

دراسة أثر النقدية المحتفظ بها على العلاقة بين الإدراج في مؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار في ضوء أزمة انتشار فيروس كورونا: دليل من البورصة المصرية

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة – جامعة الزقازيق

د/ السعيد عبد العظيم طلبه الشرقاوي

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة – جامعة الزقازيق

ملخص البحث:

استهدف البحث الحالي اختبار العلاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية المصري وكفاءة الاستثمار في ظل فترات الاستقرار، كذلك اختبار العلاقة بين تفاعل النقدية المحتفظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية على كفاءة الاستثمار في ضوء فترات الاستقرار، أيضاً اختبار العلاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية المصري وكفاءة الاستثمار في ظل فترة انتشار جائحة فيروس كورونا المستجد (كفترة أزمات)، كذلك اختبار العلاقة بين تفاعل النقدية المحتفظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية على كفاءة الاستثمار في ضوء فترات الأزمات، اعتمد البحث الحالي على نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقات السابق الإشارة إليها، كما تم تقدير نموذج الانحدار مرتين، الأولى لاختبار أثر النقدية المحتفظ بها على العلاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الاستقرار، الثانية لاختبار أثر النقدية المحتفظ بها على العلاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الأزمات، لعينة من الشركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية، ولعدد 50 شركة تمثل عدد 10 قطاعاً اقتصادياً مختلفاً وللفترة من عام 2017 وحتى عام 2021، توصلت الدراسة لوجود علاقة معنوية موجبة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة

الاستثمار في ضوء فترات الاستقرار، كما توجد علاقة معنوية موجبة بين تفاعل النقدية المحتفظ بها والإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية على كفاءة الاستثمار في ظل فترات الاستقرار، كما توصلت الدراسة أيضاً لوجود علاقة معنوية سالبة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الأزمات، كما أنه لا توجد علاقة معنوية بين تفاعل النقدية المحتفظ بها والإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية على كفاءة الاستثمار في ظل فترات الأزمات.

الكلمات الدالة: الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية المصري – النقدية المحتفظ بها - كفاءة الاستثمار – أزمة انتشار جائحة فيروس كورونا المستجد.

The Impact of Cash Holdings on The Relationship between Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency: (Evidence from the Egyptian joint stock companies)

Abstract

This study aims to investigate the relationship between corporate social responsibility and investment efficiency during stable period, and investigate the impact of interaction between cash holdings and corporate social responsibility on investment efficiency during stable period, and investigate the relationship between corporate social responsibility and investment efficiency during crisis period (COVID-19), and investigate the impact of interaction between cash holdings and corporate social responsibility on investment efficiency during crisis period.

Multiple regression models were used twice, first to test the impact of cash holdings on the relationship between corporate social responsibility and investment efficiency during stable period, second to test the impact of cash holdings on the

relationship between corporate social responsibility and investment efficiency during crisis period.

In order to meet the objectives of this study, random sample of 50 Egyptian corporation listed in Egyptian stock exchange were selected from 10 economic sector, from 2017 up to 2021, and the results are:

- 1- This study found a positive relationship between corporate social responsibility and investment efficiency during stable period.
- 2- This study found a positive relationship between interaction of cash holdings and corporate social responsibility on investment efficiency during stable period.
- 3- This study found a negative relationship between corporate social responsibility and investment efficiency during crisis period.
- 4- This study found no relationship between interaction of cash holdings and corporate social responsibility on investment efficiency during crisis period.

Key words: Corporate Social Responsibility, Cash Holdings, Investment Efficiency, COVID-19.

أولاً: مقدمة، ومشكلة البحث:

تعد عملية الاستثمار أهم مصدر لبقاء ونمو الشركات على المدى الطويل، حيث تعكس تلك العملية مدى كفاءة الإدارة في استغلال الموارد المتاحة، بالطبع تحتاج عملية الاستثمار للاحتفاظ بمستوى مناسب من النقدية والسيولة المالية.

زاد الاهتمام بعملية الاحتفاظ بالنقدية من قبل الشركات لأهميتها في حماية الشركة من مخاطر السيولة وتوفير المرونة المالية الكافية لتجنب القيود المالية باعتبارها أهم الأصول السيولة، بالإضافة إلى استغلال تلك النقدية المحتفظ بها في تحقيق الكفاءة الاستثمارية، التي تتحقق عندما يتم الاستثمار في جميع المشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة ورفض المشروعات التي تحقق صافي قيمة حالية سالبة (Bick, et al, 2018).

أوضحت العديد من الدراسات (Mouline, 2021; Cruz, et al, 2019) إلى أن أحد دوافع عملية الاحتفاظ بالنقدية هو العمل على تحقيق الكفاءة الاستثمارية، من خلال اقتناص الفرص الاستثمارية الواعدة والتي تعظم من قيمة المنشأة، حيث تتحقق الكفاءة الاستثمارية عندما يتساوى أو يقترب الاستثمار الفعلي مع مستوى الاستثمار المتوقع، فعدم تحقق الكفاءة الاستثمارية يعني أن تزيد قيمة الاستثمارية الفعلية عن مستوى الاستثمار المتوقع وهو ما يسمى بالإفراط الاستثماري، أو أن يقل مستوى الاستثمار الفعلي عن مستوى الاستثمار المتوقع وهو ما يسمى بقصور استثماري (Gomariz and Ballesta, 2014).

ألا أن أحد مشكلات تحقق عدم كفاءة الاستثمار، هو ظاهرة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين وعدم الاحتفاظ بمستوى مناسب من النقدية اللازمة لاقتناص الفرص الاستثمارية الواعدة، الأمر الذي يؤدي إلى إفراط استثماري أو قصور استثماري (Nor, et al, 2017; Herbert and Harto, 2021).

أن أحد طرق الحد من ظاهرة عم تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والمساهمين وتعزيز ثقة المستثمرين هو مزيد من عملية الإفصاح الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية للشركات والتي تقدم في شكل معلومات غير مالية بجانب الإفصاح المالي بالقوائم المالية، الأمر الذي يعزز من كفاءة الشركة وقيمتها السوقية لدى المستثمرين (Lin, et al, 2021; Cook, et al, 2018).

بشأن الأدلة الاختبارية توصلت دراسات (Erawati, et al, 2021; Liu and Tian, 2021; Zeng, et al, 2019; Cook, et al, 2018; Shahzad, et al,

(2018)، لوجود علاقة معنوية موجبة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، **على العكس من ذلك** خلصت دراسات (Lee, 2020; Lin, 2021; Jo and Na, 2012) لوجود علاقة معنوية سالبة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار.

في ضوء ما سبق يمكن صياغة التساؤل البحثي التالي:
التساؤل البحثي الأول: "هل توجد علاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار في البيئة المصرية؟"

يلاحظ الباحث من خلال ما سبق، وجود تباين في نتائج الأدلة الاختبارية بشأن العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، حيث اشارت دراسات (Erawati, et al, 2021; Liu and Tian, 2021; Zeng, et al, 2019; Cook, et al, 2018; Shahzad, et al, 2018) لوجود علاقة معنوية موجبة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، **في حين** خلصت دراسات (Lee, 2020; Lin, 2021; Jo and Na, 2012) لوجود علاقة معنوية سالبة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، **الأمر الذي يشير بوضوح لوجود فجوة بحثية**، لذلك يسعى البحث الحالي لمحاولة تقديم تفسير بشأن تباين نتائج الدراسات التي تناولت العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار. يرى الباحث أن اختلاف نتائج الدراسات السابقة، يوضح أن العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار قد تتوقف على وجود متغير آخر (متغير منظم)، ألا وهو النقدية المحتفظ بها.

حيث لا يمكن تصور أن تؤثر المسؤولية المجتمعية للشركات وحدها على كفاءة الاستثمار، فالإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات والإفصاح عن المعلومات الخاصة بممارسات ومجال المسؤولية المجتمعية والبيئية قد يحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والمساهمين ويعزز من ثقة المساهمين، ألا أن تحقيق الكفاءة الاستثمارية يحتاج أيضاً لوجود مستوى مناسب من النقدية المحتفظ بها وتوافر

للسيولة بما يسمح باستغلال واقتناص الفرص الاستثمارية الواعدة بما يعزز من كفاءة الاستثمار ويعظم من قيمة المنشأة.

بشأن الأدلة الاختبارية توصلت دراسات (Fernandes, et al, 2021; Dimitropoulos, et al, 2020; Aktas, et al, 2019; Ahrends, et al, 2018; Lai, et al, 2018)، لوجود علاقة معنوية موجبة بين النقدية المحتفظ بها وكفاءة الاستثمار.

نتيجة لذلك، يتوقع الباحث أن عملية التفاعل فيما النقدية المحتفظ بها والإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية (متغير منظم) يمكن أن تؤثر إيجابياً على كفاءة الاستثمار، يحاول البحث الحالي تقديم دليل اختباري من البيئة المصرية حول تأثير النقدية المحتفظ بها على العلاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار، وهو ما يثير التساؤل البحثي التالي:

التساؤل البحثي الثاني: "هل تتوقف العلاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار على النقدية المحتفظ بها في البيئة المصرية؟".

سبب آخر لاحتمالات تفسير تباين نتائج الأدلة الاختبارية بشأن العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، وهو عنصر الزمن، بمعنى أدق وجود تأثير لاختلاف الفترات الزمنية من حيث فترات الاستقرار وفترات الأزمات، وبخاصة فترة انتشار جائحة فيروس كورونا المستجد (COVID-19) على العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار.

لذلك قد يكون منطقياً وجود اختلاف في نتائج الدراسات السابقة بشأن العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، نظراً لعدم الأخذ في الاعتبار عنصر الزمن عند إجراء الاختبارات الإحصائية.

في ضوء ما سبق يمكن صياغة التساؤل البحثي التالي:

التساؤل البحثي الثالث: "هل تتوقف العلاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار على النقدية المحتفظ بها وعنصر الزمن في البيئة المصرية؟"
ثانياً: هدف البحث:

يستهدف البحث الحالي ما يلي:

- 1- دراسة تأثير النقدية المحتفظ بها على العلاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الاستقرار في البيئة المصرية.
 - 2- دراسة تأثير النقدية المحتفظ بها على العلاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الأزمات في البيئة المصرية.
- ثالثاً: أهمية البحث:**

تتمثل أهمية البحث في النقاط التالية:

- يُعد البحث الحالي امتداداً للأدبيات المحاسبية التي تناولت العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار في البيئة المصرية.
- يُلاحظ ندرة الدراسات التي تناولت العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار في البيئة العربية، وخصوصاً جمهورية مصر العربية، ذلك في حدود علم الباحث.
- وجود اختلاف لنتائج الدراسات السابقة بشأن العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، لذلك يهتم البحث الحالي بمحاولة تقديم تفسير لتباين نتائج الدراسات السابقة من خلال دراسة أثر النقدية المحتفظ بها على العلاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار أخذاً في الاعتبار عنصر الزمن من حيث فترات الاستقرار وفترات الأزمات.
- من المتوقع أن تفيد نتائج هذا البحث مدراء الشركات فيما يتعلق بأهمية الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية المصري وقيام الشركات بدورها المجتمعي لإرضاء أصحاب المصالح المختلفة ، كذلك أهمية الاحتفاظ بمستوى مناسب من النقدية لاستغلال الفرص الاستثمارية الواعدة بما يحقق كفاءة الاستثمار، كذلك من

المتوقع أن تفيد نتائج هذا البحث الجهات المهنية والتنظيمية فيما يتعلق بعملية الإفصاح عن بنود أو أبعاد مؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات بالإيضاحات المتممة للقوائم المالية، واتخاذ الخطوات اللازمة والتي من شأنها إضفاء صفة السهولة لعملية الإفصاح تساعد المستثمرون في عملية ترشيد القرارات.

رابعاً: خطة البحث:

يتم تنظيم الجزء المتبقي من البحث كما يلي:
القسم الأول: الإطار النظري للبحث.
القسم الثاني: الدراسات السابقة، وتطوير فرضيات الدراسة.
القسم الثالث: الدراسة الاختبارية.

القسم الأول الإطار النظري للبحث

مقدمة:

يتناول هذا القسم مفهوم النقدية المحتفظ بها، ثم تناول النظريات الداعمة والمفسرة لعملية الاحتفاظ بالنقدية، تناول دوافع عملية الاحتفاظ بالنقدية، ثم عرض لمفهوم المسؤولية المجتمعية، تناول أبعاد المسؤولية المجتمعية، وأخيراً تناول مفهوم ومحددات كفاءة الاستثمار، من خلال النقاط التالية:

أولاً: مفهوم النقدية المحتفظ بها:

تتمثل النقدية وما في حكمها أعلى الأصول سيولة، حيث تشمل النقدية المحتفظ بها والأرصدة غير المقيدة لدى البنوك وحسابات التوفير والشيكات القابلة للتحويل (أبو العز، 2013)، تعد عملية الاحتفاظ بالنقدية نقطة هامة لدى الشركات لمواجهة ظروف عدم التأكد والتصدي للضغوط المستقبلية وإمكانية سداد الالتزامات في مواعيد استحقاقها وكذلك اقتناص واستغلال الفرص الاستثمارية المربحة بما يعظم من قيمة المنشأة، فالاحتفاظ بمزيد من النقدية يعزز من قدرة الشركات على مواجهة المخاطر والتقلبات غير المتوقعة والسيطرة على مخاطر السيولة (Al-Amri, et al, 2015; Guizani, 2017).

ايضاً ترغب الشركات في أن يكون لديها مرونة عالية من خلال الاحتفاظ بمستويات معينة من السيولة لاستغلال فرص النمو المستقبلية وتجنب التكاليف المرتفعة لمصادر التمويل الخارجية (عيفي، 2015)، إلا أن ذلك لا يمنع من الاحتفاظ بمزيد من النقدية قد يؤثر على قيمة الشركة مستقبلاً، نظراً لما يلي:

- أن النقدية المحتفظ بها لا تدر عوائد في الأجل القصير.
- تكلفة الفرصة البديلة نتيجة هذا الاحتفاظ.

ثانياً: النظريات الداعمة لعملية الاحتفاظ بالنقدية:

تتمثل النظريات الداعمة والمفسرة لعملية الاحتفاظ بالنقدية فيما يلي (Mouline, 2021; Moolchandani and Kar, 2021; Cruze, 2019; Lia, 2018; Ferreira and Vilela, 2004, Opler, 1999):

1/2: نظرية المفاضلة أو المقايضة:

تشير نظير المفاضلة إلى أن الشركات تعتمد عند تحديد النقدية الواجب الاحتفاظ بها على عملية المفاضلة بين المنافع والتكاليف الخاصة بعملية الاحتفاظ، حيث تتمثل منافع عملية الاحتفاظ بالنقدية فيما يلي:

- توفير مستوى مناسب من السيولة بما يقلل من الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي مرتفع التكلفة.
- إمكانية اقتناص واستغلال الفرص الاستثمارية المستقبلية الواعدة.
- الحد من إمكانية التعرض لضائقة أو ضغوط مالية، نظراً لتوفر مستوى مناسب من السيولة.

اما فيما يتعلق بالتكاليف الخاصة بعملية الاحتفاظ بالنقدية، فإنها تتمثل في انخفاض العوائد على الأصول النقدية المحتفظ بها، بالإضافة إلى تكلفة الفرصة البديلة نتيجة هذا الاحتفاظ.

توضح نظرية المفاضلة ايضاً إلى عملية الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات تتم وفقاً لدافع المعاملات ودافع التحوط، ذلك كما يلي:

- دافع المعاملات: يوضح دافع المعاملات أن الشركات تقوم بعملية الاحتفاظ بالنقدية بدلاً من اللجوء لأسواق رأس المال أو مصادر التمويل الخارجي مرتفع التكلفة بالإضافة لاشتراطات المديونية المختلفة.
- دافع التحوط: يشير دافع التحوط إلى قيام الشركات بالاحتفاظ بالنقدية لسداد التزاماتها في مواعيد استحقاقها، تجنب الضغوط المالية المستقبلية، بالإضافة إلى استغلال الفرص الاستثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة بما يعظم قيمة المنشأة.

2/2: نظرية الوكالة:

تشير نظرية الوكالة لوجود تعارض مصالح فيما بين المساهمين (الأصيل) والمديرين (الوكيل)، حيث يقوم الأصيل بتفويض الوكيل بإدارة شئون الشركة، إلا أن بعض المديرين يحاولون استغلال تلك السلطة لمحاولة تحقيق منافع شخصية لصالحهم على حساب مصلحة الملاك (Jensen and Meckling, 1976).
نظراً لأن كل طرف من طرفي الوكالة يسعى لتعظيم مصلحته الذاتية، فإنه يمكن توقع أن تقوم الإدارة التي لديها سلطة اتخاذ القرارات بتعظيم أو تقديم مصلحتها الذاتية على مصلحة الأصيل (الملاك)، بالتالي تمثل عملية الاحتفاظ بالنقدية ميزة تفضيلية لدى الإدارة لتحقيق مصالحها من خلال استخدام الأصول السائلة عمليات زيادة الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، لكنها ستحقق مصالحها أو منافعها الذاتية في الأجل القصير.

ايضاً يمكن أن تميل الإدارة إلى استغلال تلك الأصول السائلة لبناء امبراطورية في المستقبل، بدلاً من دفع توزيعات نقدية للمساهمين، من خلال المبالغة في الاستثمارات الخاصة بفرص التوسع والنمو.

3/2: نظرية التدفق النقدي الحر:

وفقاً لنظرية التدفق النقدي الحر، فإن دوافع قيام الشركات بعملية الاحتفاظ بالنقدية، تتمثل فيما يلي:

- دافع تفضيل الإدارة عملية الاحتفاظ بمستوى عال من السيولة بدلاً من دفع توزيعات نقدية للمساهمين.
 - دافع الوقاية والتحوط ضد ظروف عدم التأكد المرتبطة بالمستقبل.
 - دافع تحقيق الإدارة لمصالحها الذاتية أو أهدافها الخاصة.
- تشير دراسة (Jensen, 1986) إلى أن عملية الاحتفاظ بالنقدية قد تشكل خطراً أخلاقياً، نظراً لوجود ظاهرة عدم تماثل معلومات لدى أصحاب المصالح المختلفة حول كيفية قيام الإدارة باستغلال تلك الأموال، وأن سعي المديرين نحو استغلال تلك النقدية المحتفظ بها في مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة (مربحة في الأجل القصير) أو لبناء امبراطورية تحقيقاً لأهدافهم الخاصة سينعكس بالسلب على كفاءة الاستثمار وقيمة المنشأة مستقبلاً.

4/2: نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل:

توضح نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل أن الشركات تقوم بعملية الاحتفاظ بالنقدية من أجل تجنب اللجوء لمصادر التمويل الخارجية مرتفعة التكلفة، بالإضافة إلى إمكانية استغلال تلك النقدية المحتفظ بها في اقتناص الفرص الاستثمارية الواعدة، فعندما تكون الأرباح المحتجزة غير كافية لعملية التمويل تلجأ الشركات للنقدية المحتفظ بها.

فاستغلال النقدية المحتفظ بها في تمويل فرص استثمارية واعدة (ذات صافي قيمة حالية موجبة) يعود بالإيجاب على معدلات العائد على الأصول، حيث أشارت دراسة (Ogundipe, et al, 2012) لوجود علاقة معنوية موجبة بين النقدية المحتفظ بها ومعدل العائد على الأصول.

ثالثاً: دوافع عملية الاحتفاظ بالنقدية:

هناك العديد من الدوافع لعملية الاحتفاظ بالنقدية من قبل الشركات، تتمثل فيما يلي (Mouline, 2021; Cruz, et al, 2019):

1/3: دافع المعاملات:

وفقاً لدافع المعاملات فإن الشركة تلجأ لعملية الاحتفاظ بالنقدية نظراً لوجود فجوة زمنية بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة، حيث قد تنشأ احتمالات تأخر التدفقات النقدية الداخلة عن توقيت التدفقات النقدية الخارجة، وهو ما يدفع الشركة لعملية الاحتفاظ بالنقدية.

بالإضافة إلى قيام الشركات بعملية الاحتفاظ بالنقدية بدلاً من اللجوء لأسواق رأس المال أو مصادر التمويل الخارجي مرتفع التكلفة وتجنباً لاشتراطات المديونية المختلفة.

2/3: دافع التمويل:

يشير دافع التمويل إلى قيام الشركات بالاحتفاظ بالنقدية بهدف تمويل الاستثمارات المتوقعة ذات صافي قيمة حالية موجبة والتي تهدف لتعظيم قيمة المنشأة، فتوقع الشركات لوجود فرص استثمارية واعدة يحتاج لتوفير مصادر التمويل اللازمة، أحد هذه المصادر هو النقدية المحتفظ بها، التي توفر للشركة فرصة تجنب اللجوء للتمويل الخارجي مرتفع التكلفة، حيث أن استغلال تلك الفرص الاستثمارية يعزز من المركز التنافسي للشركة وزيادة قيمتها السوقية.

3/3: دافع المضاربة:

يوضح دافع المضاربة إلى إمكانية قيام الشركات بعملية الاحتفاظ بالنقدية من أجل المضاربة والاستثمار بدلاً من دفعها كتوزيعات نقدية على المساهمين أو استثمارها في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة.

4/3: دافع التحوط أو الوقاية:

وفقاً لدافع التحوط أو الوقاية، تلجأ الشركات للاحتفاظ بالنقدية بهدف التحوط ضد ظروف عدم التأكد المستقبلية الخاصة بالبيئة الاقتصادية أو الظروف المحيطة بطبيعة مجال الصناعة أو تحسباً للتعرض لأزمات غير متوقعة مثل التخلي عن استثمارات واعدة بسبب نقص التمويل اللازم.

يوضح دافع التحوط أيضاً لجوء الشركات للاحتفاظ بالنقدية تجنباً للقيود المالية ولتوفير المرونة المالية الكافية لسداد الالتزامات في مواعيد استحقاقها، وتجنب مخاطر السيولة والتمويل الخارجي مرتفع التكلفة.

5/3: دافع المنافسة:

في ظل اشتداد حدة المنافسة فيما بين الشركات في أسواق المنتجات، فإن عملية الاحتفاظ بالنقدية توفر للشركة مستوى مناسب من السيولة والمرونة المالية ما يجعلها أكثر قدرة تنافسية وتمنحها إمكانية التوسع المستقبلي وزيادة حصتها السوقية.

في ضوء ما سبق، تجدر الإشارة إلى أن الممارسات والأنشطة الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية تحتاج لقيام الشركات بعملية الاحتفاظ بالنقدية من أجل الاستثمار في مجال المسؤولية المجتمعية للشركات، حتي تتجنب الشركات عبء تكبد التكاليف الإضافية الخاصة بالممارسات والأنشطة الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية دون وجود عوائد تسمح لتلك الشركات من الاستمرار بتقديم المزيد من الأنشطة الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية للشركات، وحتى تصبح عملية الاستثمار في مجال المسؤولية الاجتماعية اقتصادية، يجب أن تكون المنافع الناتجة عنها أكبر من تكاليفها، وهو ما سيتم تناوله في النقطة التالية.

رابعاً: مفهوم المسؤولية المجتمعية للشركات:

هناك العديد من المفاهيم والتعريفات الخاصة بالمسؤولية المجتمعية، حيث عرفت المفوضية الأوروبية بأنها مسؤولية الشركات الاجتماعية والبيئية تجاه المجتمع بشكل طوعي، نتيجة للممارسات والآثار الناجمة عن أنشطتها (European Commission, 2011).

يرى البعض أن المسؤولية المجتمعية للشركات عبارة عن عقد اجتماعي ضمني فيما بين الشركات من ناحية والمجتمع من ناحية أخرى، بمقتضاه تقوم الشركات بمسؤوليتها تجاه المجتمع كنتيجة للآثار الناجمة عن أنشطتها (الحنوي، 2020).

خامساً: أبعاد (مجالات) المسؤولية المجتمعية للشركات:

يمكن تقسيم أبعاد المسؤولية المجتمعية في ضوء علاقة الشركات باحتياجات أصحاب المصالح المختلفة سواء كانوا أفراد أو مؤسسات مثل (المساهمين – العملاء – الموظفين والعاملين – الحكومة – المنظمات البيئية)، إلى عدة أبعاد، ذلك كما يلي (Lee, 2020; Erawati, et al, 2021; Sun,; Wu and Shu, 2015; El :Ghoul, et al, 2016)

1/5: البعد الاجتماعي:

يوضح البعد الاجتماعي أن العديد من الممارسات الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية للشركات على سبيل المثال:

- التبرعات للجهات والهيئات والمؤسسات الخيرية.
- الدعم المالي للأنشطة الرياضية والثقافية والصحية والعلمية.
- تلك الممارسات لا تمثل عبء مالي فقط على الشركات بل يكون لها انعكاسات اقتصادية من حيث تعزيز صورة الشركة من وجهة نظر العملاء وزيادة قدرتها التنافسية، كذلك زيادة فرص الحصول على التمويلات اللازمة.

2/5: البعد البيئي:

يشير البعد البيئي إلى إمكانية قيام الشركات الاعتماد على أنشطة وممارسات أقل ضرراً وتأثيراً على البيئة المحيطة، على سبيل المثال:

- الاعتماد على مصادر الطاقة المتجددة.
- تبني برامج مكافحة التلوث وتجميل البيئة.
- إدارة وإعادة تدوير المخلفات.
- تقليل الانبعاثات الملوثة للبيئة.

تبني الشركات لتلك الممارسات السابق ذكرها، ينعكس عليها بالإيجاب في صورة تجنب المنازعات القضائية وتجنب فرض الغرامات والعقوبات من المؤسسات الحكومية المنظمات البيئية المختلفة والمهتمة بمجال القضايا البيئية.

تجدر الإشارة إلى قيام البورصة المصرية عام 2010 بالتعاون مع مؤسسة ستاندرد أند بورز بإطلاق مؤشر المسؤولية المجتمعية المصري، الذي يتضمن أفضل

- 30 شركة في مجال المسؤولية الاجتماعية والبيئية، حيث يتم اختيار وترتيب أفضل 30 شركة مقيدة بالبورصة المصرية من بين 100 شركة مقيدة، ذلك على مرحلتين:
- المرحلة الأولى: تركز على المسؤولية الاجتماعية والبيئية.
 - المرحلة الثانية: تركز على بعد حوكمة الشركات.

في ضوء ما سبق، يتوقع البحث الحالي أن عملية التفاعل بين النقدية المحفوظ بها والإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية المصري، يمكن أن تعزز من الكفاءة الاستثمارية، بالتالي تتحقق كفاءة الاستثمار، عن طريق استغلال واقتناص الفرص الاستثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة ورفض الفرص الاستثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة.

سادساً: مفهوم ومحددات كفاءة الاستثمار:

1/6: مفهوم كفاءة الاستثمار:

تشير كفاءة الاستثمار إلى قيام الشركات باختيار وتنفيذ المشروعات الاستثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة ورفض المشروعات الاستثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة، ذلك في إطار الفرص الاستثمارية المتاحة (Chen, et al, 2017; Biddle, et al, 2009).

أن حدوث انحرافات فيما بين مستوي الاستثمار الفعلي مقارنة بمستوى الاستثمار المتوقع، سواء في شكل زيادة استثمار (زيادة مستوى الاستثمار الفعلي عن مستوى الاستثمار المتوقع) وهو ما يسمى بالمبالغة في الاستثمار، أو شكل نقص استثمار (نقص مستوى الاستثمار الفعلي عن مستوى الاستثمار المتوقع) وهو ما يسمى بقصور استثماري، يؤدي في نهاية المطاف لسياسة استثمار غير كفء، بالتالي تتحقق عدم الكفاءة الاستثمارية عند وجود أحد حالتين، هما (Ramadan, 2017; Garcia, et al, 2016):

- الحالة الأولى: وجود نقص في الاستثمار وعدم استغلال الفرص الاستثمارية الواعدة ذات صافي قيمة حالية موجبة، ذلك بسبب نقص التمويل المتاح.

● الحالة الثانية: وجود افراط أو مبالغة في الاستثمار، يتحقق ذلك عندما يزيد مستوى الاستثمار الفعلي عن مستوى الاستثمار المتوقع، يعد ذلك اهداراً لموارد الشركة.

توضح نظرية الفرص الاستثمارية إلى أن قيام الشركات على استغلال واقتناص الفرص الاستثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة، والعمل على الحد من تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والمساهمين، ينعكس بشكل إيجابي على قيمة الشركة مستقبلاً (Chen, et al, 2017).

تفسر نظرية الوكالة وجود أو حدوث انحراف لمستوى الاستثمار الفعلي عن مستوى الاستثمار المتوقع سواء كان في شكل افراط في الاستثمار أو في شكل قصور استثماري، يكمن في وجود عدم تماثل معلومات فيما بين الإدارة والمساهمين، حيث أنه وبحكم قيام المديرين بعملية الإدارة نيابة عن الملاك، تتوفر لديهم معلومات داخلية عن العوائد المتوقعة للمشروعات الاستثمارية وتوقيتها، وهو ما قد لا يتوافر لدى الملاك، بالتالي قد يستغل المديرين تلك الميزة المعلوماتية لتحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصلحة الملاك، سواء في شكل زيادة الاستثمار، أو في شكل عدم استغلال الفرص الاستثمارية الواعدة، بالتالي تتحقق عدم الكفاءة الاستثمارية (Park, et al, 2017).

توضح نظرية الوكالة أيضاً أن مشكلة الاختيار العكسي، قد تنشأ نتيجة وجود معلومات لدى المديرين حول الفرص الاستثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة، ألا أنهم لا يقبلون على استغلالها، بسبب نقص التمويل المتاح أو عدم توافر مستوى مناسب من النقدية المحتفظ بها أو بسبب ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي (Majeed, et al, 2018).

2/6: محددات كفاءة الاستثمار:

أشارت دراسة كل من (شرف، 2019)، (Abd Elhamed, 2018; Pacheco, 2017) لوجود بعض المحددات لسياسة الاستثمار الكفؤ، نذكر بعض منها، كما يلي:

1/2/6: توافر التمويل:

أن عملية نقص التمويل المتاح أو وجود قيود مالية مثل ارتفاع نسب المديونية، قد يعوق الشركات عن اختيار وتنفيذ المشروعات الاستثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة، مما يسبب مشكلة قصور استثماري أو نقص استثماري، بالتالي تتحقق عدم كفاءة الاستثمار، لذلك فإن عملية احتفاظ الشركات بمستوى مناسب من النقدية يسمح لها باستغلال الفرص الاستثمارية الواعدة.

2/2/6: توافر المعلومات:

أن عملية توافر المعلومات حول المنافع المتوقعة من الفرص الاستثمارية المتاحة وكذلك تكاليفها الاستثمارية، يعد محدد رئيسي لسياسة كفاءة الاستثمار، حيث يترتب على مشكلة الوكالة امتلاك المديرون لبعض المعلومات التي لا تتوافر لدى الأطراف الخارجية، ومن ثم تزداد درجة عدم تماثل المعلومات، وما يترتب عليها من عدم مقدرة الشركات على توفير التمويل الداخلي المناسب لاستغلال الفرص الاستثمارية الواعدة، وتجنب التمويل الخارجي مرتفع التكلفة، ومن ثم تتخلى الشركة عن تلك الفرص الاستثمارية الواعدة ويحدث ما يسمى بالقصور الاستثماري.

3/2/6: التمويل الخارجي:

تشير دراسة (Rocca, et al, 2005) إلى أن الاعتماد على التمويل الخارجي لاستغلال الفرص الاستثمارية الواعدة، قد يمنع المديرون من سوء استغلال النقدية المحتفظ بها مشروعات تقلل من قيمة الشركة على المدى الطويل، على الرغم من كون هذا التمويل مرتفع التكلفة، لذلك فإن اللجوء للتمويل الخارجي لاستغلال الفرص الاستثمارية أفضل من أن تترك النقدية المحتفظ بها لسوء تصرف أو استغلال المديرون، الأمر الذي قد يعزز من الكفاءة الاستثمارية.

بعد أن انتهى الباحث من عرض للقسم الأول والخاص بالإطار النظري للبحث،
يوضح القسم الثاني الدراسات السابقة وتطوير فروض الدراسة.

القسم الثاني

الدراسات السابقة وتطوير فرضيات الدراسة

مقدمة:

يتناول هذا الجزء مجموعة من الدراسات السابقة المتعلقة بعلاقة الممارسات الخاصة بالمسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار، ثم تناول مجموعة من الدراسات السابقة الخاصة بالنقدية المحفوظ بها وكفاءة الاستثمار، أخيراً التعليق على نتائج الدراسات السابقة، من خلال ما يلي:
أولاً: دراسات سابقة تناولت العلاقة بين الممارسات الخاصة بالمسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار:

1/1: دراسة (Erawati, et al, 2021):

استهدفت دراسة (Erawati, et al, 2021) اختبار العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، حيث أوضحت أن عملية الإفصاح عن الممارسات الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية تخفض من درجة عدم تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والمساهمين وتحسن من بيئة المعلومات وزيادة درجة الشفافية بما يعزز من كفاءة القرارات الاستثمارية.

اعتمدت منهجية الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد، لاختبار العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات (كمتغير مستقل) وكفاءة الاستثمار (كمتغير تابع)، لعينة من الشركات، في الفترة من عام 2016 وحتى عام 2018، توصلت الدراسة لوجود علاقة معنوية موجبة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار (علاقة طردية)، وخاصة في مجالات نقص الاستثمار (فرص استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة).

2/1: دراسة (Liu and Tian, 2021):

قامت دراسة (Liu and Tian, 2021) باختبار العلاقة بين الإفصاح عن الممارسات الخاصة بالمسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار في الشركات الصينية، حيث اشارت إلى أن عملية الإفصاح عن الممارسات الخاصة بالمسؤولية المجتمعية وأن كانت في شكل غير مالي فهي تدعم المعلومات المالية وتقلل من درجة عدم تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والمساهمين وهو ما ينعكس بشكل إيجابي على كفاءة الاستثمارات.

اعتمدت منهجية الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد، لاختبار العلاقة بين قيمة الإفصاح عن الممارسات الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية (كمتغير مستقل) وكفاءة الاستثمار (كمتغير تابع)، لعينة من الشركات الصينية، خلصت الدراسة عن وجود تأثير معنوي موجب (علاقة طردية) بين الإفصاح عن الممارسات الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار، وأن هذا التأثير يظهر جلياً في الشركات المملوكة للدولة.

3/1: دراسة (Zeng, et al, 2019):

هدفت دراسة (Zeng, et al, 2019) تناول العلاقة بين المسؤولية البيئية للشركات (كأحد أبعاد المسؤولية المجتمعية) وكفاءة الاستثمار، حيث اعتمدت منهجية الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد، لاختبار العلاقة بين الإفصاح عن الممارسات الخاصة بالمسؤولية البيئية (كمتغير مستقل) وكفاءة الاستثمار (كمتغير تابع)، لعينة من الشركات الصينية، في الفترة من عام 2010 وحتى 2017، كشفت الدراسة عن وجود علاقة معنوية موجبة (علاقة طردية) بين الإفصاح على الممارسات الخاصة بمجال المسؤولية البيئية – كأحد أبعاد المسؤولية المجتمعية – وكفاءة الاستثمار.

4/1: دراسة (Shahzad, et al, 2018):

بحثت دراسة (Shahzad, et al, 2018) العلاقة بين الممارسات الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، حيث اعتمدت منهجية الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد، لاختبار العلاقة الممارسات الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية (كمتغير مستقل) وكفاءة الاستثمار (كمتغير تابع)، لعينة من

الشركات، في الفترة من عام 2007 وحتى عام 2016، خلصت الدراسة إلى أن الشركات ذات الأداء المرتفع بمجال المسؤولية المجتمعية لديها كفاءة استثمار أفضل مقارنة بنظيرتها من الشركات ذات الأداء المنخفض بمجال المسؤولية المجتمعية.

5/1: دراسة (Benlemlih and Bitar, 2018):

تناولت دراسة (Benlimlih and Bitar, 2018) العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، حيث أوضحت إلى أن عملية إفصاح الشركات عن الممارسات الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية تدعم عملية الإفصاح المالي وتخفض من درجة عدم تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والمساهمين وهو ما يعزز من كفاءة القرارات الاستثمارية.

اعتمدت منهجية الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد، لاختبار العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات (كمتغير مستقل) وكفاءة الاستثمار (كمتغير تابع)، لعينة من الشركات الأمريكية، في الفترة من عام 2007 وحتى عام 2016، كشفت الدراسة عن وجود علاقة معنوية موجبة (علاقة طردية) بين قيمة المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، خاصة البنود المتعلقة بالبيئة وعلاقات الموظفين وخصائص المنتج كونها أكثر اتساقاً بمصالح المساهمين وأصحاب المصالح المختلفة.

6/1: دراسة (Cook et al, 2018):

اختبرت دراسة (Cook et al, 2018) العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، حيث كشفت إلى أن عملية إفصاح الشركات عن الممارسات الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية تخفض من درجة عدم تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والمساهمين وهو ما يعزز من كفاءة القرارات الاستثمارية.

اعتمدت منهجية الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد، لاختبار العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات (كمتغير مستقل) وكفاءة الاستثمار (كمتغير تابع)، لعينة من الشركات الأمريكية، توصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات الأداء المرتفع بمجال

المسؤولية المجتمعية تستثمر بشكل أكثر كفاءة مقارنة بغيرها، فهي أقل عرضة للاستثمار في مشروعات أو مجالات ذات صافي قيمة حالية سالبة (زيادة الاستثمار)، كذلك اقتناص الفرص الاستثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة.

7/1: دراسة (Samet and Jarboui, 2017):

استهدفت دراسة (Samet and Jarboui, 2017) اختبار العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات الأوروبية المدرجة بمؤشر (STOXX Europe 600) وكفاءة الاستثمار، أشارت الدراسة إلى أن الممارسات الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية تخفض من درجة عدم تماثل المعلومات من خلال الإفصاحات المتوفرة عن أنشطتها البيئية والمجتمعية، مما يسهل عملية الوصول للتمويل الخارجي والتي تسمح باستغلال الفرص الاستثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة وتحقيق كفاءة الاستثمار.

اعتمدت منهجية الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد، لاختبار العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات (كمتغير مستقل) وكفاءة الاستثمار (كمتغير تابع)، لعينة من الشركات الأوروبية، في الفترة من عام 2009 وحتى عام 2014، خلصت الدراسة إلى أن المسؤولية المجتمعية للشركات تحسن من كفاءة الاستثمارات فهي تخفض من مستويات (نقص / زيادة) الاستثمار.

في المقابل من ذلك، تجدر الإشارة إلى أن هناك بعض الدراسات التي توصلت لنتائج مغايرة لما توصلت اليه الدراسات السابق عرضها، ذلك كما يلي:

8/1: دراسة (Lin, et al, 2021):

بحثت دراسة (Lin, et al, 2021) اختبار العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات الأمريكية وكفاءة الاستثمار، أشارت الدراسة إلى أن الممارسات الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية تكبد الشركة المزيد من التكاليف الإضافية والتي من المتوقع ألا يكون لها عوائد، بالتالي تؤثر بالسلب على كفاءة الاستثمار، أيضاً تستخدم عملية الإفصاح عن أنشطة المسؤولية المجتمعية لإخفاء عمليات هدر الموارد.

اعتمدت منهجية الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد، لاختبار العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات (كمتغير مستقل) وكفاءة الاستثمار (كمتغير تابع)، لعينة

من الشركات الأمريكية، في الفترة من عام 1996 وحتى عام 2016، توصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات الأداء المرتفع بمجال المسؤولية المجتمعية تميل لزيادة الاستثمار (عدم كفاءة الاستثمار).

9/1: دراسة (Lee, 2020):

اختبرت دراسة (Lee, 2020) العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، أشارت الدراسة إلى أن العوائد الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية أقل بكثير من التكاليف الإضافية التي تتكبدها الشركة، بالتالي تؤثر بالسلب على كفاءة الاستثمار، وأن استخدام عملية الإفصاح عن أنشطة المسؤولية المجتمعية يكون من أجل إخفاء عمليات هدر الموارد.

اعتمدت منهجية الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد، لاختبار العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات (كمتغير مستقل) وكفاءة الاستثمار (كمتغير تابع)، لعينة من الشركات، في الفترة من عام 2014 وحتى عام 2017، كشفت الدراسة لوجود علاقة معنوية بين المسؤولية المجتمعية للشركات وعدم كفاءة الاستثمار، أي أن الممارسات الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية تقلل من كفاءة الاستثمار.

10/1: دراسة (Jo and Na, 2012):

قامت دراسة (Jo and Na, 2012) باختبار العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات ومخاطر عدم كفاءة الاستثمار، تشير الدراسة إلى قيام الشركات الأقل كفاءة وأداء بعملية الإفصاح عن الممارسات الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية من أجل تلبية متطلبات أصحاب المصالح المختلفة دون وجود تأثير حقيقي على كفاءة القرارات الاستثمارية، مما يعرض الشركات لمزيد من المخاطر، كما خلصت الدراسة لوجود علاقة معنوية بين المسؤولية المجتمعية للشركات وعدم كفاءة الاستثمار، مما يزيد من احتمالية تعرض الشركات لمخاطر عالية.

في ضوء ما سبق، يمكن صياغة فرض الدراسة الأول، كما يلي:

الفرض الأول المبني: "لا توجد علاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار".

ثانياً: دراسات سابقة تناولت العلاقة بين النقدية المحتفظ بها وكفاءة الاستثمار:
من خلال العرض السابق للدراسات التي تناولت العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، نجد أن نتائجها متباينة حيث توصلت بعض الدراسات (Erawati, et al, 2021; Liu and Tian, 2021; Zeng, et al, 2019; Shahzad, et al, 2018; Benlemlih and Bitar, 2018; Cook et al, 2018; Samet and Jarbou, 2017) لوجود علاقة معنوية موجبة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، في حين خلصت دراسات (Lin, et al, 2021; Lee, 2020; Jo and Na, 2012) إلى أن الممارسات الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية تزيد من عدم كفاءة الاستثمار (تقلل من كفاءة الاستثمار)، مما يشير بوضوح لوجود فجوة بحثية حول ماهية العوامل أو الأسباب المحتملة لتباين نتائج الدراسات السابقة.

يهتم البحث الحالي بمحاولة تقديم تفسير لتباين نتائج الدراسات السابقة، من خلال النقطتين التاليتين:
النقطة الأولى: تفاعل النقدية المحتفظ بها مع المسؤولية المجتمعية للشركات (المتغير المنظم):

أن الهدف الأساسي وراء قيام الشركات بعمليات الاحتفاظ بالنقدية هو توقع وجود فرص استثمارية مستقبلية ذات صافي قيمة حالية موجبة تحتاج لاستغلالها لتعظيم قيمة المنشأة وتعظيم ثروة المساهمين، لأن غير ذلك فإن عملية الاحتفاظ بالنقدية ستؤثر بالسلب على قيمة المنشأة نظراً لعدم وجود عوائد لتلك النقدية المحتفظ بها بالإضافة إلى تكلفة الفرضة المضاعة (البديلة) نتيجة هذا الاحتفاظ (Lai, et al, 2018).

بشأن الأدلة العلمية، قامت دراسة (Fernandes, et al, 2021) بدراسة العلاقة بين النقدية المحتفظ بها والأداء المالي باعتباره انعكاس لكفاءة الاستثمار، فالشركات التي تستغل النقدية المحتفظ بها في مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة، سينعكس ذلك على أدائها، لعينة من الشركات في الفترة من عام 2007

وحتى عام 2018، توصلت الدراسة إلى أن عملية الاحتفاظ بالنقدية تؤثر بالإيجاب على ربحية الشركة واستمراريتها نتيجة كفاءة القرارات الاستثمارية.

استهدفت دراسة (Dimitropoulos, et al, 2020) دراسة العلاقة بين النقدية المحتفظ بها والأداء المالي للشركات، لعينة من الشركات في الفترة من عام 2003 وحتى عام 2016، توصلت الدراسة إلى أن عملية الاحتفاظ بالنقدية تسهم بشكل إيجابي في تعزيز كفاءة الاستثمار واستمرارية الشركة وانعكاس ذلك على الأداء المالي.

بحثت دراسة (Aktas, et al, 2019) العلاقة بين النقدية المحتفظ بها وكفاءة الاستثمار في ظل الثقة الإدارية الزائدة، أشارت الدراسة إلى أن الثقة الإدارية الزائدة قد تؤثر بالسلب على كفاءة الاستثمار سواء كان بزيادة الاستثمار (أي الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة) أو نقص الاستثمار (أي وجود فرص استثمارية مربحة غير مستغلة)، لعينة من الشركات في الفترة من عام 1993 وحتى عام 2013، توصلت الدراسة لوجود علاقة معنوية موجبة بين النقدية المحتفظ بها وكفاءة الاستثمار، ألا أن تلك العلاقة تكون سالبة في ظل وجود الثقة الإدارية الزائدة لدى المديرين التنفيذيين.

اختبرت دراسة (Ahrends, et al, 2018) العلاقة بين النقدية المحتفظ بها وفرص النمو وكذلك قيمة المنشأة، أشارت الدراسة إلى أن استغلال الشركات للنقدية المحتفظ بها في مشروعات استثمارية مربحة يعظم من قيمة الشركة خاصة في ظل ارتفاع تكاليف التمويل الخارجي، لعينة من الشركات في الفترة من عام 1986 وحتى عام 2012، خلصت الدراسة لوجود علاقة معنوية موجبة بين النقدية المحتفظ بها وفرص النمو المستقبلية.

تناولت دراسة (Lai, et al, 2018) العلاقة بين النقدية المحتفظ بها وطبيعة القرارات الاستثمارية، حيث أشارت إلى أن الغرض الرئيسي من عملية الاحتفاظ بالنقدية هو وجود توقع لفرص استثمارية مربحة مستقبلاً، لعينة من الشركات في الفترة من عام 1985 وحتى عام 2007، كشفت الدراسة عن وجود علاقة معنوية

موجبة بين النقدية المحتفظ بها وكفاءة الاستثمار وأن الشركات تفضل أن يتم الاستثمار عن طريق عمليات الاستحواذ.

استهدفت دراسة (Azmat, 2014) اختبار العلاقة بين النقدية المحتفظ بها وكفاءة الاستثمار وتعظيم قيمة المنشأة، لعينة من الشركات كشفت الدراسة عن وجود علاقة معنوية موجبة بين النقدية المحتفظ بها وكفاءة الاستثمار، وأن عدم احتفاظ الشركات بالنقدية لمستوى معين سيؤثر بالسلب على قيمتها نتيجة وجود فرص استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة غير مستغلة (نقص الاستثمار).

من خلال ما سبق، فإنه من غير المتوقع أن تؤثر عملية الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وحدها على كفاءة الاستثمار، بل الأمر يتطلب وجود مستوى مناسب من النقدية المحتفظ بها، لذلك فإن أحد الأسباب التي يمكن أن تفسر تباين نتائج الدراسات السابقة بشأن العلاقة بين المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار، هو توقع أن يؤثر المتغير التفاعلي للنقدية المحتفظ بها والمسؤولية المجتمعية للشركات ايجابياً على كفاءة الاستثمار.

النقطة الثانية: أزمة انتشار فيروس كورونا المستجد (عنصر الزمن):

أحد الأسباب المحتملة لتفسير تباين نتائج الأدلة الاختبارية هو عنصر الزمن، بمعنى أدق هو فترة انتشار فيروس كورونا المستجد (فترة أزمات)، لذلك يهتم البحث الحالي أيضاً بدراسة أثر النقدية المحتفظ بها على العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار في ضوء أزمة انتشار فيروس كورونا المستجد.

في فترات الاستقرار، يمكن توقع أن تهتم الشركات المدرجة بمؤشر المسؤولية المجتمعية بالاحتفاظ بالنقدية لتمويل فرص استثمارية مستقبلية ذات قيمة حالية موجبة (كفاءة الاستثمار) بشكل أكثر من غيرها من الشركات غير المدرجة بمؤشر المسؤولية المجتمعية.

لذلك يمكن توقع أن التفاعل بين النقدية المحتفظ بها والإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية يؤثر ايجابياً على كفاءة الاستثمار في ظل فترات الاستقرار.

في المقابل من ذلك، ففي فترات الأزمات والتي دائماً ما تشهد تأثيرات سلبية على الأسواق والمستهلكين، يمكن توقع أن تقوم الشركات المدرجة بمؤشر المسؤولية المجتمعية بالاحتفاظ بالنقدية ليس من أجل الاستثمار بل قد يكون من أجل التحوط بصورة أبر من مخاطر السيولة وتوفير المرونة المالية الكافية وتجنب القيود المالية، بالإضافة إلى توفير مقدرة على سداد الالتزامات في مواعيد استحقاقها. لذلك يمكن توقع أن التفاعل بين النقدية المحتفظ بها والإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية لن يكون له تأثير مباشر يؤثر على كفاءة الاستثمار في ظل فترات الأزمات (أزمة انتشار جائحة فيروس كورونا المستجد).

في ضوء أخذ عنصر الزمن في الاعتبار، يمكن صياغة فروض الدراسة النهائية في صورة فرض العدم، كما يلي:

الفرض الأول: "لا توجد علاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار للشركات المساهمة المصرية في ضوء فترات الاستقرار".

الفرض الثاني: "لا يوجد أثر للنقدية المحتفظ بها على العلاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار للشركات المساهمة المصرية في ضوء فترات الاستقرار".

الفرض الثالث: "لا توجد علاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار للشركات المساهمة المصرية في ضوء فترات الأزمات".

الفرض الرابع: "لا يوجد أثر للنقدية المحتفظ بها على العلاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار للشركات المساهمة المصرية في ضوء فترات الأزمات".

رابعاً: التعليق على الدراسات السابقة:

من خلال استعراض الدراسات السابقة تم التوصل لما يلي:

- ندرة الدراسات التي تناولت العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، ذلك في ضوء علم الباحث.

- ندرة الدراسات السابقة الخاصة بدراسة العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، خصوصاً في جمهورية مصر العربية، ذلك في ضوء علم الباحث.
 - تعد الدراسة الحالية امتداداً للأدبيات المحاسبية فيما يتعلق بدراسة تأثير المسؤولية المجتمعية للشركات على كفاءة الاستثمار في البيئة المصرية.
 - اختلفت نتائج الدراسات السابقة بشأن العلاقة بين المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار، لذلك يهتم البحث الحالي بمحاولة تقديم تفسير بشأن تباين نتائج الأدلة الاختبارية من خلال دراسة التأثيرات المحتملة للنقدية المحفوظ بها وكذلك الأخذ في الاعتبار عنصر الزمن من حيث فترات الاستقرار وفترات الأزمات.
- بعد أن انتهى الباحث من عرض الدراسات السابقة وتطوير فروض الدراسة، يناقش القسم الثالث الدراسة الاختبارية.

القسم الثالث الدراسة الاختبارية

مقدمة:

يهدف هذا القسم إلى بيان تصميم الدراسة الاختبارية والتي تشمل (عرض لنموذج الدراسة، متغيرات الدراسة وكيفية قياسها، مجتمع وعينة الدراسة، واختبار فروض الدراسة)، يلي ذلك عرض وتفسير النتائج التي توصلت إليها الدراسة، وذلك من خلال النقاط التالية:

أولاً: النماذج الإحصائية المستخدمة:

سيتم استخدام نماذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية (كمتغير مستقل) وكفاءة الاستثمار (كمتغير تابع)، كذلك أيضاً اختبار الأثر التفاعلي للنقدية المحفوظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية (كمتغير منظم) وكفاءة الاستثمار (كمتغير تابع) في ضوء فترة انتشار أزمة فيروس كورونا المستجد (COVID-19)، ويمكن عرض نماذج الانحدار على النحو التالي:

1/1: النموذج الأول (لاختبار الفرض الأول والثاني): أثر النقدية المحتفظ بها على العلاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الاستقرار.

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 CASH_{i,t-1} + \beta_3 CRS * CASH_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 Lev_{i,t-1} + \beta_6 RoA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث أن:

INV: المتغير التابع: كفاءة الاستثمار.

CSR: متغير المستقل: الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية.

*CRS * CASH*: متغير منظم (تفاعل النقدية المحتفظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية).

Size: متغير ضابط: حجم الشركة.

Lev: متغير ضابط: الرافعة المالية.

RoA: متغير ضابط: معدل العائد على الأصول.

ε_{it} : الخطأ العشوائي.

2/1: النموذج الثاني (لاختبار الفرض الثالث والرابع): أثر النقدية المحتفظ بها على العلاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار في فترات الازمات.

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 CASH_{i,t-1} + \beta_3 CRS * CASH_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 Lev_{i,t-1} + \beta_6 RoA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث أن:

INV: المتغير التابع: كفاءة الاستثمار.

CSR: متغير المستقل: الإدراج في مؤشر المسؤولية المجتمعية.

CRS*CASH: متغير منظم (تفاعل النقدية المحتفظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية).

Size: متغير ضابط: حجم الشركة.

Lev: متغير ضابط: الرافعة المالية.

RoA: متغير ضابط: معدل العائد على الأصول.

ε_{it} : الخطأ العشوائي.

وفيما يلي وصفاً للمتغير التابع والمتغير المستقل والمتغير المنظم والمتغيرات والضابطة وكذلك التعريفات الإجرائية الخاصة بكل منهما:

3/1: التعريف الإجرائي للمتغير التابع: (كفاءة الاستثمار):

أوضحت العديد من الدراسات (شرف، 2019)، (Biddle, et al, 2009; Wang, et al, 2015; Chen, et al, 2011)، إلى أنه يمكن قياس كفاءة الاستثمار من خلال قياس الانحراف بين مستوى الاستثمار الفعلي ومستوى الاستثمار المتوقع، والاستناد إلى القيمة المطلقة للبقايا (كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار)، ذلك من خلال النموذج التالي:

$$\text{Investment}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{NEG}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Sales Growth}_{i,t-1} + \beta_3 \text{NEG} * \text{Sales Growth}_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

$\text{Investment}_{i,t}$: تمثل إجمالي الاستثمارات في نهاية العام (t)، وتقاس بنسبة صافي التدفقات من الأنشطة الاستثمارية مقسوماً على إجمالي الأصول.

$\text{NEG}_{i,t-1}$: متغير وهمي، يأخذ القيمة واحد في حالة كان معدل نمو المبيعات بقيمة سالبة، صفر بخلاف ذلك.

Sales Growth: النسبة المئوية للتغير في المبيعات.

ε_{it}: الخطأ المتبقي (مؤشر عكسي لكفاءة الاستثمار).

في ضوء النموذج السابق، إذا كان الاستثمار في الفترة (t) أكبر من معدل نمو المبيعات في الفترة (t-1)، فإن قيمة البواقي ستكون موجبة وهذا يعني أن هناك مبالغة في الاستثمار، وإذا كان الاستثمار في الفترة (t) أصغر من معدل نمو المبيعات في الفترة (t-1)، فإن قيمة البواقي ستكون سالبة وهذا يعني أن هناك نقص في الاستثمار، لذلك تمثل قيمة الخطأ المتبقي (البواقي) مؤشراً عكسياً لكفاءة الاستثمار (مؤشر عدم كفاءة الاستثمار)، سيتم الاعتماد على القيمة المطلقة للخطأ المتبقي (البواقي) كمؤشر عكسي كفاءة الاستثمار، ثم يتم الضرب في (-1) لتعبر القيم الأعلى للبواقي على كفاءة استثمار أفضل.

4/1: التعريف الإجرائي للمتغير المستقل: (الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية):

يقاس كمتغير وهمي، يأخذ القيمة واحد في حالة إدراج الشركة بمؤشر المسؤولية المجتمعية المصري، وصفر بخلاف ذلك.

5/1: التعريف الإجرائي للمتغير المنظم: (تفاعل النقدية المحفوظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية):

يشير المتغير المنظم في الدراسة الحالية لتفاعل النقدية المحفوظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية المصري (متغير تفاعلي)، ويقاس بحاصل ضرب نسبة النقدية المحفوظ بها في قيمة الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية.

6/1: التعريف الإجرائي للمتغيرات الضابطة:

1/6/1: حجم الشركة:

من المتوقع أنه كلما زاد حجم الشركة كلما كان لديها قدرة على اقتناص الفرص الاستثمارية المتاحة بعكس الشركات الصغيرة، وهو ما يؤثر على كفاءة الاستثمار، نظراً للتأثيرات المحتملة لحجم الشركة على كفاءة الاستثمار سيتم تحييد أثر حجم الشركة بإضافته كمتغير ضابط داخل نموذج الانحدار، يقاس حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

2/6/1: الرفع المالي:

أشارت دراسات (Ratny, et al, 2019; Jeon and Oh, 2017) لوجود تأثير موجب للرفع المالي على كفاءة الاستثمار، حيث يتم استثمار القروض في مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة، بالتالي تتحقق كفاءة الاستثمار، على النقيض من ذلك أشارت دراسة (شتيوي، 2017)، لوجود علاقة معنوية سالبة بين الرفع المالي وكفاءة الاستثمار، سيتم تحديد أثر الرفع المالي على كفاءة الاستثمار بإضافته كمتغير ضابط في نموذج الانحدار، يقاس الرفع المالي بنسبة الديون إلى إجمالي الأصول.

3/6/1: العائد على الأصول:

من المتوقع أن تحقيق الشركات لمعدلات مرتفعة للعائد على الأصول، أن يصاحب ذلك كفاءة للمشروعات الاستثمارية، توصلت دراسة (Ramadan, 2017) لوجود علاقة معنوية موجبة بين معدل العائد على الأصول وعدم كفاءة الاستثمار، بما يعني أن الشركات الأكثر ربحية لديها مشكلة المبالغة في عملية الاستثمار (زيادة الاستثمار)، سيتم تحديد أثر معدل العائد على الأصول على كفاءة الاستثمار بإضافته كمتغير ضابط لنموذج الانحدار، يقاس معدل العائد على الأصول بنسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول، يوضح جدول رقم (1) التعريفات الإجرائية للمتغيرات الضابطة، ذلك كما يلي:

جدول رقم (1)

التعريف الإجرائي للمتغيرات الضابطة

اسم المتغير	رمز المتغير	طريقة القياس
حجم الشركة	Size	يقاس حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.
الرفع المالي	Lev	يقاس الرفع المالي بنسبة الديون لإجمالي الأصول.
معدل العائد على الأصول	ROA	يقاس معدل العائد على الأصول بنسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول.

دراسة أثر النقدية المحفوظ بها على العلاقة بين الإدراج في مؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار ...
د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي & د/ السعيد عبد العظيم طلبه الشرفاوي

ثانياً: مجتمع، وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة المصرية والمسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية، سيتم أخذ عينة تناسبية حكمية من هذا المجتمع لاختبار فروض الدراسة.

تم اختيار عينة ميسرة تمثلت في عدد 50 شركة مصرية من تلك القطاعات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية موزعة على عدد 10 قطاعاً اقتصادياً مختلفاً لإتمام الدراسة الحالية، في الفترة من عام 2017 وحتى عام 2021، ويوضح الجدول التالي التوزيع القطاعي لشركات العينة:

جدول رقم (2)

التوزيع القطاعي لشركات العينة

م	اسم القطاع	العينة	النسبة
1	موارد أساسية	8	16%
	خدمات صناعية وسيارات	5	10%
	العقارات	8	16%
	اتصالات وعلام وتكنولوجيا معلومات	6	12%
2	أغذية ومشروبات وتبغ	7	14%
	طاقة وخدمات مساندة	2	4%
	خدمات النقل والشحن	4	8%
	خدمات تعليمية	4	8%
3	مقاولات وإنشاءات هندسية	3	6%
4	منسوجات وسلع معمرة	3	6%
	الإجمالي	50	100%

المصدر: من إعداد الباحث

دراسة أثر النقدية المحفوظ بها على العلاقة بين الإدراج في مؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار ...
د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي & د/ السعيد عبد العظيم طلبه الشرقاوي

ثالثاً: مصادر الحصول على البيانات:

تم الاعتماد على موقع مباشر البورصة المصرية، وكذلك شركة مصر لنشر المعلومات عند جمع البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الحالية.

رابعاً: حدود الدراسة:

يقتصر تطبيق الدراسة الاختبارية على عينة ميسرة من الشركات المصرية المسجلة داخل قطاعات مختلفة ببورصة الأوراق المالية المصرية، حيث يقتصر التطبيق على 10 قطاعات اقتصادية مختلفة، تم استبعاد قطاعي البنوك والخدمات المالية، نظراً لاختلاف طبيعة عملهم عن باقي القطاعات، كذلك يقتصر تطبيق الدراسة الاختبارية على الفترة الزمنية من عام 2017 وحتى عام 2021، ويقتصر التطبيق على فترة انتشار فيروس كورونا المستجد (COVID-19) كفترة أزمات.

خامساً: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

يتم عرض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة والتي تتضمن الحد الأعلى والأدنى، كذلك المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، لشركات عينة الدراسة، كما هو موضح بالجدول التالية:

جدول رقم (3)

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة لشركات عينة الدراسة للنموذج الأول (فترات الاستقرار)

الانحراف المعياري	المتوسط	الحد الأعلى	الحد الأدنى	متغيرات الدراسة
0.141	0.091	0.82	0	كفاءة الاستثمار (مؤشر عكسي) *
0.502	0.5	1	0	الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية
0.104	0.059	0.27	0	المتغير المنظم
0.54	8.7	10.3	7.7	حجم الشركة
0.22	0.4	0.88	0.009	الرافعة المالية
0.23	0.12	0.65	-0.73	معدل العائد على الأصول
* قيم الحد الأدنى والأعلى للمؤشر العكسي لكفاءة الاستثمار هي القيم المطلقة للبراقبي قبل الضرب في (-1)				

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج الاختبارات الإحصائية

- من خلال العرض السابق للإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة، يمكن استخلاص ما يلي:
- وجود تباين كبير لقيم المتغير التابع الخاص بالنموذج الأول وهو (كفاءة الاستثمار)، استناداً للقيم المطلقة للبواقي كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار، حيث بلغت أكبر قيمة (82%) تقريباً، في حين كانت أقل قيمة (0%).
 - وجود اختلاف كبير لقيم المتغير المستقل (الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية)، حيث بلغت أكبر قيمة (1)، في حين كانت أقل قيمة (0)، يشير ذلك لوجود اختلافاً كبيراً بين شركات العينة فيما يتعلق بعملية الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية.
 - وجود تباين فيما يتعلق بتفاعل النقدية المحتفظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية (المتغير المنظم)، حيث كانت أكبر قيمة (47%) تقريباً في حين كانت أقل قيمة (0)، يشير ذلك لوجود اختلافاً كبيراً بين شركات العينة فيما يتعلق بالمتغير التفاعلي.
 - وجود تباين فيما يتعلق بحجم الشركة، حيث قدرت أكبر قيمة لهذا المتغير باللوغاريتم (10.3)، في حين بلغت أقل قيمة باللوغاريتم (7.7).
 - وجود اختلاف كبير فيما يتعلق بالرافعة المالية لشركات عينة الدراسة، حيث بلغت أكبر قيمة (88%)، وأقل قيمة كانت (0.009)، ويشير ذلك لوجود تباين كبير لنسبة المديونية فيما بين عينة شركات الدراسة.
 - وجود تباين فيما يتعلق بمعدل العائد على الأصول، حيث قدرت أكبر قيمة لهذا المتغير (65%) تقريباً، في حين بلغت أقل قيمة (73%).
- ويوضح الجدول التالي الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة لعينة الشركات لنموذج الانحدار الثاني، ذلك كما يلي:

دراسة أثر النقدية المحتفظ بها على العلاقة بين الإدراج في مؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار ...
د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي & د/ السعيد عبد العظيم طلبه الشرفاوي

جدول رقم (4)

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة لشركات العينة للنموذج الثاني (فترات الأزمات)

متغيرات الدراسة	الحد الأدنى	الحد الأعلى	المتوسط	الانحراف المعياري
كفاءة الاستثمار (مؤشر عكسي) *	0	0.71	0.047	0.053
الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية	0	1	0.5	0.502
المتغير المنظم	0	0.47	0.06	0.115
حجم الشركة	7.6	10.6	8.9	0.666
الرافعة المالية	0.008	0.86	0.41	0.23
معدل العائد على الأصول	-0.7	0.62	0.049	0.22
* قيم الحد الأدنى والأعلى للمؤشر العكسي لكفاءة الاستثمار هي القيم المطلقة للبواقي قبل الضرب في (-1)				

من خلال العرض السابق للإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة، يمكن استخلاص ما يلي:

- وجود اختلاف لقيم المتغير التابع الخاص بالنموذج الأول وهو (كفاءة الاستثمار)، استناداً للقيم المطلقة للبواقي كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار، حيث بلغت أكبر قيمة (71%) تقريباً، في حين كانت أقل قيمة (0%).
- وجود اختلاف كبير لقيم المتغير المستقل (الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية)، حيث بلغت أكبر قيمة (1)، في حين كانت أقل قيمة (0)، يشير ذلك لوجود اختلافاً كبيراً بين شركات العينة فيما يتعلق بعملية الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية.
- وجود تباين فيما يتعلق بتفاعل النقدية المحتفظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية (المتغير المنظم)، حيث كانت أكبر قيمة (47%) تقريباً في حين كانت أقل قيمة (0)، يشير ذلك لوجود اختلافاً كبيراً بين شركات العينة فيما يتعلق بالمتغير التفاعلي.
- وجود تباين فيما يتعلق حجم الشركة، حيث قدرت أكبر قيمة لهذا المتغير باللوغاريتم (10.6)، في حين بلغت أقل قيمة باللوغاريتم (7.6).

- وجود اختلاف كبير فيما يتعلق بالرافعة المالية لشركات عينة الدراسة، حيث بلغت أكبر قيمة (86%)، وأقل قيمة كانت (0.008)، ويشير ذلك لوجود تباين كبير لنسبة المديونية فيما بين عينة شركات الدراسة.
 - وجود تباين فيما يتعلق بمعدل العائد على الأصول، حيث قدرت أكبر قيمة لهذا المتغير (62%) تقريباً، في حين بلغت أقل قيمة (70%).
- سادساً: عرض نتائج تحليل الانحدار:

1/6: نتائج تحليل الانحدار (النموذج الأول):

يتم مناقشة نتائج التحليل الإحصائي للنموذج الأول، من خلال اتباع طريقة المربعات الصغرى، كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم (5)

نتائج تحليل الانحدار للنموذج الأول (فترات الاستقرار)

Number of obs = 100					
R-squared Adj = 0.295					
F (6, 93) = 8.33					
Prob > F = 0.0000					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Sig
CSRw5	.0921472	.0216738	4.25	0.000	***
CASHw5	.1219738	.1225046	1.00	0.322	
Interactionw5	.5713108	.1636802	3.49	0.001	***
Sizew5	.0127462	.0135578	0.94	0.349	
Levw5	.0056428	.0314441	0.18	0.858	
ROAw5	.1410917	.047934	2.94	0.004	**
Cons	-.0151996	.1222911	-0.12	0.901	
***, **, (تشير لمستويات المعنوية المتعارف عليها 1%, 5% على الترتيب)					

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج الاختبارات الإحصائية

من الجدول السابق يمكن استنتاج ما يلي:

- معنوية نموذج الانحدار ككل عند مستوى معنوية (1%)، حيث كانت قيمة (F= 8.33)، وهي معنوية عند مستوى معنوية 1% حيث بلغت $p=0.000$ value.

- توجد علاقة معنوية موجبة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية المصري (كمتغير مستقل) وكفاءة الاستثمار (كمتغير تابع)، عند مستوى معنوية (1%)، حيث كانت قيمة ($p=0.000$)، وبالتالي يتم رفض فرض الدراسة الأول (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا توجد علاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية المصري وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الاستقرار، وقبول الفرض البديل بأنه توجد علاقة معنوية موجبة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الاستقرار.
- توجد علاقة معنوية موجبة بين المتغير التفاعلي (تفاعل النقدية المحتفظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية المصري) وكفاءة الاستثمار، عند مستوى معنوية (1%)، حيث كانت قيمة ($p=0.001$)، وبالتالي يتم رفض فرض الدراسة الثاني (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا توجد علاقة بين تفاعل النقدية المحتفظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية المصري على كفاءة الاستثمار في ضوء فترات الاستقرار، وقبول الفرض البديل بأنه توجد علاقة معنوية موجبة بين تفاعل النقدية المحتفظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية المصري على كفاءة الاستثمار في ضوء فترات الاستقرار.
- القوة التفسيرية لنموذج الانحدار كانت (29.5%) تقريباً، هو ما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر نسبة (29.5%) من تباين المتغير التابع.

دراسة أثر النقدية المحتفظ بها على العلاقة بين الإدراج في مؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار ...
د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي & د/ السعيد عبد العظيم طلبه الشرقاوي

2/6: نتائج تحليل الانحدار (النموذج الثاني):

جدول رقم (6)

نتائج تحليل الانحدار للنموذج الثاني (فترات الأزمات)

Number of obs = 100					
R-squared Adj = 0.08					
F (6, 93) = 1.89					
Prob > F = 0.04					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Sig
CSRw5	-.0341904	.0127304	-2.69	0.008	***
CASHw5	.0291471	.0673234	0.43	0.666	
Interactionw5	-.0636184	.0866346	-0.73	0.464	
Sizew5	.0149576	.0074053	2.02	0.046	**
Levw5	-.0254021	.0205468	-1.24	0.219	
ROAw5	.0255389	.0231244	1.10	0.272	
Cons	-.094761	.0682257	-1.39	0.168	
***, **, (تشير لمستويات المعنوية المتعارف عليها 1%، 5% على الترتيب)					

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج الاختبارات الإحصائية

من الجدول السابق يمكن استنتاج ما يلي:

- معنوية نموذج الانحدار ككل عند مستوى معنوية (5%)، حيث كانت قيمة $F=1.89$ ، وهي معنوية عند مستوى معنوية 5% حيث بلغت $p\text{-value}=0.04$.
- توجد علاقة معنوية سالبة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المصري (كمتغير مستقل) وكفاءة الاستثمار (كمتغير تابع) في ضوء ظروف الأزمات، عند مستوى معنوية (1%)، حيث كانت قيمة $p=0.008$ ، وبالتالي يتم رفض فرض الدراسة الثالث (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا توجد علاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية المصري وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الأزمات، وقبول الفرض البديل بأنه توجد علاقة معنوية سالبة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الأزمات.

- لا توجد علاقة بين المتغير التفاعلي (تفاعل النقدية المحتفظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية المصري) وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الأزمات، عند أي مستوى من مستويات المعنوية المتعارف عليها، حيث كانت قيمة ($p=0.464$)، وبالتالي يتم قبول فرض الدراسة الرابع (صورة فرض العدم) والقاتل بأنه لا توجد علاقة بين تفاعل النقدية المحتفظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية المصري وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الأزمات.
- القوة التفسيرية لنموذج الانحدار كانت (8%) تقريباً، هو ما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر نسبة (8%) من تباين المتغير التابع.

سابعاً: نتائج اختبار فروض الدراسة، وتفسيرها:

من اختبار فروض الدراسة وعرض نتائجها من خلال نتائج نماذج الانحدار السابق عرضها، يمكن استخلاص ما يلي:

- تم رفض فرض الدراسة الأول (صورة فرض العدم) والقاتل بأنه لا توجد علاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الاستقرار، وقبول الفرض البديل، حيث كشفت الدراسة الحالية عن وجود علاقة معنوية موجبة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الاستقرار، ذلك عند مستوى معنوية (1%) حيث كانت قيمة ($p=0.000$)، تفسير ذلك يعني أن قيام الشركات بتطبيق الممارسات والأبعاد الخاصة بمجال المسؤولية المجتمعية يؤثر بالإيجاب على عملية إدراجها بمؤشر المسؤولية المجتمعية المصري ويؤثر إيجابياً أيضاً على كفاءة الاستثمار ذلك في ضوء فترات الاستقرار، وهو ما يعني أن الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية يعزز من كفاءة الاستثمار، فكلما كانت الشركة مهتمة بمجال المسؤولية المجتمعية والبيئية ومدرجة بمؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات كلما انعكس ذلك إيجابياً على كفاءة الاستثمار وكفاءة القرارات الاستثمارية لديها مقارنة بغيرها من الشركات غير المدرجة بمؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات، وهو

ما يتفق مع نتائج دراسات (Erawati, et al, 2021; Liu and Tian, 2021; Zeng, et al, 2019; Shahzad, et al, 2018; Cook, et al, 2018).

- تم رفض فرض الدراسة الثاني (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا توجد علاقة بين تفاعل النقدية المحفوظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية على كفاءة الاستثمار في ضوء فترات الاستقرار، وقبول الفرض البديل، حيث كشفت الدراسة الحالية عن وجود علاقة معنوية موجبة بين تفاعل النقدية المحفوظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الاستقرار، ذلك عند مستوى معنوية (1%) حيث كانت قيمة ($p=0.001$)، تفسير ذلك يعني أن كلما كانت الشركة مهتمة بمجالات وأبعاد المسؤولية المجتمعية ومهتمة بعملية الإفصاح عن الممارسات المتعلقة بالمسؤولية المجتمعية والبيئية ومدرجة بمؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات، وكلما كان لديها مستويات مناسبة من النقدية المحفوظ بها، كلما انعكس ذلك إيجابياً على كفاءة القرارات الاستثمارية مقارنة بغيرها من الشركات، ذلك في ضوء فترات الاستقرار، وهو ما يعني أن عملية التفاعل والتناسق فيما بين عملية الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وعملية الاحتفاظ بالنقدية تعزز من قدرة الشركات على واستغلال واقتناص الفرص الاستثمارية الواعدة وتعزز من كفاءة الاستثمار.

- تم رفض فرض الدراسة الثالث (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا توجد علاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الأزمات، وقبول الفرض البديل، حيث كشفت الدراسة الحالية عن وجود علاقة معنوية سالبة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الأزمات، ذلك عند أي مستوى معنوية (1%)، حيث كانت قيمة ($p\text{-Value} = 0.008$)، تفسير ذلك، أنه قد تكون فترة انتشار جائحة فيروس كورونا المستجد (فترة أزمات) سبب رئيسي في الوصول لوجود علاقة معنوية سالبة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار، حيث دائماً ما تشهد فترات الأزمات تأثيرات سلبية على الأسواق، بالتالي قد تتجنب

الشركات عمليات الاستثمار والتوسع والنمو، بالتالي قد تتحقق عدم الكفاءة الاستثمارية (خاصة في مجال نقص الاستثمار).

- تم قبول فرض الدراسة الرابع (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا توجد علاقة بين تفاعل النقدية المحتفظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية على كفاءة الاستثمار في ضوء فترات الأزمات، ورفض الفرض البديل، حيث كشفت الدراسة الحالية عن عدم وجود علاقة معنوية بين تفاعل النقدية المحتفظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار في ضوء فترات الأزمات، ذلك عند أي مستوى من مستويات المعنوية المتعارف عليها، حيث كانت قيمة ($p\text{-Value} = 0.464$)، تفسير ذلك يعني أنه وفي ظل فترات الأزمات قد تحجم الشركات عن القيام بعمليات توسع أو نمو، واستغلال النقدية المحتفظ بها في مواجهة ظروف عدم التأكد المستقبلية وتقليل مخاطر السيولة، وخاصة في ظل انتشار جائحة فيروس كورونا المستجد، وهي جائحة عالمية لها تداعيات اقتصادية عديدة، ويصاحبها نقص أو عدم توفر معلومات حول آفاق المستقبل، ذلك قد يكون سبب رئيسي للوصول لعدم وجود علاقة بين تفاعل النقدية المحتفظ بها مع الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية على كفاءة الاستثمار.

فيما يلي مجموعة من الأفكار التي قد تمثل دراسات مستقبلية:

- 1- دراسة أثر الأزمات السياسية على العلاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار.
- 2- دراسة أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين النقدية المحتفظ بها وكفاءة الاستثمار.
- 3- دراسة العلاقة بين أنماط الملكية المختلفة وكفاءة الاستثمار.
- 4- دراسة إدارة الأرباح كمتغير وسيط للعلاقة بين الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية وكفاءة الاستثمار.

دراسة أثر النقدية المحفوظ بها على العلاقة بين الإدراج في مؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار ...
د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي & د/ السعيد عبد العظيم طلبه الشرفاوي

- 5- أثر الإدراج بمؤشر المسؤولية المجتمعية على قيمة وأداء الشركة في ظل فترات عدم التأكد أو فترات الأزمات.
- 6- دراسة أثر الأزمات السياسية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية على للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

المراجع

المراجع العربية:

- أبو العز، محمد السعيد، (2021)، "تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار والانتماء"، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- الحناوي، السيد محمود، (2020)، "العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والأداء المالي للشركة ظل التأثير المعدل لمراحل دورة حياة الشركة – دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد: الثالث، ص ص. 228 – 288.
- شرف، إبراهيم أحمد إبراهيم، (2019)، "أثر ممارسات إدارة الأرباح على كفاءة الاستثمار بالشركات – دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد: الرابع، ص ص. 227 – 290.
- عفيفي، هلال عبد الفتاح، (2015)، "أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية للشركات المساهمة المصرية: دراسة اختبارية"، المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، العدد: الرابع، ص ص. 51 – 118.

المراجع الأجنبية:

- Ahrends, M., Drobetz, W., Puhon, T., (2018), "Cyclicalities of growth opportunities and the value of cash holdings", Journal of Financial Stability, Vol. 37, PP. 74 – 96.
- Aktas, N., Louca, C., Petmezas, D., (2019), "CEO overconfidence and the value of corporate cash holdings", Journal of Corporate Finance, Vol. 54, PP. 85 - 106.

- Al-Amri, K., Al-Busaidi, M., Akguc, S., (2015), “Conservatism and Corporate Cash Holdings: A Risks Prospective”, **Investment Management and Financial Innovations**, Vol. 12, PP. 101 - 113.
- Azmat, Q., (2014), “Firm value and optimal cash level: evidence from Pakistan”, **International Journal of Emerging Markets**, Vol. 9, PP. 488 - 504.
- Barnett, L., (2007), “Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility”, **Academy of Management Review**, Vol. 32, PP. 794 – 816.
- Benlemlih, M., and Bitar, M., (2018), “Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency”, **Journal of Business Ethics**, Vol. 48, PP. 647 - 671.
- Biddle, G., Hilary, G., and Verdi, R., (2009), “How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?”, **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 48, PP. 112 – 131.
- Chen, T., Xie, L., and Zhang, Y., (2017), “How Does Analysts' Forecast Quality Relate to Corporate Investment Efficiency?”, **Journal of Corporate Finance**, Vol. 43, PP. 217 – 240.
- Cook, K., Romi, A., Sánchez, D., and Sánchez, J., (2018), “The influence of corporate social responsibility on investment efficiency and innovation”, **Journal of Business & Accounting**, Vol. 46, PP. 494 - 537.
- Cruz, F., Kimura, H., and Sobreiro, A., (2019), “What Do We Know About Corporate Cash Holdings? A Systematic Analysis”, **The Journal of Corporate Accounting & Finance**, Vol. 12, pp. 11–15.
- Dimitropoulos, P., Koronios, K., Thrassou, A., and Vrontis, D., (2020), “Cash holdings, corporate performance and viability of Greek SMEs:

- Implications for stakeholder relationship management”, **EuroMed Journal of Business**, Vol. 15, pp. 333 – 348.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., and Kim, Y., (2016), “Country-level institutions, firm value, and the role of corporate social responsibility initiatives”, **Journal of International Business Studies**. Vol, 48, PP. 360 – 385.
 - Erawati, N., Hariadi, B., Saraswati, E., (2021), “The Role of Corporate Social Responsibility in the Investment Efficiency: Is It Important?”, **The Journal of Asian Finance, Economics and Business**, Vol. 8, PP. 169 – 178.
 - European Commission, Employment&Social Affairs, Green Paper (2001), Promoting a European framework for corporate social responsibility Green Paper, COM (2001) 366 final, ISBN 92-894-1478-2, available at: http://www.europa.eu.int/comm/enterprise/csr/index_forum.htm
 - Fernandes, G., Mendes, S., and Leite, O., (2021), “Cash holdings and profitability of banks in developed and emerging markets”, **International Review of Economics and Finance**, Vol. 71, PP. 880 – 895.
 - Ferreira, M., and Vilela, A., (2004), “Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries”, **European Financial Management**, Vol. 10, PP. 295 – 319.
 - García, M., García, B., and Penalva, F., (2016), “Accounting conservatism and firm investment efficiency”, **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 61, PP. 221 - 238.
 - Gomariz, C., and Ballesta, S., (2014), “Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency”, **Journal of Banking and Finance**, Vol. 40, PP. 494 – 506.

- Herbert, J., and Harto, P., (2021), “The effect of financial reporting quality and family ownership on investment efficiency with audit quality as moderating variable (empirical study on manufacture firms listed on Indonesia stock exchange in the year of 2015-2019)”, **Diponegoro Journal of Accounting**, Vol. 10, PP. 1 - 12.
- Jensen, C., (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, Vol. 76, PP. 323 – 329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976), “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure” **Journal of Financial Economics**, 3 (4), 305-360.
- Jo, H., and Na, H., (2012), “Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors”, **Journal of Business Ethics**, Vol. 110, PP. 441 –456.
- Lai, V., Nguyen, D., Sodjahin, W., Soumaré, I., (2018), “Discretionary Idiosyncratic Risk, Firm Cash Holdings, and Investment”, **Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance**, Vol. 6, PP. 51 – 75.
- Lee, T., (2020), “Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency: Evidence from an Emerging Asian Market”, **Business & Economics Review**, Vol. 29, PP. 1–16.
- Lin, E., Li, W., Cheng, Y., (2021), “Corporate social responsibility and investment efficiency: Does business strategy matter?”, **International Review of Financial Analysis**, Vol. 73, PP. 1- 61.
- Liu, L., Tian, G., (2021), “Mandatory CSR disclosure, monitoring and investment efficiency: evidence from China”, **Accounting & Finance**, Vol. 61, PP. 595 –644.

- Majeed, A., Zhang, X., and Umar, M., (2018), "Impact of Investment Efficiency on Cost of Equity: Evidence from China", *Journal of A-sia Business Studies*, Vol. 12, PP. 44 - 59.
- Moolchandani, R., and Kar, S., (2021), "Family control, agency conflicts, corporate cash holdings and firm value", available at: <https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2020-0828>.
- Mouline, B., (2021), "A Literature Review on Corporate Cash Holdings Decisions", *Journal of Contemporary Issues in Business and Government*, Vol. 27, PP. 143 – 155.
- Nor, N., Nawawi, A., and Salin, A., (2017), "The Influence of Board Independence, Board Size and Managerial Ownership on Firm Investment Efficiency", *Pertanika Journal of Social Science and Humanities*, Vol. 25, PP. 1039 - 1058.
- Ogundipe, E., Salawu, O., and Ogundipe, O., (2012), "The Determinants of Corporate Cash Holdings in Nigeria: Evidence from General Method of Moments (GMM)", *World Academy of Science, Engineering and Technology*, Vol, 61, PP. 978 – 984.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R., (1999), "The determinants and implications of corporate cash holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, PP. 3 – 46.
- Pacheco, L., (2017), "Investment determinants at the firm-level: the case of Portuguese industrial SMEs", *Journal of Business Science and Applied Management*, Vol. 12, PP. 43 – 76.
- Park, S., Kim, I., and Kim, W., (2017), "Investment Efficiency between Listed and Unlisted Firms, And Big 4 Audit Firms' Effect: Evidence from Korea", *Journal of Applied Business Research*, Vol. 33, PP. 1095 - 1112.

- Ramadan, M., (2017), "Financial Reporting Quality as A determinant of the Relationship between Financial Constraints and Investment Efficiency: An Applied Study on Nonfinancial Firms Listed in the Egyptian Stock Exchange", *Alexandria Journal of Accounting Research*, Vol. 1, PP. 39 - 68.
- Rocca, M., Cariola, A., and Rocca, T., (2005), "Overinvestment and underinvestment problems: Determining factors, consequences and solutions", Available at: *SSRN 835364*.
- Samet, M., and Jarbou, A., (2017), "How does corporate social responsibility contribute to investment efficiency?", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 48, PP. 33 - 46.
- Shahzad, F., Nawaz, F., and Nawab, N., (2018), "Does family control explain why corporate social responsibility affects investment efficiency?", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 25, PP. 880 - 888.
- Wu, L., and Shu, C., (2015), "Corporate Social Responsibility and Information Asymmetry", *Journal of Applied Finance & Banking*, Vol. 5, PP. 105 - 122.
- Zeng, S., Qin, Y., and Zeng, G., (2019), "Impact of Corporate Environmental Responsibility on Investment Efficiency: The Moderating Roles of the Institutional Environment and Consumer Environmental Awareness", *Sustainability*, Vol. 11, PP. 1 - 21.