



أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية وتركز الملكية على كفاءة الاستثمار

دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية

إعداد

د. حازم محفوظ محمد نويجي

أستاذ مساعد المحاسبة – كلية التجارة جامعة دمنهور

hazem762@yahoo.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد السادس - العدد الأول – الجزء الثاني - يناير ٢٠٢٥

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

نويجي، حازم محفوظ محمد (٢٠٢٥). أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية وتركز الملكية على كفاءة الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٦ (١) ج ٢، ٢٤٧-٢٨٦.

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

أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية وتركز الملكية على كفاءة الاستثمار

دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية

د. حازم محفوظ محمد نويجي

ملخص البحث

استهدف هذا البحث اختبار تأثير مستوي الاحتفاظ بالنقدية وتركز الملكية على كفاءة الاستثمار. ولتحقيق هدف البحث تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية تتكون من ٥٦ شركة بإجمالي ٢٨٤ مشاهدة، عن الفترة من ٢٠١٧ إلى ٢٠٢١.

وقد توصل الباحث إلى عدة نتائج أهمها؛ وجود تأثير سلبي لمستوي الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار، سواء في ظل وجود المتغيرات الرقابية أو عدم وجودها، وهو ما يؤيد الفرض الأول للبحث، وجود تأثير سلبي معنوي لتركز الملكية على كفاءة الاستثمار في ظل عدم وجود متغيرات الرقابة، بينما كان هذا التأثير غير معنوي في ظل وجود المتغيرات الرقابية، وهو ما يؤيد الفرض الثاني للبحث في ظل عدم وجود متغيرات الرقابة فقط. كما أظهرت نتائج تحليل الحساسية أن تأثير مستوي الاحتفاظ بالنقدية كان ايجابياً ومعنوي على نقص الاستثمار، في حين كان تأثيره سلبي ومعنوي على الإفراط في الاستثمار. كما أظهرت نتائج تحليل الحساسية أن تأثير درجة تركز الملكية كان ايجابياً ومعنوي على نقص الاستثمار، في حين كان تأثيره سلبي، ولكنه غير معنوي على الإفراط في الاستثمار.

الكلمات المفتاحية: الاحتفاظ بالنقدية، تركز الملكية، كفاءة الاستثمار، الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية

١- مقدمه البحث:

يلعب الاحتفاظ بالنقدية دوراً محورياً في عملية اتخاذ القرارات المالية، ويضمن هذا الدور استمرار العمليات التشغيلية للشركة، كما أنه يدعم الشركة في الحصول على التمويل الذي يساعدها على اتخاذ القرار الاستثماري بشكلٍ سليم، علاوة على ذلك يؤدي الاحتفاظ بالنقدية إلى زيادة فرص الشركة في الدخول إلى أسواق رأس المال؛ وبشكلٍ عام يُعزّز الاحتفاظ بالنقدية استمرارية الشركة (Shehata & Rashed, 2021).

ويُحقق الاحتفاظ بالنقدية العديد من المنافع للشركات لا سيما في أسواق رأس المال الناشئة، ففي ظل عدم تماثل المعلومات، يكون الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية أقل تكلفةً من مصادر التمويل الخارجية، وذلك بسبب تكاليف المعاملات. كما يُمكن للشركة الاحتفاظ بالنقدية لمواجهة مخاطر نقص النقدية المتاحة لا سيما في أوقات الأزمات وزيادة مخاطر انخفاض التدفقات النقدية، إضافةً إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يُمكن الشركة من الاستفادة من فرص الاستثمار المتاحة، والتي قد يؤدي عدم توافر النقدية إلى عدم استغلالها بسبب ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي اللازم لها (Manoel & Moraes, 2021).

د. حازم محفوظ محمد نويجي

وبالرغم من المنافع التي يحققها الاحتفاظ بالنقدية إلا أنه قد يرتبط بها العديد من التكاليف والتي تتمثل في؛ أولاً: تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقدية؛ حيث أن الأصول النقدية توفر معدل عائد منخفض مقارنةً بالأصول الأخرى، ثانياً: تكاليف الوكالة المرتبطة بفرضية التدفق النقدي الحر؛ حيث أن الاحتفاظ بالنقدية يشبه التدفق النقدي الحر، ومن ثم يُمكن إساءة استخدامه من قِبل المديرين، لذلك ففي حالة عدم توافق أهداف الإدارة والمساهمين، يُمكن للإدارة استغلال الأصول النقدية المُحتفظ بها لزيادة ثروتهم الخاصة على حساب المساهمين (Graham & Leary, 2018). إضافةً إلى عدم رغبة المساهمين في قيام إدارة الشركة بالاحتفاظ بالمزيد من الأصول النقدية لما يترتب على ذلك من انخفاض توزيعات الأرباح (Al-Najjar & Clark, 2017).

ووفقاً لنظرية الوكالة، يُمكن للمديرين استخدام سلطاتهم لتحقيق منافعهم الخاصة على حساب المساهمين، ونظراً لأن قرار الاحتفاظ بالنقدية أو توزيعها يخضع لتقديرات المديرين مع توافر مستوى محدود من الرقابة؛ لذلك فإن الأصول النقدية تكون أكثر عُرضةً لمخاطر سوء الاستخدام من قِبل الإدارة (Shehata & Rashed, 2021).

وقد حظي الاحتفاظ بالنقدية باهتمام كبير في السنوات الأخيرة نظراً لأهمية حجم الأصول النقدية في تحديد المركز المالي للشركة (Dogru & Sirakaya-Turk, 2018)، وتحتفظ الشركات بمبالغ نقدية كبيرة تجنباً لمخاطر عدم التأكد والاستفادة من فرص النمو المتاحة؛ حيث أن الاحتفاظ بأصول ذات سيولة أكبر يزيد من المرونة المالية للشركة ويساعدها على الاستجابة لتغيرات السوق التي تؤثر على الاستثمار ونمو الأعمال. ويعطي المديرين في الدول المتقدمة الأولوية للمرونة المالية، وبالتالي يحتفظون بمزيد من السيولة من أجل زيادة قدرة الشركة على المنافسة في بيئة الأعمال الديناميكية (La Rocca & Cambrea, 2019).

وعلى وجه الخصوص، تحتاج الشركات إلى النقدية من أجل القيام بأنشطتها التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، وهناك مجموعة من الدوافع وراء قيام الشركات بالاحتفاظ بالنقدية ويتمثل الدافع الأول في دافع المعاملات (Transactiona Motive)؛ حيث من المرجح أن تحتفظ الشركات بالنقدية لتلبية احتياجات أنشطة التشغيل اليومية كمدفوعات الديون وأرباح الأسهم والضرائب، وقد يساعد هذا الأمر الشركات على تجنب بيع الأصول للقيام بهذه الأنشطة وتخفيض تكلفة الحصول على الموارد المالية من خارج الشركة (Amess et al., 2015). أما الدافع الثاني فيتمثل في دافع التحوط (Precautionary Motive)؛ حيث يعمل الاحتفاظ بالنقدية كتأمين ذاتي ضد النفقات المستقبلية غير المتوقعة (Akhtar et al., 2018). في حين أن الدافع الثالث يتمثل في دافع المضاربة (Speculative Motive)؛ حيث تقوم الشركات بالاحتفاظ بالنقدية لتكون قادرةً على استغلال الفرص الاستثمارية المستقبلية بدلاً من ضياعها في حالة عدم توافر النقدية اللازمة (Hassanein & Kokel, 2019).

ويعتبر الاحتفاظ بالنقدية بشكلٍ مُفرط من قِبل الشركة مصدر قلق كبير للمساهمين وذلك لارتباطه بانخفاض العائد على الاستثمار (Yu et al., 2015). كما تُعد النقدية من الأصول التي يُمكن أن يُساء استخدامها من قِبل المديرين؛ حيث يؤدي انخفاض الرقابة على الأصول النقدية إلى زيادة فرص تحقيق المديرين لمزايا شخصية بما يؤدي لظهور مشاكل الوكالة، لا سيما عند الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من الأصول النقدية. وتشير نظرية الوكالة إلى أنه في حالة عدم توافر الرقابة على المديرين بالشكل المناسب فإنهم يسعون إلى تحقيق منافع خاصة من خلال النقدية الزائدة بسبب عدم التوافق بين دوافعهم وأهداف المساهمين (Akhtar et al., 2018).

د. حازم محفوظ محمد نويجي

ويعتبر الاستثمار أحد المحددات الهامة للنمو، ولا يقتصر مفهوم النمو في هذه الحالة على معدل نمو الشركة، وإنما يمتد إلى نمو الاقتصاد ككل، فالاستثمارات التي تنفذها الشركات، سواء كانت في صورة مشروعات أو في صورة شراء أصول أو استثمارات في سوق رأس المال تسهم جميعها في تحسين وتطوير الاقتصاد بصفة عامة. وفي هذا السياق لا يجب أن ينصب الاهتمام الأكاديمي والمهني حول حجم، أو كم الاستثمار المستهدف فقط، وإنما يجب الاهتمام أيضا بكفاءة الاستثمار Investment Efficiency (Berk et al., 1999، شرف، ٢٠١٩)

وحتى يمكن اتخاذ قرار استثمار كفاء بالشركات يجب أن يتوافر لمتخذ القرار المعلومات الملائمة والكافية. ومن أهم هذه المعلومات؛ المعلومات المالية التي تحتويها التقارير المالية، ولا يكفي فقط توافر هذه المعلومات المالية وإنما يجب أن تكون هذه المعلومات المالية ملائمة وعلى درجة عالية من الجودة (Rad et al., 2016).

وتشير الدراسات (Ogneva, 2012; Ball et al., 2016; Chava et al., 2019) إلى تزايد تكاليف الوكالة المرتبطة بقرارات الاستثمار في الشركات التي يتوافر فيها التدفقات النقدية أو التمويل الداخلي أكثر من غيرها، وذلك لأن الإدارة يكون لديها الحافز لزيادة معدلات الاستثمار والنمو بما يفوق المعدلات المثلى، مما قد يدفعها للاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة. وتسهم زيادة جودة المعلومات المحاسبية في تحسين قدرة المستثمرين على رقابة ومتابعة القرارات الاستثمارية، علاوة على أنها تزيد من كفاءة التعاقدات التي بموجبها يمكن الحد من قدرة الإدارة على اتخاذ قرارات استثمارية في غير صالح حملة الأسهم.

وفيما يتعلق ببيئة الممارسة المحاسبية المصرية، تعتبر مصر واحدة من الأسواق الناشئة، المثيرة للاهتمام باعتبار التقارير المالية هي المصدر الرئيس للمعلومات، في ظل أن مهنة التحليل المالي مازالت في مرحلة مبكرة من التطور، كما أن الشركات المدرجة لا تكشف عن توقعات الأرباح بشكل كبير، وبالتالي، فإن معظم المعاملات يتم إجراؤها في سوق رأس المال المصري على أساس المعلومات المحاسبية، وخاصة الأرباح. وقد أصدرت مصر قانون الاستثمار الجديد رقم ٢٧ عام ٢٠١٧ بهدف تحسين مستوى الاستثمار.

وفيما يتعلق بالدراسات الأكاديمية المصرية التي تناولت موضوع كفاءة الاستثمار، فتوجد ندرة شديدة في الدراسات التي تناولت كفاءة الاستثمار من منظور محاسبي. وقد اتجهت الدراسات نحو الاهتمام بكفاءة الاستثمار، ومنها؛ دراسة الصايغ وحميده (٢٠١٥)، والتي هدفت لبيان تأثير جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات المصرية. في حين سعت دراسة رميلي (٢٠١٨) لاختبار تأثير الإفصاح عن المعلومات غير المالية المستقبلية على كفاءة الاستثمار بالشركات.

ولقد أصبح هيكل الملكية من الموضوعات التي نالت اهتمام كبير في الأدب المحاسبي، نتيجة لزيادة عدد الشركات الكبيرة، وتوسع النشاط الاقتصادي، فضلا عن نمو الاستثمارات الأجنبية في كل من الأسواق المحلية والعالمية، باعتباره أداة لرقابة أداء وسلوك الإدارة لضمان خفض تكاليف الوكالة وحماية حقوق المساهمين، من خلال الحد من الممارسات التي تنطوي على تعارض المصالح في الشركات، الأمر الذي ينعكس على أداء الشركة (ALqirem et al., 2020)

د. حازم محفوظ محمد نويجي

ويمكن التمييز بين نوعين من هياكل الملكية وهما الملكية المركزة والملكية المشتتة، ويمكن تصنيف الملكية المركزة إلى ملكية مركزة في يد كبار المساهمين، و ملكية مركزة في يد الإدارة، و ملكية مركزة في يد المؤسسات المالية، و ملكية مركزة في يد الدولة، و ملكية مركزة في يد مستثمر أجنبي (أبو العلاء، ٢٠١٩)

وسوف ينصب تركيز هذا البحث على الملكية المركزة في يد كبار المساهمين، وتأثيره على كفاءة الاستثمار ، وفي هذا الشأن فقد خلص البعض (Azhar et al ,2019 ; Chen et al ,2017 ; Zheng , 2023) إلى أن تركيز الملكية يؤثر على كفاءة الاستثمار.

ويسعى البحث الحالي لدراسة واختبار تأثير مستوى الاحتفاظ بالنقدية ودرجة تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار.

٢- مشكلة البحث:

يُعد اتخاذ قرارات الاستثمار بكفاءة هدفاً حيوياً لكل الشركات لأنها تسهم في تحقيق النمو المستدام ويساهم في تعظيم ثروة أصحاب المصالح، وتطور أسواق رأس المال. وتعتمد أهمية الاستثمار على كفاءة الاستثمار، والتي تتأثر بالعديد من العوامل منها مستوى الاحتفاظ بالنقدية ودرجة تركيز الملكية.

ورغم إجراء العديد من الدراسات عن كفاءة الاستثمار، إلا أنه توجد ندرة في الدراسات التي تناولت تأثير كل من مستوى الاحتفاظ بالنقدية ودرجة تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار بصفة عامة وفي البيئة المصرية بصفة خاصة. يضاف إلى ذلك، عدم اتفاق نتائج هذه الدراسات فيما بينها بشأن هذا التأثير. حيث خلصت بعض الدراسات (Zhao et al,2023; Wildan et al ,2023) إلى أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يؤثر سلباً على كفاءة الاستثمار. وعلى النقيض خلص (Amer (2012 إلى أن هناك تأثير إيجابي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة.

ومن ناحية أخرى خلصت بعض الدراسات (Dinh, 2023 ; xie ,2024) إلى وجود تأثير إيجابي لدرجة تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار ، في حين وجدت دراسات أخرى (Chen et al ,2017 ; Zheng , 2023) ; Azhar et al ,2019) أن درجة تركيز الملكية تؤثر سلبياً على كفاءة الاستثمار.

وبذلك يسعى البحث لدراسة واختبار تأثير كل من مستوى الاحتفاظ بالنقدية ودرجة تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار بالشركات في البيئة المصرية. لذلك يُمكن التعبير عن مشكلة البحث في كيفية الإجابة عن الأسئلة التالية عملياً في مصر:

- هل يؤثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على كفاءة الاستثمار بها؟.

- هل تؤثر درجة تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟.

٣- هدف البحث:

يستهدف البحث دراسة واختبار تأثير مستوى الاحتفاظ بالنقدية ودرجة تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار للشركة ، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية في الفترة من ٢٠١٧-٢٠٢١.

٤- أهمية ودوافع البحث:

تتمثل الأهمية الأكاديمية للبحث من خلال تناوله لموضوع حيوى وهام وهو مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وتقييم أثر هذا المستوى على كفاءة الاستثمار ، وذلك في بيئة الأعمال والممارسة المهنية المصرية، وذلك في محاولة لتضييق فجوة البحوث المحاسبية في هذا المجال ، حيث هناك ندرة في الدراسات المحاسبية التي تناولت هذا التأثير بصفة عامة ، وفي البيئة المصرية بصفة خاصة . كما يسعى هذا البحث لتقديم مساهمة أكاديمية من خلال دراسة تأثير درجة تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار، وتقديم دليل من الواقع العملي على هذا التأثير، إن وجد.

ويستمد البحث أهميته العملية في أنه يأخذ جانب المبادرة في دراسة واختبار أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركات على كفاءة الاستثمار بها، الأمر الذي يجعل نتائجه أكثر أهمية وله مردوداً إيجابياً يتمثل في زيادة وعي وإدراك الشركات، ومستخدمي المعلومات المحاسبية، والهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة المصرية، لتأثير مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار في محاولة للحد من ممارسات السلوك الانتهازي لإدارات الشركات.

كما يُعد من دوافع البحث سعيه لتطوير منهجية تساير البحوث الأجنبية، ذات الصلة، حيث تميل معظم الدراسات الأكاديمية في مصر لاستخدام الدراسات الميدانية باستخدام قوائم استقصاء وقليل منها تطبيقي ، وهو ما حاول الباحث التغلب عليه من خلال التطبيق على الشركات المقيدة في البورصة المصرية . وبذلك يحاول هذا البحث تضييق الفجوة بين الدراسات الأكاديمية التي تمت في دول متقدمة ، والدراسات المحدودة التي تمت في جمهورية مصر العربية في هذا المجال. وأخيراً يصب البحث في اتجاه تدعيم أهمية اتخاذ الشركات للقرارات الاستثمارية المثلى التي تقود المجتمع نحو الاستخدام الفعال للموارد ، الأمر الذي يُمكن أن يفيد المجتمع ككل.

٥- حدود البحث:

يقصر هذا البحث على دراسة وتحليل واختبار أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية ودرجة تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار بالشركات، وذلك بالتطبيق على بعض الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. وبذلك يخرج عن نطاق هذا البحث الشركات غير المقيدة بالبورصة المصرية، والمؤسسات المالية. وكذلك يخرج عن نطاق البحث اختلاف العلاقة التأثيرية محل الدراسة لأسباب أخرى بخلاف المتغيرات التي سبق ذكرها. كما تقتصر فترة الدراسة في هذا البحث على السنوات من ٢٠١٧ وحتى سنة ٢٠٢١. وأخيراً فإن قابلية النتائج للتعميم مشروطة بحدود البحث وضوابط اختيار مجتمع وعينة وفترة الدراسة وأدوات القياس المستخدمة لقياس متغيرات الدراسة.

٦- خطة البحث:

انطلاقاً من مشكلة البحث والهدف منه وفي إطار حدوده يُستكمل البحث على النحو التالي:

١/٦- مستوى الاحتفاظ بالنقدية، المفهوم والمقاييس والنظريات المفسرة والمحددات:

٢/٦- كفاءة الاستثمار من منظور محاسبي

٣/٦- تحليل العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار واشتقاق الفرض الأول للبحث.

٤/٦- تحليل العلاقة بين تركيز الملكية وكفاءة الاستثمار واشتقاق الفرض الثاني للبحث.

٥/٦- الدراسة التطبيقية ومنهجية البحث.

٦/٦- نتائج البحث والتوصيات ومجالات البحث المقترحة.

١/٦ مستوى الاحتفاظ بالنقدية، المفهوم والمقاييس والنظريات المفسرة والمحددات:

١/١/٦ مفهوم ومحددات الاحتفاظ بالنقدية:

يلعب الاحتفاظ بالنقدية دوراً محورياً في عملية اتخاذ القرارات المالية، ويضمن هذا الدور استمرار العمليات التشغيلية للشركة، كما أنه يدعم الشركة في الحصول على التمويل الذي يساعدها على اتخاذ القرار الاستثماري بشكل سليم، علاوة على ذلك يؤدي الاحتفاظ بالنقدية إلى زيادة فرص الشركة في الدخول إلى أسواق رأس المال؛ وبشكل عام يُعزّز الاحتفاظ بالنقدية استمرارية الشركة (Shehata & Rashed, 2021).

وقد عرف معيار المحاسبة المصري رقم (٤) لسنة ٢٠١٩ بعنوان قائمة التدفقات النقدية في الفقرتين (٥)، (٦) النقدية بأنها النقدية بالصندوق والودائع تحت الطلب، واشترط لكي تكون الاستثمارات قصيرة الأجل في حكم النقدية أن تكون قابلةً للتحويل بسهولة إلى مبلغ نقدي محدد وأن يكون تعرضه لمخاطر التغير في قيمته ضئيلاً، كما أكد المعيار على أن الاستثمارات التي تُعد في حكم النقدية هي تلك الاستثمارات التي تكون آجالها ثلاثة أشهر فأقل، كما تُعامل الأسهم الممتازة معاملة ما في حكم النقدية قبل تاريخ استحقاقها بفترة قصيرة.

وعرّف Cai et al. (2016) الاحتفاظ بالنقدية بأنه قيام الشركة بالاحتفاظ بأرصدة نقدية متراكمة بالقدر الذي يسمح لها بتحقيق التوازن بين الإيرادات والتكاليف الحدية للنقدية. كما عرّفها Rahmawati (2019) بأنها الأصول النقدية المتاحة التي يُمكن للشركة استخدامها لتمويل كل من الاحتياجات التشغيلية، ومتطلبات التمويل المحتملة. في حين عرّفها Rahmatika & Kholid (2021) بأنها تتمثل فيما تمتلكه الشركة من أصول نقدية والتي يُمكنها استخدامها في الإنفاق على الاستثمارات أو القيام بتوزيعها على المساهمين.

ويرتبط مستوى الاحتفاظ بالنقدية بثلاثة جوانب رئيسية تتمثل في؛ الخصائص التشغيلية للشركة (مثل حجم الشركة، الرفع المالي، حجم الإنفاق الاستثماري، توزيعات الأرباح)، إضافةً إلى آليات حوكمة الشركات، وجودة التقارير المالية (Xu et al 2019). في حين يرى Akben-Selcuk & Sener (2020) أن محددات الاحتفاظ بالنقدية تتمثل في كل من حجم الشركة، والتدفقات النقدية، والرفع المالي.

وفي هذا الصدد، يجب التمييز بين مفهومين مرتبطين بمستوى الاحتفاظ بالنقدية؛ أولهما: الحد الأدنى للاحتفاظ بالنقدية (Minimum Limit) والذي يتحدد من خلال قيمة المدفوعات اللازمة للمعاملات والوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل (Gill & Shah, 2012)، وثانيهما: الحد الأمثل للاحتفاظ بالنقدية (Optimal Limit) والذي يتحدد بمدى قدرة الشركة على مواجهة الأحداث غير المتوقعة، إضافةً إلى مدى قدرتها على استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة، وتمويل المشروعات الاستثمارية، وذلك من خلال المفاضلة بين منافع وتكاليف الاحتفاظ بالنقدية (Farinha et al., 2018).

ويخلص الباحث مما سبق إلى أنه، يُمكن تعريف الاحتفاظ بالنقدية على أنه قيام الشركة بالاحتفاظ بقدرٍ ملائمٍ من الأصول النقدية في ضوء المفاضلة بين تكلفة وعائد الاحتفاظ بها بهدف تلبية احتياجاتها التشغيلية والتمويلية بما يمكنها من مواجهة الأحداث غير المتوقعة، وحسن استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة.

٢/١/٦ دوافع وتكاليف الاحتفاظ بالنقدية:

توجد مجموعة من الدوافع التي تعكس المنافع التي يُمكن تحقيقها نتيجة الاحتفاظ بالنقدية والتي تتمثل في الدوافع التالية:

- دافع المعاملات (Transaction Motive): ويُقصد به أن الاحتفاظ بالنقدية يُخفّض من تكاليف المعاملات؛ حيث تتمكن الشركة من الحصول على التمويل اللازم لمعاملاتها دون الحاجة إلى تصفية أصولها، وبالتالي كلما ارتفع مستوى الاحتفاظ بالنقدية، انخفضت الحاجة إلى الاقتراض (Al-Najjar & Clark, 2017; Akhtar et al., 2018).
- دافع التحوط (Precautionary Motive): ويُقصد به أن الاحتفاظ بالنقدية يُخفّض من تكاليف التعثر المالي، وبصفة خاصة عندما تواجه الشركة العديد من الظروف الطارئة مثل زيادة تكلفة شراء المواد الخام، والإضرابات، وغيرها من التقلبات غير المتوقعة، ومن ناحية أخرى يُمكن أن تعتمد الشركة على الاحتفاظ بالنقدية لتجنب تخفيض استثماراتها المستقبلية في حالة انخفاض الأرصدة النقدية (Abdel-Wanis, 2019).
- الدافع الضريبي (Tax Motive): ويُقصد به ارتفاع مستويات الاحتفاظ بالنقدية إذا ما كانت هناك أعباء ضريبية تتعلق بإعادة الأرباح إلى موطن الشركة الأم (Yun et al., 2021).
- دافع الوكالة (Agency Motive): والذي يعني أن المديرين المتحسين إدارياً يكون لديهم دوافع لزيادة مستويات الاحتفاظ بالنقدية من خلال التحكم في توزيعات الأرباح؛ مما يزيد من مشاكل الوكالة نتيجة عدم قيامهم باستخدام الأرصدة النقدية لزيادة ثروات المساهمين (زيتون ٢٠١٩، الجوهري وسليمان ٢٠٢١).
- دافع المضاربة (Speculative Motive): ويُقصد به قيام الشركة بالاحتفاظ بالنقدية للاستفادة من فرص الاستحواذ وفروق الأسعار (Noman et al., 2019).
- دافع الإشارة (Signaling Motive): ويُقصد به قيام الشركة بإرسال إشارات إيجابية للمستثمرين من خلال الإعلان عن توزيعات الأرباح بهدف الحد من الآثار السلبية الناتجة عن عدم تماثل المعلومات، بما ينعكس على المركز النقدي للشركة (Thanh, 2019).

وبالرغم من المنافع التي يحققها الاحتفاظ بالنقدية إلا أن هناك العديد من التكاليف المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية ومنها:

- تكلفة الفرصة البديلة (Opportunity Cost): حيث أن الأصول النقدية توفر معدل عائد منخفض مقارنةً بالأصول الأخرى الأقل سيولة، إضافةً إلى عدم القدرة على الاستفادة من فرص الاستثمار المتاحة نتيجة النقص في الأصول النقدية (Akhtar et al., 2018; Graham & Leary, 2018).
- تكاليف الوكالة (Agency Cost): حيث أن الاحتفاظ بالنقدية يشبه التدفق النقدي الحر؛ ومن ثم يُعتبر أصلاً يُمكن إساءة استخدامه من قِبل المديرين؛ حيث أنه في حالة عدم توافق الأهداف والدوافع الخاصة بالإدارة والمساهمين، يُمكن للمديرين استغلال النقدية المُحتفظ بها لزيادة ثروتهم الشخصية على حساب المساهمين (Manoel & Moraes, 2021).

ويخلص الباحث مما سبق إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يُعتبر أمراً ضرورياً لتوفير السيولة الكافية بما يُظهر مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل. وبالتالي، تحتفظ كل شركة برصيد نقدي يكفي لتلبية احتياجات أنشطتها اليومية، إلا أنه يجب تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية من خلال المفاضلة بين كلٍ من المنافع والتكاليف المرتبطة به، إضافةً إلى ضرورة قيام المديرين بتحديد العوامل التي قد تؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية خلال الفترات الزمنية المختلفة، كما يجب أن تتساوى كلٌّ من التكلفة الإجمالية للنقدية المحتفظ بها ومخاطر عدم كفاية النقدية للحكم على المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية.

٦/١/٣ النظريات المُفسِّرة للاحتفاظ بالنقدية:

توجد العديد من النظريات التي يُمكن من خلالها تفسير قيام الشركة بالاحتفاظ بالنقدية ومنها:

٦/١/٣/١ نظرية الوكالة (Agency Theory (AT):

وتفترض قيام المديرين بالاحتفاظ بالنقدية للحد من المخاطر التي تتعرض لها الشركة، وزيادة قدرتهم على حرية التصرف بها؛ حيث تتيح الأصول النقدية للمديرين فرصة العمل على تحقيق أهدافهم من خلال استخدامها في الاستثمار بمشاريع تحقق منافعهم الخاصة بالرغم من أنها غير اقتصادية أو منخفضة القيمة بالنسبة للمساهمين (Abdel-Wanis, 2019).

٦/١/٣/٢ نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل (Pecking Order Theory (POT):

وتفترض قيام الشركات بترتيب مصادر التمويل بهدف تخفيض تكلفة التمويل إلى أدنى حدٍ ممكن، وذلك من خلال الاعتماد في تمويل استثماراتها على الأرباح المحتجزة كبديلٍ أول نظراً لعدم تأثرها بعدم تماثل المعلومات، إضافةً إلى توافر قدر أكبر من الحرية في استخدامها، ثم التمويل بالديون الآمنة والديون ذات المخاطر كبديلٍ ثانٍ في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية، ثم التمويل بالأسهم كبديلٍ أخير في حالة عدم كفاية البديلين السابقين (الجوهري وسليمان ٢٠٢١، Yun et al., 2021).

٦/١/٣/٣ نظرية التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow Theory (FCFT):

وقد عرّف عبد المنعم (٢٠٢١) التدفق النقدي الحر باعتباره الفائض النقدي بعد تمويل المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة. وتشير هذه النظرية إلى ضرورة قيام الإدارة بالعمل على حماية وزيادة حقوق المساهمين باعتبارهم وكلاءٍ لهم، غير أن بعض المديرين قد يتوافر لديهم الدافع لزيادة الأصول التي تخضع لسيطرتهم وفي مقدمتها الأصول النقدية بما يُحقق مصالحهم الشخصية؛ ومن ثم قد يُمثل الاحتفاظ بالنقدية وسيلةً لتقليل الضغط على المديرين بشأن معايير الأداء، مما قد يسمح لهم بالاستثمار في المشاريع التي تتفق مع مصالحهم الشخصية على الرغم من عدم اتفاقها مع مصالح المساهمين (Akben-Selcuk & Sener, 2020).

٦/١/٣/٤ نظرية المُفاضلة (Trade-off Theory (TOT):

وتفترض هذه النظرية قيام الشركات بتحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية من خلال المُفاضلة بين المنافع والتكاليف الحدية له؛ ومن ثم تهدف هذه النظرية إلى تعظيم قيمة الشركة. كما تشير هذه النظرية إلى أن تكلفة مصادر التمويل الخارجي تكون أعلى مقارنةً بمصادر التمويل

الداخلي، خاصة مع ارتفاع تكاليف المعاملات بالنسبة للشركات التي تنخفض قدرتها على الدخول إلى أسواق المال، كما أن الشركات التي لديها إمكانية الدخول إلى أسواق المال قد تُفضل أيضاً الاحتفاظ بالنقدية لاستخدامها في مواجهة الظروف غير المتوقعة (Rahmatika & Kholid, 2021).

وبناء على ما سبق، تؤكد كلٌّ من نظرية الوكالة ونظرية التدفق النقدي الحر على أن الدافع الأساسي للاحتفاظ بالنقدية يتمثل في رغبة المديرين في زيادة قدرتهم على حرية التصرف بها خاصةً فيما يتعلق بالقرارات التمويلية والاستثمارية؛ سعياً منهم لتحقيق منافع خاصة لهم، في حين تستند نظرية المفاضلة إلى افتراض أساسي وهو أن الاحتفاظ بالمستوى الأمثل من النقدية يتحدد من خلال الموازنة بين التكاليف والمنافع الحدية المرتبطة بها؛ وذلك بهدف حماية وتعظيم ثروة المساهمين، بينما تفترض نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل عدم وجود مستويات مستهدفة من قبل الشركة للاحتفاظ بالنقدية.

٢/٦ - كفاءة الاستثمار من منظور محاسبي:

اكتسب موضوع كفاءة الاستثمار بالشركات اهتماماً متزايداً بشكل كبير خاصةً في الآونة الأخيرة، حيث تُعد قرارات الاستثمار واحدة من أهم القرارات التي تتخذها إدارة الشركة، وتتوقف قدرة الشركة على البقاء والنمو والاستدامة على قرارات الاستثمار التي تتخذها إدارتها والتي يجب أن تتصف بالكفاءة (Chen et al., 2017; Cherkasova & Rasadi, 2017; Du et al., 2018). وتتعلق كفاءة الاستثمار بكيفية قيام الشركة بالتخصيص الأمثل لمواردها (Chen et al., 2017). وتعتمد الشركات على القيمة الحدية *The marginal value* للاستثمار عند اتخاذ قرارات الاستثمار، حيث تستثمر الشركات في المشروعات التي تكون فيها التكلفة الحدية للاستثمار مساوية للمنافع الحدية للاستثمار (Biddle et al., 2009; Cherkasova & Rasadi, 2017).

وقد اتفق (Rad et al., 2016; Wang et al., 2014; Cherkasova & Rasadi, 2017; Majeed et al., 2018) على أن كفاءة الاستثمار تعني استثمار الشركات في المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وبالتالي فإن عدم كفاءة الاستثمار يحدث إذا رفضت الشركة فرص الاستثمار التي كان من الممكن أن يكون لها صافي قيمة حالية موجبة، أو قبول الاستثمار في مشروعات يكون لها صافي قيمة حالية سالبة.

كما يؤكد (Biddle et al., 2009; Li & Wang, 2010; Park et al., 2017; Cherkasova & Rasadi, 2017; Majeed et al., 2018) على أن كفاءة الاستثمار ترتبط بقيام الشركات بالاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة، وبالتالي يحدث انخفاض في كفاءة استثمار الشركة عندما يوجد انحراف عن مستويات أو حجم الاستثمار الأمثل المتوقع، في شكل وجود إفراط (مبالغة) في الاستثمار (استثمار أكثر من اللازم) *Over-investment* وهو ما يعني القبول بالاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، أو نقص في الاستثمارات (استثمار أقل من اللازم) *Under-investment*. وهو ما يعني رفض الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة. ويرى (Majeed et al., 2018) أن ابتعاد الشركات عن مستوى الاستثمار الأمثل سواء في

شكل إفراط (مبالغة) أو نقص في الاستثمار يرجع لعدم تماثل المعلومات^(١)، حيث يتجه المديرون لتحقيق مصالحهم الخاصة بغض النظر عن كون الاستثمار سلبي أو عديم الفائدة، حيث تلعب حوافز ودوافع المديرين العامل الرئيسي لدفع شركاتهم خارج المستوى الأمثل للاستثمار، وبالتالي عدم كفاءة الاستثمار.

وفيما يتعلق بقياس كفاءة الاستثمار، يمكن قياسها، من خلال مدي أو قيمة الانحراف عن حجم الاستثمار الأمثل المتوقع باستخدام نموذج يتنبأ بالاستثمار كدالة لفرص النمو المتوقع، ويعتبر الاستثمار الأقل من اللازم هو الانحراف السالب عن القيمة المتوقعة، والاستثمار الأكثر من اللازم هو الانحراف الموجب عن القيمة المتوقعة، ويُستخدم القيمة المطلقة للبقايا كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار (Biddle et al., 2009 ; Wang .et al.,2014; Rad et al.,2016; Jeon & Oh,2017)

وفيما يتعلق بمحددات كفاءة الاستثمار، تری دراسات (McNichols & Stubben, 2008 ; Shen et al.,2015;Chen et al., 2017; Wang et al.,2014) أن من محددات كفاءة الاستثمار للشركات؛ مدي توافر الأموال لدي الشركات لتمويل فرص الاستثمار، ولكن ليس بالضرورة أن يضمن توافر الأموال وجود كفاءة في استثمار الشركات، حيث تميل الشركات بطبيعة الحال إلى الإفراط في الاستثمار إذا توفرت لديها موارد كبيرة، ولكن أيضاً الاختيار الكفاء من بين فرص الاستثمار، وفقاً لمعلومات محاسبية ذات جودة، توضح التوقعات الخاصة بالمنافع من الاستثمار.

واتفاقاً مع ما سبق يؤكد (Cherkasova & Rasadi,2017 ; Chen et al., 2017 ; Turegun.,2018) أن التقارير المالية ذات الجودة المرتفعة تعتبر من محددات كفاءة الاستثمار، فيمكن أن تساعد على منع أو تقليل استثمارات الشركة دون المستوى الأمثل، حيث ترتبط جودة التقارير المالية بكفاءة الاستثمار، من خلال الحد من عدم تماثل المعلومات، والتخفيف من مشكلة الاختيار المعاكس، وتخفيض تكلفة التمويل الخارجي للشركات، والحد من مشاكل الوكالة، والتقليل من مخاطر الاستثمار التي تتعرض لها الشركات.

ويخلص الباحث مما سبق إلى أن كفاءة الاستثمار تتعلق بالتخصيص الأمثل للموارد، بمعنى الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة، وتجنب المشروعات ذات القيمة الحالية السالبة. وتنخفض كفاءة استثمار الشركة عندما تنحرف عن الحجم الأمثل للاستثمار، سواء في شكل إفراط أو نقص في الاستثمار، وأن السبب الرئيسي في عدم كفاءة الاستثمار يرجع لعدم تماثل المعلومات، نتيجة قيام المديرون بتحقيق مصالحهم الخاصة. كما يخلص الباحث إلى أن من محددات كفاءة الاستثمار توافر التمويل اللازم، والاختيار الكفاء من بين بدائل الاستثمار المتاحة، كما يتطلب

(١) -يعني عدم تماثل المعلومات Information Asymmetry، توافر المعلومات لدي أحد الأطراف دون الأطراف الأخرى. وهذا بدوره يؤدي لحدوث مشكلتين وهما؛ مشكلة التخلل الاخلاقي Moral Hazard - والتي تعني قدرة أحد طرفي المعاملة الاقتصادية علي تغيير سلوكه للأفضل علي حساب الطرف الأخر، وذلك نتيجة جهل الطرف الأخر لبعض المعلومات المتعلقة بالشركة - و مشكلة الاختيار المعاكس Adverse Selection ويعني التصرف غير الرشيد والذي يسبب سوء الاختيار وبالتالي يؤدي لعدم الكفاءة في استثمار الموارد (Park et al.,2017; Majeed et .al.,2018)

الأمر وجود تقارير مالية عالية الجودة تقلل من عدم تماثل المعلومات، وتخفف من مشكلة الاختيار المعاكس، وتقلل من تكلفة التمويل الخارجي للشركات.

ويعتقد الباحث أن الوصول للمستوي الأمثل للاستثمار قد يكون صعباً أو نادر الحدوث، ولكن ارتفاع جودة التقارير المالية يساهم في تحسين كفاءة الاستثمار بالشركة، ويخفف من عدم تماثل المعلومات، وزيادة القدرة على مراقبة أنشطة وقرارات المديرين والحد من دوافعهم وحوافزهم نحو تحقيق مصالحهم الشخصية، وهو ما يؤكد على البعد المحاسبي لكفاءة الاستثمار.

٣/٦- تحليل العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار واشتقاق الفرض الأول للبحث:

لم يلق تأثير الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار الاهتمام الكافي من الدراسات السابقة، سواء على مستوى الدراسات الأجنبية أو العربية، وقد يصل الأمر إلى الندرة على مستوى الدراسات العربية والمصرية، في حدود علم الباحث.

وفي هذا الشأن فقد استهدفت دراسة (Amer(2012 اختبار تأثير الاحتفاظ بالنقدية وتركز الملكية على قيمة الشركة بالتطبيق على عينة من الشركات غير المالية المقيدة في البورصة في استراليا، وقد وجدت الدراسة أن هناك علاقة ايجابية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وأن تركز الملكية يكون له دور معدل فيما يتعلق بتأثير الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة، حيث أنه في الشركات التي بها تشتت الملكية يكون هناك تأثير إيجابي للاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة، بينما في الشركات ذات تركز الملكية يكون هناك علاقة سلبية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة.

وفي نفس السياق فقد استهدفت دراسة (Azmat (2014 اختبار تأثير الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة. وقد أجريت الدراسة على عينة تتكون من ٢٦١ شركة من الشركات المسجلة في البورصة في باكستان. وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تحتفظ بالمستوى الأمثل من النقدية ترتفع لديها قيمة الشركة، حيث أن الاحتفاظ بالمستوى الأمثل من النقدية دون زيادة أو نقص يؤدي إلى تحقيق كفاءة الاستثمار ومن ثم تعظيم قيمة الشركة.

ومن ناحية أخرى استهدفت دراسة (Asante Darko et al. (2018 اختبار تأثير الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة. وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في البورصة في غانا خلال الفترة من ٢٠١٠ - ٢٠١٤. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، مما يعنى ارتفاع احتمالات الاستخدام السيء للموارد النقدية في قرارات استثمارية تقلل من قيمة الشركة.

وقد استهدفت دراسة (Zhao et al (2023 اختبار تأثير الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة تخصيص رأس المال. وتم اجراء دراسة تطبيقية باستخدام نماذج الانحدار على عينة من الشركات المسجلة بالبورصة في الصين. وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تحتفظ بأصول نقدية أكثر تكون أقل كفاءة في تخصيص رأس المال بالمقارنة بالشركات التي تحتفظ بأصول نقدية أقل. ولقد قامت الدراسة بإجراء تحليل اضافي لاختبار عدم تجانس هذا التأثير بين أنواع مختلفة من الملكية، وتوصلت إلى أن الزيادة في الاحتفاظ بالنقدية يكون لها تأثير أكبر على الإفراط في الاستثمار في الشركات المملوكة للقطاع الخاص، وعلى نقص الاستثمار في الشركات المملوكة للدولة.

وقد استهدفت دراسة (Wildan et al (2023) اختبار تأثير الأداء المالي والاحتفاظ بالنقدية على الاستثمار المفرط أو الزائد في الشركات الصناعية المسجلة في البورصة في أندونيسيا . وقد أجريت الدراسة على عينة تتكون من ٣١٥ شركة خلال الفترة من ٢٠١٧ - ٢٠٢١ . وقد توصلت الدراسة إلى أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية له تأثير إيجابي معنوي على الإفراط في الاستثمار ، وهو ما يدل على عدم كفاءة الاستثمار ، كما توصلت الدراسة أن الأداء المالي له تأثير سلبي ومعنوي على الإفراط في الاستثمار ، حيث لا يشجع الأداء المالي العالي المديرين على الإفراط في الاستثمار .

ويخلص الباحث من استقراء وتحليل تلك الدراسات السابقة إلى أن المنهجية التي اتبعتها غالبية تلك الدراسات هي استخدام نماذج الانحدار بالتطبيق على بيانات فعلية مستمدة من القوائم المالية المنشورة للشركات المقيدة بالبورصة رغم اجراء تلك الدراسات في بيئات مختلفة (على سبيل المثال دراسة Zhao et al (2023) تمت في الصين ، ودراسة Wildan et al (2023) تمت في أندونيسيا) وفي فترات زمنية مختلفة (على سبيل المثال دراسة Asante Darko et al (2018) تمت خلال الفترة من ٢٠١٠-٢٠١٤، ودراسة Wildan et al (2023) تمت خلال الفترة من ٢٠١٧-٢٠٢١). كما يخلص الباحث أيضاً إلى أن هناك ندرة في الدراسات العربية بصفة عامة ، والمصرية بصفة خاصة التي اختبرت أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار .

كما يخلص الباحث مما سبق إلى أن تأثير مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار لم يلقي الاهتمام الكافي من قبل الدراسات السابقة ، وأن بعض الدراسات القليلة التي اختبرت تلك العلاقة وجدت تأثير سلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية لتركز الملكية على كفاءة الاستثمار ، ويتوقع الباحث أن يكون لمستوى الاحتفاظ بالنقدية أثر على كفاءة الاستثمار ، وهو ما يقود إلى اشتقاق الفرض الأول للبحث كالتالي :

H1 : يؤثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية معنوياً على كفاءة الاستثمار للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية

٤/٦- تحليل العلاقة بين تركيز الملكية وكفاءة الاستثمار واشتقاق الفرض الثاني للبحث.

أوضحت العديد من الدراسات السابقة (Perrini et al, 2008; Chen et al, 2009; Aslan and Kumar, 2012) أنه يمكن التمييز بين نوعين فيما يتعلق بهيكل الملكية وهما ؛ تشتت الملكية ، وتركز الملكية . ويعني تشتت الملكية انتشار ملكية أسهم الشركة في أيدي عدد كبير من المساهمين بحيث يمتلك كل مساهم نسبة قليلة من أسهم الشركة ، في حين أن تركيز الملكية يعني امتلاك عدد قليل من المساهمين نسبة كبيرة من أسهم الشركة .

ويمكن تصنيف الملكية المركزة وفقاً لشخصية المستثمر المترکز به الملكية إلى ؛ ملكية مركزة في يد كبار المساهمين (مستثمر رئيسي) ، و ملكية مركزة في يد الإدارة ، في يد مؤسسات مالية ، في يد مستثمر أجنبي ، ملكية مركزة في يد الدولة (خضر ، ٢٠١٤).

وسوف ينصب اهتمام هذا البحث على تركيز الملكية من قبل كبار المساهمين ، وفي هذا الشأن فقد خلصت بعض الدراسات (Dechow et al,1996 ; Feldmann and Schwarzkopf, 2003) إلى أن كبار المستثمرين يتوافر لديهم دافع قوى وقدرة عالية على مراقبة تصرفات الإدارة عن صغار المستثمرين مما يحد من ممارسات إدارة الأرباح ومن ثم ارتفاع جودة التقارير المالية .

وفيما يتعلق بتأثير تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار ، فلم يلقى الاهتمام الكافي من قبل الدراسات السابقة .وفي هذا الشأن فقد استهدفت دراسة (Chen et al (2017) اختبار تأثير هيكل الملكية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصينية المقيدة بالبورصة . وقد وجدت الدراسة أن تركيز الملكية له تأثير سلبي على كفاءة الاستثمار ، وأن هذا التأثير يكون أكثر وضوحاً في الشركات المملوكة للدولة بالمقارنة بالشركات الخاصة ، في حين أن الملكية المؤسسية والملكية الإدارية لهما تأثير إيجابي على كفاءة الاستثمار ، وأنه بالمقارنة بالأنواع الأخرى من المستثمرين المؤسسين فإن من المرجح أن يكون لصناديق الاستثمار المشتركة تأثير إيجابي أكبر على كفاءة الاستثمار في الشركات المستثمر فيها .

وفي نفس السياق فقد استهدفت دراسة (Azhar et al (2019) اختبار تأثير هيكل الملكية وحوكمة الشركات على كفاءة الاستثمار . وقد أجريت الدراسة على عينة تتكون من ٥٠ شركة مقيدة بالبورصة في باكستان خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٥ . وقد توصلت الدراسة إلى أن كفاءة الاستثمار تنخفض مع زيادة درجة تركيز الملكية ، وأن الملكية الإدارية لها تأثير إيجابي معنوي على كفاءة الاستثمار ، وأن ازدواجية دور الرئيس التنفيذي لها تأثير سلبي على كفاءة الاستثمار . كما لم تجد الدراسة أي تأثير معنوي للملكية المؤسسية وحجم مجلس الإدارة على كفاءة الاستثمار .

وفي نفس المجال فقد استهدفت دراسة (Anelia and Prasetyo(2020) اختبار تأثير هيكل الملكية على كفاءة الاستثمار ، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات غير المالية المقيدة في البورصة في أندونيسيا خلال الفترة من ٢٠١٥ إلى ٢٠١٧ . وقد وجدت الدراسة أنه لا يوجد تأثير معنوي لتركيز الملكية على كفاءة الاستثمار ، في حين أن للملكية الإدارية تأثير إيجابي على كفاءة الاستثمار .

وقد استهدفت دراسة (Zheng(2023) تحليل العوامل التي تؤثر على كفاءة الاستثمار ، ثم اختبار تأثير تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار .وقد أجريت دراسة تطبيقية على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة في الصين خلال الفترة من ٢٠١٧ إلى ٢٠٢٠ . وقد وجدت الدراسة أن هناك علاقة إيجابية معنوية بين تركيز الملكية وعدم كفاءة الاستثمار ، بمعنى أن هناك علاقة سلبية معنوية بين تركيز الملكية وكفاءة الاستثمار .

أما دراسة (Dinh (2023) فقد استهدفت اختبار تأثير جودة التقارير المالية وتركيز الملكية على كفاءة الاستثمار . وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات المقيدة بالبورصة في فيتنام خلال الفترة من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٨ . وقد توصلت الدراسة إلى أن تركيز الملكية يؤثر بصورة إيجابية على كفاءة الاستثمار ، وأن الإفراط في الاستثمار ينخفض مع زيادة درجة تركيز الملكية . كما توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية معنوية بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار ، وأن تأثير جودة التقارير المالية على الإفراط في الاستثمار يكون أضعف في الشركات التي بها تركيز للملكية .

وفي نفس السياق فقد استهدفت دراسة (xie(2024) اختبار تأثير تركيز الملكية على عدم كفاءة الاستثمار. وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات المقيدة بالبورصة في الصين خلال الفترة من ٢٠٠٨ إلى ٢٠٢٢. وباستخدام تحليل الانحدار توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية معنوية بين تركيز الملكية وعدم كفاءة الاستثمار، وهو ما يؤيد فرضية أن تركيز الملكية يخفض من درجة عدم كفاءة الاستثمار، الأمر الذي يعنى أن هناك علاقة ايجابية بين درجة تركيز الملكية وكفاءة الاستثمار.

وقد استهدفت دراسة (Shaheen et al (2024) اختبار تأثير هيكل الملكية على كفاءة الاستثمار، بالتطبيق على عينة تتكون من ٦٥ شركة غير مالية مقيدة في المؤشر الاسلامي بالبورصة في ماليزيا خلال الفترة من ٢٠١١ إلى ٢٠٢٠. وقد وجدت الدراسة أن تركيز الملكية له تأثير ايجابي مباشر على عدم كفاءة الاستثمار، كما وجدت وجود تأثير ايجابي للملكية الإدارية على عدم كفاءة الاستثمار، بينما يوجد تأثير سلبي للملكية المؤسسية على عدم كفاءة الاستثمار.

ويخلص الباحث من تحليل الدراسات السابقة إلى أن المنهجية التي اتبعتها غالبية تلك الدراسات هي استخدام نماذج الانحدار بالتطبيق على بيانات فعلية مستمدة من القوائم المالية المنشورة للشركات المقيدة بالبورصة رغم اجراء تلك الدراسات في بيئات مختلفة (على سبيل المثال دراسة Chen et al (2017) تمت في الصين، ودراسة Anelia and Prasetyo(2020) تمت في أندونيسيا، ودراسة (Shaheen et al (2024) تمت في ماليزيا) وفي فترات زمنية مختلفة (على سبيل المثال دراسة (Azhar et al (2019) تمت خلال الفترة من ٢٠١٠-٢٠١٥، ودراسة (Zheng(2023) تمت خلال الفترة من ٢٠١٧-٢٠٢٠، ودراسة (xie(2024) تمت خلال الفترة من ٢٠٠٨-٢٠٢٢). كما يخلص الباحث أيضاً إلى أن هناك ندرة في الدراسات العربية بصفة عامة، والمصرية بصفة خاصة التي اختبرت أثر تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار.

كما يخلص الباحث مما سبق إلى أن تأثير تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار محل جدل بين الدراسات السابقة، حيث خلصت بعض الدراسات إلى وجود أثر ايجابي لتركيز الملكية على كفاءة الاستثمار، في حين توصلت دراسات أخرى إلى وجود أثر سلبي لتركيز الملكية على كفاءة الاستثمار. كما يخلص الباحث مما سبق إلى أن هناك ندرة في الدراسات التي اختبرت العلاقة بين تركيز الملكية وكفاءة الاستثمار، وأن بعض الدراسات القليلة التي اختبرت تلك العلاقة وجدت تأثير لتركيز الملكية على كفاءة الاستثمار، ويتوقع الباحث أن يكون لتركيز الملكية أثر على كفاءة الاستثمار، وهو ما يقود إلى اشتقاق الفرض الثاني للبحث كالتالي:

H2: يؤثر تركيز الملكية معنوياً على كفاءة الاستثمار للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية

٥/٦ - الدراسة التطبيقية:

تستهدف الدراسة في هذا الجزء عرض منهجية البحث. وفي سبيل تحقيق هذا الهدف سيرعرض الباحث لكل من؛ مجتمع وعينة الدراسة، الأدوات والإجراءات المستخدمة في الدراسة التطبيقية، توصيف وقياس المتغيرات، الأساليب الاحصائية المستخدمة ونتائج اختبار فروض الدراسة، وذلك على النحو التالي:

١/ ٥/٦ - الهدف من الدراسة التطبيقية

تستهدف الدراسة التطبيقية اختبار تأثير مستوى الاحتفاظ بالنقدية وتركز الملكية على كفاءة الاستثمار ، بالإضافة إلى اختبار تأثير ثلاثة متغيرات رقابية على كفاءة الاستثمار .

٢/٥/٦ - مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، ماعدا القطاع المالي لأنه له طبيعة خاصة، خلال الفترة من عام ٢٠١٧ حتى عام ٢٠٢١ وذلك بعد تبني معايير التقرير المالي الدولية في مصر سنة ٢٠١٥. وتتكون عينة الدراسة من ٢٨٤ مشاهدة ، أو مفردة كعينة حكمية تم اختيارها وفقا لمجموعة من الشروط أهمها ؛ أن تتوفر بيانات الشركة خلال فترات الدراسة ، أن تكون الشركة من الشركات الأكثر نشاطا ، ألا تعمل في القطاع المالي ، تستبعد الشركات التي تمسك حسابها بعملة أجنبية ، تستبعد الشركات التي غيرت تاريخ إعداد قوائمها المالية خلال فترة الدراسة .

٣/٥/٦ - أدوات وإجراءات الدراسة:

اعتمد الباحث على القوائم المالية المنشورة للشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال فترة الدراسة وكذلك تقارير مجلس الإدارة ، وذلك من خلال عدة مصادر منها شركة مصر لنشر المعلومات ، موقع مباشر لنشر المعلومات^١، موقع أرقام^٢ ، موقع شركة إتش سي لتداول الأوراق المالية ، المواقع الرسمية لشركات العينة المعلنة لدى بورصة الأوراق المالية المصرية

وأما بالنسبة لإجراءات الدراسة فتشتمل على الحصول على الأرقام الواردة بالقوائم المالية ، وكذلك المعلومات الواردة بتقرير مجلس الإدارة ثم تفريغ تلك البيانات برنامج اكسل تمهيدا لإجراء التحليل الإحصائي لهذه البيانات بهدف اختبار فروض البحث.

٤/٥/٦ - توصيف وقياس متغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة في متغيرين مستقلين وهما مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وتركز الملكية ومتغير تابع وهو كفاءة الاستثمار ، بالإضافة إلى ثلاثة متغيرات رقابية . ولاختبار فروض الدراسة تم توصيف المتغيرات وقياسها على النحو التالي:

المتغيرات المستقلة

المتغير المستقل الأول: مستوى الاحتفاظ بالنقدية

ويتمثل في الاحتفاظ بالنقدية (CASH) والذي يتم قياسه بقسمة النقدية وما في حكمها على إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية & Manoel (Al-Najjar & Clark, 2017; Daryaei et al., 2020; Moraes, 2021)

^١ <http://www.mubasher.info>

^٢ <http://www.argaam.com>

متغيرات الرقابة

قياساً على بعض الدراسات السابقة (Francis et al, 2013; Setiadharna and Machali,2017; Warrad ,2017) اعتمد الباحث على أكثر المتغيرات الرقابية شيوعاً بين الدراسات السابقة والتي يمكن تطبيقها على البيئة المصرية وهي:

- أ- **حجم (Size) الشركة:** وتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول قياساً على (Setiadharna and Machali,2017; Blandon and Bosch, 2018 ; Bryan et al,2018)
- ب- **الرفع المالي (Leverage) :** ويقاس بنسبة إجمالي الالتزامات (الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل) إلى إجمالي الأصول ، قياساً على (Francis et al., 2013;Warrad,2017).
- ج- **حجم منشأة المحاسبة والمراجعة :** والذي يأخذ القيمة (١) إذا كانت منشأة المحاسبة والمراجعة في شراكة مع إحدى المنشآت الأربعة الكبرى ، والقيمة (صفر) بخلاف ذلك . قياساً على (Francis and Wang, 2008 ; Hamdan et al ,2012 ; yaganeh et al,2012)

٥/٥/٦ – الأساليب الإحصائية المستخدمة

تم الإعتماد على أسلوب تحليل الانحدار البسيط والمتعدد ، ويعتبر تحليل الانحدار من الأساليب الإحصائية التي تتلاءم وتتسق مع منهجية الدراسات التي تهدف لإختبارات الفروض بصفة عامة والتي منها هذه الدراسة، حيث يهدف تحليل الانحدار إلى الوصول لأفضل معادلة تمثل العلاقة السببية بين المتغير التابع والمتغير (المتغيرات) المستقلة، وإعتمد الباحث على أحد أهم البرامج الإحصائية SPSS Package الإصدار رقم (٢٢) .

وقد قام الباحث من التحقق من توافر الشروط اللازمة لإجراء تحليل الانحدار الخطي المتعدد والتي تشمل ؛ عدم وجود ارتباط ذاتي خطي بين المتغيرات المستقلة Multicollinearity ، وعدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي Autocorrelation .

ويقصد بالارتباط الذاتي الخطي وجود علاقة ارتباط قوية بين اثنين أو أكثر من المتغيرات المستقلة أو الرقابية . ولاختبار مدى وجود الارتباط الذاتي الخطي ، قام الباحث بإيجاد معامل تضخم التباين ، وتظهر مشكلة الارتباط الذاتي الخطي إذا كان معامل تضخم التباين الخاص بأي متغير أكبر من ١٠ (Saunders et al. 2016; Field 2018) .

أما مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي Autocorrelation فتظهر عندما ترتبط بواقي مشاهدتين في نموذج الانحدار ، حيث يكون المتغير التابع في فترة ما مرتبط بقيمته في الفترة السابقة . وللتحقق من وجود استقلال بين البواقي قام الباحث باستخدام اختبار Durbin Watson ، حيث تتراوح قيمة هذه الإحصائية بين صفر و ٤ . وتظهر مشكلة الارتباط الذاتي بين حدود الخطأ العشوائي كلما اقتربت قيمة هذه الإحصائية من الصفر أو ٤ ، أما إذا كانت القيمة تساوي أو تقترب من ٢ فيعني ذلك عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي (Saunders et al. 2016; Field 2018) .

كما تم استخدام بعض أساليب الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة مثل الوسط الحسابي والوسيط والانحراف المعياري وأدنى قيمة وأعلى قيمة ، وكذلك أسلوب ارتباط بيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات الدراسة .

6/5/6- النماذج الإحصائية المستخدمة في اختبار فروض البحث

تم الاعتماد على نماذج الانحدار لاختبار فروض البحث، وفيما يلي توضيح لهذه النماذج.

١/٦/٥/٦- نموذج اختبار الفرض (H1):

$$INVit = \beta_0 + \beta_1 CH it + eit$$

حيث :

INVit : تشير لكفاءة الاستثمار للشركة i في السنة t (مقاسة بالقيمة المطلقة للبقايا).

CH it : تشير مستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركة i في السنة t

β_0 : الجزء الثابت في معادلة الانحدار.

β_1 : معاملات الانحدار التي تحدد اتجاه العلاقة، وتقيس ما تفسره مستوى الاحتفاظ بالنقدية من التغيرات في كفاءة الاستثمار للشركة.

e it : الخطأ العشوائي.

وقد تم استخدام النموذج التالي لاختبار الفرض الأول بعد ادخال متغيرات الرقابة

$$INVit = \beta_0 + \beta_1 CH it + \beta_2 firm Size it + \beta_3 Levit + \beta_4 AUDIT Size it$$

حيث أن

firm Size حجم الشركة

Lev الرفع المالي

AUDIT Size حجم منشأة المراجعة

٢/٦/٥/٦- نموذج اختبار الفرض (H2):

$$INVit = \beta_0 + \beta_1 CON it + eit$$

حيث :

INVit : تشير لكفاءة الاستثمار للشركة i في السنة t (مقاسة بالقيمة المطلقة للبقايا).

CON it : تشير إلى تركيز الملكية للشركة i في السنة t

وقد تم استخدام النموذج التالي لاختبار الفرض الثاني بعد ادخال متغيرات الرقابة

$$INVit = \beta_0 + \beta_1 CON it + \beta_2 firm Size it + \beta_3 Levit + \beta_4 AUDIT Size it$$

٧/٥/٦- الإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة والارتباط بين متغيرات الدراسة :

يعرض الباحث في هذا الجزء أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة والتي تشمل كلا من ؛ مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، درجة تركيز الملكية ، كفاءة الاستثمار

ويوضح الجدول التالي هذه الإحصائيات .

جدول رقم (١) الاحصاءات الوصفية

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CASH	284	.0000	.7092	.094112	.1127467
Investment	284	.0020	1.6875	.405560	.2657599
Size	284	7.51244851133	10.98350698321	9.1478068644206	.80955492156701
Lev	284	.0019	1.2090	.443579	.2553449
Big	284	0	1	.62	.486
CON	284	.3	1.0	.653	.1745
Valid N (listwise)	284				

وتشير الاحصاءات الوصفية بالجدول رقم (١) أن المتوسط الحسابي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية كان ٩٪ تقريبا، في حين أن المتوسط الحسابي لدرجة تركيز الملكية كانت ٦٥٪ تقريبا، الأمر الذي يعني زيادة درجة تركيز الملكية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. كما بلغ متوسط الاستثمار ٤١٪ تقريبا.

كما يوضح الجدول التالي معاملات ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة

Correlations

		CASH	Investment	INV	Size	Lev	Big	CON
CASH	Pearson Correlation	1	-.255**	.137*	.085	-.126*	.139*	.188**
	Sig. (2-tailed)		.000	.021	.155	.034	.019	.001
	N	284	284	284	284	284	284	284
Investment	Pearson Correlation	-.255**	1	-.258**	.033	-.183**	-.174**	-.098
	Sig. (2-tailed)	.000		.000	.576	.002	.003	.098
	N	284	284	284	284	284	284	284
INV	Pearson Correlation	.137*	-.258**	1	.125*	.233**	.082	.143*
	Sig. (2-tailed)	.021	.000		.035	.000	.167	.016
	N	284	284	284	284	284	284	284
Size	Pearson Correlation	.085	.033	.125*	1	.451**	.554**	.246**
	Sig. (2-tailed)	.155	.576	.035		.000	.000	.000
	N	284	284	284	284	284	284	284
Lev	Pearson Correlation	-.126*	-.183**	.233**	.451**	1	.386**	.222**
	Sig. (2-tailed)	.034	.002	.000	.000		.000	.000
	N	284	284	284	284	284	284	284
Big	Pearson Correlation	.139*	-.174**	.082	.554**	.386**	1	.268**
	Sig. (2-tailed)	.019	.003	.167	.000	.000		.000
	N	284	284	284	284	284	284	284
CON	Pearson Correlation	.188**	-.098	.143*	.246**	.222**	.268**	1
	Sig. (2-tailed)	.001	.098	.016	.000	.000	.000	
	N	284	284	284	284	284	284	284

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

وكما يتضح من الجدول السابق أن هناك علاقة ايجابية معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وعدم كفاءة الاستثمار التي تم قياسها بالقيمة المطلقة للباقي ، مما يعني أن هناك علاقة سلبية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار. كما يتضح أيضاً أن هناك علاقة ايجابية معنوية بين تركيز الملكية وعدم كفاءة الاستثمار . كما يتضح أن هناك علاقة ايجابية معنوية بين كل من حجم الشركة والرفع المالي مع عدم كفاءة الاستثمار ، أو سلبيا مع كفاءة الاستثمار . وأخيراً يتضح أن العلاقة بين حجم منشأة المحاسبة والمراجعة وكفاءة الاستثمار كانت غير معنوية .

٦/٥/٨- تحليل النتائج واختبار فروض البحث في ظل التحليل الأساسي :

تتناول هذه الفرعية من البحث اختبار فروض البحث كما يلي:

٦/٥/٨/١- نتيجة اختبار الفرض الأول (H1):

استهدف الفرض (H1) اختبار مدي وجود تأثير معنوي لمستوي الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على مدار فترة الدراسة، وتم صياغة الفرض (H1) إحصائياً كفرض عدم H0 كما يلي:

H0: لا يؤثر مستوي الاحتفاظ بالنقدية معنوياً على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

ولاختبار هذا الفرض تم استخدام نموذج الانحدار رقم (1)

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CH_{it} + e_{it} \quad (1)$$

ويوضح الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (١):

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.137 ^a	.019	.015	.53538418	1.763

a. Predictors: (Constant), CASH

b. Dependent Variable: INV

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	1.535	1	1.535	5.355	.021 ^b
Residual	80.831	282	.287		
Total	82.366	283			

a. Dependent Variable: INV

b. Predictors: (Constant), CASH

د. حازم محفوظ محمد نويجي

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.896	.041		-21.628	.000
CASH	.653	.282	.137	2.314	.021

يتضح من الجدول السابق، أن قيمة معامل التحديد ($Adj R^2$) والتي توضح المقدرة التفسيرية للنموذج، بمعنى إلى أي مدى تفسر التغيرات في المتغير المستقل التغيرات في المتغير التابع، قد بلغت (٠.١٥). كما يتضح معنوية النموذج حيث القيمة الاحتمالية (Sig) له بلغت (٠.٢١)، عند مستوى المعنوية المقبول ٥%، وهو ما يشير إلى أن النموذج صالح لاختبار العلاقة محل الدراسة. وبالنسبة للمتغير المستقل (مستوي الاحتفاظ بالنقدية) فقد كان معنوياً حيث القيمة الاحتمالية (Sig) له بلغت (٠.٢١) ومعامل انحداره موجياً (٠.١٣٧). وبالتالي يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل $H1$ ، القائل بوجود تأثير معنوي لمستوي الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. كما أمكن استنتاج أن هذا التأثير إيجابي مع عدم كفاءة الاستثمار والذي تم قياسه بالقيمة المطلقة للبواقي، الأمر الذي يعني أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يؤثر سلباً وبصورة معنوية على كفاءة الاستثمار.

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات (Wildan et al, 2023; Zhao et al, 2023). ويرى الباحث أن هذه النتائج توضح أن المغالاة في الاحتفاظ بالنقدية عن المستوى الأمثل قد يترتب عليه احتمالات الاستخدام السيء للموارد النقدية في قرارات استثمارية غير جيدة، وهو ما يؤدي إلى عدم كفاءة الاستثمار والتأثير بصورة سلبية على قيمة الشركة. وقد قام الباحث بإجراء تحليل لاختبار الفرض الأول للبحث بعد إضافة متغيرات الرقابة وقد كانت نتائج نموذج الانحدار على النحو التالي:

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.291 ^a	.085	.071	.51987317	1.810

a. Predictors: (Constant), Big, CASH, Lev, Size

b. Dependent Variable: INV

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	6.962	4	1.740	6.440	.000 ^b
Residual	75.405	279	.270		
Total	82.366	283			

a. Dependent Variable: INV

b. Predictors: (Constant), Big, CASH, Lev, Size

د. حازم محفوظ محمد نويجي

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-1.253	.405		-3.092	.002		
CASH	.844	.283	.176	2.982	.003	.938	1.066
Size	.014	.048	.021	.288	.774	.624	1.604
Lev	.566	.141	.268	4.017	.000	.737	1.358
Big	-.063	.079	-.057	-.808	.420	.655	1.527

a. Dependent Variable: INV

يتضح من الجدول السابق ارتفاع القوة التفسيرية للنموذج ، حيث بلغت قيمة معامل التحديد $Adj R^2$ (٧ %) والتي توضح المقدرة التفسيرية للنموذج، بمعنى إلى أي مدى تفسر التغيرات في المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية التغيرات في المتغير التابع

كما يتضح معنوية النموذج حيث القيمة الاحتمالية (Sig) له بلغت (,٠٠٠) عند مستوي المعنوية المقبول ٥% ، وهو ما يشير إلى أن النموذج صالح لاختبار العلاقة محل الدراسة. وبالنسبة للمتغير المستقل (مستوي الاحتفاظ بالنقدية) فقد كان معنوياً حيث القيمة الاحتمالية (Sig) له بلغت (,٠٠٣) ومعامل انحداره موجباً (١٧٦) . وبالتالي يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل $H1$ ، القائل بوجود تأثير معنوي لمستوي الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. كما أمكن استنتاج أن هذا التأثير إيجابي مع عدم كفاءة الاستثمار ، أو سلبياً مع كفاءة الاستثمار. وتتفق هذه النتيجة مع ما تم التوصل إليه في ظل التحليل الأساسي بدون متغيرات الرقابة .

كما أوضحت نتائج نموذج الانحدار أن حجم الشركة وحجم منشأة المراجعة ليس لهما تأثير معنوي على كفاءة الاستثمار ، في حين أن الرفع المالي له تأثير ايجابي معنوي على عدم كفاءة الاستثمار.

٢/٨/٥/٦ - نتيجة اختبار الفرض الثاني ($H2$):

استهدف الفرض ($H2$) اختبار مدى وجود تأثير معنوي لتركز الملكية على كفاءة الاستثمار للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على مدار فترة الدراسة، وتم صياغة الفرض ($H2$) إحصائياً كفرض عدم $H0$ كما يلي:

لا يؤثر تركز الملكية معنوياً على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وقد كانت نتائج نموذج الانحدار على النحو التالي :

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.143 ^a	.020	.017	.53583817	1.686

a. Predictors: (Constant), CON

b. Dependent Variable: INV

د. حازم محفوظ محمد نويجي

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	1.683	1	1.683	5.862	.016 ^b
Residual	80.681	281	.287		
Total	82.364	282			

a. Dependent Variable: INV
b. Predictors: (Constant), CON

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.123	.123		-9.103	.000
	CON	.443	.183	.143	2.421	.016

يتضح من الجدول السابق أن النموذج معنوي وصالح لاختبار العلاقة محل الدراسة حيث القيمة الاحتمالية (Sig) للنموذج أقل من ٥٪. كما يتضح أن تأثير تركيز الملكية على عدم كفاءة الاستثمار ايجابي ومعنوي، حيث أن القيمة الاحتمالية لتركيز الملكية كانت أقل من ٥٪، مما يعني أن هناك تأثير سلبي معنوي لتركيز الملكية على كفاءة الاستثمار. وتتفق هذه النتيجة مع بعض الدراسات السابقة (Chen et al,2017;Zheng ,2023)، الأمر الذي يعنى أن كبار المستثمرين قد يتوافر لديهم دافع قوى نحو تحقيق مصالحهم الخاصة، والتي قد لا تتوافق مع مصالح المستثمرين الآخرين، وهو ما يعكس سلباً على كفاءة الاستثمار، خاصة في البيئة التي تتسم بانخفاض وعي المستثمر، كما هو الحال في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وقد قام الباحث بإجراء تحليل لاختبار الفرض الثاني للبحث بعد اضافة متغيرات الرقابة وقد كانت نتائج نموذج الانحدار على النحو التالي :

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.254 ^a	.065	.051	.52645685	1.710

a. Predictors: (Constant), Big, CON, Lev, Size
b. Dependent Variable: INV

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	5.315	4	1.329	4.794	.001 ^b
Residual	77.050	278	.277		
Total	82.364	282			

a. Dependent Variable: INV
b. Predictors: (Constant), Big, CON, Lev, Size

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.382	.419		-3.298	.001
	CON	.310	.189	.100	1.643	.101
	Size	.019	.049	.028	.384	.701
	Lev	.455	.140	.215	3.242	.001
	Big	-.047	.079	-.043	-.597	.551

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	CON	.907	1.103
	Size	.625	1.601
	Lev	.765	1.308
	Big	.657	1.522

a. Dependent Variable: INV

يتضح من الجدول السابق أن النموذج معنوي وصالح لاختبار العلاقة محل الدراسة حيث أن القيمة الاحتمالية (Sig) للنموذج أقل من ٥٪. كما يتضح أن تأثير تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار أصبح غير معنوي حيث أن القيمة الاحتمالية لتركيز الملكية كانت أكبر من ٥٪. ولا تتفق هذه النتائج مع ما تم التوصل إليه في ظل التحليل الأساسي بدون متغيرات الرقابة.

كما أوضحت نتائج نموذج الانحدار أن حجم الشركة وحجم منشأة المراجعة ليس لهما تأثير معنوي على كفاءة الاستثمار، في حين أن الرفع المالي له تأثير ايجابي معنوي على عدم كفاءة الاستثمار.

6/٥/٩- تحليل النتائج واختبار فروض البحث لاختبار تأثير المتغيرين المستقلين معا على المتغير التابع (التحليل الإضافي)

قام الباحث في الجزء السابق باختبار تأثير كل من مستوي الاحتفاظ بالنقدية وتركيز الملكية كل على حده على كفاءة الاستثمار. وفي هذا الجزء سيقوم الباحث باختبار تأثيرهما معا على كفاءة الاستثمار من خلال ادخالهما معاً في نموذج انحدار واحد على النحو التالي

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CH_{it} + \beta_2 CON_{it}$$

ويكون النموذج على النحو التالي بعد ادخال متغيرات الرقابة

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CH_{it} + \beta_2 CON_{it} + \beta_3 firm\ Size + \beta_4 Lev + \beta_5 AUDIT\ Size$$

وقد كانت نتائج نموذج الانحدار على النحو التالي في ظل عدم وجود متغيرات الرقابة:

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.181 ^a	.033	.026	.53336094	1.752

a. Predictors: (Constant), CON, CASH

b. Dependent Variable: INV

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.712	2	1.356	4.766	.009 ^b
	Residual	79.653	280	.284		
	Total	82.364	282			

a. Dependent Variable: INV

b. Predictors: (Constant), CON, CASH

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	-1.131	.123		-9.207	.000		
CASH	.545	.286	.114	1.902	.058	.965	1.036
CON	.377	.185	.122	2.036	.043	.965	1.036

a. Dependent Variable: INV

يتضح من الجدول السابق، أن قيمة معامل التحديد ($Adj R^2$) والتي توضح المقدرة التفسيرية للنموذج، بمعنى إلى أي مدى تفسر التغيرات في المتغيرات المستقلة التغيرات في المتغير التابع، قد بلغت (٠,٢٦). كما يتضح معنوية النموذج حيث القيمة الاحتمالية (Sig) له بلغت (٠,٠٠٩)، عند مستوي المعنوية المقبول ٥%، وهو ما يشير إلى أن النموذج صالح لاختبار العلاقة محل الدراسة. وبالنسبة للمتغير المستقل (مستوي الاحتفاظ بالنقدية) فقد كان غير معنوي حيث القيمة الاحتمالية (Sig) له بلغت (٠,٥٨) ومعامل انحداره موجباً (٠,١٤). وبالتالي يتم قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل H_1 ، القائل بوجود تأثير معنوي لمستوي الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، حيث كان هذا التأثير غير معنوي. ولا تتفق هذه النتيجة مع ما تم التوصل إليه في ظل التحليل الأساسي.

أما بالنسبة للمتغير المستقل الثاني وهو تركيز الملكية، يتضح أن تأثير تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار كان معنوياً، حيث أن القيمة الاحتمالية لتركيز الملكية كانت أقل من ٥% ومعامل انحداره موجباً (٠,١٢٢). كما أمكن استنتاج أن هذا التأثير إيجابي مع عدم كفاءة الاستثمار والذي تم قياسه بالقيمة المطلقة للبواقي، الأمر الذي يعنى أن تركيز الملكية يؤثر سلباً وبصورة معنوية على كفاءة الاستثمار، وهو ما يؤيد الفرض الثاني للبحث، وتتفق هذه النتيجة مع ما تم التوصل إليه في ظل التحليل الأساسي.

كما كانت نتائج نموذج الانحدار على النحو التالي في ظل وجود متغيرات الرقابة:

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.298 ^a	.089	.073	.52046205	1.799

a. Predictors: (Constant), Big, CASH, CON, Lev, Size

b. Dependent Variable: INV

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	7.331	5	1.466	5.412	.000 ^b
Residual	75.034	277	.271		
Total	82.364	282			

a. Dependent Variable: INV

b. Predictors: (Constant), Big, CASH, CON, Lev, Size

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-1.348	.414		-3.253	.001		
	CASH	.787	.288	.164	2.728	.007	.906	1.103
	CON	.215	.190	.069	1.133	.258	.876	1.142
	Size	.011	.049	.017	.234	.815	.623	1.606
	Lev	.544	.143	.257	3.818	.000	.724	1.381
	Big	-.075	.079	-.067	-.942	.347	.647	1.546

a. Dependent Variable: INV

يتضح من الجدول السابق ارتفاع القوة التفسيرية للنموذج ، حيث بلغت قيمة معامل التحديد $Adj R^2$ () 0.073 والتي توضح المقدرة التفسيرية للنموذج، بمعنى إلى أي مدى تفسر التغيرات في المتغيرات المستقلة والمتغيرات الرقابية التغيرات في المتغير التابع

كما يتضح معنوية النموذج حيث القيمة الاحتمالية (Sig) له بلغت (,000) عند مستوي المعنوية المقبول 5% ، وهو ما يشير إلى أن النموذج صالح لاختبار العلاقة محل الدراسة. وبالنسبة للمتغير المستقل (مستوي الاحتفاظ بالنقدية) فقد كان معنوياً حيث القيمة الاحتمالية (Sig) له بلغت (,007) ومعامل انحداره موجياً (١٦٤) . وبالتالي يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل $H1$ ، القائل بوجود تأثير معنوي لمستوي الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. كما أمكن استنتاج أن هذا التأثير إيجابي مع عدم كفاءة الاستثمار ، أو سلبياً مع كفاءة الاستثمار. وتتفق هذه النتيجة مع ما تم التوصل إليه في ظل التحليل الأساسي في ظل وجود متغيرات الرقابة .

د. حازم محفوظ محمد نويجي

كما يتضح أن تأثير تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار أصبح غير معنوي حيث أن القيمة الاحتمالية لتركيز الملكية كانت أكبر من ٥٪. و تتفق هذه النتائج مع ما تم التوصل إليه في ظل التحليل الأساسي في ظل وجود متغيرات الرقابة .

كما أوضحت نتائج نموذج الانحدار أن حجم الشركة وحجم منشأة المراجعة ليس لهما تأثير معنوي على كفاءة الاستثمار ، في حين أن الرفع المالي له تأثير ايجابي معنوي على عدم كفاءة الاستثمار.

10/٥/6- تحليل الحساسية

يستخدم تحليل الحساسية كمنهجية لتقييم قوة ومثانة النتائج التي تم التوصل إليها في التحليل الأساسي ، وقد يتم ذلك إما من خلال تغيير طريقة قياس المتغيرات الرئيسية في النموذج سواء المستقلة أو التابعة ، أو اختلاف حجم العينة ، أو اختلاف الفترة الزمنية . ولقد اعتمد الباحث على تغيير طريقة قياس المتغيرات الرئيسية من خلال استخدام مقياس بديل لقياس المتغير التابع وهو كفاءة الاستثمار ، حيث يتم تقسيمه إلى المبالغة في الاستثمار ونقص الاستثمار ، وذلك على عكس التحليل الأساسي الذي تم الاعتماد على القيمة المطلقة للبواقي كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار ، كما تم تقسيم العينة إلى عينة خاصة بنقص الاستثمار وتتكون من ١٤٣ مشاهدة ، وعينة فرعية أخرى خاصة بالإفراط في الاستثمار تتكون من ١٢٥ مشاهدة بإجمالي مشاهدات ٢٦٨ مشاهدة بعد استبعاد ١٦ مشاهدة من العينة الإجمالية في ظل التحليل الأساسي ، ومن ثم يتم قياس تأثير كل من مستوي الاحتفاظ بالنقدية وتركيز الملكية على كل من الإفراط في الاستثمار ونقص أو عجز الاستثمار. لذلك يتناول الباحث في هذا الجزء إعادة اختبار فروض البحث باستخدام مقياس بديل لكفاءة الاستثمار ، وذلك على النحو التالي :

10/٥/٦- نتيجة اختبار فرض البحث الأول في ظل تحليل الحساسية

لاختبار تأثير مستوي الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار ، من خلال تحديد تأثيره بصفة مستقلة على كل من الإفراط في الاستثمار ونقص الاستثمار، تم إجراء تحليل الحساسية بالاعتماد على نفس نموذج الانحدار السابق رقم (1) لاختبار فرض البحث الأول، وفيما يلي توضيح لهذا النموذج:

$$INVOU = \beta_0 + \beta_1 CH + \beta_2 \text{ firm Size} + \beta_3 Lev + \beta_4 \text{AUDIT Size}$$

حيث أن

INVOU كفاءة الاستثمار ، سواء المبالغة O أو النقص U

وباقى المتغيرات كما هو موضح في النموذج الأساسي

وقد كانت نتائج نموذج الانحدار على النحو التالي:

Model Summary^b

VAR00002	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
.00	under	.278 ^a	.078	.051	.39396816	.385
1.00	over	.428 ^c	.183	.156	.56229577	.572

a. Predictors: (Constant), Big, CASH, Size, Lev

b. Dependent Variable: INVOU

c. Predictors: (Constant), Big, CASH, Lev, Size

ANOVA^a

VAR00002	Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	
.00	under	Regression	1.800	4	.450	2.899	.024 ^b
		Residual	21.419	138	.155		
		Total	23.219	142			
1.00	over	Regression	8.507	4	2.127	6.727	.000 ^c
		Residual	37.941	120	.316		
		Total	46.449	124			

a. Dependent Variable: INVOU

b. Predictors: (Constant), Big, CASH, Size, Lev

c. Predictors: (Constant), Big, CASH, Lev, Size

Coefficients^a

VAR00002	Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
.00	under	(Constant)	-1.410	.430		-3.279	.001		
		CASH	.686	.280	.216	2.452	.015	.863	1.159
		Size	.058	.051	.107	1.143	.255	.758	1.319
		Lev	.246	.156	.150	1.580	.116	.744	1.345
		Big	-.013	.081	-.015	-1.59	.874	.776	1.288
1.00	over	(Constant)	.524	.723		.725	.470		
		CASH	-2.797	.850	-.274	-3.291	.001	.983	1.018
		Size	.105	.088	.153	1.195	.234	.416	2.404
		Lev	-.918	.240	-.385	-3.826	.000	.673	1.486
		Big	-.017	.141	-.014	-1.19	.906	.514	1.944

a. Dependent Variable: INVOU

يتضح من الجدول السابق أن النموذج معنوي وصالح لاختبار العلاقة محل الدراسة حيث القيمة الاحتمالية (Sig) للنموذج أقل من ٥٪ ، سواء في حالة نقص الاستثمار أو الإفراط في الاستثمار. كما يتضح أن تأثير مستوي الاحتفاظ بالنقدية كان ايجابيا ومعنوي على نقص الاستثمار ، حيث كان معامل انحداره موجبا (٢١٦) ، في حين كان تأثيره سلبي ومعنوي على الإفراط في الاستثمار ، حيث كان معامل انحداره سالبا (-٢٧٤) ، وبالتالي يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل H1 ، القائل بوجود تأثير معنوي لمستوي الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

٢/١٠/٥/٦ - نتيجة اختبار فرض البحث الثاني في ظل تحليل الحساسية

لاختبار تأثير درجة تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار ، من خلال تحديد تأثيره بصفة مستقلة على كل من الافراط في الاستثمار ونقص الاستثمار، تم إجراء تحليل الحساسية بالاعتماد على نفس نموذج الانحدار السابق رقم ٢ لاختبار فرض البحث الثاني ، وفيما يلي توضيح لهذا النموذج:

$$INVOU = \beta_0 + \beta_1 CON + \beta_2 \text{ firm Size} + \beta_3 Lev + \beta_4 AUDIT \text{ Size}$$

حيث أن

INVOU كفاءة الاستثمار ، سواء المبالغة O أو النقص U

وباقى المتغيرات كما هو موضح في النموذج الأساسي

وقد كانت نتائج نموذج الانحدار على النحو التالي

Model Summary^b

VAR00002	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
.00	under	.306 ^a	.093	.067	.39056191	.444
1.00	over	.332 ^a	.110	.080	.58695962	.466

a. Predictors: (Constant), Big, CON, Lev, Size

b. Dependent Variable: INVOU

ANOVA^a

VAR00002	Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
.00	under	Regression	2.169	4	.542	3.554	.009 ^b
		Residual	21.050	138	.153		
		Total	23.219	142			
1.00	over	Regression	5.106	4	1.277	3.705	.007 ^b
		Residual	41.343	120	.345		
		Total	46.449	124			

a. Dependent Variable: INVOU

b. Predictors: (Constant), Big, CON, Lev, Size

Coefficients^a

VAR00002	Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
.00	under	(Constant)	-1.838	.439		-4.189	.000		
		CON	.516	.177	.242	2.922	.004	.960	1.042
		Size	.085	.049	.158	1.732	.086	.791	1.265
		Lev	.099	.145	.060	.681	.497	.843	1.186
		Big	-.031	.081	-.036	-.391	.696	.763	1.311
1.00	over	(Constant)	.406	.759		.535	.594		
		CON	-.097	.378	-.025	-.257	.797	.770	1.298
		Size	.108	.092	.158	1.170	.244	.409	2.447
		Lev	-.897	.255	-.376	-3.520	.001	.649	1.540
		Big	-.057	.148	-.047	-.385	.701	.507	1.971

a. Dependent Variable: INVOU

د. حازم محفوظ محمد نويجي

يتضح من الجدول السابق أن النموذج معنوي وصالح لاختبار العلاقة محل الدراسة حيث القيمة الاحتمالية (Sig) للنموذج أقل من ٥٪ ، سواء في حالة نقص الاستثمار أو الإفراط في الاستثمار. كما يتضح أن تأثير درجة تركيز الملكية كان ايجابياً ومعنوي على نقص الاستثمار ، حيث كان معامل انحداره موجباً (٢٤٢)، ، في حين كان تأثيره سلبياً ولكنه غير معنوي على الإفراط في الاستثمار ، وبالتالي يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل H2 جزئياً، القائل بوجود تأثير معنوي لدرجة تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية جزئياً ، حيث كان التأثير معنوي على نقص الاستثمار ، في حين كان التأثير غير معنوي على الإفراط في الاستثمار

٦/٦- نتائج البحث وتوصياته ومجالات البحث المقترحة.

١/٦/٦- نتائج البحث

استهدف هذا البحث اختبار تأثير مستوي الاحتفاظ بالنقدية ودرجة تركيز الملكية على كفاءة الاستثمار ، وفي سبيل ذلك فقد اشتمل البحث على دراسة نظرية بالإضافة إلى دراسة تطبيقية . ويمكن بلورة أهم نتائج البحث على النحو التالي :

- فيما يتعلق باختبار العلاقة بين مستوي الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار، فقد أوضحت نتائج الدراسة التطبيقية وجود تأثير سلبى معنوي لمستوي الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار ، سواء في ظل وجود المتغيرات الرقابية أو عدم وجودها ، وهو ما يؤيد الفرض الأول للبحث في ظل التحليل الأساسي . أما في ظل التحليل الإضافي فقد أوضحت نتائج الدراسة التطبيقية وجود تأثير سلبى معنوي لمستوي الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار في ظل وجود المتغيرات الرقابية فقط ، بينما كان هذا التأثير غير معنوي في ظل عدم وجود متغيرات الرقابة . كما أظهرت نتائج تحليل الحساسية أن تأثير مستوي الاحتفاظ بالنقدية كان ايجابياً ومعنوي على نقص الاستثمار ، في حين كان تأثيره سلبياً ومعنوي على الإفراط في الاستثمار
- وفيما يتعلق باختبار العلاقة بين درجة تركيز الملكية وكفاءة الاستثمار ، فقد أوضحت نتائج الدراسة التطبيقية وجود تأثير سلبى معنوي لتركيز الملكية على كفاءة الاستثمار في ظل عدم وجود متغيرات الرقابة ، بينما كان هذا التأثير غير معنوي في ظل وجود المتغيرات الرقابية ، سواء في ظل التحليل الأساسي أو في ظل التحليل الإضافي ، وهو ما يؤيد الفرض الثاني للبحث في ظل عدم وجود متغيرات الرقابة فقط . كما أظهرت نتائج تحليل الحساسية أن تأثير درجة تركيز الملكية كان ايجابياً ومعنوي على نقص الاستثمار ، في حين كان تأثيره سلبياً ولكنه غير معنوي على الإفراط في الاستثمار

٢/٦/٦- توصيات البحث:

وفقاً لما انتهى إليه البحث من نتائج بشقيه النظري والعملي، وفي ضوء حدوده، يوصي الباحث بما يلي:

- ضرورة سعي إدارات الشركات للاحتفاظ بالمستوى الأمثل من النقدية دون زيادة أو نقصان، ، حيث أن الإفراط في الاحتفاظ بالنقدية قد يؤدي إلى سوء استخدام الموارد وعدم كفاءة الاستثمار ، كما أن النقص الحاد في النقدية قد يؤدي إلى عدم القدرة على تلبية احتياجات التشغيل ، مما يؤدي إلى تكبد الشركة خسائر كبيرة.

د. حازم محفوظ محمد نويجي

- ضرورة اهتمام الهيئة العامة للرقابة المالية بتوجيه وزيادة وعي إدارات الشركات المقيدة بالبورصة، بضرورة الاهتمام بكفاءة الاستثمار وأهميتها في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد ، وهو ما ينعكس على الاقتصاد الوطني.
- كما يوصي الباحث بضرورة اهتمام الجامعات المصرية خصوصاً في مرحلة الدراسات العليا، بتدريس موضوعات عن جودة التقارير المالية، وأهميتها في توفير معلومات تحسن من اتخاذ القرارات خاصة قرارات الاستثمار في الأصول طويلة الأجل.
- يجب أن تحتفظ هيئة الرقابة المالية في مصر بقواعد بيانات منظمة ومتكاملة ، يتم تحديثها كل سنة، وكل ربع سنة بشأن الشركات المقيدة بالبورصة مصنفة إلى شركات بها كفاءة استثمار وأخري لا توجد بها تلك الكفاءة للاستفادة الأكاديمية والعملية منها.

٣/٦/٦- مجالات البحث المقترحة:

- يقترح الباحث عدداً من مجالات البحوث المستقبلية، على النحو التالي :
- أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار في المؤسسات المالية- دراسة تطبيقية على البنوك وشركات التأمين المقيدة بالبورصة.
 - أثر اختلاف خصائص مجلس الإدارة ، ولجنة المراجعة ، وهيكل الملكية ، على كفاءة الاستثمار.
 - أثر خصائص مجلس الإدارة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية
 - أثر هيكل الملكية وكفاءة الاستثمار على الأداء المستدام

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- أبو العلا، أسامة مجدي فؤاد. (٢٠١٩). أثر هيكل الملكية وهيكل التمويل على إدارة الأرباح : دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري . *مجلة الفكر المحاسبي* ، كلية التجارة – جامعة عين شمس ، ٢٣ (٤) ، ١- ٤٧ .
- الجوهرى ، ابراهيم السيد ، وحامد نبيل سليمان . (٢٠٢١) . تحليل العلاقات التأثيرية المباشرة والتفاعلية بين جودة حوكمة الشركات والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية . *مجلة البحوث المالية والتجارية* ، كلية التجارة – جامعة بورسعيد ، ٢٢ (٤) ، ٤٥٠، - ٥٠٣ .
- الصايغ، عماد سعد ، وحميده محمد عبد المجيد. (٢٠١٥) . قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية ، *مجلة المحاسبة والمراجعة* ، جامعة الملك خالد ، ١-٣٩. متاح على الموقع الإلكتروني. www.academia.edu.
- خضر، هنا عبد الحميد. (٢٠١٤) . أثر هيكل الملكية على مستوى التحفظ المحاسبي في القوائم المالية: دراسة ميدانية على الشركات المصرية المقيدة بالبورصة. رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة – جامعة الإسكندرية.
- زيتون، محمد خميس جمعة. (٢٠١٩). أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، ٦(٢)، ٢٩٣-٣٤٨.
- رميلي، سناء محمد رزق. (٢٠١٨) . أثر الخصائص التشغيلية للشركة وحوكمة الشركات على العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، *مجلة البحوث المحاسبية* ، كلية التجارة ، جامعة طنطا ، ٢(٢) ، ٣٥٤ - ٣٩٢ .
- شرف ، ابراهيم أحمد . (٢٠١٩) . أثر ممارسات إدارة الأرباح على كفاءة الاستثمار بالشركات - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة اسكندرية للبحوث المحاسبية* ، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية ، ٣ (٢) ، ٢٢٧ - ٢٨٥ .
- عبد الله، محمد أحمد . (٢٠١٨). الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وقيمة الشركة - أدلة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٢(٢)، ٢٦١-٣٣٧.
- عبد المنعم، ريم محمد محمود (٢٠٢١). تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة "دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، ٣(١)، ١٦٦-٢٧٢.
- مجر ، نورهان هشام أحمد . (٢٠١٩) . أثر هيكل الملكية على القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية لترشيد القرار الاستثماري : دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية. رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة – جامعة المنصورة.
- معايير المحاسبة المصرية (٢٠١٩)، معيار رقم (٤): قائمة التدفقات النقدية، وزارة الاستثمار.

ثانياً : المراجع الأجنبية

- Abdel-Wanis, E. (2019). The Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Relationship between Cash Holdings and Audit Fees in Egyptian Listed Companies. **International Journal of Accounting and Financial Reporting**, 9(2), 314-334.
- ALqirem,R., Abu afifa ,M., Saleh,I., and Haniah ,F . (2020). Ownership structure, earnings manipulation and organizational performance. **Journal of Asian Finance, Economics and Business** , 7 (12) : 293 – 308 .
- Anelia,F.L., & Prasetyo , A. B .(2020). The Effect of ownership structure on Investment efficiency (case study in non-financial firms listed on Indonesia Stock Exchange in 2015-2017). **Accounting Research Journal of Sutaatmadja** ,4 (1), 66-76.
- Aslan , H and Kumar ,P . (2012) . Strategic Ownership Structure and the Cost of Debt. **The Review of Financial Studies** 25(7): 2257–2299.
- Azhar, A., Nasir ,A., Waheed, A., Malik, Q .(2019). The Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Investment Efficiency: An Empirical Study from Pakistan Stock Exchange. **Pakistan Administrative Review** ,3 (2) ,84 -98.
- Azmat, Q. (2014). Firm value and optimal cash level: evidence from Pakistan. **International Journal of Emerging Markets**, 9 (4), 488-504.
- Berk, J. B., Green, R. C. and Naik, V. (1999). Optimal investment, growth options, and security returns. **Journal of Finance** 54 (5), 1553–1607.
- Cai, W., Zeng, C. C., Lee, E., & Ozkan, N. (2016). Do business groups affect corporate cash holdings? Evidence from a transition economy. **China Journal of Accounting Research**, 9(1), 1-24.
- Chen, G., Firth, M and Xu, L. (2009). Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies. **Journal of Banking & Finance**, 33(1), 171-181.
- Chen, N., Sung, H. C., & Yang, J. (2017). Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms. **Pacific Accounting Review**, 29(3), 266-282.
- Dechow, P.M., Sloan R. G., and Sweeney, A. P. (1996). Cause and consequence of earnings manipulation : An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. **Contemporary Accounting Research**, 13(1) : 1-36.
- Dinh , T. H., (2023). Ownership concentration, financial reporting quality and investment efficiency: an empirical analysis of Vietnamese

-
-
- listed firms. **International Journal of Social Economics**, 50 (1), 111-127.
- Feldmann, D and Schwarzkopf, D .(2003). The Effect of Institutional Ownership on Board and Audit Committee Composition. **Review of Accounting and Finance**, 2 : 87- 109.
 - Graham, J. R., & Leary, M. T. (2018). The evolution of corporate cash. **The Review of Financial Studies**, 31(11), 4288–4344.
 - Jeon, H. J., & Oh, H. M. (2017). Debt Maturity and Investment Efficiency Evidence from Korea. **Journal of Applied Business Research**, 33(6), 1081.
 - Ogneva, M. 2012. Accrual quality, realized returns, and expected returns: The importance of controlling for cash flow shocks. **The Accounting Review** 87 (4): 1415–1444.
 - Park, S., Kim, I., & Kim, W. (2017). Investment Efficiency Between Listed And Unlisted Firms, And Big 4 Audit Firms' Effect: Evidence From Korea. **Journal of Applied Business Research**, 33(6), 1095
 - Perrini, F., Rossi ,G, and, Rovetta, B. (2008). Does ownership structure affect performance? Evidence from the Italian market. **Corporate Governance: An International Review**, 16(4), 312-325.
 - Rad, S. S. E., Embong, Z., Mohd-Saleh, N., & Jaffar, R. (2016). Financial Information Quality and Investment Efficiency: Evidence from Malaysia. **Asian Academy Of Management Journal Of Accounting & Finance**, 12(1).
 - Shaheen ,M.A., Sial, M. H., & Nosheen ,S . (2024). Impact of Ownership Structure on Investment Efficiency of Sharia Compliant Firms. **Journal of Banking and Social Equity**, 3(1) , 31- 44 .
 - Shehata, W., & Rashed, A. (2021). Accounting Conservatism, Information Asymmetry and Cash Holdings. **Journal of Accounting, Business and Management**, 28(1), 63-72.
 - Wang, F., Zhu, Z., & Hoffmire, J. (2014). Financial reporting quality, ownership concentration, and investment efficiency: evidence from China. **BioTechnology : An Indian Journal** 10(18), 9873-9881.
 - Warrad,L.H .(2017). The Influence of Leverage and Profitability on Earnings Quality: Jordanian Case. **International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences** 7(10): 62 -81.
 - Wildan, K. M., Diantimala,Y & Yusmita, F . (2023). The Effect of Firm Financial Performance, Free Cash Flow and Cash Holding on Overinvestment. **Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies** 9(3): 289-306.

-
-
- Xie, S . (2024) . **Equity Concentration and Inefficient Investment -- Empirical Evidence from Listed Companies in China . Transactions on Economics, Business and Management Research**, 6 , 239 - 249
 - Xu, X., Li, W., Li, Y., and Liu, X. (2019). Female CFOs and corporate cash holdings: Precautionary motive or agency motive?. **International Review of Economics & Finance**, 63, 434-454.
 - Yun, J., Ahmad, H., Jebran, K., & Muhammad, S. (2021). Cash holdings and firm performance relationship: Do firm-specific factors matter?. **Economic Research-Ekonomska Istraživanja**, 34(1), 1283-1305.
 - Zhao, J., Wang, M & Qiuqin ,H. (2023) . Cash holdings, the internal capital market, and capital allocation efficiency in listed companies . **Economic Research –Ekonomska Istraživanja** , 36 (1) :827-844 .
 - Zheng, W. (2023). Equity Concentration and Investment Efficiency. **Frontiers in Business, Economics and Management**, 11 (2), 163 – 170.
 - Akben-Selcuk, E., & Sener, P. (2020). Cash holdings and corporate governance: Evidence from Turkey. **Corporate Governance Models and Applications in Developing Economies**, 133-161, IGI Global.
 - Akhtar, T., Tareq, M. A., Sakti, M. R. P., & Khan, A. A. (2018). Corporate governance and cash holdings: the way forward. **Qualitative Research in Financial Markets**, 10(2), 152–170.
 - Al-Najjar, B., & Clark, E. (2017). Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. **Research in International Business and Finance**, 39, 1-12.
 - Ameer, R. (2012) . Impact of cash holdings and ownership concentration on firm valuation Empirical evidence from Australia. **Review of Accounting and Finance**, 11 (4) , 448-467.
 - Amess, K., Banerji, S., & Lampousis, A. (2015). Corporate cash holdings: Causes and consequences. **International Review of Financial Analysis**, 42, 421-433.
 - Asante-Darko, D., Bonsu, B., Famiyeh, S., Kwarteng, A., & Goka, Y. (2018). Governance structures, cash holdings and firm value on the Ghana Stock Exchange. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, 18 (4), 671-685.
 - Ball, R., Gerakos ,J., Linnainmaa, J. T and V. Nikolaev.(2016). Accruals, cash flows, and operating profitability in the cross section of stock returns. **Journal of Financial Economics** 121 (1): 28–45.

-
-
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? **Journal of accounting and economics**, 48(2-3), 112-131.
- Blandon G.J and Bosch, A J. M. (2018). Audit partner industry specialization and audit quality: Evidence from Spain. **International Journal of Auditing**. 22(1): 98-108.
- Bryan,D.B. , Mason ,T.W., and Reynold, J.K. (2018). Earnings Autocorrelation, Earnings Volatility, and Audit Fees. **Auditing: A Journal of Practice and Theory**, 37(3): 47-69.
- Chava, S., Wang, R., and Zou ,H. (2019). Covenants, Creditors' Simultaneous Equity Holdings, and Firm Investment Policies. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 45(2): 481_512.
- Cherkasova, V., & Rasadi, D. (2017). Earnings quality and investment efficiency: evidence from Eastern Europe. **Review of Economic Perspectives**, 17(4), 441-468.
- Daryaei, A. A., Fattahi, Y., Hasani, R., & Sadeqi, H. (2020). Value of cash and accounting conservatism: The role of audit quality and firm growth. **Cogent Economics & Finance**, 8(1), 186-281.
- Dogru, T., & Sirakaya-Turk, E. (2018). Cash holdings and corporate governance: theory and contrary evidence from hotel firms. **International Journal of Contemporary Hospitality Management**, 30(10), 3117-3134.
- Du, J., Li, W., Lin, B., & Wang, Y. (2018). Government integrity and corporate investment efficiency. **China Journal of Accounting Research**, 11(3), 213-232.
- Farinha, J., Mateus, C., & Soares, N. (2018). Cash holdings and earnings quality: evidence from the Main and Alternative UK markets. **International Review of Financial Analysis**, 56, 238-252.
- Field, A. (2018). **Discovering Statistics Using IBM SPSS Statistics**. 5th Edition, London, SAGE Publications Ltd.
- Francis, B., Hasan, I., and Wu ,Q . (2013). The Benefits of Conservative Accounting to Shareholders: Evidence from the Financial Crisis. **Accounting Horizons** 7(2): 319–346.
- Francis, J. and Wang, D .(2008). The Joint Effect of Investor Protection and Big 4 Audits on Earnings Quality around the World'. **Contemporary Accounting Research**, 25 (1):157-191.
- Gill, A., & Shah, C. (2012). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Canada. **International journal of economics and finance**, 4(1), 70-79.
- Hamdan, A., .Al-Hayale , T and Aboagela, E . (2012). The Impact of Audit Committee Characteristics on Accounting Conservatism:

-
-
- Additional Evidence from Jordan . **Journal of King Saud University** 24 (1) : 1-15 .
- Hassanein, A., & Kokel, A. (2019). Corporate cash hoarding and corporate governance mechanisms: evidence from Borsa Istanbul. **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics**, 1-18.
- La Rocca, M., & Cambrea, D. R. (2019). The effect of cash holdings on firm performance in large Italian companies. **Journal of International Financial Management & Accounting**, 30(1), 30-59.
- Li, Q., & Wang, T. (2010). Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience. *Nankai Business Review International*, 1(2), 197-213.
- Majeed, M. A., Zhang, X., & Umar, M. (2018). Impact of investment efficiency on cost of equity: evidence from China. **Journal of Asia Business Studies**, 12(1), 44-59.
- Manoel, A. A. S., & Moraes, M. B. D. C. (2021). Accounting conservatism and corporate cash levels: Empirical evidence from Latin America. **Corporate Governance: An International Review**, 1-19.
- McNichols, M. F., & Stubben, S. R. (2008). Does earnings management affect firms' investment decisions?. **The accounting review**, 83(6), 1571-1603.
- Noman, M., Din, B. H., & Mustafa, F. (2019). The Influence of Corporate Governance on cash holdings; Empirical evidence from Jordan. **Asian Journal of Multidisciplinary Studies**, 7(3),1-5.
- Rahmatika, S., & Kholid, M. N. (2021). Determinants of cash holdings: Analysis of Islamic and conventional banks in Indonesia. *Journal Ekonomi dan Keuangan Islam*, 1(1), 92-104.
- Rahmawati, S. D. R. (2019). Share liquidity and cash holdings of the company (Doctoral dissertation, University Airlangga).
- Ratny, S., Fonseka, M. M., & Tian, G. L. (2019). Access to External Financing and Firm Investment Efficiency: Evidence from China. **The Journal of Developing Areas**, 53(2), 109-122.
- Saunders, M., Lewis, P., and Thornhill, A. (2016). **Research Methods for Business Students**. Seventh edition, New York, Pearson Education Limited.
- Setiadharna, S and Machali, M. (2017). The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable. **Journal of Business & Financial Affairs** 6 (4) : 1- 5 .

- Shen, C. H., Luo, F., & Huang, D. (2015). Analysis of earnings management influence on the investment efficiency of listed Chinese companies. **Journal of Empirical Finance**, 34, 60-78.
- Thanh, C. (2019). Optimal Cash Holding Ratio for Non-Financial Firms in Vietnam Stock Exchange Market. **Journal of Risk and Financial Management**, 12(2), 104.
- Turegun, N. (2018). Effects of borrowing costs, firm size, and characteristics of board of directors on earnings management types: a study at Borsa Istanbul. **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics**, 25(1-2), 42-56.
- Yeganeh, S., Kangarlouei, J , and Motavassel ,M.(2012). The investigation of the impact of auditor tenure and audit firm size on accounting conservatism in financial reporting of firms listed in Tehran Stock Exchange. **International Journal of Finance and Accounting** 1(3): 38-44.
- Yu, H. C., Sopranzetti, B. J., & Lee, C. F. (2015). The impact of banking relationships, managerial incentives, and board monitoring on corporate cash holdings: an emerging market perspective. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 44(2), 353-378.

The effect of the level of cash holding and concentration of ownership on investment efficiency- An applied study on non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange

Abstract:

This research aimed to test the effect of the level of cash holding and concentration of ownership on investment efficiency. To achieve the research goal, an applied study was conducted on a sample of non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange, consisting of 56 companies with a total of 284 observations, for the period from 2017 to 2021.

The researcher reached several results, the most important of which are: There is a significant negative effect of the level of cash holding on investment efficiency, whether in the presence or absence of control variables, which supports the first hypothesis of the research, and there is a significant negative effect of ownership concentration on investment efficiency in the absence of control variables, while this effect was insignificant In the presence of control variables, which supports the second hypothesis of the research in the absence of control variables only.

The results of the sensitivity analysis also showed that the effect of the level of cash holding was positive and significant on underinvestment, while its effect was negative and significant on overinvestment. The results of the sensitivity analysis also showed that the effect of the degree of ownership concentration was positive and significant on underinvestment, while its effect was negative but insignificant on overinvestment.

Keywords: cash holding, ownership concentration, investment efficiency, non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange