

# **The Effect of Audit Quality on the Relationship between Agency Costs and Investment Efficiency**

## **(An Empirical Study on Non-Financial Companies Listed in Kuwait Exchange Securities)**

**Olfat Haidar \*** 

**Dr. Afraa Ali \*\***

**Dr. Haidar Haidar\*\*\***

**(Received 16 / 6 / 2025. Accepted 27 / 8 / 2025)**

### **□ ABSTRACT □**

This study aimed to examine the impact of agency costs on investment efficiency of non-financial companies listed on the Kuwait Stock Exchange securities, and to examine the moderating effect of audit quality in this relationship. To achieve this objective, secondary data was collected from the annual financial reports of non-financial companies listed on the Kuwait Stock Exchange. The number of study companies was 71, and the study covered seven years period from 2017 to 2023, with a total of 497 observations, and data were analyzed using E-views 10.

Agency costs were measured using two proxies: assets turn-over and expenses ratios. Investment efficiency was measured using model of Chen et al. (2011), while audit quality was measured using Big Four audit firms.

The study results showed that agency costs measured by assets turn-over ratio, had negative impact on over-investment, while agency costs measured by expenses ratio, had positive impact on under-investment. Audit quality as moderating variable had no impact on over-investment, but had negative impact on under-investment.

**Keywords:** Audit quality, Agency Costs, Investment Efficiency, Over-investment- Under-investment.



**Copyright** :Latakia University journal (formerly tishreen) -Syria, The authors retain the copyright under a CC BY-NC-SA 04

---

\*Postgraduate Student -Phd Student- In The Department Of Accounting- Faculty Of Economics- Latakia University(formerly tishreen) - Lattakia- Syria. [ohaidar@yahoo.com](mailto:ohaidar@yahoo.com)

\*\* Assistant professor– The Department of Accounting– Faculty of Economics– Latakia University– Lattakia(formerly tishreen) – Syria. [Afraa.ali@tishreen.edu.sy](mailto:Afraa.ali@tishreen.edu.sy)

\*\*\* Assistant professor - The Department of Accounting– Faculty of Economics– Latakia University(formerly tishreen) – Lattakia– Syria. [Haidar.haidar@tishreen.edu.sy](mailto:Haidar.haidar@tishreen.edu.sy)

## أثر جودة التدقيق في العلاقة بين تكاليف الوكالة وكفاءة الاستثمار (دراسة تجريبية على الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية)

الفت حيدر \*

د. عفراء علي \*\*

د. حيدر حيدر \*\*\*

(تاريخ الإيداع 2025 / 6 / 16. قُبل للنشر في 2025 / 8 / 27)

### □ ملخص □

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر تكاليف الوكالة في كفاءة استثمار الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، واختبار الأثر المعدل لجودة التدقيق في هذه العلاقة. لتحقيق ذلك الهدف جُمعت البيانات الثانوية من التقارير المالية السنوية للشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. بلغ عدد شركات الدراسة 71 شركة، وشملت الدراسة فترة 7 سنوات من عام 2017 وحتى عام 2023، بمجموع مشاهدات بلغ 497 مشاهدة، وتم تحليل البيانات بالاعتماد على برنامج E-views 10.

تم قياس تكاليف الوكالة باستخدام مقياسين وهما: معدل دوران الأصول، ونسبة المصروفات، وقياس كفاءة الاستثمار بالاعتماد على نموذج Chen et al. (2011)، أما جودة التدقيق فتم قياسها من خلال شركات التدقيق الأربعة الكبرى. أظهرت النتائج أن لتكاليف الوكالة مقاسة بنسبة دوران الأصول أثر سلبي في فائض الاستثمار، في حين كان أثر تكاليف الوكالة مقاسة بنسبة المصروفات في نقص الاستثمار إيجابياً، ولم يكن لجودة التدقيق كمتغير معدل أثر في فائض الاستثمار، بينما كان أثرها سلبياً في نقص الاستثمار.

الكلمات المفتاحية: جودة التدقيق، تكاليف الوكالة، كفاءة الاستثمار، فائض الاستثمار، نقص الاستثمار.



حقوق النشر : مجلة جامعة اللاذقية (تشرين سابقاً) - سورية، يحتفظ المؤلفون بحقوق النشر بموجب

الترخيص CC BY-NC-SA 04

\* طالبة دراسات عليا (دكتوراه) - قسم المحاسبة - كلية الاقتصاد - جامعة اللاذقية (تشرين سابقاً) - اللاذقية - سورية.

[ohaidar@yahoo.com](mailto:ohaidar@yahoo.com)

\*\* أستاذ مساعد - قسم المحاسبة - كلية الاقتصاد - جامعة اللاذقية (تشرين سابقاً) - اللاذقية - سورية.

[Afraa.ali@tishreen.edu.sy](mailto:Afraa.ali@tishreen.edu.sy)

\*\*\* أستاذ مساعد - قسم المحاسبة - كلية الاقتصاد - جامعة اللاذقية (تشرين سابقاً) - اللاذقية - سورية.

[Haidar.haidar@tishreen.edu.sy](mailto:Haidar.haidar@tishreen.edu.sy)

## مقدمة

أصبح التحقق من أداء الشركات وكفاءة استثمارها أحد القضايا الرئيسية في الوقت الحالي، وذلك بسبب التغيرات الاقتصادية وتكرار حدوث الأزمات، وازدياد حدة المنافسة والتلاعب بالتقرير المالي [2]. إذ تساهم كفاءة الاستثمار في زيادة القدرة التنافسية، وتحسين كفاءة استخدام رأس المال، ولذلك فهي ترتبط بقدرة الشركة على البقاء والتطور [22]. كما أنها تعدّ هدفاً حيويًا لكافة الشركات، وإنّ تحقيقها من أهم مسؤوليات المديرين، وذلك لتأثيرها في تحقيق التدفّقات النقدية المستقبلية، ومن ثم تحقيق نموّ مستدام، وبالتالي تعظيم قيمة الشركة [29].

يلاحظ أنّ الشركات تواجه تحديات مستمرة في تحقيق كفاءة الاستثمار، تتمثل في القدرة على توجيه الموارد نحو الاستثمارات التي تحقق أعلى العوائد، وتجنّب الاستثمارات التي لا تعمل على زيادة قيمة الشركة، غير أنّ الشركات قد تتعرض لمشكلات عدم كفاءة الاستثمار نتيجة لتكاليف الوكالة، وبالتالي تحرف قرارات الاستثمار عن مستوياتها الأمثل. إذ بيّنت الدراسات أنّ تكاليف الوكالة تعدّ أحد أهم العوامل المؤثرة في كفاءة الاستثمار، والتي تنشأ نتيجة التضارب في المصالح بين الموكّل والوكيل، ويعبر عنها بأنّها التكاليف التي يتكبّدها الموكّل للتأكد من أنّ الوكيل (المدير) يتصرّف في مصلحة الموكّل [3,22]. بما أنّ مشكلات الوكالة تصبح كبيرة بشكل خاص في الأسواق النامية نظراً لعيوب الكبيرة في أسواق رأس المال، بالإضافة لضعف آليات حوكمة الشركات فيها [19]، سعت الشركات لمراقبة السلوك الانتهازي للمديرين والعمل على تخفيف الصراع في المصالح مع ضمان جودة المعلومات المفصح عنها ضمن قوائمها المالية، كما سعت لاتباع آليات تضمن جودة هذه المعلومات، ومن هذه الآليات جودة التدقيق التي تعد بمثابة تأكيد خارجي على موثوقية التقرير المالي للشركات [8,25]. برزت جودة التدقيق الخارجي كأحد أدوات الحوكمة الفعالة التي تسهم في تقليص فجوة المعلومات، وتعزيز مصداقية القوائم المالية، مما يحد من التلاعب في البيانات المالية، ويخفّض ميل الإدارة لاتخاذ قرارات استثمارية غير كفوءة، وعليه من المتوقع أن تؤدي جودة التدقيق التي تعد إحدى آليات الرقابة دوراً معديلاً بحيث تخفّف من التأثير السلبي لتكاليف الوكالة وتحسّن من كفاءة تخصيص الموارد، وتدعم اتخاذ قرارات استثمارية أكثر كفاءة، وعليه يسعى البحث إلى اختبار أثر تكاليف الوكالة في كفاءة الاستثمار، واختبار الأثر المعدّل لجودة التدقيق في هذه العلاقة على الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من عام 2017 وحتى عام 2023.

يتضمّن البحث مراجعة للأدبيات السابقة التي اختبرت أثر تكاليف الوكالة وجودة التدقيق في كفاءة الاستثمار، وطرح مشكلة البحث، بناءً على تلك المراجعة، من ثمّ الأهمية والأهداف والمنهجية المتبعة، بالإضافة إلى توضيح بعض المفاهيم المرتبطة بتكاليف الوكالة وجودة التدقيق وكفاءة الاستثمار، وأخيراً عرض أهم النتائج ومناقشتها، وتقديم التوصيات بناءً عليها.

## الدراسات السابقة

## 1 - دراسة Khan et al. (2016)

## Corporate political connections, Agency costs and audit quality

## الروابط السياسية للشركات، تكاليف الوكالة وجودة التدقيق

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الروابط السياسية وتكاليف الوكالة، واختبار أثر جودة التدقيق في هذه العلاقة على الشركات المدرجة في سوق بنغلادش للأوراق المالية خلال الفترة من عام 2005 وحتى عام 2013. تم قياس تكاليف الوكالة باستخدام معدل دوران الأصول ونسبة المصاريف والتفاعل بين التدفق النقدي الحر و Tobin's Q،

وقياس جودة التدقيق باستخدام مقياس شركات التدقيق الأربعة الكبرى، وقياس الروابط السياسية بالاعتماد على متغير وهمي. توصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات الروابط السياسية لديها تكاليف وكالة أعلى من نظيراتها غير ذات الروابط السياسية، ولمتغير جودة التدقيق دور في تخفيض تكاليف الوكالة في تلك الشركات، أي يمكن لشركات التدقيق الأربعة الكبرى من خلال دورها الرقابي الخارجي التخفيف من مشكلة الوكالة بشكل أفضل من شركات التدقيق الأصغر حجماً.

## 2- دراسة Agah et al. (2017)

### Investigating the effect of financial constraints and different levels of agency cost on investment efficiency

#### فحص أثر القيود المالية والمستويات المختلفة لتكاليف الوكالة في كفاءة الاستثمار

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر القيود المالية والمستويات المختلفة لتكاليف الوكالة في كفاءة استثمار الشركات في إيران. شمل مجتمع البحث جميع الشركات المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من عام 2011 وحتى عام 2015 وقياس كفاءة الاستثمار تم الاعتماد على نموذج Richardson (2006)، وقياس تكاليف الوكالة من خلال نسبة المصاريف الإدارية والعامة والبيعية إلى إجمالي الأصول، وقياس القيود المالية من خلال مؤشري KZI (Kaplan & Zinglas financing constraint Indicator) و WW (White and Woo). توصلت الدراسة إلى أن القيود المالية تؤثر في كفاءة الاستثمار، كما أثرت سلباً تكاليف الوكالة في كفاءة الاستثمار بما في ذلك تكاليف الوكالة المنخفضة والمرتفعة.

## 3- دراسة Shahzad et al. (2019)

### The influence of financial reporting quality and audit quality on investment efficiency: Evidence from Pakistan

#### تأثير جودة التقرير المالي وجودة التدقيق في كفاءة الاستثمار دليل من باكستان

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر جودة التقرير المالي وجودة التدقيق في كفاءة الاستثمار للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في باكستان خلال الفترة 2007-2014. تم قياس كفاءة الاستثمار على أنها انحرافات عن الاستثمار المتوقع باستخدام نموذج يتنبأ بالاستثمار كدالة لفرص النمو بالاعتماد على نموذج Biddle et al. (2009)، وبالاعتماد على إيرادات المستحقات التقديرية كمقياس لجودة التقرير المالي، شركات التدقيق الأربعة الكبرى كمقياس لجودة التدقيق. نتج عن الدراسة أن جودة التقرير المالي الأعلى تخفف من مشكلتي نقص وفائض الاستثمار، كما أظهرت أن جودة التدقيق تُخفف من فجوة المعلومات، وبالتالي تُعزز من كفاءة الاستثمار على مستوى الشركة.

## 4- دراسة Siregar and Nuryanah (2019)

### Financial reporting quality, audit quality, and investment efficiency: Evidence from Indonesia

#### جودة التقرير المالي، جودة التدقيق، وكفاءة الاستثمار: دليل من إندونيسيا

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر جودة التقرير المالي وجودة التدقيق في كفاءة الاستثمار، وأيضاً اختبار ما إذا كانت جودة المدقق تعزل العلاقة بين جودة التقرير المالي وكفاءة الاستثمار. التي تغطي الفترة من عام 2012 وحتى عام 2015 بعدد مشاهدات بلغ 668 مشاهدة سنوية، وتم قياس كفاءة الاستثمار بالاعتماد على نموذج Chen et al. (2011). أما بالنسبة لجودة التقرير المالي فقد تم قياسها بالاعتماد على ثلاثة مقاييس؛ الإيرادات التقديرية، والمستحقات التقديرية، وجودة المستحقات، وفيما يتعلق بمتغير جودة التدقيق فقد تم قياسه بالاعتماد على مقياس شركات التدقيق الأربعة

الكبرى، توصلت الدراسة إلى أن جودة التقرير المالي لها علاقة طردية بكفاءة الاستثمار، ومع ذلك، لم تجد أدلة داعمة لمتغير جودة التدقيق، إذ أظهرت النتائج أن جودة التدقيق ليس لها أثر إيجابي مباشر في كفاءة الاستثمار.

#### 5- دراسة (Assad and Alshurideh (2020)

##### **Financial reporting quality, audit quality, and investment efficiency: evidence from GCC economies**

##### **جودة التقرير المالي، جودة التدقيق، وكفاءة الاستثمار: دليل من دول مجلس التعاون الخليجي**

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر جودة التدقيق في كفاءة الاستثمار، وكيف تعدّل جودة التدقيق أثر جودة التقرير المالي في كفاءة الاستثمار في دول مجلس التعاون الخليجي. تم الحصول على التقارير المالية وبيانات المدققين من Datastream وذلك لـ 150 شركة تغطي الفترة من عام 2012 وحتى عام 2015، وتم قياس كفاءة الاستثمار بالاعتماد على نموذج (Chen et al. (2011)، وقياس جودة التقرير المالي بالاعتماد على ثلاثة مقاييس وهي؛ الإيرادات التقديرية، والمستحقات التقديرية، وجودة المستحقات، أما قياس جودة التدقيق فتم بالاعتماد على مقياس شركات التدقيق الأربعة الكبرى. توصلت الدراسة إلى أن جودة التقرير المالي لها علاقة طردية بكفاءة الاستثمار، ومع ذلك أظهرت النتائج أن جودة التدقيق ليس لها أثر إيجابي مباشر في كفاءة الاستثمار.

#### 6- دراسة (Utami et al. (2021)

##### **Corporate social responsibility (CSR) performance, information asymmetry, agency cost and investment efficiency: the characteristic of audit committee as moderating variable**

**أداء المسؤولية الاجتماعية، عدم تماثل المعلومات، تكلفة الوكالة وكفاءة الاستثمار: خصائص لجنة التدقيق كمتغير معدل**

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر المسؤولية الاجتماعية للشركات وعدم تماثل المعلومات وتكلفة الوكالة في كفاءة الاستثمار مع اختبار أثر لجنة التدقيق في هذه العلاقة وذلك على الشركات غير المالية المدرجة في سوق اندونيسيا للأوراق المالية خلال الفترة من عام 2014 وحتى عام 2017. تم قياس المسؤولية الاجتماعية من خلال الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة، وقياس عدم تماثل المعلومات من خلال فرق سعر العرض والطلب، وقياس تكلفة الوكالة بالاعتماد على التدفق النقدي الحر، أما لجنة التدقيق من خلال حجم اللجنة بناء على عدد أعضائها. أشارت النتائج إلى أن الشركات التي زادت من مسؤوليتها الاجتماعية حققت زيادة إيجابية في كفاءة الاستثمار، أما الشركات التي تعاني من ارتفاع عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة مرتفعة فكانت ذات تأثير سلبي على كفاءة الاستثمار. كان لعدم تماثل المعلومات أثر معدل على العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية وكفاءة الاستثمار بينما لم يكن هناك أثر معدل لتكاليف الوكالة في هذه العلاقة.

#### 7- دراسة (Zou et al. (2021)

##### **Ethnic diversity, investment efficiency, mediating roles of trust and agency cost**

##### **التنوع العرقي، كفاءة الاستثمار، الدور الوسيط للثقة وتكاليف الوكالة**

بحثت الدراسة في العلاقة بين التنوع العرقي وكفاءة استثمار الشركات في الشركات المدرجة في الصين. شملت عينة الدراسة جميع الشركات المدرجة في قائمة الأسهم من الفئة (أ) للفترة الممتدة من عام 2001 وحتى عام 2019، وتم الحصول على البيانات من المكتب الوطني الصيني للإحصاء. تم قياس التنوع العرقي باستخدام مؤشرين اثنين، وقياس كفاءة الاستثمار بالاعتماد على نموذج Richardson (2006). تم الحصول على بيانات الثقة الاجتماعية من المسح

الوطني الصيني، أما تكاليف الوكالة فقد تم قياسها بالاعتماد على نسبة دوران الأصول. توصلت الدراسة إلى أن التنوع العرقي يرتبط سلباً بكفاءة الاستثمار، كما أن كلاً من الثقة الاجتماعية وتكاليف الوكالة يُعدّان وسيطين هامّين بين التنوع العرقي وكفاءة الاستثمار.

#### 8- دراسة Chabchoub (2023)

##### **Impact of agency costs on audit quality demand in initial public offerings**

##### **أثر تكاليف الوكالة في الطلب على جودة التدقيق عند الطرح العام الأولي**

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر تكاليف الوكالة في الطلب على جودة التدقيق عند الطرح العام الأولي لأسهم الشركات غير المالية المدرجة في سوق تونس الأوراق المالية خلال الفترة من عام 2005 وحتى عام 2015. تم قياس تكاليف الوكالة بالاعتماد على نسبة الملكية الادارية و نسبة الاكتتاب، وقياس جودة التدقيق من خلال مقياس شركات التدقيق الأربعة الكبرى. أشارت النتائج إلى أن هناك ارتباط إيجابي بين تكاليف الوكالة والطلب على جودة التدقيق.

#### 9- دراسة Chinyay and Saiful (2024)

##### **Financial reporting and audit quality impact on investment efficiency in Indonesian transport and logistics companies.**

##### **أثر التقرير المالي وجودة التدقيق في كفاءة الاستثمار في شركات النقل والخدمات اللوجستية الإندونيسية**

هدفت الدراسة إلى تحديد أثر جودة القوائم المالية وجودة التدقيق في كفاءة الاستثمار لدى شركات الخدمات اللوجستية والنقل المدرجة في سوق الأوراق المالية الإندونيسية خلال الفترة من عام 2018 وحتى عام 2022. تم قياس جودة التقرير المالي بالاعتماد على المستحقات الكلية، وقياس جودة التدقيق بالاعتماد على مقياس شركات التدقيق الأربعة الكبرى، وقياس كفاءة الاستثمار بالاعتماد على نموذج Biddle et al. (2009). توصلت الدراسة إلى أن جودة التقرير المالي وجودة التدقيق لهما أثر إيجابي في كفاءة الاستثمار.

##### **مناقشة الدراسات السابقة:**

يلاحظ بعد استعراض الدراسات السابقة أن أغلب تلك الدراسات قد أجريت في بيئات غير متقدمة، ومع ذلك فقد اختلفت نتائجها. إذ بينت أغلب الدراسات أن لتكاليف الوكالة أثر سلبي في كفاءة الاستثمار [1,31,27]، ولكن أشارت بعض الدراسات الأخرى أن الأثر كان موجوداً في حالة فائض الاستثمار فقط [19]، كما أشارت نتائج الدراسات إلى العلاقة العكسية بين جودة التدقيق وتكاليف الوكالة [21]، واختلفت عنها دراسة [10] التي بينت أن الارتباط إيجابي بين تكاليف الوكالة المرتفعة والطلب على جودة التدقيق. أما في سياق بحث أثر جودة التدقيق في كفاءة الاستثمار فقد كان الاختلاف جوهرياً في نتائج الدراسات، إذ وجدت مجموعة منها أن جودة التدقيق تعزز كفاءة الاستثمار [25,12]، بينما أشارت بعضها لعدم وجود أثر في كفاءة الاستثمار [4,26].

انطلاقاً من تباين النتائج البحثية للدراسات السابقة تأتي أهمية البحث في تقديم دليل تجريبي حول أثر تكاليف الوكالة في كفاءة الاستثمار لدى الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، وإن اختبار البحث الحالي للأثر المعدّل لجودة التدقيق في العلاقة بين تكاليف الوكالة وكفاءة الاستثمار يعطي البحث هذه القيمة العلمية المضافة.

##### **مشكلة البحث:**

تتمثل مشكلة البحث الرئيسية في اختبار أثر تكاليف الوكالة في كفاءة الاستثمار لدى الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، ونظراً لارتباط مفهوم كفاءة الاستثمار بمفهوم آخر وهو المستوى الأمثل للاستثمار،

والذي عادةً ما يكون نادر الحدوث نتيجة لوجود احتكاكات في السوق؛ وهي القيود التي تفرضها طبيعة السوق المالية، وتعيق الشركات في تحقيق نتائجها المرجوة، وتتمثل في النواحي ذات الصلة بإتمام المعاملات مثل: الوقت والجهد والتكلفة والأعباء الضريبية وتكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومات، هذا ما يترتب عليه حدوث مشكلة عدم كفاءة الاستثمار التي تتمثل بفائض الاستثمار ونقصه. فضلاً عن اختبار الأثر المعدّل لجودة التدقيق في هذه العلاقة، وبالتالي يمكن التعبير عن مشكلة البحث بالتساؤلات الآتية:

- 1- ما أثر تكاليف الوكالة في فائض الاستثمار لدى الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية؟
- 2- ما أثر تكاليف الوكالة في نقص الاستثمار لدى الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية؟
- 3- ما أثر جودة التدقيق في العلاقة بين تكاليف الوكالة وفائض الاستثمار لدى الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية؟
- 4- ما أثر جودة التدقيق في العلاقة بين تكاليف الوكالة ونقص الاستثمار لدى الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية؟

### فرضيات البحث:

- 1H: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكاليف الوكالة في فائض الاستثمار لدى الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.
- 2H: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكاليف الوكالة في نقص الاستثمار لدى الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.
- 3H: يوجد أثر معدّل لجودة التدقيق في العلاقة بين تكاليف الوكالة وفائض الاستثمار لدى الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.
- 4H: يوجد أثر معدّل لجودة التدقيق في العلاقة بين تكاليف الوكالة ونقص الاستثمار لدى الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

### أهمية البحث وأهدافه:

يلاحظ من مراجعة الدراسات السابقة ازدياد الاهتمام بكفاءة الاستثمار لارتباطها ببقاء الشركات واستمرارها، فضلاً عن استمرار البحث في العوامل المؤثرة في كفاءة الاستثمار ومنها تكاليف الوكالة، وبالتالي تظهر أهمية البحث بشكل خاص في البيئات التي تصبح فيها مشكلات الوكالة كبيرة، ومنها الأسواق الناشئة نظراً للعيوب في أسواق رأس المال، بالإضافة لضعف آليات حوكمة الشركات فيها، إذ تزداد الحاجة إلى آليات رقابية تحد من السلوك الانتهازي للإدارة، وتعزز كفاءة تخصيص الموارد. بناءً عليه تتركز أهمية البحث في تقديم دليل تجريبي حول أثر تكاليف الوكالة في كفاءة الاستثمار، من خلال التمييز بين فائض الاستثمار ونقصه اللذين يشيران إلى عدم كفاءة الاستثمار، كما تظهر أهميته في تقديم إضافة علمية وعملية جديدة تتمثل في اختبار الأثر المعدّل لجودة التدقيق في تلك العلاقة، إذ لم يلحظ وجود أية دراسات تناولت هذا الأثر وفق ما توصلت إليه الباحثة، ويمكن لعدة جهات الاستفادة من نتائج البحث، ومنها الشركات غير المالية لتعزيز قراراتها الاستثمارية، والمحللين الماليين والمستثمرين للحكم على القرارات الاستثمارية في الشركات، فضلاً عن الباحثين للاستمرار في البحث في بيئات وأسواق أخرى. بناءً عليه تهدف هذه الدراسة إلى اختبار

أثر تكاليف الوكالة في كفاءة الاستثمار والأثر المعدل لجودة التدقيق لدى الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

## منهجية البحث:

يستخدم البحث منهج المسح والحصص الشامل لجميع الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. تم اختيار الشركات غير المالية المدرجة في هذا السوق كبيئة بحثية استناداً إلى عدة اعتبارات منهجية، إذ يعد سوق الكويت من الأسواق الناشئة الذي يضم عدد كبير نسبياً من الشركات غير المالية نسبة لباقي الأسواق العربية، كما يتسم هذا السوق بخصائص تنظيمية واقتصادية فريدة مثل تركيز الملكية، ووجود فجوات معلوماتية بين الأطراف ذات العلاقة مما يرفع من احتمالية ظهور مشكلات متعلقة بتكاليف الوكالة، فضلاً عن أهمية جودة التدقيق الخارجي كآلية رقابية في مثل هذه البيئات. كما إن استبعاد الشركات المالية من الدراسة يمكن تبريره باختلاف طبيعة عملها والأنظمة والتشريعات التي تنظم عمل هذه الشركات، واختلاف أساليب إعداد قوائمها المالية. وأخيراً يمكن القول إن مجتمع البحث يعد بيئة بحثية مناسبة إحصائياً لتحليل العلاقات موضع البحث.

تم الاعتماد على البيانات الثانوية والتمثلة بالقوائم المالية المنشورة في موقع سوق الكويت للأوراق المالية عن الفترة الممتدة من عام 2017 وحتى عام 2023. بلغ عدد شركات الدراسة الإجمالي 84 شركة، وتم استثناء 13 شركة إما لعدم توفر بياناتها أو لاختلاف انتهاء السنة المالية لها، وعليه فقد بلغ عدد شركات العينة النهائي 71 شركة وبعدد مشاهدات 497 مشاهدة. تستخدم الدراسة بيانات مقطعية زمنية Panel Data، ويستخدم لتحليل هذه البيانات نموذج الانحدار المتعدد، وذلك من خلال المقارنة بين نموذج الانحدار المجمع (PRM) Pooled Regression Model ونموذج الآثار الثابتة (FEM) Fixed Effects Model ونموذج الآثار العشوائية Random Effects Model (REM) وبالاعتماد على برنامج E-views 10.

## متغيرات البحث:

**المتغير التابع: كفاءة الاستثمار (Investment Efficiency):** بما أن مقاييس كفاءة الاستثمار المستندة إلى نظرية الوكالة، تعني ضمناً أن المديرين قد يتخذون قرارات استثمارية لتعظيم منفعتهم الشخصية، مما يؤدي إلى عدم كفاءة الاستثمار، ولذلك، بدلاً من وضع نموذج مباشر لمستوى الاستثمار الأمثل، تُحدد مقاييس كفاءة الاستثمار المستندة إلى نظرية الوكالة كيف ومتى يمكن أن تحدث عدم كفاءة الاستثمار. بناءً عليه تقيس الدراسة الحالية كفاءة الاستثمار بالاعتماد على النموذج المستخدم في دراسة [11] والمطور عن دراسة [7] من خلال الانحراف عن الاستثمار المتوقع باستخدام نموذج يتنبأ بالاستثمار كدالة لفرص النمو اتفاقاً مع العديد من الدراسات السابقة [28,5]. وفق النموذج الآتي:

$$Invest_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 NEG_{i,t-1} + \alpha_2 \%RevGrowth_{i,t-1} + \alpha_3 NEG * RevGrowth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$Invest_{i,t}$ : إجمالي استثمار الشركة  $i$  في العام  $t$ ، ويُقاس بالزيادة في الأصول الثابتة والبحث والتطوير مطروحاً منها مبيعات الأصول الثابتة مرجحاً بإجمالي الأصول.  $RevGrowth$ : معدل نمو الإيرادات السنوي للشركة  $i$  في العام  $t-1$ .  $NEG$ : متغير تأشيرى يأخذ القيمة 1 لنمو الإيرادات السلبي وإلا يأخذ القيمة 0.  $\varepsilon_{i,t}$ : بواقي المعادلة تعبر عن الفرق بين الاستثمارات الفعلية والمتوقعة، وتشير البواقي ذات القيم السالبة إلى نقص الاستثمار بينما تشير القيم الإيجابية إلى فائض الاستثمار، ويعبر كلاهما عن عدم كفاءة الاستثمار.

**المتغير المستقل: تكاليف الوكالة (Agency Costs):** اتفاقاً مع العديد من الدراسات السابقة [31,15]، تعتمد الدراسة الحالية في قياس تكاليف الوكالة على مقياسين مباشرين: معدل دوران الأصول (AC1): نسبة إجمالي المبيعات لإجمالي الأصول. نسبة المصروفات (AC2): نسبة المصروفات العمومية والإدارية والبيعية لإجمالي الأصول.

**المتغير المعدّل: جودة التدقيق (Audit Quality):** اعتمدت الدراسات السابقة في قياس جودة التدقيق على عدّة مقاييس مثل: حجم مكتب التدقيق، وخبرة المدقق ورأيه، وأتباعه، ومدى الالتزام بمعايير التدقيق الدولية، وشركات التدقيق الأربعة الكبرى. إلا أنّ أكثرها تداولاً بين الدراسات هو مقياس شركات التدقيق الأربعة الكبرى، نظراً لأنه يعكس العديد من الخصائص الإيجابية الأخرى التي تعزز جودة التدقيق، من حيث الحجم، والخبرة، واستقلالية المدقق، والسمعة وغيرها من الخصائص الإيجابية. بناء عليه تعتمد الدراسة الحالية في قياس جودة التدقيق على مقياس شركات التدقيق الأربعة الكبرى وهو متغير وهمي يأخذ القيمة (1) في حال تمّ تدقيق الشركة من قبل إحدى شركات التدقيق الأربعة الكبرى (Big 4 Audit firms)، وإلا يأخذ القيمة (0)، وذلك اعتماداً على العديد من الدراسات [12,25,4,26,10].

**المتغيرات الضابطة:** حجم الشركة (Size): اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة [1]. الزافعة المالية (Lev): نسبة إجمالي الديون لأجمالي الأصول [7]. السيولة (Liq): نسبة الأصول المتداولة إلى الخصوم المتداولة [7].

**الإطار النظري:**

### تكاليف الوكالة وكفاءة الاستثمار

تفترض النظريات الكلاسيكية أنّ كفاءة الاستثمار هي المستوى الأمثل للاستثمار الذي يكون قادراً على تقديم منافع وقيمة للشركة [14,16]. جادلت دراسة [18] بأنّ الشركات يجب أن تستثمر في المشروعات التي ينتج عنها قيمة حالية صافية موجبة فقط في الأسواق المالية المثالية، ولكن نظراً لوجود احتكاكات في السوق فإنّ كفاءة الاستثمار قد لا تتحقق. إذ تعدّ الاحتكاكات السوقية المتمثلة في عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح أحد أهمّ العوامل المؤثرة في كفاءة الاستثمار [28,18,11]، فقد يسعى المديرين لتعظيم مصالحهم الشخصية بالتركيز على المشاريع التي تحقّق عوائد على المدى القصير، بدلاً من تعظيم مصلحة المساهمين بالاستثمار في مشاريع مربحة على المدى الطويل [23,3]. لوحظ أنّ الأدبيات السابقة قد بحثت بشكلٍ أساسي تأثير تكاليف الوكالة في كفاءة استثمار الشركات من جوانب عدّة تتمثل بنسبة ديون الشركات، والتدقيق النقدي الحرّ، والخصائص الإدارية، وبيّنت تلك الدراسات أنّ عدم كفاءة الاستثمار الناتجة عن تلك الجوانب تبدو جليّة في الشركات التي لديها مشكلات وكالة كبيرة. إذ أنّ المشكلات التي تنشأ بسبب ارتفاع مستويات الديون، قد تدفع المديرين إلى التخليّ عن المشاريع الاستثمارية المربحة، وخاصة المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل، مما يؤدي إلى نقص الاستثمار. كما تصبح الشركات التي لديها فائض في التدفّقات النقدية الحرة أكثر عرضة إلى نشوء تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين، وعليه تنشأ مشكلة الوكالة بينهم [9]. فضلاً عن أنّ صعوبة مراقبة المساهمين للسلوكيات الانتهازية للمديرين توفر لديهم الإمكانية لإنفاق التدقيق النقدي الداخلي لمصلحتهم الشخصية، بدلاً من إنفاقها على تعظيم قيمة الشركة، وعندها قد يقوم المديرون باستثمارات ذات قيمة حالية صافية سالبة [5]. وبما أن اتخاذ القرارات الاستثمارية أحد المسؤوليات الرئيسة لمجلس الإدارة، وتعدّ هذه القرارات ذات أهمية كبيرة، لأنّها تؤثر في ربحية الشركات وتدفعاتها النقدية بالإضافة إلى نموّها فمن المتوقع أن يتخذ المديرون القرارات التي تزيد من قيمة الشركة، ولكن من الملاحظ أنّ هذه القرارات كثيراً ما تؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة بسبب تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين، مما قد ينتج عنه عدم كفاءة الاستثمار [24].

## جودة التدقيق وكفاءة الاستثمار

تشير الدراسات السابقة إلى أهمية جودة التدقيق في مراقبة الشركات والإشارة إلى أي خلل في تقاريرها [8]، وتفترض الدراسات أيضاً أن جودة التدقيق تستطيع أن تؤكد مصداقية القوائم المالية، والتي بدورها تحسن حماية المستثمر وتزيد ثقته بتلك القوائم [20]. ولذلك من المتوقع أن يكون لجودة التدقيق مثل الشركات الأربعة الكبرى؛ التي تضم مدققين من ذوي الخبرة والمعرفة الواسعة، دور هام ونافع في الشركات التي لديها فرص استثمارية كبيرة، من خلال تخفيض ميلها الكبير لممارسة إدارة الأرباح، وتخفيض إمكانية التلاعب بالقوائم المالية [13]، وبالتالي تخفيض عدم تماثل المعلومات والذي قد يؤدي بدوره إلى تخفيض عدم كفاءة الاستثمار [26]. بناء على ما سبق يمكن القول أن جودة التدقيق تمكن أصحاب المصلحة من الحصول على معلومات محاسبية تمثل الواقع الحقيقي للشركة بصدق، كما أنها تعمل على تحفيز الرقابة داخل الشركات، مما يقلل من السلوك الانتهازي للمديرين، ويحسن أداء الشركات في اتخاذ قرارات استثمارية أكثر كفاءة.

## جودة التدقيق وتكاليف الوكالة

نتيجة لزيادة مشاكل الوكالة بين المساهمين والمديرين، برزت الحاجة لوجود مدققي حسابات مستقلين لمراقبة أداء المديرين، ويتضح أن لجودة التدقيق القدرة على الحد من السلوك الانتهازي للمديرين، عن طريق تخفيض خيارات المديرين غير الحكيمة فيما يتعلق بالأساليب المحاسبية، والتأكيد على التمثيل الصادق للتقارير المالية، مما يمنح المساهمين ثقة أكبر بالمعلومات ويخفض حالة عدم اليقين لديهم. لذلك يمكن القول أن جودة التدقيق تعمل كآلية حوكمة خارجية تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق تخفيض عدم تماثل المعلومات، وتخفيض مشاكل المخاطر الأخلاقية والاختيار العكسي، وبالتالي زيادة جودة المعلومات المفصح عنها في التقارير المالية [8,17]. وفقاً لما تم ذكره فإن جودة التدقيق تسهم في تحسين الكفاءة الإدارية، وكبح السلوك الانتهازي للمديرين، مما يخفف من الفجوة المعلوماتية بين المديرين والمساهمين، وبالتالي تخفف من تكاليف الوكالة.

## الإطار العملي:

يتم في المرحلة الأولى قياس كفاءة الاستثمار باستخدام نموذج يتنبأ بالاستثمار كدالة لفرص النمو، ومن خلال إجراء تحليل الانحدار الخطي البسيط، تم حساب البواقي والتي تمثل الفرق بين الاستثمار الفعلي والاستثمار المتوقع. بناءً على إشارة البواقي، تم تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين، إذ تمثل المجموعة الأولى الشركات ذات البواقي الموجبة والتي تُعبر عن فائض الاستثمار، أما المجموعة الثانية فهي الشركات ذات البواقي السالبة والتي تُعبر عن نقص الاستثمار [4,7,12].

يتم في المرحلة الثانية اختبار أثر تكاليف الوكالة في كفاءة الاستثمار من خلال إجراء التحليل لكل مجموعة على حدة لاختبار الفرضيتين الأولى والثانية وفق النموذجين (2) و(3) الآتي:

$$\text{Over - investment}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AC1_{i,t} + \beta_2 AC2_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 LIQ_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\text{Under - investment}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AC1_{i,t} + \beta_2 AC2_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 LIQ_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

النموذجين (4) و(5) يستخدمان لاختبار الأثر المعدل لجودة التدقيق في العلاقة بين تكاليف الوكالة وفائض الاستثمار ونقصه على التوالي لاختبار الفرضيتين الثالثة والرابعة:

$$\begin{aligned} \text{Over - investment}_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 AC1_{i,t} + \beta_2 AC2_{i,t} + \beta_3 AQ_{i,t} + \beta_4 AC1_{i,t} * AQ_{i,t} + \\ &\beta_5 AC2_{i,t} * AQ_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 LIQ_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4) \\ \text{Under - investment}_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 AC1_{i,t} + \beta_2 AC2_{i,t} + \beta_3 AQ_{i,t} + \beta_4 AC1_{i,t} * AQ_{i,t} + \\ &\beta_5 AC2_{i,t} * AQ_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 LIQ_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5) \end{aligned}$$

### النتائج والمناقشة:

يبين الجدول 1 توزيع العينة الإجمالية لعدم كفاءة الاستثمار إلى مجموعتين فرعيتين بناء على بواقي نموذج الانحدار (1) لإجمالي عدد المشاهدات والذي بلغ 497 مشاهدة، ونتج عنها 95 مشاهدة للشركات ذات فائض الاستثمار و402 مشاهدة للشركات ذات نقص الاستثمار. نسبة هذه المشاهدات تتفق مع الدراسات السابقة مثل: دراسة [11] ودراسة [18] وتؤكد هذه النتيجة أن الشركات في الدول النامية وبسبب صعوبة وصولها إلى التمويل الخارجي فإنها غالباً ما تواجه مشاكل نقص الاستثمار أكثر من مشاكل الفائض فيه.

الجدول (1): توزيع العينة الإجمالية

إجمالي المشاهدات	مشاهدات فائض الاستثمار	مشاهدات نقص الاستثمار
497	95	402
%100	%19	%81

1. الإحصاءات الوصفية: يبين الجدول 2 ملخص الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة.

الجدول (2): الإحصاءات الوصفية

Std. Dev.	Minimum	Maximum	Median	Mean	Obs	Variable
1.2011	0.00018	11.7408	0.0286	0.1666	95	Over-investment
0.02869	-0.2869	-0.0003	-0.0308	-0.0393	402	Under-investment
0.4437	0.0529	3.7492	0.2062	0.3776	497	AC1
0.0540	0.0015	0.3982	0.0235	0.0438	497	AC2
0.1915	0.0018	1.9315	0.1848	0.2458	497	LEV
10.435	0.03324	183.44	1.2909	2.9581	497	LIQ
0.7362	5.4527	9.1319	7.8842	7.7436	497	SIZE

يظهر الجدول 2 أن قيمة المتوسط لفائض الاستثمار تبلغ 0.166 كما أن هناك تباين بين أعلى قيمة 11.74 وأدنى قيمة 0.00018 وهذا يدل على وجود تفاوت كبير في فائض الاستثمار بين شركات الدراسة. كما تبلغ قيمة المتوسط لنقص الاستثمار -0.039 وبلغت أعلى قيمة له -0.003 بينما أدنى قيمة له -0.2869 وهذا يشير إلى تباين كبير في نقص الاستثمار بين شركات الدراسة. كما أن بعض الشركات تحقق دوراً مرتفعاً لأصولها فقد بلغت أعلى قيمة 3.7492 وهذه القيمة المرتفعة تشير إلى كفاءة تشغيلية مرتفعة، بينما بلغت أدنى قيمة 0.0529. وبلغت قيمة المتوسط لنسبة المصروفات 0.0438 وهذه القيمة تشير إلى أن المصروفات الإدارية والعمومية والبيعية تشكل 4.38% من إجمالي الأصول، بينما تتفاوت الشركات فيما بينها من حيث نسبة المصروفات فقد بلغت أعلى قيمة 0.398 وأدنى قيمة 0.0015. يلاحظ أيضاً أن قيمة المتوسط للرافعة المالية تبلغ 0.2458 وهذا يعني أن الشركات بالمتوسط تمول 24% من أصولها بالديون، كما أن الشركات موضوع الدراسة غير متقاربة من حيث الحجم، إذ بلغ اللوغاريتم الطبيعي لأكبر حجم شركة 9.1319 بينما بلغت أدنى قيمة 5.4527، كما أن قيمة الانحراف المعياري التي بلغت 5.4527 تشير إلى تشتت مرتفع للبيانات عن المتوسط، ووجود تباين كبير في أحجام الشركات.

يظهر الجدول 3 نسبة جودة التدقيق من خلال التمييز بين شركات الدراسة التي قامت إحدى شركات التدقيق الأربعة الكبرى بتدقيق تقاريرها، والتي دقت من قبل شركات تدقيق أخرى. وقد بينت النتائج أن 49% من شركات الدراسة قد دقت من قبل شركات التدقيق الأربعة الكبرى و 51% لم تدقق من قبلها.

الجدول (3): نسبة التدقيق من قبل الشركات الأربعة الكبرى وشركات التدقيق الأخرى بين شركات الدراسة

عدد الشركات	(%) النسبة لإجمالي الشركات	
35	49%	Big 4
36	51%	Non-Big 4
71	100%	Total

## 2. اختبار التوزيع الطبيعي

تم إجراء اختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات المدروسة، وتبين بأن P للاختبار Jarque-Bera للمتغيرات تبلغ 0.00 وهي أقل من قيمة الاحتمالية 0.05 وبالتالي فإن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي. لحل هذه المشكلة تم اللجوء إلى استخدام دالة التوزيع العكسي، وقد جاءت النتائج كما هو موضح في الجدول 4، إذ يتبين بأن قيمة P لجميع المتغيرات أكبر من 0.05، وعليه فإن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي.

الجدول (4): اختبار التوزيع الطبيعي

SIZE	LIQ	LEV	AQ	AC2	AC1	Over- Under investment	
1.004	1.163	0.899	0.869	0.177	1.002	3.825	Jarque-Bera
0.069	0.056	0.117	0.105	0.530	0.062	0.128	Probability

## 3. الارتباط الخطي المتعدد

يتم إعداد مصفوفة الارتباط للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد، وكقاعدة عامة، تشير معاملات الارتباط بين 0 و 0.30 إلى ارتباط ضعيف، ومن 0.30 إلى 0.70 ارتباطاً معتدلاً، وبين 0.70 إلى 1 ارتباط مرتفع. يشير الارتباط الأكبر من 0.9 إلى وجود علاقة خطية متعددة.

الجدول (5): مصفوفة الارتباط

AQ	SIZE	LIQ	LEV	Over-Under Investment	AC2	AC1	Variables
						1	AC1
					1	0.28***	AC2
				1	0.08**	0.07**	Over-Under Investment
			1	0.04*	0.11***	0.22***	LEV
		1	-0.18***	-0.01*	-0.01*	-0.06*	LIQ
	1	-0.11***	-0.17***	-0.14***	-0.208***	-0.24***	SIZE
1	-0.00*	-0.11***	-0.02*	0.05*	0.20***	0.04*	AQ

تشير: \*\*\* إلى مستوى معنوية 1%، \*\* مستوى معنوية 5%، \* مستوى معنوية 10%

يوضح الجدول 5 مصفوفة الارتباط، ويبين أن الارتباط بين المتغيرات المستقلة المدروسة ضعيف وعليه لا وجود لمشكلة التداخل الخطي بينها. إذ يبين أن AC1، AC2، LEV، AQ جميعها ترتبط إيجاباً بالمتغير التابع وتختلف معنوياً فيما بينها، باستثناء المتغيرين SIZE، LIQ الذين يرتبطان سلباً بالمتغير التابع. من الملاحظ أن الارتباط بين المتغيرات المستقلة ضعيف ولم يتجاوز 28%.

## 4. اختبار استقرارية البيانات

سيتم بداية التحقق من شرط سكون السلاسل الزمنية (اختبار استقرارية البيانات)، بالاعتماد على العديد من الاختبارات، على اعتبار أن توافر هذه الاستقرارية تسمح بالقول أن هذه السلاسل خالية من القيم الشاذة، وبالتالي تعد نتائج الانحدار حقيقية ويمكن الاعتماد عليها. يوضح الجدول 6 نتائج العديد من اختبارات استقرارية البيانات.

الجدول (6): اختبار استقرارية البيانات لمتغيرات الدراسة

الاستقرارية	Prob	Statistics	Method	المتغير
Level individual intercept	0.0000	-24.9733	Levin, Lin & Chu t*	AC1
	0.0000	-5.06004	Im, Pesaran and Shin W-stat	
	0.0000	254.282	ADF - Fisher Chi-square	
	0.0000	282.852	PP - Fisher Chi-square	
1 st difference None	0.0000	-18.2503	Levin, Lin & Chu t*	AC2
	0.0000	412.140	ADF - Fisher Chi-square	
	0.0000	583.480	PP - Fisher Chi-square	
	0.0000	-89.6138	Levin, Lin & Chu t*	
Level individual intercept	0.0000	-13.0222	Im, Pesaran and Shin W-stat	AC2
	0.0000	260.439	ADF - Fisher Chi-square	
	0.0000	266.109	PP - Fisher Chi-square	
	0.0000	-47.0576	Levin, Lin & Chu t*	
1 st difference None	0.0000	426.829	ADF - Fisher Chi-square	Over- Under investment
	0.0000	585.563	PP - Fisher Chi-square	
	0.0000	-171.016	Levin, Lin & Chu t*	
	0.0000	-22.3166	Im, Pesaran and Shin W-stat	
Level individual intercept	0.0000	221.840	ADF - Fisher Chi-square	Over- Under investment
	0.0000	356.697	PP - Fisher Chi-square	
	0.0000	-299.777	Levin, Lin & Chu t*	
	0.0000	472.430	ADF - Fisher Chi-square	
1 st difference None	0.0000	753.055	PP - Fisher Chi-square	LEV
	0.0000	-16.8295	Levin, Lin & Chu t*	
	0.0061	-2.50432	Im, Pesaran and Shin W-stat	
	0.0008	200.952	ADF - Fisher Chi-square	
Level individual intercept	0.0000	272.004	PP - Fisher Chi-square	LEV
	0.0000	-28.7035	Levin, Lin & Chu t*	
	0.0000	367.726	ADF - Fisher Chi-square	
	0.0000	611.517	PP - Fisher Chi-square	
1 st difference None	0.0000	-27.7841	Levin, Lin & Chu t*	LIQ
	0.0008	-3.16673	Im, Pesaran and Shin W-stat	
	0.0424	172.314	ADF - Fisher Chi-square	
	0.0000	232.950	PP - Fisher Chi-square	
Level individual intercept	0.0000	-16.2464	Levin, Lin & Chu t*	LIQ
	0.0000	322.156	ADF - Fisher Chi-square	
	0.0000	543.217	PP - Fisher Chi-square	
	0.0000	-12.1900	Levin, Lin & Chu t*	
1 st difference None	0.0202	-2.83343	Im, Pesaran and Shin W-stat	SIZE
	0.0054	188.647	ADF - Fisher Chi-square	
	0.0000	262.444	PP - Fisher Chi-square	
	0.0000	-13.5776	Levin, Lin & Chu t*	
Level individual intercept	0.0000	342.256	ADF - Fisher Chi-square	SIZE
	0.0000	495.424	PP - Fisher Chi-square	
	0.0000	-13.5776	Levin, Lin & Chu t*	
	0.0000	342.256	ADF - Fisher Chi-square	

لم يتم اختبار جذر الوحدة لمتغير جودة التدقيق على اعتباره متغير ثنائي، وليس سلسلة زمنية مستمرة وبالتالي لا تنطبق عليه اختبارات جذر الوحدة [30]. يبين الجدول 6 أن قيمة P-Value لجميع المتغيرات أقل من 0.05، وعليه يمكن القول أن السلاسل الزمنية لجميع المتغيرات مستقرة عند المستوى وعند الفرق الأول. بناءً على ما سبق يتضح أن السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة مستقرة، ويمكن الاعتماد عليها في الوصول إلى نتائج دقيقة وغير زائفة.

## 5. اختبار التداخل الخطي

إنَّ قوة الأنموذج الخطي تعتمد أساساً على فرضية استقلال كل متغير من المتغيرات المستقلة، وفي حال لم يتحقق هذا الشرط فإنَّ الأنموذج الخطي العام لا يصلح للتطبيق، ولا يمكن اعتباره جيداً لعملية تقدير المعلمات، ولتحقيق ذلك تم إجراء اختبار معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor) وفق الجدول 7 الذي يبين أنَّ جميع المتغيرات لا تحقق التداخل الخطي، إذ كانت قيمة VIF لجميع المتغيرات أقل من 10 ( $VIF < 10$ ).

الجدول (7): اختبار التداخل الخطي

H4	H3	H2	H1	Variable	Symbol
VIF	VIF	VIF	VIF		
2.070	3.467	1.307	1.502	Agency Cost 1	AC1
3.909	3.816	1.110	1.383	Agency Cost 2	AC2
2.078	4.280			Audit Quality	AQ
2.622	4.854			Audit Quality*Agency Cost1	AQ*AC1
5.253	.6705			Audit Quality*Agency Cost2	AQ*AC2
1.266	1.999	1.261	1.731	Leverage	Lev
1.096	1.277	1.077	1.272	Liquidity	Liq
1.240	1.393	1.174	1.350	Size	Size

## 6. اختبار فروض الدراسة

سيتم عند اختبار جميع الفرضيات المقارنة بين نماذج الانحدار الثلاثة (المجمّع والآثار الثابتة والعشوائية)، وللمقارنة بين هذه النماذج يتم الاعتماد على:

1- اختبار فيشر المقيدة Restricted F Test للاختبار بين نموذجي الانحدار التجميعي والآثار الثابتة، فإذا كانت قيمة P-Value لها أقل من 0.05 عندها ترفض فرضية العدم القائلة أنَّ نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل، ويتم اختيار نموذج الآثار الثابتة. وفي حال قبول فرضية العدم يكون نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل لاختبار الفرضية المدروسة وعندها لا حاجة لإجراء اختبار هوسمان، أمّا في حال تم قبول الفرضية البديلة عندها يجب الانتقال إلى اختبار هوسمان.

2- اختبار هوسمان Hausman Test للاختبار بين نموذجي الآثار الثابتة والآثار العشوائية، فإذا كانت قيمة P-Value لها أقل من 0.05 عندها ترفض فرضية العدم القائلة أنَّ نموذج الآثار العشوائية هو الأفضل، ويتم اختيار نموذج الآثار الثابتة.

- اختبار الفرضية الأولى: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكاليف الوكالة في فائض الاستثمار لدى الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

عند إجراء اختبار F المقيدة للمفاضلة بين نموذجي الانحدار التجميعي والآثار الثابتة وفق الجدول 8، تبين أنَّ قيمة P-value أكبر من 0.05 وعليه إنَّ نموذج الانحدار التجميعي أفضل من نموذج الآثار الثابتة ولا حاجة لإجراء اختبار هوسمان.

الجدول (8): اختبار F المقيدة

H1				
Restricted -F test	Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
	Cross-section F	0.3514	(33,56)	0.9991
	Cross-section Chi-square	17.8829	33	0.9851

الجدول (9): نتائج تقدير نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية للفرضية H1

Test Summary		PRM	FEM
C	Coefficient	4.66	2.57
	Std. Error	1.52	1.10
	t-Statistic	3.06	2.03
	Prob.	0.002	0.018
AC1	Coefficient	-0.49	0.83
	Std. Error	0.36	1.37
	t-Statistic	-1.36	1.05
	Prob.	0.017	0.048
AC2	Coefficient	1.76	2.07
	Std. Error	2.26	2.76
	t-Statistic	1.78	0.88
	Prob.	0.430	0.382
LEV	Coefficient	-0.36	0.97-
	Std. Error	0.72	1.64
	t-Statistic	-0.50	0.59-
	Prob.	0.614	0.553
LIQ	Coefficient	-0.08	0.12-
	Std. Error	0.08	0.18
	t-Statistic	-1.00	0.66-
	Prob.	0.316	0.507
SIZE	Coefficient	-0.57	0.36-
	Std. Error	0.18	1.41
	t-Statistic	-3.08	2.57-
	Prob.	0.002	0.018
R-squared		0.120	0.211
D-W		2.05	1.54
F-statistic		2.436	2.01
P rob(F-statistic)		0.040	0.009

بناءً على النتائج أعلاه يمكن الاعتماد على نموذج الانحدار التجميعي وفق الجدول 9 الذي يبين بأن معامل التحديد يبلغ 0.12 أي أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 12% من التغير الحاصل في المتغير التابع فائض الاستثمار، كما إن قيمة Durbin-Watson قريبة من 2، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج، وبما أن قيمة P-value لإحصائية F-Statistics تبلغ 0.040 وهي أقل من 0.05 فهذا يدل على أن النموذج دال إحصائياً ويمكن الاعتماد عليه. بينت النتائج وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لتكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول في فائض الاستثمار، وهذا يعني أنه كلما ارتفع معدل دوران الأصول الذي يعكس انخفاض تكاليف الوكالة، كلما انخفض فائض الاستثمار، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن الشركات ذات الكفاءة التشغيلية المرتفعة والتي تحقق معدلات دوران أصول مرتفعة تكون أكثر كفاءة في استخدام مواردها، مما ينتج عنه تخفيض الاستثمار في مشاريع ذات قيمة حالية صافية سالبة، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات [19,31]، بينما لم تؤثر تكاليف الوكالة مقاسة بنسبة المصروفات في فائض الاستثمار. بناءً عليه تقبل الفرضية الأولى ويوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكاليف الوكالة في فائض الاستثمار لدى الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

$$\text{Over - investment}_{i,t} = 4.66 - 0.49AC1_{i,t} + 1.76AC2_{i,t} - 0.36LEV_{i,t} - 0.08LIQ_{i,t} - 0.57SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

اختبار الفرضية الثانية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكاليف الوكالة في نقص الاستثمار لدى الشركات غير المالية

المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

عند إجراء اختبار F المقيدة للمفاضلة بين نموذجي الانحدار التجميعي والآثار الثابتة وفق الجدول 10، تبين أن قيمة P-value أقل من 0.05 وعليه تم إجراء اختبار هوسمان، وقد تبين أن قيمة P-value له أقل من 0.05 وبالتالي فإن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل لاختبار الفرضية الثانية.

الجدول (10): اختباري F المقيدة، وهوسمان

H2				
Restricted -F test	Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
	Cross-section F	2.7465	(70,326)	0.0000
	Cross-section Chi-square	186.35	70	0.0000
Hausman test	Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
	Cross-section random	15.840	5	0.007

الجدول (11): نتائج تقدير نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية للفرضية H2

Test summary		PRM	FEM	REM
C	Coefficient	-0.057	-0.13	0.005-
	Std. Error	0.017	0.130	0.024
	t-Statistic	-3.346	-1.972	-2.180
	Prob.	0.000	0.033	0.029
AC1	Coefficient	0.002	0.00	0.005
	Std. Error	0.003	0.05	0.004
	t-Statistic	0.752	0.06	1.136
	Prob.	0.451	0.952	0.256
AC2	Coefficient	0.022	0.04	0.014
	Std. Error	0.029	0.01	0.357
	t-Statistic	0.760	3.89	0.413
	Prob.	0.044	0.000	0.008
LEV	Coefficient	-0.002	-0.01	-0.003
	Std. Error	0.008	0.01	0.010
	t-Statistic	-0.251	-1.11	-0.357
	Prob.	0.801	0.026	0.075
LIQ	Coefficient	-4.940	-0.00	-0.988
	Std. Error	0.000	0.00	0.001
	t-Statistic	-0.390	-0.91	-0.753
	Prob.	0.696	0.358	0.451
SIZE	Coefficient	0.002	0.01	0.001
	Std. Error	0.017	0.01	0.002
	t-Statistic	1.058	0.61	0.526
	Prob.	0.290	0.538	0.598
R-squared		0.315	0.374	0.298
D-W		1.98	2.012	1.798
F-statistic		1.46	2.60	1.98
P rob(F-statistic)		0.008	0.000	0.000

يبين الجدول 11 أنَّ معامل التحديد يبلغ 0.37 أي أنَّ المتغيرات المستقلة تفسّر حوالي 37% من التغير الحاصل في المتغير التابع نقص الاستثمار، كما إن قيمة Durbin-Watson قريبة من 2، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج، وبما أن قيمة P-value الإحصائية F-Statistics تبلغ 0.000 وهي أقل من 0.05 فهذا يدل على أنَّ النموذج دال إحصائياً ويمكن الاعتماد عليه. بيّنت النتائج وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لتكاليف الوكالة مقاسة بنسبة المصروفات في نقص الاستثمار، وهذا يعني أنَّ ارتفاع نسبة المصروفات التي يشير إلى ارتفاع تكاليف الوكالة يقابلها ارتفاع في نقص الاستثمار، إذ أن ارتفاع نسبة المصاريف يعني أنَّ جزءاً كبيراً من الإيرادات يُصرف لتغطية تكاليف التشغيل، وهذا يخفض من التدفقات النقدية الحرة، مما ينعكس في تخفيض قدرة الشركة على تمويل استثمارات ذات قيمة حالية صافية موجبة، وبالتالي يزداد نقص الاستثمار، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات [1,6]، بينما لم تؤثر تكاليف الوكالة مقاسة بنسبة دوران الأصول في نقص الاستثمار. بناءً عليه تقبل الفرضية الثانية ويوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكاليف الوكالة في نقص الاستثمار لدى الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

$$\text{Under} - \text{investment}_{i,t} = 0.13 + 0.00AC1_{i,t} + 0.04AC2_{i,t} - 0.01LEV_{i,t} - 0.00LIQ_{i,t} + 0.01SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

**اختبار الفرضية الثالثة:** يوجد أثر معدّل لجودة التدقيق في العلاقة بين تكاليف الوكالة وفائض الاستثمار لدى الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

عند إجراء اختبار F المقيدة للمفاضلة بين نموذجي الانحدار التجميعي والآثار الثابتة وفق الجدول 12، تبين أنّ قيمة P-value أكبر من 0.05 وعليه إنّ نموذج الانحدار التجميعي أفضل من نموذج الآثار الثابتة ولا حاجة لإجراء اختبار هوسمان.

الجدول (12): اختبار F المقيدة

H3				
Restricted -F test	Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
	Cross-section F	0.3486	(33,53)	0.9991
	Cross-section Chi-square	18.663	33	0.9788

الجدول (13): نتائج تقدير نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية للفرضية H3

Test Summary		PRM	FEM
C	Coefficient	4.8700	2.034
	Std. Error	1.6274	1.460
	t-Statistic	2.9924	2.831
	Prob.	0.003	0.005
AC1	Coefficient	-2.017	-0.061
	Std. Error	6.4213	1.952
	t-Statistic	-1.3142	1.246
	Prob.	0.045	0.032
AC2	Coefficient	0.2762	0.806
	Std. Error	0.5647	2.421
	t-Statistic	0.4890	0.064
	Prob.	0.626	0.498
AQ	Coefficient	-0.2692	-0.775
	Std. Error	0.5910	1.355
	t-Statistic	-0.4555	-0.571
	Prob.	0.649	0.569
AC1*AQ	Coefficient	0.4048	1.383
	Std. Error	0.7144	3.679
	t-Statistic	0.5667	0.177
	Prob.	0.572	0.859
AC2*AQ	Coefficient	0.2231	2.375
	Std. Error	6.7653	3.460
	t-Statistic	0.0329	0.175
	Prob.	0.973	0.696
LEV	Coefficient	-0.5292	-1.515
	Std. Error	0.7928	1.870
	t-Statistic	-0.6675	-0.809
	Prob.	0.506	0.421
LIQ	Coefficient	-0.090	-0.153
	Std. Error	0.0880	0.207
	t-Statistic	-1.0244	-0.739
	Prob.	0.308	0.462
SIZE	Coefficient	-0.5814	-0.215
	Std. Error	0.1936	2.322
	t-Statistic	-3.0030	-1.392
	Prob.	0.003	0.006
R-squared		0.123	0.280
D-W		2.06	2.17
F-statistic		1.51	1.24
P rob(F-statistic)		0.016	0.049

يبين الجدول 13 أنّ معامل التحديد يبلغ 0.12 أي أنّ المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 12% من التغير الحاصل في المتغير التابع فائض الاستثمار، كما إنّ قيمة Durbin-Watson قريبة من 2، وهذا يدلّ على عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج، وبما أنّ قيمة P-value لإحصائية F-Statistics تبلغ 0.016 وهي أقل من 0.05

فهذا يدل على أنَّ النموذج دالٌّ إحصائياً ويمكن الاعتماد عليه. يلاحظ أنَّ معاملات جميع المتغيرات المستقلة والصَّابطة غير معنوية باستثناء معاملي تكاليف الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول وحجم الشركة إذ كانا معنويان، كما يبيِّن الجدول أنَّ معامل المتغير المعدَّل إيجابيٍّ ولكنه غير معنويٍّ. بناءً عليه ترفض الفرضية الثالثة ولا يوجد أثر معدَّل لجودة التدقيق في العلاقة بين تكاليف الوكالة وفائض الاستثمار لدى الشركات غير الماليَّة المدرجة في سوق الكويت للأوراق الماليَّة.

$$\text{Over-investment}_{i,t} = 4.870 - 2.017AC1_{i,t} + 0.276AC2_{i,t} - 0.269AQ_{i,t} + 0.404AC1_{i,t} * AQ_{i,t} + 0.223AC2_{i,t} * AQ_{i,t} - 0.529LEV_{i,t} - 0.090LIQ_{i,t} - 0.581SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

اختبار الفرضية الرابعة: يوجد أثر معدَّل لجودة التدقيق في العلاقة بين تكاليف الوكالة ونقص الاستثمار لدى الشركات غير الماليَّة المدرجة في سوق الكويت للأوراق الماليَّة.

عند إجراء اختبار F المقيدة للمفاضلة بين نموذجي الانحدار التجميعي والآثار الثابتة وفق الجدول 14، تبين أنَّ قيمة P-value أقل من 0.05 وعليه تمَّ إجراء اختبار هوسمان، وقد تبين أنَّ قيمة P-value له أقل من 0.05 وبالتالي فإنَّ نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل لاختبار الفرضية الرابعة.

الجدول (14): اختبائي F المقيدة، وهوسمان

H4				
Restricted -F test	Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
	Cross-section F	2.9738	(70,32)	0.0000
	Cross-section Chi-square	199.965	70	0.0000
Hausman test	Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
	Cross-section random	27.24997	8	0.0006

الجدول (15): نتائج تقدير نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية للفرضية H4

Test summary		PRM	FEM	REM
C	Coefficient	-0.056	-0.1814	-0.051
	Std. Error	0.017	0.1343	0.0250
	t-Statistic	-3.238	-1.3509	-2.059
	Prob.	0.001	0.047	0.040
AC1	Coefficient	0.001	0.0011	0.003
	Std. Error	0.004	0.0716	0.005
	t-Statistic	0.285	0.0165	0.658
	Prob.	0.775	0.986	0.510
AC2	Coefficient	0.047	0.0402	0.030
	Std. Error	0.056	0.0107	0.060
	t-Statistic	1.847	3.7340	2.517
	Prob.	0.038	0.000	0.064
AQ	Coefficient	-0.002	-0.0222	-0.005
	Std. Error	0.004	0.0090	0.005
	t-Statistic	-1.538	-2.4472	-1.116
	Prob.	0.046	0.014	0.024
AC1*AQ	Coefficient	0.0033	0.0335	0.006
	Std. Error	0.006	0.1148	0.007
	t-Statistic	0.498	0.2917	0.833
	Prob.	0.618	0.770	0.404
AC2*AQ	Coefficient	-0.034	-0.0293	-0.051
	Std. Error	0.068	0.0092	0.025
	t-Statistic	-2.501	-3.1699	-2.591
	Prob.	0.036	0.001	0.047
LEV	Coefficient	-0.002	-0.0001	-0.005
	Std. Error	0.008	0.0001	0.001
	t-Statistic	-0.309	-1.0911	-0.464
	Prob.	0.757	0.276	0.642

LIQ	Coefficient	-0.644	-0.0198	-0.001
	Std. Error	0.028	0.0162	0.004
	t-Statistic	-1.503	-1.2214	-0.909
	Prob.	0.614	0.222	0.363
SIZE	Coefficient	0.002	0.0181	0.001
	Std. Error	0.002	0.0171	0.003
	t-Statistic	1.012	1.0562	1.562
	Prob.	0.311	0.291	0.574
R-squared		0.354	0.397	0.412
D-W		1.74	2.05	1.71
F-statistic		1.93	2.72	1.50
P rob(F-statistic)		0.006	0.000	0.041

يبين الجدول 15 أنَّ معامل التحديد يبلغ 0.39 أي أنَّ المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 39% من التغير الحاصل في المتغير التابع نقص الاستثمار، كما إن قيمة Durbin-Watson قريبة من 2، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج، وبما أنَّ قيمة P-value لإحصائية F-Statistics تبلغ 0.000 وهي أقل من 0.05 فهذا يدل على أنَّ نموذج دالٍ إحصائياً ويمكن الاعتماد عليه. يلاحظ أنَّ معامل تكاليف الوكالة مقاسة بنسبة المصروفات إيجابي معنوي، أي كلما ارتفعت نسبة المصروفات والتي تعكس ارتفاع تكاليف الوكالة زاد نقص الاستثمار، كما أنَّ معامل جودة التدقيق سلبي ومعنوي، وتعني هذه النتيجة أنَّه كلما ارتفعت جودة التدقيق قلَّ نقص الاستثمار، وتؤكد هذه النتيجة أيضاً على أنَّ جودة التدقيق تسهم في تخفيض الفجوة المعلوماتية وتعزز الانضباط الإداري، مما يحد من التلاعب المحاسبي ويقلل من اتخاذ قرارات استثمارية غير كفوءة، وهاتين النتيجةين نتفقان مع الدراسات السابقة [1,6,26,4]. كما يبين الجدول أنَّ معامل المتغير المعدل جودة التدقيق سلبي ومعنوي، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأنه في ظل جودة التدقيق ينخفض التأثير العكسي تكاليف الوكالة مقاسة بنسبة المصروفات في نقص الاستثمار. بناءً عليه تقبل الفرضية الرابعة، ويوجد أثر معدّل لجودة التدقيق في العلاقة بين تكاليف الوكالة ونقص الاستثمار لدى الشركات غير المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

$$\text{Under - investment}_{i,t} = -0.181 + 0.001AC1_{i,t} + 0.040AC2_{i,t} - 0.022AQ_{i,t} + 0.033AC1_{i,t} * AQ_{i,t} - 0.029AC2_{i,t} * AQ_{i,t} - 0.0001LEV_{i,t} - 0.0198LIQ_{i,t} + 0.0181SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

## الاستنتاجات والتوصيات:

### الاستنتاجات:

أظهرت النتائج أنَّ لتكاليف الوكالة مقاسة بنسبة دوران الأصول أثر سلبي معنوي في فائض الاستثمار، وتشير هذه النتيجة إلى أنَّ زيادة نسبة دوران الأصول والتي تعني انخفاض تكاليف الوكالة سيرافقها انخفاض في فائض الاستثمار، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأنَّ ارتفاع نسبة دوران الأصول في الشركات يشير إلى كفاءة الإدارة في استخدام أصولها وتخصيص مواردها، مما يقلل من احتمالية استثمار الموارد في مشاريع ذات قيمة حالية صافية سالبة، وبالتالي تخفيض فائض الاستثمار. كما بيّنت النتائج أنَّ لتكاليف الوكالة مقاسة بنسبة المصروفات أثر إيجابي معنوي في نقص الاستثمار، وتشير هذه النتيجة إلى أنَّ ارتفاع نسبة المصروفات والتي تعني ارتفاع تكاليف الوكالة سينتج عنها ارتفاع في نقص الاستثمار، ويمكن تفسير هذه النتيجة بعدم فعالية المديرين في التحكم في نفقات التشغيل وتخصيص الموارد، إذ أنَّ ارتفاع نسبة المصروفات يعني إنفاق جزء كبير من الإيرادات لتغطية النفقات التشغيلية، وهذا يقلل من التدفقات النقدية الحرة والموارد المالية المتاحة للاستثمار، مما يؤدي إلى فقدان فرص استثمارية ذات قيمة حالية صافية موجبة، وهذا ما ينتج عنه نقص الاستثمار.

أظهرت النتائج أيضاً عدم وجود أثر لجودة التدقيق في فائض الاستثمار، وعدم وجود أثر معدل لجودة التدقيق في العلاقة بين تكاليف الوكالة وفائض الاستثمار وهذه النتيجة غير المعنوية قد تشير إلى عدم اختلاف أثر جودة التدقيق في حال قدمت من قبل الشركات الأربعة الكبرى أو غيرها من الشركات الأخرى في الشركات التي لديها مشاكل فائض الاستثمار. بينما كان لجودة التدقيق أثر سلبي ومعنوي في نقص الاستثمار، وهذا يعني أن الشركات التي تدقق من قبل الشركات الأربعة الكبرى تكون أقل عرضة لمشاكل نقص الاستثمار، ويعود هذا الأثر للدور الرقابي الذي يمارسه التدقيق الخارجي في تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين، مما يساهم في توجيه الموارد نحو المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة واتخاذ قرارات استثمارية أكثر كفاءة، فضلاً عن وجود أثر سلبي معدل لجودة التدقيق في العلاقة بين تكاليف الوكالة مقاسة بنسبة المصروفات ونقص الاستثمار، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأنه في ظل وجود جودة تدقيق فإن العلاقة الطردية بين تكاليف الوكالة ونقص الاستثمار تصبح عكسية، ما يعني أن جودة التدقيق تضعف العلاقة بين تكاليف الوكالة ونقص الاستثمار.

### التوصيات:

توصي الدراسة الشركات محل الدراسة والجهات التنظيمية ضرورة تبني آليات حوكمة داخلية، ونظام تحفيز مرتبط بالأداء الحقيقي للشركات من أجل ضبط فائض الاستثمار لديها. كما توصي الجهات التنظيمية والرقابية في سوق الكويت بضرورة توفير البيئة القانونية والمؤسسية التي تعزز ممارسات التدقيق الفعالة لا سيما في الشركات ذات المصروفات العالية، فضلاً عن مراجعة سياسات الانفاق الداخلي في الشركات التي تعاني من مشكلة نقص الاستثمار، وضمان وجود رقابة فعالة تساهم في تحسين كفاءة تخصيص الموارد الاستثمارية فيها، وأخيراً تجربة مقاييس أخرى لقياس تكاليف الوكالة وجودة التدقيق وكفاءة الاستثمار، على اعتبار أن اختلاف طريقة القياس قد تؤدي لاختلاف النتائج.

### References:

- [1]M. Agah, H. Malekpoor, A. Bagheri, "Investigating the effect of financial constraints and different levels of agency cost on investment efficiency", \*Advances in mathematical finance and application\*, vol. 2, no.4, pp. 31-47, 2017.
- [2]S. Al-nuaimi, M. Al-batat, "Measuring and analyzing the relationship between the quality of earning and the efficiency of investment in Iraq industrial companies", \*Interprenuership journal for finance and business\*. (In Arabic), vol. 3, no.2, pp. 233–252, 2022.
- [3]H. Ardianto, I. Harymawan, Y. Paramitasari, and M. Nasih, "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency: Evidence from Indonesian Stock Market", \*Economics and Finance in Indonesia\*, vol. 66, no. 2, pp. 112–122, 2020.
- [4]N. Assad, M. Alshurideh, "Financial Reporting Quality, Audit Quality, and Investment Efficiency: Evidence from GCC Economies", \*Waffen-und kostumkunde journal\*. vol. XI, no. III, pp. 194-208, 2020.

- [5]A. Azhar, N. Abbas, A. Waheed, Q. Malik, "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, 2019.
- [6]H. Baradaran, B. Nahandi, and L. Negahban, "The Impact of Financial Constraints and Agency Costs of Investment Efficiency", \*Financial accounting research\*, vol. 1, no. 6, pp. 89-106, 2014.
- [7]G. Biddle, G. Hilary, and R. Verdi, "How does reporting quality related to investment efficiency?", \*Journal of accounting and economics\*, vol. 48, no. 2-3, pp. 112-131, 2009.
- [8]S. Boubaker, A. Houcine, Z. Ftiti, and H. Masri, "Does audit affect firms' investment efficiency?", \*Journal of the operational research society\*, vol. 69, no. 10, pp. 1688-1699, 2018.
  - [9]J. Callen, N. Chy, "The agency costs of investment opportunities and debt contracting: evidence from exogenous shocks to government spending", \*Journal of business finance and accounting\*, vol. 51, no. 7-8, pp. 2122-2152, 2023.
- [10]S. Chabchoub, "Impact of agency costs on audit quality demand in initial public offering", \*International journal of accounting, auditing and performance evaluation, inderscience enterprises Ltd\*, vol. 19, no. 2, pp. 220-233, 2023.
- [11]F. Chen, Q. Li, and X. Wang, "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets", \*The accounting review\*, vol. 86, no.4, pp. 1255-1288, 2011.
- [12]A. Chinchay, N. Saiful, "Financial reporting and audit quality impact on investment efficiency in Indonesia transport and logistics companies", \*Ilomata international journal of tax and accounting\*, vol. 5, no. 1, pp. 114-27, 2024.
- [13]A. Elaoud, A. Jarboui, "Auditor specialization, accounting information quality and investment efficiency", \*Research in international business and finance\*, vol. 42, pp. 616-629, 2017.
- [14]I. Emawati, I. Budiasih, "Effect of financial statements quality on information asymmetry and investment efficiency as moderating variable in mining companies", \*Research journal of finance and accounting\*, vol. 11, no. 8, pp. 25-32, 2020.
- [15]C. Florackis, A. Ozkan, "The impact of managerial entrenchment on agency costs: An empirical investigation using UK panel data", \*European financial management\*, vol. 15, no. 3, pp. 497-528, 2009.
- [16]R. Gao, X. Yu, "How to measure investment efficiency: a literature synthesis", \*Accounting & finance\*, vol. 60, no. 1, pp. 299-334, 2018.
- [17]M. Ghanbari, A. Rashidi, and N. Abbasi, "A study of the effects of agency costs and information asymmetry on audit quality", \*Journal of advanced pharmacy education and research\*, vol. 8, no. 2, pp. 137-142, 2018.
- [18]F. Gomariz, J. Ballesta, "Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency", \*Journal of banking and finance\*, vol. 40, no. 2014, pp. 494-506, 2014.

- [19]A. Guariglia, J. Yang, "A balancing act: Managing financial constraints and agency costs to minimize investment inefficiency in the Chinese market", \*Journal of corporate finance\*, vol. 36, no. C, pp. 111-130, 2016.
- [20]S. Hasan, A. Azlina, M. Kassim, and M. Hamid, "The impact of audit quality, audit committee and financial reporting quality: evidence from Malaysia", \*International journal of economics and financial issues\*, vol. 10, no. 5, pp. 272-281, 2020.
- [21]A. Khan, D. Mihret, and M. Muttakin, "Corporate political connections, agency costs and audit quality", \*International journal of accounting & information management\*, vol. 24, no. 4, pp. 357-374, 2016.
- [22]S. Li, "A review of the relationship between agency cost and corporate investment efficiency", \*American journal of industrial and business management\*, vol. 10, no. 4, pp. 734-748, 2020.
- [23]F. Rossi, J. Barth, and R.Cebula, "Do shareholder coalitions affect agency costs? Evidence from Italian-listed companies", \*Research in international business and finance\*, vol. 46, no. C, pp. 181-200, 2018.
- [24]M. Salehi, M. Adibian, Z. Sadatifar, E. Khansalar, "The relationship between corporate governance characteristics and agency costs", \*Zbornik Radova Ekonomskog Fakulteta u Rijeci/Proceedings of Rijeka School of Economics\*, vol. 39, no. 1, pp. 199-220, 2021.
- [25]F. Shahzad, I. Rehman, W. Hanif, G. Asim, M. Baig, "The influence of financial reporting quality and audit quality on investment efficiency Evidence from Pakistan", \*International journal of accounting & information management\*, vol. 27, no. 4, pp. 600-614, 2019.
- [26]S. Siregar, S. Nuryanah, "Financial reporting quality, audit quality, and investment efficiency: evidence from Indonesia", in \*Proceedings of the First International Conference on Technology and Educational Science, ICSTES\*, Bali, Indonesia, 2019, 1-6.
- [27]Y. Utami, A. rakhmayani, N. Hidayati, I. Puspitasari, A. Indriyani, N. Hajar, "Corporate social responsibility (CSR) performance, information asymmetry, agency cost and investment efficiency: the characteristic of audit committee as moderating variable", \*Annals of R.S.C.B\*, vol. 25, no. 6, pp. 7856-7875, 2021.
- [28]V. Von, A. Knetsch, "Corporate investment efficiency and its determinants". Ph.D. dissertation, Rheinisch-Westfälische, Technische Hochschule Aachen, Germany, 2020.
- [29]I. Waked, S. Mushtaha, and M. Abu Rahma, "The Impact of Financial Leverage as Moderating variable on The Relationship between Financial Reporting Quality and Investment Efficiency (An Empirical Study on Non-Financial Listed Companies on Palestine Exchange)", \*IUG journal of economics and business studies\*, (In Arabic). vol. 31, no. 2, pp. 115-138, 2023.
- [30]J. M. Wooldridge, \*Econometric analysis of cross section and panel data\*, 2<sup>nd</sup> ed. USA: Mit press, 2010.
- [31]Y. Zou, Z. Zhong, and J. Luo, "Ethnic diversity, investment efficiency, mediating roles of trust and agency cost", \*Economic analysis and policy\*, vol. 69, no. C, pp. 410-420, 2021.