويمكن من خلاله تحديد ما إذا كان هناك تأثير منظم لكل بند على حدة من بنود مؤشر متغير قوة المدير التنفيذي الأول منفردة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها، ويتم ذلك من خلال المتغيرات التفاعلية الفرعية التالية:

ويعبر عن حاصل ضرب [قيم متغير تغطية المحللين الماليين للشركات * قيم متغير ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول في الشركة] ويمكن من خلاله تحديد ما إذا كان هناك أثر منظم لمتغير ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول في الشركة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها أم لا.	$(ANACOV_{it} * CEO_{it})$	التأثير المشترك لعلاقة تغطية المحللين الماليين للشركات وازدواجية دور CEO في الشركة
ويعبر عن حاصل ضرب [قيم متغير تغطية المحللين الماليين للشركات * قيم متغير فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه] ويمكن من خلاله تحديد ما إذا كان هناك أثر منظم لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها أم لا.	$(ANACOV_{it} * CEOT_{it})$	التأثير المشترك لعلاقة تغطية المحللين الماليين للشركات وفترة بقاء CEO في منصبه
ويعبر عن حاصل ضرب [قيم متغير تغطية المحللين الماليين للشركات * قيم متغير استقلالية مجلس إدارة الشركة] ويمكن من خلاله تحديد ما إذا كان هناك أثر منظم لمتغير استقلالية مجلس إدارة الشركة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها أم لا.	$(ANACOV_{it} * BORIND_{it})$	التأثير المشترك لعلاقة تغطية المحللين الماليين للشركات واستقلالية مجلس إدارة الشركة
ويعبر عن حاصل ضرب [قيم متغير تغطية المحللين الماليين للشركات * قيم متغير ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة] ويمكن من خلاله تحديد ما إذا كان هناك أثر منظم لمتغير ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها أم لا.	$(ANACOV_{it} * CEOO_{it})$	التأثير المشترك لعلاقة تغطية المحللين الماليين للشركات وملكية CEO في أسهم الشركة
المتغيرات الضابطة : Control Variables		
ويتم قياسه كمياً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي قيمة الأصول للشركة i وفي نهاية الفترة t.	SIZE _{it}	حجم الشركة
ويتم قياسه كمياً باللوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات عمر الشركة i منذ نشأتها حتى تاريخ الفترة t المراد قياس عمر الشركة فيها.	AGE _{it}	عمر الشركة
ويتم قياسه كمياً بنسبة صافي الربح إلى إجمالي قيمة الأصول بالشركة i وفي نهاية الفترة t.	ROA _{it}	معدل العائد على الأصول
ويتم قياسه بنسبة إجمالي قيمة الأصول الثابتة إلى إجمالي قيمة الأصول للشركة i وفي نهاية الفترة t.	TANG _{it}	نسبة الأصول الثابتة
ويتم قياسه بنسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي قيمة الأصول للشركة i وفي نهاية الفترة t.	CFO _{it}	نسبة التدفقات النقدية التشغيلية

3/5- مبررات إضافة المتغيرات الضابطة لنماذج البحث:

تشير الدراسات والأدلة البحثية السابقة إلى أن كفاءة الاستثمار للشركات قد تتأثر ببعض المتغيرات الأخرى غير المتغيرات المستقلة محل الدراسة لذا سوف يتم إضافة المتغيرات الضابطة ذات التأثير على المتغير التابع (كفاءة الاستثمار للشركات)، والجدول التالي يوضح المتغيرات الضابطة واسم الدراسة ونوع التأثير (يوجد تأثير طردي أم عكسي/ لا يوجد تأثير)، وذلك بعد

الرجوع إلى أحدث الدراسات والأدلة البحثية السابقة التي تمت في بيئة الأعمال المصرية والتي كان فيها كفاءة الاستثمار متغير تابع كما يلي:

جدول رقم (3): مبررات إضافة المتغيرات الضابطة للبحث

م	المتغيرات الضابطة	اسم الدراسة ونوع التأثير			
		دراسة (الشترى وآخرون، 2023)	دراسة (عفيفي وعبدالرحمن، 2023)	دراسة (مرقص، 2022)	دراسة (عسكر، 2022)
1	النقدية المتاحة	—	—	—	طردى عند 10%
2	عمر الشركة	—	—	—	طردى عند 1%
3	الرافعة المالية	طردى عند 1%	طردى عند 10% (مستقل فرعي)	طردى عند 1%	لا يوجد
4	نسبة الأصول الثابتة	لا يوجد	—	—	عكسي عند 1%
5	حجم الشركة	طردى عند 5%	لا يوجد	عكسي عند 1%	لا يوجد
6	معدل العائد على الأصول	—	لا يوجد	طردى عند 1%	لا يوجد
7	الملكية الإدارية	—	—	—	—
8	نسبة التدفق النقدي التشغيلي	لا يوجد	—	—	عكسي عند 1%
9	الخسارة	—	—	—	—
10	حجم مجلس الإدارة	—	طردى عند 5%	—	—
11	نوع القطاع	—	—	طردى عند 1%	—

يتضح من الجدول السابق أنه يوجد عدد خمسة متغيرات لها تأثير على المتغير التابع (كفاءة الاستثمار)، لذا سوف يعتمد الباحث على إضافة هذه المتغيرات، حيث أنها ذات تأثير معنوي على المتغير التابع (كفاءة الاستثمار) وأكثر استخداماً من قبل هذه الدراسات فضلاً عن تحقيق متصل البحث *Continues of Reserch* وتكامل الجهود البحثية وعدم تكرارها *Replication* وهي: حجم الشركة، وعمر الشركة، ومعدل العائد على الأصول، ونسبة الأصول الثابتة، ونسبة التدفق النقدي التشغيلي.

4/5- مجتمع وعينة وفترة وحدود البحث:

1/4/5- مجتمع وعينة البحث:

يشمل مجتمع البحث الحالي جميع الشركات المساهمة غير المالية (الاقتصادية) المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية، بالإعتماد على عينة ميسرة من الشركات المساهمة غير المالية (الاقتصادية) التي تتوفر عنها بيانات كاملة خلال فترة الدراسة، بما يسمح بإجراء الاختبارات الإحصائية المطلوبة. والتي تضمنت 63 شركة من 14 قطاعاً نوعياً، مما أتاح 441 مشاهدة صالحة للتحليل الإحصائي خلال الفترة الخاضعة للدراسة.

ويوضح الجدول التالي رقم (4) العينة النهائية للبحث ونسبة تمثيلها وفقاً للتبويب القطاعي المعلن من بورصة الأوراق المالية المصرية كما يلي:

جدول رقم (4): العينة النهائية للبحث ونسبة تمثيلها وفقاً للتبويب القطاعي المعلن بالبورصة المصرية

م	اسم القطاع	المساهمة في	السنوات وعدد الشركات						
			2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
			عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات
1	موارد أساسية	77	11	11	11	11	11	11	11
2	رعاية صحية وأدوية	21	3	3	3	3	3	3	3
3	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	7	1	1	1	1	1	1	1
4	عقارات	70	10	10	10	10	10	10	10
5	سياحة وترفيه	7	1	1	1	1	1	1	1
6	اتصالات وعلام وتكنولوجيا معلومات	21	3	3	3	3	3	3	3
7	أغذية ومشروبات وتبغ	98	14	14	14	14	14	14	14
8	طاقة وخدمات مساندة	7	1	1	1	1	1	1	1
9	تجارة وموزعون	14	2	2	2	2	2	2	2
10	خدمات النقل والشحن	21	3	3	3	3	3	3	3
11	خدمات تعليمية	14	2	2	2	2	2	2	2
12	منسوجات وسلع معمرة	28	4	4	4	4	4	4	4
13	مواد بناء	49	7	7	7	7	7	7	7
14	ورق ومواد تعبئة وتغليف	7	1	10	10	10	10	10	10
	الإجمالي	441	63	63	63	63	63	63	63
	عدد الشركات المقيدة بالبورصة المصرية (المالية وغير المالية) ⁽⁶⁾	222	222	222	220	218	215	218	215
	عدد الشركات المالية (غير الاقتصادية) المقيدة بالبورصة	46	47	49	51	45	50	45	45
	عدد الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة	176	175	171	167	170	168	197	197
	نسبة عدد شركات العينة إلى عدد الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة	%36	%36	%37	%38	%37	%38	%37	%32

(6) المصدر: موقع البورصة المصرية (<https://WWW.egx.com.eg/ar/MarketIndicator.aspx>).

2/4/5- فترة وحدود البحث:

تغطي فترة البحث السنوات من عام 2014م حتى عام 2022م؛ وذلك للحصول على بيانات المتغير الفرعي (فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه *CEOT*) كأحد مؤشرات أو آليات متغير قوة المدير التنفيذي الأول *CEOP*، أما بالنسبة لباقي متغيرات الدراسة فقد غطت الدراسة الفترة من عام 2016م حتى عام 2022م.

في حين قام الباحث بالاعتماد على التقارير المالية السنوية التي تعدها الشركات وترسلها لإدارة الإفصاح بالبورصة المصرية، وبالتحديد تقارير الإفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين المعدة وفقاً لمتطلبات المادة "30" والمادة "40" من قواعد قيد واستمرار وشطب قيد الأوراق المالية وتقارير الإفصاح الإلزامية عن القوائم المالية المستقلة وليست المجمعة، كما اعتمد الباحث على أربع مؤشرات أو آليات لـ *CEOP* هما: ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول في الشركة، فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، استقلالية مجلس الإدارة في الشركة، ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة.

5/5- أسلوب ومصادر جمع بيانات البحث:

- اعتمد الباحث على أربعة مصادر رئيسية لجمع البيانات المتعلقة بشركات عينة البحث وهما:
 - المواقع الإلكترونية الرسمية للشركات المساهمة المقيدة والتي تشمل على الإفصاحات والتقارير الدورية المتاحة في قسم علاقات المستثمرين (Investor Relations).
 - الموقع الرسمي للبورصة المصرية بما يتضمنه من تقارير الإفصاح الإلزامية للقوائم المالية التي توفرها البورصة المصرية.
 - موقع مباشر مصر الذي يحتوي على التقارير المالية الدورية للشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية.
 - شركة مصر لنشر المعلومات (Egyt for Information Dissemination - EGID) والتي تقدم خدمات نقل بيانات التداول اللحظي والبيانات الأساسية للشركات المقيدة بالبورصة.

سادساً: تحليل النتائج واختبار فروض البحث:

1/6- الإحصاءات الوصفية:

1/1/6- الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث الكمية:

يوضح الجدول رقم (5) بعض مقاييس النزعة المركزية كالوسط الحسابي، وبعض مقاييس التشتت كالانحراف المعياري، الحد الأدنى، والحد الأعلى لكافة المتغيرات الكمية بالبحث والمدرجة

في نماذج الانحدار بها، وهي: كفاءة الاستثمار (المتغير التابع)، تغطية المحللين الماليين (المتغير المستقل)، تفاعل قوة المدير التنفيذي الأول منفردة مع تغطية المحللين الماليين (المتغير التفاعلي)، والمتغيرات الضابطة، والمتغيرات المدرجة في نموذج (Chen et al., 2011) لتقدير قيم المتغير التابع (كفاءة الاستثمار)، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات البحث محل الدراسة.

جدول رقم (5): الإحصاءات الوصفية لكافة المتغيرات الكمية في البحث

المتغيرات	الحد الأدنى	الحد الأعلى	الوسط الحسابي	الإتحراف المعياري
المتغير التابع				
كفاءة الاستثمار ($INVEFF_{it+1}$)	1.23-	10.55	0.0013	0.5313
المتغير المستقل				
تغطية المحللين الماليين ($ANACOV_{it}$)	0.00	15.00	1.88	2.577
المتغيرات التفاعلية				
تفاعل الازدواجية مع التغطية ($CEOD * ANACOV_{it}$)	0.00	13.00	1.029	2.118
تفاعل فترة البقاء مع التغطية ($CEOT * ANACOV_{it}$)	0.00	15.00	1.258	2.231
تفاعل الاستقلالية مع التغطية ($BORIND * ANACOV_{it}$)	0.00	15.00	1.335	2.254
تفاعل الملكية مع التغطية ($CEO * ANACOV_{it}$)	0.00	13.00	1.226	2.340
المتغيرات الضابطة				
حجم الشركة ($SIZE_{it}$)	18.42	25.20	21.585	1.3529
عمر الشركة (AGE_{it})	2.00	134.0	41.206	25.317
معدل العائد على الأصول (ROA_{it})	0.41-	0.83	0.0668	0.1132
نسبة الأصول الثابتة ($TANG_{it}$)	0.00	15.22	0.4265	0.8781
نسبة التدفقات النقدية التشغيلية (CFO_{it})	0.75-	1.29	0.0789	0.1488
متغيرات نموذج (chen et al., 2011)				
إجمالي الاستثمارات الفعلية ($investment_{it}$)	1.22-	1069	0.0161	0.5352
معدل نمو المبيعات ($SalesGrowth_{it-1}$)	1.00-	163.26	0.8564	8.7614
تفاعل معدل النمو مع الاتجاه ($SalesGrowth * Neg_{it-1}$)	1.00-	326.52	1.8073	17.509
حجم العينة (n)			441 مفردة	

وبإلقاء النظر على الإحصاءات الوصفية المتعلقة بالمتغير التابع (كفاءة الاستثمار) المعبر عنه ببواقي نموذج (chen et al., 2011)، والمتضمنة بالجدول رقم (5)، نجد أن هذه البواقي تتراوح

قيمتها بين (-1.23، 10.55)، الأمر الذي يعني وجود تفاوت كبير بين مفردات العينة، وذلك بوسط حسابي يبلغ (0.0013) وبانحراف معياري قدرة (0.5313).

وفيما يتعلق بالمتغير المستقل (تغطية المحللين الماليين)، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (5) أن قيم هذا المتغير تتراوح ما بين (صفر، 15)، وهذا يدل على وجود تفاوت كبير أيضاً بين قيم هذا المتغير، وذلك بوسط حسابي يبلغ (1.88) وبانحراف معياري قدرة (2.577).

وفيما يتعلق بالمتغيرات التفاعلية (قوة المدير التنفيذي الأول منفردة* تغطية المحللين الماليين) من إحصاءات وصفية، فقد أظهر الجدول رقم (5)، أن قيم متغير (تفاعل ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول* تغطية المحللين الماليين)، (تفاعل فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه* تغطية المحللين الماليين)، (تفاعل استقلالية مجلس الإدارة* تغطية المحللين الماليين)، (تفاعل ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة* تغطية المحللين الماليين) فقد تتراوح قيمهم بين (صفر، 13)، (صفر، 15)، (صفر، 15)، (صفر، 13) على الترتيب، وهذا يعبر أيضاً عن وجود اختلاف كبير بين قيم هذه المتغيرات، وذلك بوسط حسابي يبلغ (1.029، 1.258، 1.335، 1.226) على الترتيب وبانحراف معياري قدرة (2.118، 2.231، 2.254، 2.340) على الترتيب.

أيضاً تظهر الإحصاءات الوصفية المتعلقة بالمتغيرات الضابطة المتضمنة بالجدول رقم (5)، أن متغير حجم الشركة معبراً عنه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول تتراوح قيمة بين (18.42، 25.20) الأمر الذي يعني وجود تقارب بين أحجام شركات العينة محل الدراسة، وذلك بوسط حسابي يبلغ (21.585) وبانحراف معياري قدرة (1.3529). كما تظهر الإحصاءات الوصفية أن أعمار الشركات تتراوح بين (2، 134) سنة، وهذ يدل على وجود تفاوت كبير بين أعمار شركات العينة محل الدراسة، وذلك بوسط حسابي (41.206) وبانحراف معياري قدرة (25.317). كذلك، تظهر الإحصاءات الوصفية أن نسب معدل العائد على الأصول تتراوح بين (-0.41، 0.83)، وهذا يعبر عن وجود تفاوت كبير أيضاً بين معدلات العائد على الأصول لشركات العينة محل الدراسة وبوسط حسابي (0.0668) وبانحراف معياري (0.1132). وأيضاً تظهر الإحصاءات الوصفية أن نسب الأصول الثابتة تتراوح بين (صفر، 15.22) من إجمالي الأصول بالفترة الحالية، وهذا يعني وجود تباين كبير بين نسب الأصول الثابتة لشركات العينة محل الدراسة، وأخيراً فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة من إحصاءات وصفية، نجد أن نسب التدفقات النقدية التشغيلية تتراوح بين (-0.75، 1.29) من إجمالي الأصول بالفترة الحالية، وهذا يعبر عن وجود تفاوت كبير أيضاً

بين نسب التدفقات النقدية التشغيلية لشركات العينة محل الدراسة، وذلك بوسط حسابي يبلغ (0.0789) وبانحراف معياري قدرة (0.1488).

وبالنظر إلى الإحصاءات الوصفية المتعلقة بمتغيرات نموذج (Chen et al., 2011) والمدرجة بالجدول رقم (5)، نجد أن قيم إجمالي الاستثمارات الفعلية تتراوح بين (-1.22، 1069)، وهذا يعني وجود تفاوت كبير جداً بين هذه القيم لشركات العينة محل الدراسة، وبوسط حسابي (0.0161) وبانحراف معياري (0.5352). كما تظهر الإحصاءات الوصفية أن نسب معدل نمو المبيعات تتراوح بين (-1، 163)، وهذا يدل أيضاً على وجود تفاوت كبير جداً بين هذه النسب لشركات العينة محل الدراسة، وبوسط حسابي يبلغ (0.8564) وبانحراف معياري قدرة (8.7164). وأخيراً فيما يتعلق بمتغيرات نموذج (Chen et al., 2011) من إحصاءات وصفية نجد أن متغير (تفاعل معدل نمو المبيعات* اتجاهه) تتراوح قيمة بين (-1، 326.52)، وهذا يعبر أيضاً عن وجود تفاوت كبير جداً بين قيمة، وذلك بوسط حسابي يبلغ 1.8073 وبانحراف معياري قدرة (17.509).

2/1/6- التكرارات والنسب المئوية لمتغيرات البحث الوهمية:

يوضح الجدول رقم (6) عدد مرات ظهور كل قيمة (التكرارات) وبعض مقاييس النسب المئوية لكافة المتغيرات الوهمية *Variables Dummy* بالبحث الحالي، هي: قوة المدير التنفيذي الأول منفردة (المتغير المنظم)، واتجاه معدل نمو المبيعات [أحد المتغيرات المستقلة المدرجة في نموذج (Chen et al., 2011)]، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات البحث محل الدراسة.

جدول رقم (6): التكرارات و النسب المئوية لكافة المتغيرات الرتبوية والوهمية في البحث

المتغيرات	المستويات	العدد	النسبة
المتغيرات المنظمة			
ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول ($CEOD_{it}$)	1	218	49.4
	0	223	50.6
المجموع			
فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه ($CEOT_{it}$)	1	317	71.9
	0	124	28.1
المجموع			
استقلالية مجلس الإدارة ($BORIND_{it}$)	1	339	76.9
	0	102	23.1
المجموع			
ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة (CEO_{it})	1	250	56.7
	0	191	43.3

		المجموع	
		متغير نموذج (Chen et al., 2011)	
35.1	155	1	اتجاه معدل نمو المبيعات (Neg _{it-1})
64.9	286	0	
		المجموع	

وبإلقاء النظر أيضاً على التكرارات والنسب المئوية المتعلقة بالمتغير المنظم (قوة المدير التنفيذي الأول منفردة)، والمتضمنة بالجدول رقم (6)، يلاحظ الباحث وجود ازدواجية في تولي المدير التنفيذي الأول مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول في الشركة والتي بلغت (288) مشاهدة، بما يعادل نسبة (49.4%) من مشاهدات العينة، وهذا يدل على أن النسبة ذاتها من مشاهدات العينة لا تلتزم بمتطلبات دليل معايير وقواعد الحوكمة ومشروع القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية فيما يتعلق بضرورة الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول. وهذا يعني أن (50.6%) من إجمالي مشاهدات العينة، بما يعادل (223) مشاهدة، أظهرت وجود فصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول.

أما فيما يتعلق بفترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، تظهر النسب المئوية والتكرارات المتضمنة بالجدول رقم (6) أن عدد المشاهدات التي أظهرت أن فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه لمدة ثلاث سنوات أو أكثر بلغت (317) مشاهدة بما تعادل نسبة (71.9%) من مشاهدات العينة محل البحث، وهو ما يعني بالتبعية أن (28.1%) من مشاهدات العينة محل الدراسة بما يعادل (124) مشاهدة أظهرت أن فترة بقاء المدراء التنفيذيين فيها أقل من ثلاث سنوات.

أيضاً، فيما يتعلق باستقلالية مجلس الإدارة من حيث النسب المئوية والتكرارات، فقد أظهر الجدول رقم (6) أن عدد المشاهدات التي أظهرت أن نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة إلى إجمالي عدد الأعضاء تبلغ (50%) فأكثر بلغت (339) مشاهدة، بما يعادل نسبة (76.9%) من مشاهدات العينة. وهذا يعني أن (23.1%) من مشاهدات العينة، بما يعادل (102) مشاهدة، أظهرت أن استقلالية مجلس الإدارة فيها أقل من (50%).

كذلك، فيما يتعلق بملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة من حيث النسب المئوية والتكرارات، فقد أوضح الجدول رقم (9) أن عدد المشاهدات التي بينت أن ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة تبلغ (5%) فأكثر بلغت (250) مشاهدة، بما يعادل (56.7%) من مشاهدات

العينة. وهذا يعني أن (43.3%) من مشاهدات العينة، بما يعادل (191) مشاهدة، أظهرت أن ملكية المديرين التنفيذيين في أسهم الشركات أقل من (5%).

وبالنظر إلى التكرارات والنسب المئوية المتعلقة بمتغيرات نموذج (Chen et al., 2011) المدرجة في الجدول رقم (6)، نجد أن عدد المشاهدات التي كان معدل نمو المبيعات فيها سالباً بلغ (155) مشاهدة، بنسبة (35.1%) من إجمالي مشاهدات العينة. وهذا يعني أن (64.9%) من مشاهدات العينة، بما يعادل (286) مشاهدة، أظهرت أن معدل نمو المبيعات فيها كان إيجابياً.

2/6- مصفوفة تحليل الارتباط لمتغيرات البحث:

تُعتبر مصفوفة ارتباط بيرسون *Pearson Correlation Matrix* الأسلوب الثاني والأداة الرئيسية⁽⁷⁾ للكشف عن مشكلة الازدواج الخطي *Multicollinearity*⁽⁸⁾ بين قيم المتغيرات التفسيرية. وتُظهر مصفوفة الارتباط لبيرسون على مستوى شركات العينة محل الدراسة، كما هو مبين في الجدول رقم (7)، أن الازدواج الخطي لا يشكل عائقاً في الدراسة الحالية. ويرجع ذلك إلى أن جميع معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في الدراسة تقل عن (0.80) (Gujarati, 2003)، حيث بلغ أقصى معامل ارتباط (0.69) وذلك بين متغيري ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول *CEO_{it}* وملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة *CEO_{it}*.

وتظهر نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوى شركات العينة محل الدراسة، كما هو موضح بالجدول رقم (7)، وجود ارتباط (عكسي/ طردي) ضعيف وغير معنوي بين كافة المتغيرات التفسيرية بالدراسة الحالية (المتغير المستقل، والمتغيرات المنظمة، والمتغيرات التفاعلية) والمتغير التابع (كفاءة الاستثمار)، باستثناء المتغير الضابط (حجم الشركة)، حيث يوضح الجدول رقم (7) وجود ارتباط طردي ضعيف وموجب ومعنوي عند مستوى معنوية (0.05) بين حجم الشركة وكفاءة الاستثمار.

(7) هناك اختبار آخر (معامل تضخم التباين *Variance Inflation Factor – VIF*) للحكم على ما إذا كانت درجة الازدواج الخطي *Multicollinearity* فيما بين المتغيرات التفسيرية خطيرة أم لا سيتعرض له الباحث بالتفصيل عند استعراض نتائج تحليل الانحدار بالدراسة الحالية.

(8) يُستعمل مصطلح الازدواج الخطي *Multicollinearity* للدلالة على وجود ارتباط خطي أو شبه خطي بين المتغيرات التفسيرية بنماذج الدراسة. ويشير (Gujarati, 2003) إلى أن مستوى الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية يُعتبر مقبولاً وغير مُقلق إذا لم يتجاوز معامل الارتباط بين أي اثنين منها حداً أقصى قدره (0.80).

جدول رقم (7): مصفوفة الارتباط (بيرسون) لمتغيرات البحث

م	المتغيرات	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
1	(ANACOV _{it})	1														
2	(INVEFF _{it+1})	0.001	1													
3	(CEOD _{it})	0.07	0.04	1												
4	(CEOT _{it})	0.04	0.03	0.04	1											
5	(BORIND _{it})	**0.13-	0.02	**0.25-	**0.14-	1										
6	(CEOO _{it})	**0.13	0.07-	**0.28	0.02	0.03	1									
7	(CEOD * ANACOV) _{it}	**0.60	0.01	**0.49	0.01	**0.14	**0.23	1								
8	(CEOT * ANACOV) _{it}	**0.62	0.005	0.09	**0.35	**0.18-	0.09	**0.51	1							
9	(BORIND * ANACOV) _{it}	**0.59	0.011	0.002	**0.16-	**0.33	*0.09	**0.55	**0.44	1						
10	(CEOO * ANACOV) _{it}	**0.68	0.02	**0.18	0.05-	0.08-	**0.46	**0.69	**0.55	**0.57	1					
11	(SIZE _{it})	**0.43	*0.12	0.03-	*0.11	0.02	0.08	**0.19	**0.29	**0.36	**0.28	1				
12	(AGE _{it})	0.081-	0.051-	0.05	0.07-	0.01-	**0.15	**0.09-	0.07-	**0.13-	0.011-	0.030-	1			
13	(ROA _{it})	*0.11	0.003	**0.24	0.083-	0.23-	0.01	**0.16	0.09	0.001	**0.13	0.02	**0.14	1		
14	(TANG _{it})	0.02-	0.03	*0.11-	0.09-	0.06	0.02-	0.04-	0.01	0.01	0.01-	0.03-	0.00	0.09	1	
15	(CFO _{it})	0.03-	0.03-	0.06	0.03-	**0.19-	0.09-	0.02-	0.02-	0.07-	0.06-	0.02	0.08	**0.46	0.04-	1

** الارتباط دال عند مستوى معنوية (0.01)، حيث إن (Sig. < 0.01).
* الارتباط دال عند مستوى معنوية (0.05)، حيث إن (Sig. < 0.05).

3/6- نتائج تحليل الانحدار:

1/3/6- مشكلات القياس التي تواجه نماذج الدراسة:

في البداية وقبل التطرق لتحليل نتائج التشغيل الإحصائي لنموذجي الانحدار الخطي المتعدد سواء النموذج المستخدم لاختبارات الفروض أو نموذج (Chen et al., 2011) المستخدم لتقدير (البواقي) لقيم المتغير التابع (كفاءة الاستثمار)، لا بد من التحقق من خلو النموذجين من المشكلات التي تواجه عادة نماذج تحليل الانحدار المتعدد وتوقع تحقيق إفتراضات الأساسية. وقد تم إجراء التشغيل الإحصائي للنموذجين باستخدام برنامج SPSS V. 25، ومن أهم هذه المشكلات⁽⁹⁾ ما يلي:

1/1/3/6- مشكلة عدم ثبات التباينات للبواقي (Heteroskedasticity):

تم إجراء اختبار *White Test for Heteroskedasticity* للتحقق من خلو نموذجي الدراسة من مشكلة عدم ثبات تباينات الأخطاء العشوائية (البواقي Residual)، ويوضح الجدول رقم (8) نتائج هذا الاختبار، والتي تؤكد عدم تحقق هذا الافتراض لنموذج البحث المستخدم في اختبار فروضه⁽¹⁰⁾، أي أن تباينات الأخطاء العشوائية (البواقي Residual) لقيم المتغير التابع (كفاءة الاستثمار) في نموذج إختبارات الفروض غير ثابتة، وتتغير بتغير قيم المتغيرات المفسرة، حيث أنه بمقارنة القيمة الاحتمالية لنموذج اختبارات الفروض ($P - Value = 0.001$) بمستوى المعنوية المقبول في العلوم الاجتماعية وهو (0.05) يتبين أن ($P - Value = Sig < 0.05$)، وهذا يعني رفض الفرض العدم (H_0)، وقبول الفرض البديل (H_1)، والقائل بعدم وجود ثبات لتباينات الأخطاء العشوائية (البواقي) بنموذج إختبارات الفروض.

وللتغلب على عدم تحقق هذا الافتراض [(وجود ثبات لتباينات الأخطاء العشوائية (البواقي)]،

قام الباحث باستخدام طريقة المربعات الصغرى المرجعة - *Weighted Least Squares*

(9) تجاهل الباحث عن عمد إختبار اعتدالية التوزيع *Normality Distribution Test* للأخطاء العشوائية (البواقي Residual)، نظراً لبلوغ حجم العينة (441 مفردة)، حيث أشار (Verbeek, 2017) إلى أنه وفقاً لنظرية النهاية المركزية الإحصائية أنه إذا كان حجم العينة أكبر من 50 مفردة فإن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي دون الحاجة إلى أي اختبارات تتعلق بمدى اعتدالية التوزيع الطبيعي للبيانات.

(10) أما بالنسبة لنموذج تقدير (البواقي) لقيم المتغير التابع (كفاءة الاستثمار)، يؤكد على أن تباينات الأخطاء العشوائية (البواقي Residual) لقيم المتغير التابع (إجمالي الاستثمارات الفعلية investment) في النموذج ثابتة، ولا تتغير بتغير قيم المتغيرات المفسرة، حيث أنه بمقارنة القيمة الاحتمالية لنموذج (Chen et al., 2011) ($P - Value = Sig > 0.05$) يتبين أن ($P - Value = Sig > 0.05$)، وهذا يعني قبول الفرض العدم (H_0)، والقائل بوجود ثبات لتباينات الأخطاء العشوائية (البواقي) بنموذج (Chen et al., 2011).

WLS، والتي تعالج هذه المشكلة عن طريق ترجيح متغيرات النموذج الأصلي بأوزان مرجحة (Gujarati and Porter, 2009؛ عامر، 2015).

جدول رقم (8): نتائج اختبار ثبات تباينات الأخطاء العشوائية (البواقي)

نماذج البحث		إختبار (White)
نموذج البحث	قيمة الإحصاءة (Chi-Square)	مستوي الدلالة (Sig.)
نموذج البحث	164.371	0.000
نموذج (chen et al., 2011)	3.824	0.575
حجم العينة (n)	441 مفردة	

2/1/3/6- مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية (MultiCollinearity):

تم حساب قيم معاملات تضخم التباين $VIF - Variance Inflation Factor$ ⁽¹¹⁾ لكافة المتغيرات التفسيرية بنموذجي البحث للتحقق من خلو النموذج من مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية، ويوضح الجدولان رقم (9، 10) نتائج هذه القيم، والتي تؤكد خلو كافة نموذجي البحث من هذه المشكلة، حيث جاءت قيم معامل تضخم التباين VIF لكافة المتغيرات التفسيرية المدرجة بنموذجي البحث في الحدود المعقولة عند تشغيله، حيث إن أقصى قيمة لمعامل تضخم التباين VIF تم الحصول عليها بلغت (3.906) لمتغير (تفاعل ملكية المدير التنفيذي الأول مع تغطية المحللين الماليين ANACOV * CEOO). ويؤكد ذلك على عدم خطورة مشكلة الازدواج (الإرتباط) الخطي بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنموذجي البحث الأمر الذي يمكن معه تطبيق طريقة المربعات الصغرى لتقدير معاملات (معالم $Parameters$) تلك النماذج وبالتبعية المساهمة في دقة تقدير الأثر النسبي للمتغيرات المفسرة على المتغير التابع موضوع الدراسة (كفاءة الاستثمار) (عنان، 2011؛ James et al., 2013؛ Kutner et al., 2005).

(11) يُعد معامل تضخم التباين VIF الأسلوب الأول لاستكشاف درجة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في نموذج الانحدار الخطي المتعدد، حيث يقيس مقدار الزيادة في تباين تقديرات معالم النموذج نتيجة التداخل الخطي بين هذه المتغيرات. ارتفاع قيمة هذا المعامل يشير إلى زيادة تباين التقديرات وأخطائها العشوائية، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة (t) المحسوبة في اختبارات الدلالة الإحصائية. وعلى الرغم من أن قيم VIF توفر مؤشراً على خطورة التداخل الخطي، إلا أنها لا تحسم وجوده من عدمه بشكل قاطع. ونظراً لعدم وجود جداول إحصائية معيارية لتقييم معنوية هذه القيم، فقد اتفق على اعتبار تجاوز قيمة VIF عن القيمة (10) علامة على خطورة الازدواج الخطي بالنموذج، وفقاً لما أشار إليه (عنان، 2011).

جدول رقم (9): نتائج حساب قيمة معامل تضخم التباين لنموذج اختبارات فروض البحث

المتغيرات التفسيرية	قيمة معامل تضخم التباين (VIF)
نموذج البحث	
تغطية المحللين الماليين ($ANACOV_{it}$)	2.962
ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول ($CEOD_{it}$)	1.857
فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه ($CEOT_{it}$)	1.502
استقلالية مجلس الإدارة ($BORIND_{it}$)	1.639
ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة ($CEOO_{it}$)	1.664
تفاعل الازدواجية مع التغطية ($CEOD * ANACOV_{it}$)	3.358
تفاعل فترة البقاء مع التغطية ($CEOT * ANACOV_{it}$)	2.517
تفاعل الاستقلالية مع التغطية ($BORIND * ANACOV_{it}$)	2.679
تفاعل الملكية مع التغطية ($CEOO * ANACOV_{it}$)	3.906
حجم الشركة ($SIZE_{it}$)	1.314
عمر الشركة (AGE_{it})	1.092
معدل العائد على الأصول (ROA_{it})	1.467
نسبة الأصول الثابتة ($TANG_{it}$)	1.055
نسبة التدفقات النقدية التشغيلية (CFO_{it})	1.338
حجم العينة (n)	441 مفردة

جدول رقم (10): نتائج حساب قيم معامل تضخم التباين لنموذج (Chen et al., 2011)

المتغيرات التفسيرية	قيم معاملات تضخم التباين (VIF)
نموذج (Chen et al., 2011)	
($SalesGrowth_{it-1}$)	1.008
(Neg_{it-1})	1.008
حجم العينة (n)	441 مفردة

3-1/3/6- مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي (Autocorrelation):

تم إجراء اختبار درين واطسون *Durbin-Watson* للتحقق من صحة افتراض عدم وجود ارتباط ذاتي بين قيم الأخطاء العشوائية (البواقي) بنموذجي البحث، ويوضح الجدول رقم (11) نتائج هذا الاختبار، والتي تؤكد صحة هذا الافتراض، حيث أنه بمقارنة قيمة معامل اختبار درين واطسون *Durbin-Watson* بالقيمة المثلى وهي القيمة (2)، يتبين أن ($DW \cong 2$)، وهذا يعني

أن نموذجي البحث لا يعانون من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية (البواقي Residuals) (Gujarati, 2009; Wooldridge, 2016).

جدول رقم (11): نتائج اختبار داربين واطسون لكافة نماذج البحث

نماذج الدراسة	قيم (Durbin-Watson)
نموذج البحث	1.927
نموذج (chen et al., 2011)	1.944
حجم العينة (n)	441 مفردة

3/6- تحليل الانحدار لنماذج الدراسة (إختبارات الفروض):

بعد التأكد من صحة الإفتراضات الأساسية التي تواجه عادةً نماذج الانحدار الخطي المتعدد، ومعالجة الافتراض الذي لم يتحقق (عدم وجود ثبات لتباينات الأخطاء العشوائية)، أصبح نموذج الانحدار للبحث صالحاً للتشغيل الإحصائي حيث لا يواجه أي مشكلات قياس تهدد صحة النتائج المستخلصة من تشغيله، وقد اعتمد الباحث في تقدير معاملات (معالم *Parameters*) نموذج البحث المتعلق بإختبارات فروضه على طريقة المربعات الصغرى المرجحة *WLS*، وتم التوصل إلى نتائج تحليل الانحدار باستخدام طريقة *Enter* على النحو التالي:

1/3/6- تحليل الانحدار لنموذج البحث (إختبار فروض البحث):

تظهر نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد بالجدول رقم (12) نتائج نموذج الانحدار للمعادلة رقم "1"، حيث جاءت قيمة معامل التحديد R^2 تعادل 66.8% بينما قيمة معامل التحديد المعدل $Adjusted R^2$ بلغت 65.7%، وهو ما يعني أن القوة التفسيرية للمتغيرات التي يشملها النموذج (تغطية المحللين الماليين، قوة المدير التنفيذي الأول منفردة، والمتغيرات الضابطة) تستطيع تفسير ما نسبته 65.7% من التغير الحاصل في المتغير التابع (كفاءة الاستثمار)، كما يتضح أن علاقة الانحدار معنوية تماماً في مجملها، حيث أنه بمقارنة القيمة الاحتمالية لقيمة (F) المحسوبة ($P - Value = 0.000$) بمستوى المعنوية المقبول في العلوم الاجتماعية وهو (0.05) يتبين أن ($P - Value = Sig < 0.05$).

كما تظهر أيضاً نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد بالجدول رقم (12) عدم وجود علاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات ($ANACOV_{it}$) وكفاءة الاستثمار بها ($INVEFF_{it+1}$) مما يعني أن تغطية المحللين الماليين للشركات ليس لها تأثير أساسي *Main Effect* على كفاءة

الاستثمار. وهذه النتيجة تتسق مع النتائج التي توصلت إليها دراسة كل من (Oh and Kim, 2018).

كما يتضح أيضاً من نتائج تحليل الانحدار بالجدول رقم (12) وجود علاقة عكسية ومعنوية عند مستوى معنوية (0.05) بين متغير التفاعل [ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول مع تغطية المحللين الماليين $(CEOD * ANACOV)_{it}$] وكفاءة الاستثمار $(INVEFF_{it+1})$ مما يعني وجود تأثير منظم *Moderate Effect*⁽¹²⁾ عكسي ومعنوي عند مستوى معنوية (0.01) لازدواجية دور *CEO* على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار، وهذه النتيجة تؤكد ما جاءت به نظرية الوكالة ووجهة نظر الـ *Power Beyond* بأن زيادة قوة المدير التنفيذي الأول تسمح له بالتخلي عن مصالح الشركة لتحقيق مآربه الشخصية على حساب مصالح المساهمين حسبما أشارت إليه دراسة كل من (Fama and Jensen, 1983; Bebchuk et al., 2009; Mockotte, 2021)، كما تؤكد تلك النتيجة على وجهة النظر القائلة بأن تغطية المحللين الماليين للشركات ستؤدي إلى تعتيم اتخاذ قرارات المدير الاستثمارية فضلاً عن ان انخفاض تغطيتهم للشركات قد يؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات لدى إدارتها، وتأسيساً على ذلك، يتم رفض الفرض الأول للبحث والمصاغ في صورة العدم (H_{01}) ، وقبول الفرض البديل (H_{11}) ، والقائل بوجود تأثير منظم عكسي ومعنوي عند مستوى معنوية (0.01) لازدواجية دور *CEO* على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين وكفاءة الاستثمار.

ويتضح من نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد بالجدول رقم (12) عدم وجود علاقة بين متغير التفاعل [فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه مع تغطية المحللين الماليين للشركات $(CEOT * ANACOV)_{it}$] وكفاءة الاستثمار $(INVEFF_{it+1})$ مما يعني عدم وجود تأثير منظم *Moderate Effect* لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها، وتأسيساً على ذلك يتم قبول الفرض الثاني للبحث والمصاغ في صورة العدم (H_{02}) ، والقائل لا يوجد تأثير منظم لفترة بقاء *CEO* في منصبه على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها.

(12) وذلك من خلال تفاعل ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول $CEOD_{it}$ مع تغطية المحللين الماليين للشركات $ANACOV_{it}$ ، هذا التفاعل عمل على إحداث تغيير في اتجاه *Direction* العلاقة، حيث تحولت العلاقة بين المتغيرين (تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الإستثمار بها) من (عدم وجود علاقة بينهما) إلى وجود علاقة عكسية ومعنوية عند مستوى معنوية (0.05) بين تفاعل (ازدواجية دور المدير التنفيذي الاول مع تغطية المحللين الماليين للشركات) وكفاءة الاستثمار بها.

كما يتضح أيضاً من نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد بالجدول رقم (12) وجود علاقة طردية ومعنوية عند مستوى معنوية (0.01) بين متغير التفاعل [استقلالية مجلس الإدارة مع تغطية المحللين الماليين للشركات $(BORIND * ANACOV)_{it}$] وكفاءة الاستثمار $(INVEFF_{it+1})$ مما يعني وجود تأثير منظم *Moderate Effect*⁽¹³⁾ طردي ومعنوي عند مستوى معنوية (0.01) لاستقلالية مجلس الإدارة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها، وهذه النتيجة تؤكد ما جاءت به نظرية الإشراف ووجهة نظر الـ *Power Protection* بأن منح المدير التنفيذي الأول القوة والسلطة سيكون مفيداً في تنمية الثقة والتعاون أن يتخذ قرار أفضل وأكثر حكمة في مجال الاستثمار حسبما أشارت إليه دراسة كل من (Daily et al., 2003; Bathula, 2008)، كما تؤكد تلك النتيجة على وجهة النظر القائلة بأن تغطية المحللين الماليين للشركات ستؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات لدى إدارة الشركات وتقيد تصرفات الإدارة الانتهازية حسبما أشارت إليه دراسة كل من (Irani and Oesch, 2016; Sayed and Sreeram, 2017)، وتأسيساً على ذلك، يتم رفض الفرض الثالث للبحث والمصاغ في صورة العدم (H_{03}) ، وقبول الفرض البديل (H_{13}) ، والقائل بوجود تأثير منظم طردي ومعنوي عند مستوى معنوية (0.05) لاستقلالية مجلس الإدارة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها.

وتبين نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد بالجدول رقم (12) عدم وجود علاقة بين متغير التفاعل [ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة مع تغطية المحللين الماليين $(CEO * ANACOV)_{it}$] وكفاءة الاستثمار $(INVEFF_{it+1})$ مما يعني عدم وجود تأثير منظم *Moderate Effect* لملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها، وتأسيساً على ذلك يتم قبول الفرض الرابع للبحث والمصاغ في صورة العدم (H_{04}) ، والقائل لا يوجد تأثير منظم لملكية *CEO* في أسهم الشركة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة تبين نتائج تحليل الانحدار بالجدول رقم (12)، وجود علاقة طردية ومعنوية عند مستوى معنوية (0.01) لكل من [معدل العائد على الأصول (ROA_{it})]، نسبة

(13) وذلك من خلال تفاعل استقلالية مجلس الإدارة $BORIND_{it}$ مع تغطية المحللين الماليين للشركات $ANACOV_{it}$ ، هذا التفاعل عمل على إحداث تغيير في اتجاه *Direction* العلاقة، حيث تحولت العلاقة بين المتغيرين (تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها) من (عدم وجود علاقة بينهما) إلى وجود علاقة طردية ومعنوية عند مستوى معنوية (0.05) بين تفاعل (استقلالية مجلس الإدارة مع تغطية المحللين الماليين للشركات) وكفاءة الاستثمار بها.

التدفقات النقدية التشغيلية (CFO_{it}) وكفاءة الاستثمار، وأظهرت أيضاً نتائج تحليل الانحدار بذات الجدول وجود علاقة عكسية ومعنوية عند مستوى معنوية (0.01) بين نسبة الأصول الثابتة ($TANG_{it}$) وكفاءة الاستثمار، كما بينت نتائج تحليل الانحدار بذات الجدول أيضاً عدم وجود علاقة لكل من [حجم الشركة ($SIZE_{it}$)، عمر الشركة (AGE_{it})] وكفاءة الاستثمار.

جدول رقم (12): نتائج تحليل الانحدار لنموذج البحث

معنوية معاملات نموذج الانحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات التفسيرية
مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة الإحصاء (t)			
0.13	1.487-	0.322	0.479-	ثابت الانحدار (Constant)
0.70	0.381	0.009	0.003	تغطية المحللين الماليين ($ANACOV_{it}$)
***0.00	4.664	0.030	0.139	ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول ($CEOD_{it}$)
*0.08	1.720	0.025	0.043	فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه ($CEOT_{it}$)
0.86	0.169	0.028	0.005	استقلالية مجلس الإدارة ($BORIND_{it}$)
**0.02	2.326	0.027	0.063	ملكية المدير التنفيذي الأول في أسهم الشركة ($CEOO_{it}$)
***0.00	3.049-	0.006	0.019-	تفاعل الازدواجية مع التغطية ($CEOD * ANACOV_{it}$)
0.58	0.546-	0.006	0.003-	تفاعل فترة البقاء مع التغطية ($CEOT * ANACOV_{it}$)
***0.00	4.774	0.005	0.026	تفاعل الاستقلالية مع التغطية ($BORIND * ANACOV_{it}$)
0.78	0.271-	0.008	0.002-	تفاعل الملكية مع التغطية ($CEOO * ANACOV_{it}$)
0.28	1.075	0.016	0.018	حجم الشركة ($SIZE_{it}$)
0.97	0.029	0.000	1.043	عمر الشركة (AGE_{it})
***0.00	4.069	0.074	0.300	معدل العائد على الأصول (ROA_{it})
***0.00	11.118-	0.025	0.276-	نسبة الأصول الثابتة ($TANG_{it}$)
***0.00	6.449	0.026	0.165	نسبة التدفقات النقدية التشغيلية (CFO_{it})
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.01)، حيث إن (Sig. < 0.01).				
** الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.05)، حيث إن (Sig. < 0.05).				
* الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.10)، حيث إن (Sig. < 0.10).				
معامل التحديد المعدل ($Adjusted R^2$) = 0.657			معامل التحديد (R^2) = 0.668	
مستوى الدلالة (Sig) لقيمة (F) المحسوبة = 0.000			قيمة (F) المحسوبة = 361.242	
441 مفردة			حجم العينة (n)	

سابعاً: خلاصة البحث:

في محاولة لتفسير أسباب تباين نتائج الدراسات الاختبارية التي تناولت العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها. فقد استهدف البحث الحالي مدى وجود تأثير لقوة

المدير التنفيذي الأول منفردة على هذه العلاقة. إذ يمكن لهذا المتغير (قوة المدير التنفيذي الأول منفردة) التأثير على تواجد العلاقة من عدمه بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها، أو على اتجاه وقوة هذه العلاقة حال تواجدها في بيئة الأعمال المصرية، وهو ما يستهدف منه في النهاية محاولة استكشاف جانب من اسباب تباين نتائج هذه العلاقة. وقد امكن تطوير أربعة فروض يتعين اختبارها لتحقيق البحث لأهدافه، هذه الفروض هي:

H₀₁: "لا يوجد أثر منظم لازدواجية دور CEO على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها".

H₀₂: "لا يوجد أثر منظم لفترة بقاء CEO في منصبه على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها".

H₀₃: "لا يوجد أثر منظم لإستقلالية مجلس الإدارة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها".

H₀₄: "لا يوجد أثر منظم لملكية CEO في أسهم الشركة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها".

ولاختبار هذه الفروض احصائياً تم استخدام اسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد مع الجمع بين بيانات السلسلة الزمنية والقطاعية لشركات العينة والتي بلغ عددها 63 شركة تنتمي إلى ١٤ قطاعاً نوعياً وفرت عدد مشاهدات صالحة للتشغيل الاحصائي بلغ 441 شركة خلال الفترة موضع الدراسة (2016 – 2022) كما تم الاقتصار على الشركات غير المالية واستبعاد الشركات المالية، بما فيها البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار، نظراً لطبيعتها الخاصة التي تستدعي دراستها بصورة منفصلة في دراسات مستقبلية.

وفي إطار هذه المنهجية ينتظر من اختبار هذه الفروض أن تسهم تحديد مدى وجود تأثير المتغير المنظم (قوة المدير التنفيذي الأول منفردة) على هذه العلاقة، ومن ثم يمكن لهذه المنهجية تحقيق الاهداف المنشودة بالكامل من هذا البحث.

وقد جاءت بالفعل نتائج اختبار فروض البحث باستخدام الحقيبة الاحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS V. 25) لتشير إلى ما يلي:

- رفض الفرض الأول والمصاغ في صورة العدم (H_{01})، وقبول الفرض البديل (H_{11})، والقائل يوجد تأثير منظم عكسي ومعنوي عند مستوى معنوية (0.01) لازدواجية دور *CEO* على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها.
- قبول الفرض الثاني والمصاغ في صورة العدم (H_{02})، والقائل عدم وجود تأثير منظم لفترة بقاء *CEO* في منصبه على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها.
- رفض الفرض الثالث والمصاغ في صورة العدم (H_{03})، وقبول الفرض البديل (H_{13})، والقائل يوجد تأثير منظم طردي ومعنوي عند مستوى معنوية (0.01) لإستقلالية مجلس الإدارة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها.
- قبول الفرض الرابع والمصاغ في صورة العدم (H_{04})، والقائل لا يوجد تأثير منظم لملكية *CEO* في أسهم الشركة على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها.

ثامناً: دراسات مستقبلية:

- في ضوء ما توصل إليه البحث الحالي من نتائج، يرى الباحث أن هناك العديد من المجالات البحثية التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية، ويتمثل أهمها فيما يلي:
- تكرار ذات الدراسة *Just Replication* باتباع ذات التعريفات الإجرائية المستخدمة في الدراسة الحالية لتغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار وقوة المدير التنفيذي الأول منفردة، ولكن بالتطبيق على المؤسسات المالية في بيئة الاعمال المصرية بما تشمله من بنوك وشركات تأمين وصناديق استثمار، وبحث مدى توافق النتائج أو تباينها مع نتائج الدراسة الحالية.
- دراسة الأثر المنظم لآليات التحصين الإداري على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها.
- دراسة التأثيرات المباشرة والتفاعلية لكل من تغطية المحللين الماليين، وهيكل الملكية، وكفاءة الاستثمار.
- دراسة أثر مستوى المديونية (الرافعة المالية) على العلاقة بين تغطية المحللين الماليين للشركات وكفاءة الاستثمار بها.

المراجع

أولاً: مراجع باللغة العربية:

- 1- أبو العز، محمد السعيد (2022). *مناهج وطرق البحث في العلوم الإجتماعية*. المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- 2- أبو سالم، سيد سالم محمد (2019). تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 23، العدد 4، ص ص: 1-65.
- 3- بلال، السيد حسن سالم (2020). أثر تغطية المحللين الماليين للشركات على كفاءة الاستثمار: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، المجلد 2، العدد 1، ص ص: 788-845.
- 4- حماد، هيام فكري أحمد أحمد؛ على، السيد جمال محمد (2022). علاقة إدارة الأرباح بعدم التماثل المعلوماتي: هل هناك تأثير لتغطية المحللين الماليين: منهج إمبريقي على الشركات المساهمة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد 6، العدد 1، ص ص: 371-436.
- 5- عامر، غزال عبدالعزيز (2015). *الاقتصاد القياسي وتحليل السلاسل الزمنية (النظرية - الطرق - التطبيقات)*. معهد الدراسات والبحوث الإحصائية، جامعة القاهرة.
- 6- عبدة، إيمان محمد السعيد سلامة (2020). أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة والقيود المالية لها ودور كل من نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية: دراسة تطبيقية. *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 24، العدد 1، ص ص: 1-90.
- 7- عسكر، حسن رضا عزب أحمد (2022). أثر التحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمار. *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- 8- عناني، محمد عبد السميع. (2011). *التحليل القياسي والاحصائي للعلاقات الاقتصادية مدخل حديث باستخدام SPSS Windows*. الطبعة الثالثة، المؤلف كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- 9- مرقص، فوزي عبد الباقي فوزي (2022). تأثير جودة المراجعة على العلاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة الاستثمار: دراسة اختبارية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، المجلد 4، العدد 3، ص ص: 496-566.

ثانياً: مراجع أجنبية باللغة الإنجليزية:

- 1- Azhar, A. B., Abbas, N., Waheed, A., & Malik, Q. A. (2019). The impact of ownership structure and corporate governance on investment

- efficiency: an empirical study from Pakistan Stock Exchange (PSX). *Pakistan Administrative Review*, Vol 3, No 2, Pp: 84-98.
- 2- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, Vol 48, No (2-3), Pp: 112-131.
 - 3- Brogaard, J., Ringgenberg, M. C. & Sovich, D. (2019). The economic impact of index investing. *The Review Of Financial Studies*, Vol 32, No 9, Pp: 3461-3499.
 - 4- 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*, Vol 86, No 4, Pp: 1255-1288.
 - 5- Chen, J., Cumming, D., Hou, W. & Lee, E. (2016). Does the external monitoring effect of financial analysts deter corporate fraud in china?. *Journal of Business Ethics*, Vol 134, No 4, Pp: 727-742.
 - 6- Chen, J., Ding, R., Hou, W., & Johan, S. (2016). Do Financial Analysts Perform A Monitoring Role in China? Evidence from Modified Audit Opinions. *Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, Vol 52, No 3, Pp: 473-500.
 - 7- Chen, N., Sung, H. C., & Yang, J. (2017). Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms. *Pacific Accounting Review*. Vol 29, No 3, Pp: 266-282.
 - 8- Chen, T., & Lin, C. (2017). Does information asymmetry affect corporate tax aggressiveness?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 52, No 5, pp: 2053-2081.
 - 9- Chen, T., Xie, L. & Zhang, Y. (2017). How does analysts' forecast quality relate to corporate investment efficiency?. *Journal of Corporate Finance*, Vol 43, Pp: 217-240.
 - 10- Chen, Y., & Xie, D. (2011). Network location, independent director governance and investment efficiency. *Management World*, Vol 7, No

2, Pp: 113-127.

- 11- Choi, J. K., Hann, R. N., Subasi, M. & Zheng, Y. (2020). An empirical analysis of analysts' capital expenditure forecasts: evidence from corporate investment efficiency. *Contemporary Accounting Research*, Vol 37, No 4, Pp: 2615-2648.
- 12- Cotter, J., & Young, S. M. (2007). Do analysts anticipate accounting fraud?. *Available at SSRN 981484*. <https://ssrn.com/abstract=981484>.
- 13- Degeorge, F., Ding, Y., Jeanjean, T. & Stolowy, H. (2013). Analyst coverage, earnings management and financial development: An international study. *Journal of Accounting And Public Policy*, Vol 32, No 1, Pp: 1-25.
- 14- Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management science*, Vol 58, No 7, Pp: 1229-1248.
- 15- Derrien, F., & Kecskés, A. (2013). The real effects of financial shocks: Evidence from exogenous changes in analyst coverage. *The Journal of Finance*, Vol 68, No 4, Pp: 1407-1440.
- 16- Derrien, F., Kecskés, A., & Mansi, S. A. (2016). Information asymmetry, the cost of debt, and credit events: Evidence from quasi-random analyst disappearances. *Journal of Corporate Finance*, Vol 39, Pp: 295-311.
- 17- Dhiansiri, N., & Sayrak, A. (2010). The value impact of analyst coverage. *Review of Accounting and Finance*, Vol 9, No 3, Pp: 306-331.
- 18- Dyck, A., Morse, A. & Zingales, L. (2010). Who blows the whistle on corporate fraud?. *The Journal of Finance*, Vol 65, No 6, Pp: 2213-2253.
- 19- Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management journal*, Vol

35, No 3, Pp: 505-538.

- 20- Firth, M., Xie, L., & Zhang, Y. (2015). How do analysts' forecast characteristics relate to investment efficiency. ***Department of Finance and Insurance, Lingnan University, Hong Kong.***
- 21- Frankel, R., & Li, X. (2004). Characteristics of a firm's information environment and the information asymmetry between insiders and outsiders. ***Journal of accounting and economics***, Vol 37, No 2, Pp: 229-259.
- 22- Gan, H. (2019). Does CEO managerial ability matter? Evidence from corporate investment efficiency. ***Review of Quantitative Finance and Accounting***, Vol 52, No 4, Pp: 1085-1118.
- 23- Graham, J. R., Kim, H., & Leary, M. (2020). CEO-board dynamics. ***Journal of Financial Economics***, Vol 137, No(3), Pp: 612-636.
- 24- Gujarati, D. (2003). ***Basic Econometrics***, McGraw Hill, New York.
- 25- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). ***Basic econometrics***. McGraw-hill.
- 26- He, G., Ren, H. M., & Taffler, R. (2020). The impact of corporate tax avoidance on analyst coverage and forecasts. ***Review of Quantitative Finance and Accounting***, Vol 54, No 2, Pp: 447-477.
- 27- Hope, O. K. (2003). Analyst following and the influence of disclosure components, IPOs and ownership concentration. ***Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics***, Vol 10, No 2, Pp: 117-141.
- 28- Irani, R. M. & Oesch, D. (2016). Analyst coverage and real earnings management: quasi-experimental evidence. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, Vol 51, No 2, Pp: 589-627.
- 29- James, G., Witten, D., Hastie, T., & Tibshirani, R. (2013). ***An introduction to statistical learning***, New York.

- 30- Jedda, N. E., Lakhal, F., & Ghenima, R. (2021). Family Control and Investment Efficiency: Does Financial Analyst Coverage Matter?. *Management international*, Vol 25, No 3, Pp: 91-114.
- 31- Jiang, X., 2016, "Over-investment of free cash flow during CEO's tenure", *Technology and Investment*, Vol 7, No 3, Pp: 51-58.
- 32- Kashani, S. M., & Mousavi Shiri, M. (2022). The Role of Corporate Governance in Investment Efficiency and Financial Information Disclosure Risk in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Risk and Financial Management*, Vol 15, No 12, Pp: 577-599.
- 33- Kazemi, K., & Ghaemi, F. (2016). A study on the relationship between managerial ability and stock price crash risk of the listed firms on the Tehran Stock Exchange (using data envelopment analysis). *International journal of humanities and social sciences*, Vol 1, Pp: 1380-1392.
- 34- Kim, J. B., Lu, L. Y., & Yu, Y. (2019). Analyst coverage and expected crash risk: Evidence from exogenous changes in analyst coverage. *The Accounting Review*, Vol 94, No 4, Pp: 345-364.
- 35- Knyazeva, D. (2007). Corporate governance, analyst following, and firm behavior, *Working Paper*.
- 36- Kutner, M. H., Nachtsheim, C. J., Neter, J., & Li, W. (2005). *Applied linear statistical models*, McGraw-hill.
- 37- Lakhal, F. (2009). Does corporate disclosure policy change financial analysts' behaviour? Evidence from France. *Journal of Accounting & Organizational Change*, Vol 5, No 3, Pp: 344-361.
- 38- Lee, K. Y. K., & Mo, K. (2020). Do analysts improve labor investment efficiency?. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol 16, No 3.
- 39- Li, Q., & Wang, T. (2010). Financial reporting quality and corporate

- investment efficiency: Chinese experience. *Nankai Business Review International*, Vol 1, No 2, Pp: 197-213.
- 40- Majeed, M. A., & Ullah, I. (2020). Impact of CEO power on investment efficiency: Evidence from China. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4120396>.
 - 41- Michenaud, S. (2007). Analyst coverage, stock price informativeness and firms' investment decisions, *Working Paper*.
 - 42- Muttakin, M. B., Khan, A., & Mihret, D. G. (2018). The effect of board capital and CEO power on corporate social responsibility disclosures. *Journal of Business Ethics*, Vol 150, Pp: 41-56.
 - 43- Nor, N. H. M., Nawawi, A. & Salin, A. S. A. P. (2017). The influence of board independence, board size and managerial ownership on firm investment efficiency. *Pertanika Journal Of Social Science And Humanities*, Vol 25, No 3, Pp: 1039-1058.
 - 44- Oh, H. M. & Kim, W. Y. (2018). The effect of analyst coverage on the relationship between seasoned equity offerings and investment efficiency from korea. *Sustainability*, Vol 10, No 8, P: 2704.
 - 45- Personne, K., & Paajarvi, S. (2013). Financial Analysts' Forecast Precision: Swedish Evidence, *Working Paper*.
 - 46- Qian, C., Lu, L. Y., & Yu, Y. (2019). Financial analyst coverage and corporate social performance: Evidence from natural experiments. *Strategic Management Journal*, Vol 40, No 13, Pp: 2271-2286.
 - 47- Rahim, M. A. (1989). Relationships of leader power to compliance and satisfaction with supervision: Evidence from a national sample of managers. *Journal of Management*, Vol 15, No 4, Pp: 545-556.
 - 48- Sayed, S. A., & Sreeram, L. (2017). Factors Mitigating Firm-specific Information Asymmetry and Target Price Accuracy in India. *Vikalpa*, Vol 42, No 4, Pp: 220-233.

- 49- Shahab, Y., Ntim, C. G., Ullah, F., Yugang, C., & Ye, Z. (2020). CEO power and stock price crash risk in China: Do female directors' critical mass and ownership structure matter?. *International Review of Financial Analysis*, Vol 68, 101457.
- 50- Sockin, M., & Xiong, W. (2015). Informational frictions and commodity markets. *The Journal of Finance*, Vol 70, No 5, Pp: 2063-2098.
- 51- Sun, J., & Liu, G. (2011). The effect of analyst coverage on accounting conservatism. *Managerial Finance*, Vol 37, No 1, Pp: 5-20.
- 52- To, T. Y., Navone, M. & Wu, E. (2018). Analyst coverage and the quality of corporate investment decisions. *Journal of Corporate Finance*, Vol 51, Pp: 164-181.
- 53- Ullah, I., Majeed, M. A., Fang, H. X., & Khan, M. A. (2020). Female CEOs and investment efficiency: evidence from an emerging economy. *Pacific Accounting Review*, Vol 32, No 4, Pp: 443-474.
- 54- Verbeek, M. (2017). A guide to modern econometrics, *John Wiley & Sons*, Vol 70, No 1, Pp: 131-141.
- 55- Wooldridge, J. M. (2016). Introductory Econometrics: A Modern Approach. *Supplement*, Cengage Learning.
- 56- Yang, S. L., & Liu, X. F. (2017). The empirical study on CEO power and investment efficiency. *In 3rd Annual international conference on management, economics and social development (ICMESD 17)*, pp: 40-45.
- 57- Yu, F. F. (2008). Analyst coverage and earnings management. *Journal of financial economics*, Vol 88, No 2, Pp: 245-271.

**The Moderating Effect of CEO Power on the Relationship Between
Financial Analysts Coverage of Companies and Investment Efficiency**
"An Empirical Study Applied to the Egyptian Business Environment"

Abstract

Given the varying results of previous studies and research evidence on the relationship between financial analyst coverage of companies (as an independent variable) and their investment efficiency (as a dependent variable), this study aimed to investigate the potential role of CEO power individually in clarifying the reasons for this variance. To achieve this, four hypotheses were tested on a sample of 63 non-financial Egyptian public companies during the period between 2016 and 2022, providing 441 observations. This was done in the presence of five control variables: company size, company age, return on assets, fixed assets ratio, and operating cash flow ratio. Using regression analysis, the results of hypothesis testing statistically indicated no relationship between financial analyst coverage of companies (measured by the number of recommendations) and their investment efficiency (expressed by the residuals extracted from the regression model of (Chen et al., 2011)). The results also showed a moderating effect of both CEO duality and board independence on this relationship. CEO duality interacts inversely with financial analyst coverage of companies on investment efficiency, while board independence interacts positively with financial analyst coverage of companies on investment efficiency. On the other hand, the results did not show any moderating effect of CEO tenure or CEO ownership in the company's shares on the main relationship under study during the study period. Finally, the study provides new evidence that CEO power individually can play an important role in the relationship between financial analyst coverage of companies and their investment efficiency.

Keywords: Financial analyst coverage, Investment efficiency, CEO power, Moderating effect of CEO power.