



# **أثر الدور الوسيط للاحتفاظ بالنقدية في العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار دراسة امبريقية على شركات المساهمة المصرية**

إعداد

**د. أحمد صالح عبدالسميع**

مدرس المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

Ahmadsaleh1986@gmail.com

**د. محمد محمود سليمان**

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

m.m.soliman2023@gmail.com

**سمر صلاح بنداوي محمد**

باحثة ماجستير محاسبة - كلية التجارة

جامعة الزقازيق

samarbendary90@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد السابع والأربعون - العدد الرابع أكتوبر 2025

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

## **أثر الدور الوسيط للاحتفاظ بالنقدية في العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار دراسة امبريقية على شركات المساهمة المصرية**

### **الملخص**

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار، بالإضافة إلى اختبار أثر الدور الوسيط للاحتفاظ بالنقدية في العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار للشركات المدرجة بسوق تداول الأوراق المالية المصري. ولتحقيق هذا الهدف اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من (90) شركة أي ما يعادل (629 مشاهدة) من شركات المساهمة المصرية غير المالية المدرجة في البورصة المصرية، وذلك خلال الفترة من عام 2017 حتى عام 2023.

وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة مباشرة موجبة ذات دلالة إحصائية بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار. كما تشير النتائج إلى وجود علاقة مباشرة موجبة ذات دلالة إحصائية بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية. ووجود علاقة مباشرة موجبة ذات دلالة إحصائية بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار. وأخيراً، توصلت النتائج إلى وجود أثر وسيط للاحتفاظ بالنقدية في العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار.

**الكلمات المفتاحية:** حوكمة الشركات، كفاءة الاستثمار، الاحتفاظ بالنقدية.

## أولاً: مقدمة ومشكلة الدراسة:

تعد قرارات الاستثمار من بين أهم القرارات التي تتخذها الشركات، حيث تحدد نموها وربحياتها ونجاحها على المدى الطويل. وتراعى الشركات الأخذ في الاعتبار بعض العوامل عند اتخاذ تلك القرارات الاستثمارية الفعالة، ولعل أهمها وجود فرق الإدارة الكفؤة والملتزمة، بالإضافة إلى الوصول إلى رأس مال كافٍ (Biddle et al., 2009). ومع التحسن التدريجي للنظام الاقتصادي، دخلت سوق رأس المال مرحلة جديدة من التطور، ولكن في الوقت نفسه، أصبحت مشاكل تخصيص الموارد وارتباطاتها بكفاءة الاستثمار المنخفضة للشركات المدرجة من أهم العوائق أمام كفاءة الاستثمار. حيث تعد المعلومات المحاسبية أساساً مهماً لاتخاذ القرارات من قبل الشركة، كما أن جودتها مهمة جداً. ومع ذلك، فإن بعض الشركات من أجل تحقيق غرض الدخل المرتفع، والتهرب الضريبي المعقول، والتلاعب بالبيانات، يؤدي ذلك إلى فقدان الشركة لمصادقية المعلومات المحاسبية، مما قد يؤدي ذلك إلى انخفاض كفاءة الاستثمار (Zhang and Yang, 2024).

وفي نفس السياق اجتذب حوكمة الشركات اهتمام العديد من الباحثين لما لها من أثر على سلوك الإدارة عند اتخاذ القرارات المستقبلية مثل قرارات الاستثمار والتمويل وغيرها من القرارات المؤثرة على الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار. حيث يتوقع أن يساعد تعزيز ممارسات حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الاستثمار. وتعتبر آليات حوكمة الشركات أحد الدعائم الرئيسية للحد من مشاكل الوكالة، من خلال تقليل التعارض بين الإدارة وأصحاب المصالح. وتمثل إطار يشمل مجموعة قواعد وآليات داخلية تتضمن هيكل الملكية، مجلس الإدارة، لجنة المراجعة، المراجعة الداخلية، الشفافية والإفصاح، ومجموعة قواعد وآليات خارجية تتضمن المراجعة الخارجية وأصحاب الدين، قوانين سوق الأوراق المالية، معايير المحاسبة، معايير المراجعة (سحلول، 2011).

وتجدر الإشارة إلى أن مجلس الإدارة له دور هام في الشركات ودور أكثر أهمية في حوكمة الشركات، حيث يقوم باتخاذ القرارات الاستراتيجية التي تقود أعمال الشركة. كما يسعى للتأكد من أن مصالح الملاك والمدراء تسير على نحو صحيح بعيداً عن التضارب. ويقوم بضبط أو استبعاد المدراء غير الفاعلين لتعزيز من قيمة الشركة؛ إذ أن ممارساتهم السلبية قد تؤدي إلى فشل الشركة أو تعرضها لفضائح مالية (Kang et al., 2007). هذا وتتضمن مشاكل الوكالة أن المديرين يمكن أن يعملوا على

تحقيق مصالحهم الخاصة، ويمكن عزو ذلك بصفة أساسية إلى أن المساهمين غير قادرين على مراقبة كل أنشطة المديرين. لذلك، فإن وجود هيكل حوكمة قوي في الشركة يعد على الأقل أحد الآليات المستخدمة في تحسين مراقبة المديرين لدراسة مشاكل الوكالة داخل شركة ما (عفيفي، 2015). أى من خلال ارتباط مصالح المديرين والمساهمين، وأنشطة مراقبة الإدارة، فإن آليات حوكمة الشركات يمكنها بشكل أفضل ضمان تطبيق المديرين سياسات للاحتفاظ بالنقدية تتوافق مع تعظيم ثروة المساهمين (Anedeberhan, 2012).

ومن الناحية الإمبريقية يلاحظ الباحثون وجود تضارب في نتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار، حيث أشار (Salami, 2011) إلى وجود علاقة موجبة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار، بينما أشار (Med Bechir and Jouirou, 2021) إلى وجود علاقة سالبة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار، ومن جهة أخرى أشارت دراسة (Chen et al., 2017) إلى عدم وجود علاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار.

ونتيجة لما سبق يتضح للباحثة أن العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار بأنها علاقة ليست محددة الاتجاه، مما قد يوحي بوجود متغيرات وسيطة لتلك العلاقة، وسوف يقوم الباحثون في الدراسة الحالية باختبار الدور الوسيط للاحتفاظ بالنقدية على هذه العلاقة في البيئة المصرية، حيث يتوقع الباحثون أن يلعب الاحتفاظ بالنقدية دوراً هاماً في علاقة حوكمة الشركات بكفاءة الاستثمار أو للشركات التي قد تواجه ضغوطاً مالية. حيث قد يؤثر تطبيق آليات حوكمة الشركات على مثل هذه الشركات بالإيجاب على كفاءة الاستثمار. ويمكن القول إن علاقة مشاكل الوكالة بالاحتفاظ بالنقدية تعتبر علاقة تبادلية، فالإفراط في الاحتفاظ بالنقدية، قد يكون بسبب حالة تعاني منها الشركة وهي مشاكل الوكالة الناتجة عن صراعات الوكالة. كما أن الاحتفاظ بالمزيد من النقدية قد يترتب عليه زيادة مشاكل وتكاليف الوكالة أيضاً عند إساءة استخدام المديرين للموارد النقدية. لذا تسهم هذه الدراسة في دراسة أثر الدور الوسيط للاحتفاظ بالنقدية في العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة المصرية، حيث يتوقع الباحثون أن حوكمة الشركات سوف تساهم في تعظيم مستوى الاحتفاظ بالنقدية، مما يؤدي إلى زيادة كفاءة الاستثمار، ومما سبق يمكن للباحثة تلخيص مشكلة الدراسة في الأسئلة التالية:

1. هل توجد علاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار؟
2. هل توجد علاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية؟
3. هل توجد علاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار؟
4. هل يوجد أثر للدور الوسيط للاحتفاظ بالنقدية في العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار في البيئة المصرية؟

### **ثانياً: أهداف الدراسة:**

يتمثل هدف الدراسة الأساسي في اختبار أثر الدور الوسيط للاحتفاظ بالنقدية في العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار للشركات المدرجة بسوق تداول الأوراق المالية المصري، ويتفرع من هذا الهدف الرئيسي الأهداف الفرعية التالية:

1. دراسة واختبار العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار.
2. دراسة واختبار العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية.
3. دراسة واختبار العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار.
4. دراسة واختبار أثر الدور الوسيط للاحتفاظ بالنقدية في العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار في البيئة المصرية.

### **ثالثاً: أهمية الدراسة:**

- ترجع أهمية الدراسة إلى عدة عوامل واعتبارات، لعل من أهمها ما يلي:
- 1- ندرة الدراسات التي اهتمت بدراسة أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار في البيئة العربية بوجه عام، وفي البيئة المصرية بوجه خاص (وذلك في حدود علم الباحثين)
  - 2- تحاول الدراسة الحالية تقديم بعض المتغيرات الوسيطة المفسرة للدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار، مما يعطي الدراسة الحالية بعداً إضافياً يميزها عن الدراسات السابقة.
  - 3- يمكن لهذه الدراسة أن تسهم في تحسين إدراك الشركات لأهمية الاحتفاظ بالنقدية من خلال الحكم على دورها في التأثير على كفاءة الاستثمار، مما يؤدي إلى الحفاظ على المستثمرين الحاليين وجذب مستثمرين جدد.

## رابعاً: خطة الدراسة:

في ضوء مشكلة البحث وتحقيقاً لأهدافه، تسير خطة البحث على النحو التالي:

**القسم الأول:** الإطار النظري لمتغيرات الدراسة

**القسم الثاني:** الدراسات السابقة واشتقاق الفروض.

**القسم الثالث:** الدراسة الإمبريقية.

النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة

المراجع

الملاحق

## القسم الأول: الإطار النظري لمتغيرات الدراسة

يتناول الباحثون في هذا القسم الإطار النظري لمتغيرات الدراسة، وذلك على النحو الآتي:

### أولاً: الإطار النظري لكفاءة الاستثمار:

#### 1- مفهوم كفاءة الاستثمار:

ترتبط كفاءة الاستثمار بصافي القيمة الحالية الموجبة للمشروع، وهذا يعني أن الانحراف عن المستوي أو الحجم الأمثل المتوقع للاستثمار يؤدي إلى انخفاض في كفاءة الاستثمار، فيمكن أن تكون عدم كفاءة الاستثمار باستثمار أكثر من اللازم أي في شكل استثمار مفرط أو مبالغ فيه (Over-Investment) مما يعنى الاستثمار في مشروعات صافي القيمة الحالية لها تكون سالبة، وعلى الجانب الآخر يمكن أن تكون عدم كفاءة الاستثمار باستثمار أقل من اللازم أي في شكل استثمار ناقص أو منخفض (Under-Investment) مما يعنى رفض الاستثمار في مشروعات على الرغم من أن صافي القيمة الحالية لها موجبة (عفيفي وعبد الرحمن، 2024).

وفي ضوء التعريفات والمفاهيم السابقة لكفاءة الاستثمار يخلص الباحثون إلى أن كفاءة الاستثمار عبارة عن مدى قدرة الشركة على تحقيق أعلى عائد ممكن من الاستثمارات التي تقوم بها من خلال

اختيار أفضل المشروعات التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة واستبعاد المشروعات التي تحقق صافي قيمة حالية سالبة، مع الأخذ في الاعتبار مستوى المخاطر التي تتضمنها هذه الاستثمارات.

## 2- أهداف كفاءة الاستثمار:

تتمثل أهداف كفاءة الاستثمار طبقاً لما أشارت إليه دراسة كل من (Biddle et al., 2009) فيما يلي:

■ تحقيق العائد المربح: يهدف المستثمرون إلى تحقيق عوائد مربحة من استثماراتهم، سواء كانت على المدى الطويل أو القصير.

■ ضمان السيولة: يسعى الاستثمار إلى توفير السيولة اللازمة لتلبية الاحتياجات المستقبلية وتحقيق توازن مالي فعال

■ بناء الثروة: يعد الاستثمار وسيلة لبناء الثروة على المدى الطويل، مما يساهم في تحقيق استقرار مالي للمستثمر.

■ تحقيق التنوع: يهدف المستثمرون إلى تحقيق تنوع في محفظتهم الاستثمارية لتقليل المخاطر المحتملة.

■ تقليل المخاطر: يعمل المستثمرون على اتخاذ قرارات استثمارية ذكية لتقليل المخاطر وتحقيق العوائد المأمولة.

## 3- العوامل المؤثرة على كفاءة الاستثمار:

يعتبر من الأمور التي تشكل قضية مهمة تهدد إدارة الشركات على المستوى الجزئي وأيضاً الدولة على المستوى الكلي هو تحقيق الكفاءة في الاستثمار، ومن هنا جاء الاهتمام بالعوامل التي يمكن أن يكون لها تأثير ظاهر على كفاءة الاستثمار للشركات، والتي من أهمها ما يلي:

### أ. جودة المعلومات المحاسبية:

أكدت دراسة كل من (Cho and Kang, 2019) على أن الشركات ذات جودة عالية في معلوماتها المحاسبية تتخذ بشكل عام قرارات استثمارية فعالة. بالإضافة إلى ذلك، اكتشفت دراسة كل من (Shahzad et al., 2019) أن جودة التقارير المالية ترتبط بعلاقة عكسية مع الزيادة (أو النقص) في الاستثمار، مما يعزز من كفاءة الاستثمار للشركات.

### ب. التدفق النقدي الحر:

أشارت نتائج دراسة (Richardson, 2006) إلى أن التدفقات النقدية الحرة تمتلك تأثيراً سالباً على كفاءة الاستثمار. فوجد أن الشركات قد تفرط في استثمار الأموال عندما تتمتع بتدفقات نقدية حرة كبيرة. تأييداً لهذه النتائج، أوضحت دراسة كل من (Bhuiyan and Hooks, 2019) أن المستوى المرتفع للحيازات النقدية يمكن أن يؤدي إلى الاستثمار المفرط (الزائد).

**ج. تغطية المحللين الماليين:** توصلت نتائج دراسة كل من (Jedda et al., 2021؛ 2020، بلال) إلى أن الشركات التي يتابعها عدد كبير من المحللين الماليين يعزز من كفاءة الاستثمار بها مما يعنى وجود علاقة طردية بينهما، بينما توصلت دراسة كل من ( Brogaard et al., 2019; Lee and Mo, ) (2020) إلى نتائج مغايرة بوجود علاقة عكسية بينهما.

**د. قوة المدير التنفيذي الأول:**

أشارت دراسة كل من (Yang and Liu, 2017) إلى أن قوة المدير التنفيذي الأول مجتمعة لها تأثير طردي على كفاءة الاستثمار للشركات، بينما وتوصلت دراسة كل من ( Majeed and Ullah, ) (2022) إلى نتائج مختلفة بأن قوة المدير التنفيذي الأول مجتمعة لها تأثير عكسي على كفاءة الاستثمار للشركات.

## **ثانياً: الإطار النظري لحوكمة الشركات**

### **1- ماهية حوكمة الشركات في العصر الحديث:**

لقد زاد الاهتمام بموضوع حوكمة الشركات في السنوات الأخيرة خاصة في منظمات الأعمال البريطانية والأمريكية. وهذا جاء بسبب ظهور العديد من المخالفات والانتهاكات على الصعيدين الإداري والمالي، وقد دفع ذلك الباحثين إلى دراسة آليات لضبط تلك المخالفات، وخاصة في ضوء الأزمة الاقتصادية والمالية الراهنة والركود، وقد أدى هذا إلى تداخلات وتعقيدات في أنظمة الحوكمة، الأمر الذي دفعهم إلى المزيد من الاستقصاء لإيجاد أساليب وطرق جديدة تتناسب مع هذه التعقيدات ( Bucur, ) (2021). وارتبطت حوكمة الشركات بالإفصاح والمساءلة حيث تعبر أيضاً عن أسس والممارسات التي تبين الآلية التي تفصح فيها منظمات الأعمال عن القرارات والشفافية التي تنظم طريقة العمل فيها، وما يخضع له العاملون فيها في جميع المستويات الإدارية من مساءلة وذلك لتوفير حماية لأصحاب المصالح من خلال المعلومات التي يتم تقديمها لهم، بحيث توفر لهم الحماية الكافية أو اللازمة (سليمان، 2020)، وتلعب الحوكمة دوراً حاسماً في تحقيق التميز والاستدامة للشركات. ويمكن تحقيق ذلك من خلال وضع

سياسات وآليات لتقييم ومراقبة الأداء وضمان الامتثال للمعايير والاحترام الكامل لحقوق وواجبات جميع الأطراف وتقاسم الصلاحيات والمسؤوليات المرتبة على ذلك (قويدر، 2020).

في ضوء المفاهيم السابقة يرى الباحثون أن مفهوم حوكمة الشركات يعتبر متعدد الأوجه يلعب دوراً حيوياً في إدارة الشركات والإشراف عليها، مما يؤثر على أدائها وسمعتها في السوق. كما أن التحليل المستمر لممارسات الحوكمة، وخاصة في القطاعات المختلفة، ضروري لفهم كيفية تحسين وتنفيذ استراتيجيات الحوكمة الفعالة.

## 2- النظريات المفسرة لمفهوم حوكمة الشركات:

يتناول الباحثون بعض النظريات التي تناولتها الدراسات السابقة والتي قد تفسر مفهوم حوكمة الشركات، وذلك على النحو التالي:

### أ. نظرية الوكالة (Agency Theory):

تستند نظرية الوكالة الى العلاقة بين الملاك وإدارة الشركة، إذ إنها تشير إلى وجود تضارب في المصالح بين الملاك وإدارة الشركة، حيث إن الإدارة تُعنى بتحقيق مصالحها الخاصة على حساب مصالح الملاك، وأن المديرين انتهازين وسيواصلون السعي لتحقيق مصالحهم الخاصة والتي يمكن تحقيقها بأموال المساهمين بالتالي الاضرار بمصالحهم (عبد العزيز والرباع، 2020). وتتضمن هذه النظرية استخدام مكافآت وحوافز أو عقوبات، يتجسد استخدام الحوافز بحوافز يتم إعطاؤها للمديرين بغرض تقريب مصالح الملاك والمديرين، أو العقوبات التي قد تصل إلى حد إنهاء وظيفتهم في حالة انحرافهم عن تعظيم ثروة الملاك، وعليه يتم الاستفادة من تطبيق الحوكمة في علاج مشكلة الوكالة والحد من تكاليف الوكالة (مصطفى، 2018).

### ب. نظرية الإشراف (Stewardship Theory):

وهي نظرية تركز على دور المديرين أو القائمين على إدارة الشركة كوكلاء أو أمناء يعملون لصالح المالكين أو المساهمين، مع التأكيد على مسؤوليتهم في الحفاظ على مصالح الشركة وتحقيق أهدافها بشكل أخلاقي وفعال. حيث تعتبر نظرية أخرى لحوكمة الشركات ذات الهدف المشترك مع نظرية الوكالة هي نظرية الإشراف لـ (Davis et al., 1997)، حيث يسعى كل من المديرين التنفيذيين والمديرين إلى ضمان نجاح المنظمة لصالح المساهمين والإدارة. تستند نظرية الإشراف على عمل (Davis et al., 1997) الذين زعموا أن الاعتماد فقط على نظرية الوكالة القائمة على الاقتصاد ليس

في مصلحة الشركة لأنها لا تعالج بشكل شامل الأطراف الأخرى التي يمكن أن تؤثر على حياة وعمليات الشركة. وبالتالي، دعا المؤلفون إلى نظرية أخرى لشرح العلاقات القائمة على متغيرات غير اقتصادية أخرى مثل الإشراف التي تشجع الزمالة بين المديرين نحو تحقيق الأهداف المشتركة ومصلحة جميع أصحاب المصلحة في المنظمة. وقد أيد (Schillemansa and Bjurstrom, 2020) هذه الحجة حيث اتفقا على أن نظريات الوكالة والإشراف مناسبة لدراسة حوكمة الوكالات المستقلة لأن النظريات تم تطويرها في مجالات مختلفة من العلوم الاجتماعية مثل الاقتصاد والعلوم السياسية والإدارة العامة ونظرية التنظيم. ولقد كانت هذه الدراسات ذات فائدة كبيرة للباحثين في تحليل القضايا المتعلقة بالحكم، كما هو الحال في هذه الدراسة.

### ج. نظرية اعتماد الموارد (Resource-Based Theory):

تشير نظرية اعتماد الموارد إلى أن الشركات تعتمد لغايات استمرار عملها وديمومتها على الموارد الخارجية، وأن الحصول على هذه الموارد يعد في غاية الأهمية للاستمرار. وبالتالي تركز هذه النظرية على مدى أهمية علاقات الشركة مع أصحاب المصالح الخارجيين وكيفية إدارة هذه العلاقات بكفاءة وفعالية. وبالتالي يتطلب من الشركة تطوير سياسات واستراتيجيات لتعزيز موقفها في المعاملات المتعلقة بالموارد، بما في ذلك اتخاذ إجراءات سياسية وزيادة حجم الإنتاج والتنوع وتطوير الروابط مع المؤسسات الأخرى (الحياري، 2024).

### د. نظرية أصحاب المصالح (Stakeholder Theory):

تعتبر نظرية أصحاب المصلحة مفهوماً مهماً في حوكمة الشركات وأدائها، مع التأكيد على أهمية مراعاة جميع الأطراف المتأثرة بإجراءات الشركة. حيث تقترض نظرية أصحاب المصلحة أنه لا ينبغي للشركات التركيز فقط على تعظيم قيمة المساهمين ولكن أيضاً مراعاة مصالح جميع أصحاب المصلحة، بما في ذلك الموظفين والعملاء والموردين والمجتمع. يشجع هذا المنظور الأوسع الشركات على التصرف بمسؤولية وأخلاقية في عملياتها (Saebah et al., 2023).

## ثالثاً: الإطار النظري للاحتفاظ بالنقدية:

### 1- مفهوم الاحتفاظ بالنقدية:

يعد قرار الاحتفاظ بالنقدية من أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة والتي تعد ذات أهمية لأصحاب المصالح لتقييم مدى قدرة الشركة على استغلال الفرص الاستثمارية، والوفاء بالالتزامات في ظل تزايد عدم التأكد، وتقلبات التدفقات النقدية (فودة، 2020)، وتعتبر النقدية من أكثر الحسابات تعرضاً للمخاطر نظراً لارتباطها بالعديد من المعاملات المحاسبية، فضلاً عن سهولة استغلالها مقارنة بالأصول الأخرى (Bick et al., 2018)، ويشير (Chen et al., 2020) إلى أن "النقد هو الملك" لأنه يحدد بشكل مباشر التمويل والاستثمارات والعمليات والمدفوعات، وبالتالي قيمة الشركة. وتعد النقدية أحد أهم الأصول المتداولة وأقلها ربحية (Fernandes et al., 2021).

### 2- دوافع الاحتفاظ بالنقدية:

هناك اتفاق إلى حد كبير في الأدب المحاسبي حول دوافع الاحتفاظ بالنقدية، وذلك على النحو

الآتي:

#### أ. دافع الوكالة Agency motive:

يشير هذا الدافع إلى الفصل بين الإدارة والملاك، وهنا تنشأ مشاكل الوكالة فغالباً ما يكون هدف المديرين والمساهمين غير متسق، حيث يمكن للمديرين الحصول على معلومات أكثر تفصيلاً وشمولية عن الشركة، كما أن لديهم أيضاً أهدافاً شخصية، وتعتبر النقدية افضل مورد للإدارة لتحقيق أهدافهم الشخصية، لذلك هناك حافز واضح للمديرين (الوكيل) للاحتفاظ بالنقدية وعدم إجراء توزيعات للأرباح لعدة أسباب أهمها: سهولة استخدامها من جانبهم في تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب المساهمين، كما أن الإدارة تواجه قيوداً مختلفة عند استخدام الاموال الخارجية، تتمثل في معدلات الفائدة المرتفعة، بينما استخدام الأموال الداخلية ممثلة في النقدية المحتفظ بها أقل تقييداً وبالتالي هناك دافع وكالة للاحتفاظ بالنقدية (Gaio et al., 2022).

#### ب. دافع المعاملات Transactions Motive:

ويقصد بدافع المعاملات الاحتفاظ بالنقدية لتمويل المعاملات التشغيلية الاعتيادية في الشركة من شراء مواد ومستلزمات انتاج ودفع أي مصاريف تخص الأعمال وايضاً لدفع التزامات الشركة نتيجة لهذه المعاملات ويعتمد حجم النقدية المحتفظ بها على حجم الشركة وطبيعة نشاطها ومدى استقرار

التدفقات النقدية الخارجية والداخلية في الشركة (القوقزة، 2019). وقد أشار (Gu, 2017) إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يعمل على تجنب تحمل تكاليف تحويل بدائل النقدية المتمثلة في الأصل المالي غير النقدي إلى نقدية، ومحاولة تخفيض تكاليف التمويل المرتفعة، حيث إن الشركات تميل إلى الاحتفاظ بالنقدية كمحاولة لتوفير سيولة لازمة لمقابلة التزاماتها الناتجة عن أنشطتها التشغيلية وسداد مدفعتها وتلبية احتياجاتها المستقبلية.

### ج. دافع الوقاية: The Precautionary Motive

ويطلق عليه الدافع الاحترازي أو التحوطي، ويشير دافع الوقاية من المخاطر إلى قيام الشركات بالاحتفاظ بالنقدية لمواجهة الحالات غير المتوقعة لتلافي مخاطر تقلبات التدفقات النقدية المستقبلية، ولصعوبة التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية بشكل دقيق فإن الاحتفاظ بالنقدية يخفض من نقص السيولة ويجنب الشركة التعرض للعسر المالي، حيث يجب على الشركات أن تحتفظ بالنقدية في حساباتها للحماية من حالات الطوارئ غير المتوقعة (Chang and Yang, 2022). وأكد (Fernandes et al., 2021) على أن عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية قد يكون سبباً في حدوث نقص في السيولة، لذلك من المتوقع أن تحتفظ الشركات التي لديها قدر أكبر من عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية بمزيد من السيولة كإجراءات تحوطية.

### د. دافع المضاربة: Speculative Motive

يشير دافع المضاربة إلى قيام الشركة بالاحتفاظ بمستوى معين من النقدية بهدف استغلال الفرص الاستثمارية المربحة ذات العائد السريع، ويعتبر هذا الدافع قليل الانتشار بين الشركات ويقتصر على الأفراد المستثمرين وعلى الشركات التي يكون نشاطها الأساسي المضاربة، وتشير الاتجاهات الحديثة حالياً عند الشركات التي تعمل بسياسة المضاربة إلى التحول لاستخدام القوة الافتراضية أو ما يسمى بمحفظة الأوراق المالية لتحقيق أهدافها بدلاً من الاحتفاظ النقدي لهذا الغرض الذي يُحمل الشركة كلفة الفرصة البديلة (عبد الحليم، 2020).

### هـ. دافع الضريبة: Tax Motive

أشارت دراسة (Akben-Selcuk and Sener, 2020) إلى أن الإدارة تميل إلى الاحتفاظ بالنقدية لتخفيض حجم الضرائب السنوية المدفوعة واستغلال هذه الوفورات في جوانب أخرى لتدعيم المركز المالي. كما توصل (Foley et al., 2007) إلى أن الشركات تقوم بالاحتفاظ بالنقدية من خلال

تحويل الأصول الأجنبية إلى نقدية كنوع من أنواع الحد من الضرائب المرتفعة حيث يتم الاحتفاظ بالإيرادات الأجنبية نقداً في حالة عدم وجود فرص استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة بالخارج. فإذا كان معدل الضريبة في بلد الشركة الأجنبية المضيف أقل من معدل الضريبة في بلد الشركة الأم فإن الشركات تتجه نحو الاحتفاظ بالأرباح المحققة نقداً بدلاً من إعادتها إلى البلد الأم وتحمل العواقب الضريبية المرتفعة مما يؤدي إلى انخفاض العبء الضريبي، وقد تتبع الشركات هذا الأسلوب عندما تكون غير مقيدة مالياً في البلد الأم (Desai, et al., 2007).

وفي ضوء الدوافع سابقة الذكر يرى الباحثون أن احتفاظ الشركات بالنقدية قد يتأثر بعدة عوامل منها رأس المال الواجب توفره لإتمام عملياتها التشغيلية والفرص الاستثمارية المربحة والمتاحة في الشركة والتدفقات النقدية مع حالة عدم التأكد بتدفقاتها جراء وجود المخاطر المحيطة بها والعوائد المتحققة بسبب قيام الشركة باحتفاظها بمستوى معين من النقدية.

### 3- نظريات الاحتفاظ بالنقدية:

قدم الأدب المحاسبي عدة نظريات كمحاولة لتفسير وتبرير قيام الشركات بالاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية مع محاولة الحفاظ على المستوى الأمثل للنقدية وخاصة في مجال المحاسبة والتمويل، ويوضح الشكل التالي بعض نظريات الاحتفاظ بالنقدية، وذلك على النحو التالي:

#### أ. نظرية المفاضلة الساكنة (Static Trade-Off Theory):

تعتمد هذه النظرية على افتراض وجود حد أمثل للاحتفاظ بالنقدية، وذلك من خلال المفاضلة بين المنافع والتكاليف الحدية للأرصدة النقدية، وبالتالي وفقاً لهذه النظرية يوجد دافعان للاحتفاظ بالنقدية، الأولي تأتي من دافع المعاملات وهي توفير الشركات لتكاليف المعاملات بهدف زيادة الأموال ومن ثم تخفيض احتمالية أن تمر الشركة بأزمات مالية، والثاني دافع الوقاية ويتمثل في قدرة الشركة على استخدام الأصول النقدية المتداولة لتمويل الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل وذلك في حالة ما إذا كانت مصادر التمويل الخارجية أكثر تكلفة، أما بالنسبة للتكاليف الحدية الناتجة عن الاحتفاظ بالأرصدة النقدية وما في حكمها فتتمثل في تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال والمتمثلة في العائد على الأصول النقدية المتداولة والتي ليست مرتفعة إذا ما قورنت مع العائد على الاستثمارات التي تحمل نفس المستوى من المخاطر (بلال، 2017).

### ب. نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل (Pecking Order Theory):

ترتبط نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل بالاستراتيجية التي تتبعها الشركة للحد من تكاليف عدم تماثل المعلومات وتكاليف التمويل الأخرى، حيث تفترض هذه النظرية أن الشركة ترتب أولوية مصادر التمويل من حيث تفضيل التمويل الداخلي أولاً ثم التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة ثم التمويل عن طريق القروض ثم التمويل عن طريق المساهمين فيما يعرف بترتيب الأفضلية، ولعل ما يؤكد على ذلك، ما أشارت إليه دراسة (سليم، 2017)، حيث تقوم الشركات باستخدام أدوات التمويل حسب الأولوية حيث تقوم الشركة بتمويلها الذاتي أولاً والمتمثل في استثماراتها والذي يتم من خلال النقدية المحتفظ بها والأرباح المحتجزة، ثم يليه التمويل الخارجي عن طريق الديون ثم إصدار أسهم جديدة كاختيار أخير، لذلك فإن مستوى النقدية المحتفظ بها وفقاً لتلك النظرية يتحدد كنتيجة لقرارات التمويل والاستثمار المختلفة وخاصة في ظل سوق زاد فيه عبء القيود المالية.

### ج. نظرية التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow Theory):

تعتبر نظرية التدفق النقدي الحر جزءاً رئيسياً من أدبيات المحاسبة والتمويل، وتعتمد على دوافع الوكالة في تحليل وتفسير التعارض والاختلاف في المصالح بين الإدارة والمساهمين حول السياسات والإجراءات المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية، حيث تتجه الإدارة للاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية، من هنا تتضح مشكلة الوكالة التي قد تنشأ من مخاوف المساهمين ناتجة عن عدم تحقيق المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية (غالي، 2023).

### د. نظرية الوكالة (Agency Theory):

تشير نظرية الوكالة إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يمكن أن يؤدي إلى صراعات الوكالة داخل الشركة، حيث قد يعطي المديرون الأولوية لمصالحهم على مصالح المساهمين، وبالتالي قد يفضل المديرون الاحتفاظ بالنقدية للحصول على مزيد من السيطرة على قرارات الاستثمار التي تفيد مصالحهم الخاصة، لذا فمن النظر في نظرية الوكالة في قرارات الاحتفاظ بالنقدية، يمكن للشركات أن تسعى جاهدة لتحقيق التوازن بين فوائد وتكاليف الاحتفاظ بالنقد، بهدف تحقيق أقصى قدر من ثروة المساهمين مع تقليل النزاعات بين الوكالات (Yilmaz and Samour, 2024). حيث أشار (حداد، 2017) أن الإدارة ترغب في استغلال مستوى الاحتفاظ بالنقدية لتحقيق مصالح خاصة على حساب الملاك، فقد تقوم الإدارة بالاستثمار في المشروعات التي تعزز من سيطرتها على صافي أصول الشركة، وبالتالي تحقيق

مصالح خاصة متمثلة في زيادة المكافآت من خلال زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك على حساب التفكير في المشروعات الاستثمارية ذات التدفقات النقدية الموجبة والتي تحقق فائدة للمساهمين وهو ما يتوافق مع دافع الوكالة في الاحتفاظ بالنقدية.

#### **رابعاً: العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار في ضوء الاحتفاظ بالنقدية:**

يعتبر الاحتفاظ بالنقدية من أهم القضايا التي ترتبط بحوكمة الشركات، حيث تتأثر قرارات الشركات بشأن الاحتفاظ بالنقدية بشكل كبير بنظام الحوكمة المتبع فيها. حيث تعمل حوكمة الشركات على تقليل تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين، حيث تسعى الإدارة في ظل نظام حوكمة قوي إلى تحقيق أقصى عائد للمساهمين، مما يدفعها إلى الاستثمار الأمثل للنقدية المتاحة بدلاً من الاحتفاظ بها بشكل غير مبرر. كما تعزز حوكمة الشركات من الشفافية في الإفصاح عن المعلومات المالية، مما يساعد المستثمرين على تقييم أداء الشركة واتخاذ قرارات استثمارية أكثر استنارة. وبالتالي، فإن الشركات التي تتمتع بنظام حوكمة قوي تكون أكثر عرضة للمساءلة عن استخدامها للنقدية. وفي ضوء ما سبق يتناول الباحثون في هذا القسم العناصر التالية:

##### **1- العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار:**

نتيجة لفصل ملكية الشركة عن إدارتها قد تواجه الشركات ذات آليات الحوكمة الضعيفة مشاكل تتعلق بتضارب المصالح بين الملاك والإدارة، وعليه فإن آليات الحوكمة الجيدة تعمل على توازن المصالح بين الملاك والإدارة وهو ما يقلل من مخاطر الانحراف عن المستوى المتوقع للاستثمار وبالشكل الذي يؤدي إلى تحقيق مستوى عالي من الشفافية من خلال الإفصاح عن المزيد من المعلومات لأصحاب المصلحة وهو ما يمكن للمديرين من اتخاذ القرارات الاستثمارية الفاعلة عن طريق التقليل من عدم تماثل المعلومات، وهذا قد يمكن الشركة من جذب الأموال من المصادر الخارجية وبتكلفة منخفضة (Abbas et al., 2018)، إذ أن تقليل مشكلة عدم تماثل المعلومات يترتب عليه تحقيق الكفاءة من ناحية اتخاذ القرارات الاستثمارية عن طريق توفير أكبر قدر من الشفافية (Chen et al., 2017).

وفي نفس السياق أظهر (Yadav & Yadav, 2024) أن حوكمة الشركات تلعب دوراً حاسماً في تعزيز كفاءة الاستثمار داخل الشركات، ويمكن توضيح ذلك من خلال العناصر التالية:

- **الحد من مشاكل الوكالة:** تساعد الحوكمة القوية للشركات على التخفيف من مخاوف المخاطر الأخلاقية من خلال الحد من حوافز الإدارة للانخراط في سلوكيات تدمر القيمة، مثل الاستثمار

المفرط، ويتم تحقيق ذلك من خلال تعزيز قدرة المستثمرين على مراقبة القرارات الإدارية، وبالتالي تقليل عدم كفاءة الاستثمار.

- **الحد من عدم تماثل المعلومات:** تعمل ممارسات الحوكمة الفعالة على تحسين الشفافية من خلال الكشف عن مزيد من المعلومات للمساهمين والمستثمرين المحتملين. وتسمح هذه الشفافية بتقييم أفضل لعوائد الاستثمار، مما يؤدي بدوره إلى تعزيز المعروض النقدي والتخفيف من مشاكل الاختيار السلبية المتعلقة بنقص الاستثمار والقيود المالية.
- **منع مصادرة الموارد:** تضمن الحوكمة الرشيدة استخدام أصول الشركة بفعالية وفي مصلحة كل من الدائنين والمستثمرين. هذا يمنع المديرين من مصادرة الموارد، وبالتالي تعزيز قرارات الاستثمار الأكثر كفاءة.
- **التكامل مع استحقاق الديون:** التفاعل بين الحوكمة الجيدة واستحقاق الديون مهم. إن الشركات التي تستخدم الديون قصيرة الأجلجنباً إلى جنب مع آليات الحوكمة القوية هي في وضع أفضل للسيطرة على المخاطر الأخلاقية والاختيار السلبي، مما يؤدي إلى خيارات الاستثمار المثلى. يساعد هذا النهج المزدوج في منع كل من الاستثمار المفرط ونقص الاستثمار.
- **تعزيز الرقابة:** يزيد إطار الحوكمة المنظم بشكل جيد من الرقابة الإدارية، وهو أمر ضروري للحد من أوجه القصور في الاستثمار. تشير الدراسة إلى أن الشركات ذات جودة حوكمة الشركات الأعلى أقل عرضة للانحراف عن مستويات الاستثمار المثلى، وبالتالي تحسين كفاءة الاستثمار بشكل عام.

## 2- العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية:

يعتبر موضوع الاحتفاظ بالنقدية والقرارات الخاصة بها وكيفية استغلالها، وكذلك كيفية تحقيق كفاءة الاستثمار التي تقوم بها الشركة من الموضوعات الهامة التي يجب دراستها من جوانبها المختلفة لما لها من تأثير سواء على مستوى الشركات أو على مستوى الاقتصاد القومي ككل، فالأمر لا يقتصر على مدى وجود موارد وفوائض نقدية فقط، ولكن تمتد المشكلة لبحث وسائل الرقابة على كيفية استغلال المديرين لهذه الموارد، وهو ما توفره الآليات المختلفة لحوكمة الشركات، وبما يضمن استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة بما يؤدي لتحقيق الكفاءة الاستثمارية وتحقيق قيمة إيجابية للشركة والمجتمع (عبد الفتاح، 2023).

وفي نفس الاتجاه تلعب حوكمة الشركات دوراً مهماً في كيفية إدارة الشركات لأصولها النقدية. وتعتبر آليات حوكمة الشركات ضرورية لمراقبة إدارة الشركات. حيث تساعد هذه الرقابة على مواعمة مصالح المديرين (الوكلاء) مع مصالح المساهمين، مما يقلل من مخاطر إساءة المديرين استخدام النقد الزائد لتحقيق منافع شخصية. وقد يرجع ذلك إلى أن الشركات ذات حوكمة الشركات الضعيفة تواجه مشاكل الوكالة العليا المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية. فقد يستخدم المديرون النقدية الزائدة لتحقيق مصالحهم الخاصة بدلاً من تعظيم قيمة المساهمين. ويمكن للحوكمة القوية التخفيف من هذه المشكلات من خلال ضمان استخدام النقد بكفاءة (Akhtar et al., 2018).

وتتميل الشركات ذات آليات حوكمة الشركات القوية إلى الاحتفاظ بقدر أقل من النقد، لا سيما في البيئات التي تتمتع بحماية قوية للمستثمرين، وتشير النتائج إلى أن تعزيز حوكمة الشركات يمكن أن يؤدي إلى إدارة نقدية أكثر كفاءة، والحد من الحيازات النقدية الزائدة. وهذا مهم بشكل خاص لصانعي السياسات، الذين يتم تشجيعهم على تعزيز أطر الحوكمة من خلال زيادة تنوع مجالس الإدارة واستقلاليتها للتخفيف من سوء الاستخدام الإداري للأصول النقدية. كما يؤثر التفاعل بين جودة حوكمة الشركات وحماية المستثمرين بشكل كبير على الاحتفاظ بالنقدية، مما يشير إلى أن آليات الحوكمة تلعب دوراً حاسماً في استراتيجيات إدارة النقد (Athari, 2023). وفي نفس الاتجاه ترى دراسة (Akhtar et al., 2024) أن آليات الحوكمة الخارجية القوية يمكن أن تخفف من الآثار السلبية لممارسات الحوكمة الداخلية الضعيفة. على سبيل المثال، يمكن أن تؤدي المستويات الأعلى من الملكية الإدارية وحجم المجالس الأكبر إلى زيادة تكاليف الوكالة، ولكن هذه التأثيرات تقل عند وجود حوكمة خارجية قوية. كما تشير النتائج إلى أن الشركات التي لديها آليات حوكمة خارجية قوية تميل إلى الاحتفاظ بأموال أقل. هذا لأن مثل هذه الشركات يمكنها الوصول إلى الائتمان بسهولة، مما يقلل من الحاجة إلى الحفاظ على احتياطات نقدية عالية كإجراء احترازي ضد فرص الاستثمار كما تشير النتائج إلى أن ممارسات الحوكمة الداخلية القوية، مثل انخفاض الملكية الإدارية ووجود مديرين مستقلين، لا تسمح للشركات بالاحتفاظ بالنقدية الزائدة عندما تكون الحوكمة الخارجية قوية.

### 3- العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار:

تعد فرص الاستثمار المحرك الوحيد للقرارات الاستثمارية في الشركة والتي يجب ان تحقق صافي القيمة الحالية الموجبة، ومن المحتمل أن تحصل الشركات على تمويل لجميع مشاريعها ذات

صافي القيمة الحالية الموجبة وأن تستمر في الاستثمار، أما من الناحية العملية فقد تواجه الشركات بعض قيود التمويل التي تحد من قدرة المديرين على تنفيذ جميع المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، أن احتكاكات أسواق رأس المال قد تؤدي إلى الانحراف عن الاستثمار الأمثل للشركات والذي يؤدي بدوره إلى زيادة أو نقص الاستثمار (Benlemlih and Bitar, 2018).

وفيما يتعلق بالعلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار، أشار Joseph et al., (2021) إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يمكن أن يؤثر بشكل إيجابي على استثمارات الشركة، خاصة في الصناعات ذات التدفقات النقدية المتقلبة، وقد يرجع ذلك إلى أن الارتباط بين التدفقات النقدية وفرص الاستثمار يكون منخفضاً. كما يمكن أن يؤثر مستوى المنافسة التي تواجهها الشركة في الصناعة على مدى فائدة احتفاظ الشركة بالنقدية للاستثمار، حيث أن النقد له تأثير إيجابي على الاستثمار في كل من الصناعات المركزة والتنافسية. كما أشارت الدراسة إلى أنه خلال الأزمة المالية، تمكنت الشركات الصغيرة والمتوسطة ذات الاحتياطات النقدية الكبيرة من الحفاظ على أصولها الثابتة أو زيادتها، في حين خفضت الشركات التي تفتقر إلى السيولة مخزونها من الأصول الثابتة. وبالتالي، شهدت الشركات الصغيرة والمتوسطة الغنية بالنقد ميزة تنافسية خلال فترة التعافي، مما أدى إلى فجوة استثمارية متزايدة بينها وبين المنافسين الذين يفتقرون إلى السيولة النقدية.

## **القسم الثاني: الدراسات السابقة واشتقاق فروض الدراسة**

### **مقدمة:**

يهدف هذا القسم إلى التعرف على الدراسات الإمبريقية التي قامت بدراسة الدور الوسيط للاحتفاظ بالنقدية في العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار، وبناء على الإطار النظري والدراسات السابقة وللإجابة عن التساؤلات التي تم طرحها في مشكلة الدراسة يمكن تناول الدراسات السابقة واشتقاق فروض الدراسة على النحو التالي:

### **1- اشتقاق العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار:**

يلاحظ الباحثون أن هناك اختلاف في نتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار، فمن جهة أشارت نتائج دراسات (Salami, 2011; Soliman, 2020; Bimo et al., 2022; Kashani & Shiri, 2022; Jafeel et al., 2023; Javed & Qazi,

(2024; Yadav & Yadav, 2024) إلى وجود علاقة موجبة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار. وهو ما يشير إلى أن ممارسات حوكمة الشركات الجيدة تؤدي إلى قرارات استثمارية أكثر فعالية. حيث تميل الشركات ذات الهياكل الإدارية الأفضل إلى الإفصاح عن المعلومات بشكل أكثر فعالية، مما يقلل من المعلومات غير المتماثلة ومشاكل الوكالة. قد يؤدي هذا إلى تعزيز كفاءة الاستثمار. كما أن الحوكمة الجيدة تحسن من كفاءة القرارات الاستثمارية، إذ أن آليات الحوكمة تعمل على كبح الاستثمار المفرط وذلك يؤدي إلى تعزيز كفاءة القرارات الاستثمارية.

وعلى النقيض تشير نتائج دراسة (Chen et al., 2017) إلى عدم وجود علاقة بين آليات حوكمة الشركات (استقلالية مجلس الإدارة، حجم المجلس، وازدواجية المدير التنفيذي) وكفاءة الاستثمار. أي أن استقلالية مجلس الإدارة، وحجم مجلس الإدارة، وما إذا كان رئيس مجلس الإدارة يشغل منصب الرئيس التنفيذي أم لا ليس له أي تأثير في زيادة كفاءة الاستثمار. كما أظهرت نتائج دراسة (Med bechir and Jouirou, 2021) وجود تنوع في النتائج فيما يتعلق بالعلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار.

وفي ضوء العرض السابق يلاحظ الباحثون أن هناك تعارض في نتائج العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار، وبناء عليه يمكن صياغة فرض الدراسة الأول على النحو التالي:

**ف1: توجد علاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار في البيئة المصرية.**

## **2- اشتقاق العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية:**

يلاحظ الباحثون أن هناك اختلاف في نتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية، فمن جهة أشارت نتائج دراسات (عفيفي، 2015؛ Al-Najjar and Clark, 2017; Gul et al., 2020; Chen et al., 2020; Athari, 2023) إلى وجود علاقة سالبة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية. وهذا يشير إلى أن ممارسات الحوكمة الجيدة ترتبط بمستويات أقل من الاحتفاظ بالنقدية. كما أن تحسين حوكمة الشركات يقلل من حوافز المديرين للاحتفاظ بالنقدية الزائدة للمنافع الشخصية، مما يؤدي إلى تخصيص أكثر كفاءة للموارد. ويمكن تفسير ذلك بأن تعزيز حوكمة الشركات من خلال إصلاحات مجلس الإدارة يؤدي إلى نهج أكثر انضباطاً لإدارة النقد.

بينما أشارت نتائج دراسات (Shah et al., 2021; Wirianata, 2024) إلى وجود علاقة موجبة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية. وهذا يشير إلى أن الحوكمة الرشيدة قد تؤدي إلى استخدام أكثر كفاءة للنقدية الزائدة، مما يؤدي بدوره إلى تعزيز أداء الشركات، وفي ضوء العرض السابق

يلاحظ الباحثون أن هناك تعارض في نتائج العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية وبناء عليه يمكن صياغة فرض الدراسة الثاني على النحو التالي:

**ف2: توجد علاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية.**

### **3- اشتقاق العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار:**

يلاحظ الباحثون أن هناك اختلاف في نتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار، فمن جهة أشارت نتائج دراسات (Asadia et Kiani and Moghri, 2017) إلى وجود علاقة سالبة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار. إلى وجود علاقة سالبة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار. حيث أشارت نتائج (Koo and Maeng, 2018) إلى أن الشركات قررت الاحتفاظ بالنقدية استجابة لزيادة التدفق النقدي عندما لا يكون لديها فرص استثمارية جيدة ويرجع هذا إلى الدافع التحوطي بسبب القيود المالية، وعدم التأكد، ومشاكل الوكالة. كذلك أشارت نتائج دراسة (Tawiah and Keefe, 2020) إلى أن مستويات الإنفاق الرأسمالي وعمليات الدمج والاستحواذ تنخفض خلال جائحة COVID 19، لأن الشركات تركز على زيادة مدخراتها الاحترازية، حيث تظهر النتائج أن جائحة COVID-19 كان له تأثير سلبي على الأنشطة الاستثمارية للشركات، لكن الاحتفاظ بالنقدية تقلل من هذا التأثير.

ومن جهة أخرى أشارت نتائج دراسات (Cucic, Thuy, et al. 2021; Shiau et al. 2018) إلى وجود علاقة موجبة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار، حيث أشار (Thuy, et al., 2019) إلى أن الاحتفاظ بالنقدية له تأثير موجب على مستويات الاستثمار، فكلما زاد الاحتفاظ بالنقدية، زاد مستوى الاستثمار. كذلك أشارت نتائج دراسة (Cucic, 2020) إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يساعد الشركات على الحفاظ على الاستثمار عندما يصبح تكلفة الحصول على الديون مكلفاً جداً أو مقيداً في ظل الصدمات المالية العالمية التي تتعرض لها الشركات.

وفي ضوء العرض السابق يلاحظ الباحثون أن هناك تعارض في نتائج العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار، وبناء عليه يمكن صياغة فرض الدراسة على النحو التالي:

**ف3: توجد علاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار في البيئة المصرية.**

#### 4- الدور الوسيط للاحتفاظ بالنقدية في العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار:

يتوقع الباحثون أن الاحتفاظ بالنقدية يلعب دوراً هاماً في توسيط العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار، حيث تساعد حوكمة الشركات القوية على تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية، وتضمن استخدامه بكفاءة في تحقيق أهداف الشركة الاستراتيجية. كذلك يؤدي الاحتفاظ بمستوى مناسب من النقدية إلى تحسين كفاءة الاستثمار، من خلال تمويل المشاريع المجدية وتقليل المخاطر. لذا من المتوقع يلعب الاحتفاظ بالنقدية دوراً حاسماً في توسيط العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار. فهو يمثل وسيلة لتحقيق التوازن بين الحاجة إلى النمو والاستثمار والحاجة إلى الحفاظ على الاستقرار المالي. من خلال تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية وتطبيق حوكمة الشركات الفعالة، يمكن للشركات تحقيق أداء مالي مستدام وتحقيق قيمة أكبر للمساهمين. وفي ضوء العرض السابق يمكن صياغة فرض الدراسة الرابع على النحو التالي:

**ف4: يوجد دور وسيط للاحتفاظ بالنقدية في العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار .**

### القسم الثالث: الدراسة الإمبريقية

#### أولاً: مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة المسجلة في سوق الأوراق المالية في مصر، وسوف تتضمن عينة الدراسة مجموعة من الشركات غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية، وذلك خلال الفترة من 2017- 2023، واعتمد الباحثون علي اختيار عينة ميسرة من تلك الشركات، وقد تم اختيار عينة الدراسة في ضوء توافر عدة اشتراطات وهي:

- أن تكون الشركة مسجلة ومتداول أسهمها ببورصة الأوراق المالية خلال فترة الدراسة.
- أن تتوافر لهذه الشركات قوائم مالية وتقارير سنوية منشورة.
- يتم استبعاد الشركات التي تنتمي لقطاعي البنوك والمؤسسات المالية من مجتمع الدراسة نظراً لطبيعة عملهما وطبيعة تقاريرها المالية والتي تتطلب دراسة مستقلة.
- استبعاد الشركات التي تتم معاملاتها بعملة أجنبية.

وفى ضوء التقسيم السابق لمجتمع الدراسة، اعتمد الباحثون في إتمام الدراسة الحالية على اختيار عينة مكونة من (90) شركة (630 مشاهدة) من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، موزعة على 14 قطاعاً اقتصادياً مختلفاً، وذلك خلال الفترة من 2017-2023.

## ثانياً: نماذج الدراسة:

### 1- أثر حوكمة الشركات على كفاءة الاستثمار:

$$INVE_{i,t} = B_0 + B_1 BInd_{i,t-1} + B_2 BSize_{i,t-1} + B_3 BMeet_{i,t-1} + B_4 MNOW_{i,t-1} + B_5 Size_{I,t-1} + B_6 LEV_{i,t-1} + B_7 ROA_{i,t-1} + E$$

حيث أن:

- $INVE_{i,t}$  : كفاءة الاستثمار للشركة  $i$  للسنة  $t$ .
- $B_0$  : ثابت الانحدار.
- $B_1 B_2 B_3 B_4$  : معاملات المتغيرات المستقلة.
- $B_5 B_6 B_7$  : معاملات المتغيرات الرقابية.
- $BInd_{i,t-1}$  : استقلالية مجلس الإدارة للشركة  $i$  للسنة  $t-1$ .
- $BSize_{i,t-1}$  : حجم مجلس الإدارة للشركة  $i$  للسنة  $t-1$ .
- $BMeet_{i,t-1}$  : عدد اجتماعات مجلس الإدارة للشركة  $i$  للسنة  $t-1$ .
- $MNOW_{i,t-1}$  : الملكية الإدارية للشركة  $i$  للسنة  $t-1$ .
- $Size_{I,t-1}$  : حجم الشركة  $i$  للسنة  $t-1$ .
- $LEV_{i,t-1}$  : الرفع المالي للشركة  $i$  للسنة  $t-1$ .
- $ROA_{i,t-1}$  : ربحية الشركة  $i$  للسنة  $t-1$ .
- $E$  : البواقي.

### 2- أثر حوكمة الشركات على الاحتفاظ بالنقدية:

$$CASH_{i,t-1} = B_0 + B_1 BInd_{i,t-1} + B_2 BSize_{i,t-1} + B_3 BMeet_{i,t-1} + B_4 MNOW_{i,t-1} + B_5 Size_{I,t-1} + B_6 LEV_{i,t-1} + B_7 ROA_{i,t-1} + E$$

حيث أن:

- $CASH_{i,t-1}$  : الاحتفاظ بالنقدية للشركة  $i$  للسنة  $t-1$ .
- $B_0$  : ثابت الانحدار.
- $B_1 B_2 B_3 B_4$  : معاملات المتغيرات المستقلة.
- $B_5 B_6 B_7$  : معاملات المتغيرات الرقابية.
- $BInd_{i,t-1}$  : استقلالية مجلس الإدارة للشركة  $i$  للسنة  $t-1$ .

- BSize<sub>i,t-1</sub> : حجم مجلس الإدارة للشركة i للسنة t-1.  
 BMeet<sub>i,t-1</sub> : عدد اجتماعات مجلس الإدارة للشركة i للسنة t-1.  
 MNOW<sub>i,t-1</sub> : الملكية الإدارية للشركة i للسنة t-1.  
 Size<sub>i,t-1</sub> : حجم الشركة i للسنة t-1 .  
 LEV<sub>i,t-1</sub> : الرفع المالي للشركة i للسنة t-1 .  
 ROA<sub>i,t-1</sub> : ربحية الشركة i للسنة t-1 .  
 E : البواقي.

### 3- أثر الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار :

$$INVE_{i,t} = B_0 + B_1 CASH_{i,t-1} + B_2 Size_{i,t-1} + B_3 LEV_{i,t-1} + B_4 ROA_{i,t-1} + E$$

حيث أن:

- INVE<sub>i,t</sub> : كفاءة الاستثمار للشركة i للسنة t.  
 B<sub>0</sub> : ثابت الانحدار.  
 B<sub>1</sub> : معامل المتغير المستقل.  
 B<sub>2</sub> B<sub>3</sub> B<sub>4</sub> : معاملات المتغيرات الرقابية  
 CASH<sub>i,t-1</sub> : الاحتفاظ بالنقدية للشركة i للسنة t-1 .  
 Size<sub>i,t-1</sub> : حجم الشركة i للسنة t-1 .  
 LEV<sub>i,t-1</sub> : الرفع المالي للشركة i للسنة t-1 .  
 ROA<sub>i,t-1</sub> : ربحية الشركة i للسنة t-1 .  
 E : البواقي.

### ثالثاً: التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة:

#### 1- المتغير التابع: كفاءة الاستثمار:

تقاس كفاءة الاستثمار من خلال الانحراف عن المستوى المتوقع للاستثمار، حيث يتم فحص ما إذا كان الاحتفاظ بالنقدية يقلل من احتمال أن تنحرف الشركة عن مستوى الاستثمار المتوقع، نظراً لأن الشركة تكون أكثر عرضة إما لإفراط أو نقص الاستثمارات، ووفقاً للنموذج يتم تقدير استثمار الشركة باعتباره دالة لفرص النمو (مقاسة بنمو المبيعات) وتستخدم القيمة المطلقة للبواقي المتحصل عليها من النموذج بمثابة مؤشر للانحراف عن المستوى المتوقع للاستثمار، وفيما يلي النموذج:

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{i,t-1} + \beta_2 SalesGrowth_{i,t-1} + \beta_3 NEG * SalesGrowth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$$

حيث أن:

$Inv_{i,t}$  : إجمالي الاستثمارات للشركة (i) في نهاية العام (t)، وتمثل صافي التدفقات

النقدية من أنشطة الاستثمار المتحصل عليها من قائمة التدفقات النقدية

مقسوماً على إجمالي الأصول في بداية الفترة (t).

NEG : متغير وهمي يأخذ القيمة (1) في حالة معدل نمو مبيعات قيمة سالبة، ويأخذ

القيمة (صفر) بخلاف ذلك.

$SalesGrowth_{i,t-1}$  : النسبة المئوية للتغير في المبيعات.

$\varepsilon_{i,t-1}$  : الخطأ المتبقي (مؤشر عدم كفاءة الاستثمار).

تشير البواقي السالبة (الموجبة) من نموذج الانحدار أعلاه إلى نقص في الاستثمار (زيادة في الاستثمار)، إذا كان الاستثمار في نهاية العام (t) أكبر من معدل نمو المبيعات في العام (t-1)، فإن البواقي من النموذج أعلاه ستكون موجبة وهذا يعني أن الشركة تبالغ في الاستثمار Overinvestment . على النقيض من ذلك، إذا كان الاستثمار في نهاية العام (t) أقل من معدل نمو المبيعات في العام (t-1)، فإن البواقي في النموذج ستكون سالبة، مما يشير إلى أن الشركة لا تستفيد منها (1)، Underinvestment. عند إجراء التحليلات، تم استخدام القيمة المطلقة للبواقي كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار، ثم تم ضرب البواقي في (-1). وبالتالي، تمثل القيم الأعلى للبواقي كفاءة استثمار أعلى (Biddle et al., 2009).

## 2- المتغير المستقل: حوكمة الشركات:

يقاس من خلال المتغيرات الفرعية التالية:

- **استقلالية مجلس الإدارة:** نسبة المديرين غير التنفيذيين إلى إجمالي حجم المجلس في نهاية العام.
- **حجم مجلس الإدارة:** عدد أعضاء مجلس الإدارة في نهاية العام.
- **اجتماعات مجلس الإدارة:** عدد اجتماعات مجلس الإدارة في نهاية العام.
- **الملكية الإدارية:** نسبة الأسهم المملوكة بواسطة الإدارة العليا أو الإدارة التنفيذية داخل الشركة في نهاية العام.

### 3- المتغير الوسيط: الاحتفاظ بالنقدية:

ويتم قياسه من خلال قسمة النقدية وما في حكمها / صافي الأصول في نهاية الفترة.

### 4- المتغير الضابطة: تتمثل المتغيرات الضابطة في المتغيرات التالية:

- حجم الشركة: اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية العام.
- الرفع المالي للشركة: يقاس بقسمة إجمالي الالتزامات علي إجمالي الأصول في نهاية العام.
- ربحية الشركة: يتم قياسها من خلال معدل العائد علي الأصول، ويتم احتسابها من خلال قسمة صافي الربح في نهاية العام علي إجمالي الأصول.

### رابعاً: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

لمعرفة طبيعة وخصائص متغيرات نموذج الدراسة الهيكلي؛ سيتم استخدام الإحصاءات الوصفية الملائمة مثل الوسط الحسابي والوسيط الذي يعد أحد مقاييس النزعة المركزية، والانحراف المعياري الذي يمثل أحد مقاييس التشتت، والحد الأدنى والحد الأقصى، وهذا بالإضافة إلى اختبار (Jarque-Bera) لبحث التوزيع الطبيعي للمتغيرات كما يتضح من جدول (1).

الجدول (1): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

|                                   | Mean    | Median  | Std. Dev. | Min     | Max     | Normality test |
|-----------------------------------|---------|---------|-----------|---------|---------|----------------|
| <b>Dependent Variable:</b>        |         |         |           |         |         |                |
| <i>Investment Efficiency (IE)</i> | 0.0594  | 0.0318  | 0.094     | 0       | 1.0287  | [43672.8]***   |
| <i>a. Under Investment</i>        | -0.0615 | -0.0335 | 0.084     | -0.0844 | -0.0002 | [12754.1]***   |
| <i>b. Over Investment</i>         | 0.0574  | 0.0314  | 0.102     | 0       | 1.0287  | [25340.4]***   |
| <b>Mediator Variable:</b>         |         |         |           |         |         |                |
| <i>CASH</i>                       | 0.0795  | 0.0369  | 0.181     | -1.9038 | 2.0696  | [66584.3]***   |
| <b>Independent Variable:</b>      |         |         |           |         |         |                |
| <i>Bind</i>                       | 0.7313  | 0.7778  | 0.188     | 0       | 1       | [768.014]***   |
| <i>BSize</i>                      | 8.0525  | 8       | 2.713     | 3       | 18      | [70.3481]***   |
| <i>BMeet</i>                      | 8.0800  | 7       | 3.930     | 2       | 23      | [180.832]***   |
| <i>MNOW</i>                       | 0.6908  | 0.0041  | 13.75     | 0       | 344.91  | [1.0E+7]***    |
| <b>Control Variables:</b>         |         |         |           |         |         |                |
| <i>Firm size (FSize)</i>          | 20.114  | 20.330  | 2.192     | 13.818  | 25.459  | [6.48759]**    |
| <i>financial leverage (LEV)</i>   | 0.5315  | 0.4568  | 0.780     | 0.0010  | 8.0565  | [76563.1]***   |
| <i>Return on assets (ROA)</i>     | 0.6450  | 0.0440  | 14.66     | -0.5580 | 367.64  | [1.0E+7]***    |

**Note:** \*\*\*, \*\*, \* indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

#### **بالنسبة للمتغيرات التابع (كفاءة الاستثمار):**

نجد أن متوسط كفاءة الاستثمار لدى شركات العينة بلغ (0.0954)، مع انحراف معياري مقداره (0.094)، مما يشير إلى وجود تباين بين الشركات في مستويات تحقيق كفاءة الاستثمار كما تم تصنيف كفاءة الاستثمار وفقاً للحد الأدنى والحد الأعلى حيث بلغ الحد الأدنى قيمة (-0.0615) وما يشير إلى وجود حالات واضحة من التقصير في استغلال الفرص والموارد هذا يدل على وجود ضعف أو نقص في الاستثمار في حين أن الحد الأقصى في استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة بلغت قيمة (0.0574) وهو قيمة ضعيف أقل من الواحد الصحيح.

#### **أما بالنسبة للمتغير الوسيط الاحتفاظ بالنقدية:**

فقد بلغ متوسط الاحتفاظ بالنقدية (0.0597) مع وجود انحراف معياري مرتفع نسبياً (0.181) مما يعكس وجود تباين كبير في مستويات توافر النقدية بين الشركات أي من المحتمل أن يكون هناك تأثير للاحتفاظ بالنقدية (السيولة) على العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار.

#### **المتغير المستقل حوكمة الشركات:**

أظهرت النتائج الخاصة بحوكمة الشركات أن نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة بلغت في المتوسط حوالي (73.1%)، مما يشير إلى وجود تمثيل جيد للاستقلالية داخل مجالس الإدارة. كما بلغ متوسط حجم المجلس تقريباً (8) أعضاء، ومتوسط عدد اجتماعات مجلس الإدارة (8) اجتماعات، أما بالنسبة للملكية الإدارية فقط بلغ متوسطها (0.06908).

#### **المتغيرات الضابطة:**

أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة، أظهرت النتائج وجود تفاوت بين أحجام الشركات ما بين شركات (صغيرة ومتوسطة وكبيرة وضخمة جداً) حيث تتراوح أحجام الشركات مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة خلال فترة الدراسة ما بين (13.818 - 25.459) بمتوسط عام يبلغ (20.330) كما تبلغ نسبة الرافعة المالية لهذه الشركات (0.4568) في المتوسط وهذا يتضمن أن إجمالي التزامات الشركات تعادل 45.68% من إجمالي أصول الشركات وهي نسبة منخفضة جداً. وأخيراً فإن الشركات تحقق معدل عائد على الأصول يبلغ 0.0440 في المتوسط وهو ما يتضمن أن كل 100 جنية من أصول الشركات يتحقق عليه عائد مقداره 4.40 جنية في المتوسط خلال فترة الدراسة.

## خامساً: نتائج الدراسة:

يوضح الجدول رقم (2) نتائج تحليل المسار، وذلك على النحو الآتي:

### جدول (2)

نتائج الدراسة الخاصة بتحليل المسار

| Paths                                    | Unstandardized Coefficients | Standardized Coefficients | OIM Std. Err. | Z      | P> z     |
|------------------------------------------|-----------------------------|---------------------------|---------------|--------|----------|
| <b>▪ Cash Holdings equation:</b>         |                             |                           |               |        |          |
| Bind → CASH                              | 0.03179                     | 0.03141                   | 0.00948       | 3.35   | 0.001*** |
| BSize → CASH                             | 0.00070                     | 0.01035                   | 0.00069       | 1.02   | 0.306    |
| BMeet → CASH                             | -0.00209                    | -0.04521                  | 0.00043       | -4.90  | 0.000*** |
| MNOW → CASH                              | 0.00042                     | 0.03296                   | 0.00011       | 3.78   | 0.000*** |
| FSize → CASH                             | 0.00587                     | 0.06844                   | 0.00084       | 7.02   | 0.000*** |
| LEV → CASH                               | 0.06082                     | 0.25298                   | 0.00215       | 28.26  | 0.000*** |
| ROA → CASH                               | 0.00027                     | 0.01952                   | 0.00012       | 2.18   | 0.029**  |
| Constant                                 | -0.08205                    | -0.44692                  | 0.01632       | -5.03  | 0.000*** |
| <b>▪ Investment Efficiency equation:</b> |                             |                           |               |        |          |
| CASH → INVEST                            | 0.07468                     | 0.14839                   | 0.00439       | 17.01  | 0.000*** |
| Bind → INVEST                            | -0.02053                    | -0.04029                  | 0.00460       | -4.46  | 0.000*** |
| BSize → INVEST                           | 0.00159                     | 0.04683                   | 0.00033       | 4.80   | 0.000*** |
| BMeet → INVEST                           | -0.00107                    | -0.04610                  | 0.00021       | -5.17  | 0.000*** |
| MNOW → INVEST                            | 0.00012                     | 0.01861                   | 0.00005       | 2.21   | 0.027**  |
| FSize → INVEST                           | -0.00354                    | -0.08191                  | 0.00041       | -8.69  | 0.000*** |
| LEV → INVEST                             | 0.03533                     | 0.29202                   | 0.00108       | 32.77  | 0.000*** |
| ROA → INVEST                             | -0.00063                    | -0.09211                  | 0.00007       | -10.65 | 0.000*** |
| Constant                                 | 0.11684                     | 1.26450                   | 0.11684       | 14.74  | 0.000*** |
| Log likelihood = -180241.42              |                             |                           |               |        |          |

Notes: - \*\*\*, \*\* and \* are significant at the 1%, 5% and 10% levels respectively.

أظهرت نتائج نموذج المعادلات الهيكلية (SEM) أثر متغيرات حوكمة الشركات على كل من الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار إضافة إلى اختبار الدور الوسيط للاحتفاظ بالنقدية في العلاقة بينهما.

### بالنسبة لنتائج معادلة الاحتفاظ بالنقدية (Cash Holding):

- يوضح المسار Bind → CASH إلى وجود تأثير إيجابي مباشر لاستقلالية مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية وله دلالة إحصائية قوية عند مستوى 1%، 5%، 10%، فطبقاً لمعامل الانحدار غير المعياري أن زيادة نسبة الأعضاء المستقلين تساهم في تعزيز سياسة زيادة

مستويات النقدية المحتفظ بها بمقدار (0.03179) درجة في المتوسط أي تساهم بنسبة زيادة تعادل 3.179% من النقدية المحتفظ بها وبالتالي فإن النتيجة تدعم تحقيق الفرضية الثانية توجد علاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية بالشركات المدرجة في البورصة المصرية.

– ويظهر مسار  $CASH \rightarrow Bsize$  وجود تأثير إيجابي ضعيف جداً لحجم مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية، حيث تبلغ قيمته (0.00070) وهو غير دال إحصائياً عند مستويات الدلالة 1%، 5%، 10%، أي أن زيادة حجم الشركات تؤثر بشكل بسيط جداً على الاحتفاظ بالنقدية.

– أما بالنسبة لعدد اجتماعات مجلس الإدارة فيوضح المسار  $CASH \rightarrow BMeet$  وجود تأثير سلبي ضعيف جداً لعدد اجتماعات مجلس إدارة الشركات على الاحتفاظ بالنقدية عند مستوى دلالة إحصائية 1%، 5%، 10%، حيث بلغت قيمة (-0.00209) أي أنه يساهم بنسبة تعادل (-0.021%) في انخفاض النقدية المحتفظ بها. وهو لا يدعم فرضية الدراسة الثانية توجد علاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية بالشركات المدرجة في البورصة المصرية.

– وبالنسبة للملكية الإدارية فيوضح هذا المسار  $CASH \rightarrow MNOW$  وجود تأثير إيجابي ضعيف على الاحتفاظ بالنقدية تبلغ قيمة (0.00042) درجة من المتوسط ذو دلالة إحصائية قوية عند مستويات 1%، 5%، 10%، أي تساهم بنسبة زيادة تعادل (0.004%) من النقدية المحتفظ بها وبالتالي فإن النتيجة لا تدعم ف1: لا توجد علاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية بالشركات المدرجة في البورصة المصرية.

– أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة: توضح باقي مسارات المعادلة وجود تأثير إيجابي لكلاً من حجم الشركة والرافعة المالية، ومعدل العائد على الأصول وذلك على الاحتفاظ بالنقدية عند مستوى دلالة 1%، 5%، 10%، وهنا يوضح معامل الانحدار غير المعياري حجم التأثير، فعلى سبيل المثال، تؤدي زيادة العائد على الأصول بجنه واحد إلى زيادة كفاءة الاستثمار للشركات بمقدار (0.0027) درجة بالمتوسط. وباستخدام معاملات المسار المعيارية والتي تعمل على توحيد وحدات القياس، وبالتالي تعكس معاملات الأهمية النسبية للمتغيرات، بجانب حجم التأثير. فنجد أن أكثر المتغيرات أهمية بالنسبة للاحتفاظ بالنقدية بالشركات المصرية كان الرافعة المالية الأعلى تأثيراً موجباً بمعامل تأثير (0.05021)، يليه حجم الشركة بمعامل تأثير

(0.04504)، ثم معدل العائد على الأصول (0.07468). مما يعكس الأهمية النسبية لحوكمة الشركات على الاحتفاظ بالنقدية للشركات مقارنة بباقي المتغيرات الضابطة.

### بالنسبة لنتائج معادلة كفاءة الاستثمار (Investment Efficiency):

– يوضح مسار  $CASH\ Holding \rightarrow INVEST\ Efficiency$  وجود تأثير إيجابي مباشر للاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار عند مستوى دلالة 1% وطبقا لمعامل الانحدار غير المعياري، تؤدي الزيادة بدرجة واحدة في الاحتفاظ بالنقدية إلى الزيادة في كفاءة الاستثمار بمقدار (0.07468) درجه في المتوسط بنسبة تعادل 7.5% من زيادة الاحتفاظ بالنقدية وبالتالي فإن النتيجة لا تدعم ف2: لا توجد علاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار.

أما بالنسبة لمتغيرات المرتبطة حوكمة الشركات فقد أظهرت النتائج ما يلي:

– يوضح مسار  $Bind \rightarrow INVEST\ Efficiency$  وجود تأثير سلبي لاستقلالية مجلس الإدارة على كفاءة الاستثمار بقيمة (-0.02053) عند مستوى دلالة 1% وطبقا لمعامل الانحدار غير المعياري ويؤدي هذا النقص إلى الانخفاض بدرجة واحدة في كفاءة الاستثمار بنسبة تعادل قيمة (-2.1%) من النقص في كفاءة الاستثمار وبالتالي فإن النتيجة لا تدعم الفرضية ف1: لا توجد علاقة بين حوكمة الشركات الممثل في استقلالية مجلس الادرة وكفاءة الاستثمار.

– ويظهر مسار حجم مجلس الادرة  $BSize \rightarrow INVEST\ Efficiency$  وجود تأثير إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 1% وطبقا لمعامل الانحدار غير المعياري، تؤدي زيادة حجم مجلس الإدارة بدرجة واحدة إلى زيادة كفاءة الاستثمار بمقدار يبلغ (0.00159) وبالتالي فإن النتيجة لا تدعم الفرضية ف1: لا توجد علاقة بين حوكمة الشركات الممثل في استقلالية مجلس الادرة وكفاءة الاستثمار.

– ويوضح مسار عدد اجتماعات مجلس الإدارة  $BMeet \rightarrow INVEST\ Efficiency$  تأثير سلبي ومعنوي عند مستوى دلالة 1% وطبقا لمعامل الانحدار غير المعياري ويؤدي هذا النقص إلى الانخفاض بدرجة واحدة في كفاءة الاستثمار بمقدار تبلغ قيمة (-0.00107) وبالتالي فإن النتيجة لا تدعم الفرضية ف1: لا توجد علاقة بين حوكمة الشركات الممثل في استقلالية مجلس الادرة وكفاءة الاستثمار.

– كما يوضح مسار الملكية الإدارية  $MNOW \rightarrow INVEST$  Efficiency وجود تأثير إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 1% وطبقا لمعامل الانحدار غير المعياري، تؤدي زيادة حجم مجلس الإدارة بدرجة واحدة إلى زيادة كفاءة الاستثمار بمقدار يبلغ (0.00012) وبالتالي فإن النتيجة لا تدعم الفرضية ف1: لا توجد علاقة بين حوكمة الشركات الممثل في استقلالية مجلس الادرة وكفاءة الاستثمار.

– أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة: يوضح مسار حجم الشركة إلى أن هناك تأثير سلبي ومعنوي عند مستوى دلالة 1% أي أن هناك علاقة ارتباط سلبية بين حجم الشركة وكفاءة الاستثمار بقيمة تبلغ (-0.00354). كما يوضح مسار الرافعة المالية إلى وجود تأثير موجب ومعنوي عند مستوى دلالة 1% أي أن زيادة الرافعة المالية تؤدي إلى زيادة كفاءة الاستثمار بمقدار (0.03533) فهي تعد حافز للاستثمار. أما عن مسار معدل العائد على الاستثمار فيظهر تأثير سلبي ومعنوي عند دلالة 1% أي أن عند الاستثمار زيادة الاستثمار بمقدار بجنبة واحد تؤدي إلى انخفاض بمقدار (-0.00063) في كفاءة الاستثمار.

## النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة

### أولاً: نتائج الدراسة:

يتمثل هدف الدراسة في اختبار العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار، بالإضافة إلى اختبار الأثر الوسيط للاحتفاظ بالنقدية في العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار بالتطبيق على عينة من الشركات غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية. ولتحقيق أهداف هذه الدراسة اعتمد الباحثون على عينة مكونة من (90) شركة بمعدل (630 مشاهدة) من الشركات المدرجة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من عام 2017م حتى عام 2023م. كما قامت الدراسة على أربعة فروض رئيسية وأربعة نماذج رئيسية، وفي ضوء ما أسفرت عنه الدراسة الإمبريقية التي قام بها الباحثين، يمكن عرض نتائج الدراسة على النحو الآتي:

- ثبوت صحة الفرض الأول والذي ينص على "يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار في البيئة المصرية"، حيث تشير النتائج إلى وجود علاقة مباشرة ذات دلالة إحصائية بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار.

- ثبوت صحة الفرض الثاني والذي ينص على "يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية"، حيث تشير النتائج إلى وجود علاقة مباشرة موجبة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية.
- ثبوت صحة الفرض الثالث والذي ينص على "يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار في البيئة المصرية"، حيث تشير النتائج إلى وجود علاقة مباشرة بين الاحتفاظ بالنقدية والاحتفاظ بالنقدية.
- ثبوت صحة الفرض الرابع والذي ينص على "يوجد دور وسيط للاحتفاظ بالنقدية في العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار في البيئة المصرية"، حيث تشير النتائج إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يلعب دوراً وسيطاً ذات دلالة إحصائية في العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار من خلال النموذج الهيكلي الكامل الذي يتضمن المسار غير المباشر الذي أظهر مؤشرات جودة المطابقة ملائمة جيدة للنموذج الوسيط.

### ثانياً: توصيات الدراسة:

بناءً على نتائج الدراسة التي تم التوصل إليها، يمكن اقتراح عدد من التوصيات وتشمل هذه التوصيات على الآتي:

1. ضرورة التركيز على القرارات المرتبطة بالنقدية، حيث تساعد الإدارة النقدية الفعالة في تقليل مشاكل الوكالة واغتنام فرص الاستثمار. كما يجب على الشركات تطوير استراتيجيات تعمل على تحسين مستوى الاحتفاظ بالنقدية لتحسين كفاءتها الاستثمارية.
2. الحاجة إلى تحسين ممارسات حوكمة الشركات، لاسيما في الاقتصادات الناشئة مثل جمهورية مصر العربية، حيث يمكن للحكومة القوية أن تساعد في التخفيف من مشاكل الوكالة وتعزيز كفاءة الاستثمار، خاصة بالنسبة للشركات المتعثرة مالياً.
3. يجب أن تعمل الشركات على تقليل سلوكيات إدارة الأرباح، حيث ترتبط المستويات المنخفضة من إدارة الأرباح بتحسين كفاءة الاستثمار. لذلك، يجب على الشركات أن تسعى إلى تقليل ممارسات إدارة الأرباح، لأن هذا يمكن أن يؤدي إلى قرارات استثمارية أفضل.
4. ضرورة التركيز على مستويات الاستثمار المثالية، حيث أن الشركات المنخرطة في ممارسات إدارة الأرباح قد تفرط في الاستثمار في المشاريع غير المربحة أو تستثمر بشكل أقل في

المشاريع المربحة. لذلك، يجب أن تهدف الشركات إلى مواءمة مستويات استثماراتها مع الممارسات المثلى لتجنب هذه المخاطر.

5. ضرورة تحسين سياسات إدارة النقدية، من خلال تطوير إرشادات للشركات حول المستوى الأمثل للنقدية الذي يعزز كفاءة الاستثمار دون التضحية بالمرونة المالية.

6. يجب تعزيز آليات الحوكمة من خلال تصميم سياسات حوكمة تستهدف تخفيف المخاطر المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية الزائدة.

7. ضرورة استخدام البيانات الضخمة والذكاء الاصطناعي من خلال بناء نماذج تنبؤية تربط بين مؤشرات الحوكمة، مستويات النقدية، وأداء الاستثمار باستخدام خوارزميات التعلم الآلي.

### **ثالثاً: مجالات البحث المقترحة:**

في ضوء النتائج والتوصيات التي توصلت إليها الدراسة، يرى الباحثون أن هناك العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث ودراسات مستقبلية مقترحة، ويتمثل أهمها فيما يلي:

- أثر القدرة الإدارية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار.
- العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار في ضوء أنماط هيكل الملكية.

## قائمة المراجع

### أولاً: المراجع العربية:

- الحياري، رنا عاهد عبد العزيز، (2024)، "أثر حوكمة الشركات على الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان: ملكية الحكومة كدور معدل"، *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية الدراسات العليا، جامعة البلقاء التطبيقية، الأردن.
- الفوقرة، عمر مصطفى جبر (2019)، "أثر مستوى النقدية المحتفظ بها وطبيعة النشاط على العائد السوقي للسهم في الشركات المساهمة العامة في الاردن"، *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، الأردن.
- بلال، السيد حسن سالم (2017)، "العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها – دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 21(4): 200-248.
- بلال، السيد حسن سالم (2020)، "أثر تغطية المحللين الماليين للشركات على كفاءة الاستثمار: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، 2(1)، 845-788.
- حداد، رويده حنا إبراهيم (2017)، "أثر الحاكمية المؤسسية وهيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وانعكاسها على قيمة الشركة: دراسة ميدانية على الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان"، *رسالة دكتوراه غير منشورة*، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن.
- سحلول، إلهام محمد أحمد، (2011)، "تطوير الإفصاح عن هيكل الملكية وتقييم مدى وفاء المعايير المحاسبية بعناصر الإطار المقترح: دراسة تحليلية"، *المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية*، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، 1، 157-113.
- سليم، أحمد سليم محمد (2017)، "العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية والمسؤولية الاجتماعية للشركات: دراسة تطبيقية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 21(2)، 647-610.
- سليمان، محمد، (2020)، "استراتيجية لتحسين الحوكمة المؤسسية في المصارف الليبية"، *رسالة ماجستير غير منشورة*، جامعة سرت، ليبيا.
- عبد الحليم، ياسمين إسماعيل محمد (2020)، "العلاقة بين إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية والاحتفاظ بالنقدية: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

عبد العزيز، ريما، والرابع، حسين، (2020)، "أثر الحاكمية المؤسسية على تكاليف الوكالة في الشركات الخدمية الأردنية المساهمة العامة: دراسة تطبيقية"، *رسالة ماجستير غير منشورة*، جامعة اليرموك، أربد، الأردن.

عبد الفتاح، عمرو إبراهيم صالح؛ سالم، مدحت عبدالرشيد؛ عبدالغفار، عماد سيد، (2023)، "أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار في إطار حوكمة الشركات: دراسة ميدانية"، *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، كلية التجارة بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس، 14(4)، 195-232.

عفيفي، أشرف السعيد أحمد السيد، عبد الرحمن، وليد محمد محمد السيد، (2023)، "العلاقة بين آليات التحصيل الإداري وكفاءة الاستثمار في إطار نظرية الوكالة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *مجلة البحوث الإدارية*، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، 41(3)، 1-54.

عفيفي، هلال عبد الفتاح (2015)، "أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية - دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنصورة، 39(4)، 51-118.

غالي، أشرف أحمد محمد، (2022)، "قياس أثر المستوى الاختياري للاحتفاظ بالنقدية على مؤشرات الربحية المصرفية والقيمة السوقية لأسهم البنوك التجارية: نماذج مقترحة وأدلة تطبيقية من القطاع المصرفي المصري"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 6(2)، 407-485.

فودة، السيد أحمد محمود، (2020)، "الأثر الوسيط للتجنب الضريبي على العلاقة بين القبول المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية: دراسة اختبارية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 4(2)، 1-84.

قويدر، قورين، (2020)، "الحوكمة المحاسبية في الجزائر في ظل نظام المحاسبة المالية الجديد ودورها في النهوض بالسوق المالي"، *الملتقى الدولي الأول حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع ورهانات وآفاق*، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي. مصطفى، محمد، (2018)، "تكاليف الوكالة في المنظمات الحكومية المصرية"، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، 1(1)، 323-353.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

Abbas, N., Ahmed, H., Malik, Q. A., & Waheed, A. (2018). Impact of investment efficiency on cost of equity: an empirical study on shariah and non shariah

- compliance firms listed on Pakistan Stock Exchange. *Pakistan Administrative Review*, 2(3), 307-322.
- Akben-Selcuk, E. and Sener, P., (2020). Cash Holdings and Corporate Governance: Evidence from Turkey, *Corporate Governance Models and Applications in Developing Economies*, 133-161.
- Akhtar, T., Qasem, A., & Khan, S. (2024). Internal corporate governance and cash holdings: the role of external governance mechanism. *International Journal of Disclosure and Governance*, 1-27.
- 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.
- Anedeberhan, J. (2012). *Cash Holding and Corporate Governance: Evidence and Implications from the Netherlands*. Master Thesis, University of Amsterdam, Netherlands.
- Arianpoor, A., & Mehrfard, N. (2023). The impact of managerial attributes on cash holding and investment efficiency and the mediator role of cash holding. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 14(4), 610-628.
- Asadia, A., Oladia, M., and Aghela, M. G. (2021). Evaluation of managerial overconfidence, cash holding, and investment efficiency in companies. *Journal of Mathematics*, 1-11.
- Athari, S. A. (2023). Corporate governance and cash holdings: new evidence from Asian markets. *International Journal of Business and Emerging Markets*. 1-38.
- Benlemlih, M., & Bitar, M. (2018). Corporate social responsibility and investment efficiency. *Journal of business ethics*, 148, 647-671.

- Bhuiyan, M. B. U., & Hooks, J. (2019). Cash holding and over-investment behavior in firms with problem directors. *International Review of Economics & Finance*, 61, 35-51.
- 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.
- Bimo, I. D., Silalahi, E. E., & Kusumadewi, N. L. G. L. (2022). Corporate governance and investment efficiency in Indonesia: The moderating role of industry competition. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 20(2), 371-384.
- Brogaard, J., Ringgenberg, M. C. & Sovich, D. (2019). The economic impact of index investing. *The Review Of Financial Studies*, 32(9), 3461-3499.
- Bucur, I. (2021). The failures and reform of corporate governance. *EARTH SCIENCES AND HUMAN CONSTRUCTIONS*, 1, 50-57.
- Cahyono, S., & Ardianto, A. (2024). Strengthening Corporate Cash Holdings and Investment Efficiency in the COVID-19 Pandemic: Some Empirical Evidence from Indonesia Emerging Markets. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 26(1), 35-46.
- Chang, C., and Yang, H. (2022). The role of cash holdings during financial crises. *Pacific-Basin Finance Journal* , 72, 101733.
- Chen, J. J., Cheng, X., Gong, S. X., & Tan, Y. (2017). Voluntary nonfinancial disclosure, corporate governance, and investment efficiency. *Working Paper*, 1-61.
- Chen, R. R., Guedhami, O., Yang, Y., & Zaynutdinova, G. R. (2020). Corporate governance and cash holdings: Evidence from worldwide board reforms. *Journal of Corporate Finance*, 65, 1-63.
- Cho, S. M., & Kang, S. A. (2019). The effect of accounting information quality and competition on investment inefficiency: evidence from Korea. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 26(4), 489-510.

- Cucic, D. (2020). Corporate Investment and Cash Holdings under Financing Shocks, *Working Paper*, 1-56.
- Dao, N. T. T. (2021). Cash holdings and over-investments during COVID 19 pandemic: The evidence from Vietnam. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 9(6), 1273-1279.
- Davis, J. H., Schoorman, D. F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47.
- Desai, M. A., Dyck, A., and Zingales, L., (2007). Theft and Taxes, *Journal of Financial Economics*, 84(3), 591-623.
- Fernandes, G., dos Santos Mendes, L., & de Oliveira Leite, R. (2021). Cash holdings and profitability of banks in developed and emerging markets. *International Review of Economics & Finance*, 71, 880-895.
- Foley, C. F., Hartzell, J. C., Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of financial economics*, 86(3), 579-607.
- Gaio, C., Gonçalves, T., & Venâncio, A. (2022). Cash holdings in start-ups: The role of founder sociodemographic characteristics. *Journal of Business Research*, 139, 520-528.
- Gu, T., (2017). US Multinationals and Cash Holdings, *Journal of Financial Economics*, 125( 2), 344-368.
- Gul, R., Ullah, S., Rehman, A. U., Hussain, S., & Alam, M. (2020). Corporate governance and cash holdings: Family versus non-family controlled firms. *Cogent Business & Management*, 7(1), 1-17.
- Jafeel, A. Y., Abdelbagi Abdalla, Y., Amin Abdalla, A., & Hersi Warsame, M. (2023). How corporate governance quality affects investment efficiency? An empirical analysis of nonfinancial companies in the Gulf Cooperation Council 2015-2020. *Cogent Business & Management*, 10(1), 1-23.

- Javed, A., & Qazi, Y. I. (2024). How Does Corporate Governance Shape Investment Efficiency through Quality Financial Reporting in Pakistan. *International Journal of Business and Economic Affairs*, 9(4), 1-11.
- Jedda, N. E., Lakhal, F., & Ghenima, R. (2021). Family Control and Investment Efficiency: Does Financial Analyst Coverage Matter?. *Management international*, 25(3), 91-114.
- Joseph, A., Kneer, C., and Van Horen, N. (2021). All You Need Is Cash: Corporate Cash Holdings and Investment after the Global Financial Crisis. *Working Paper*, 1-52.
- Juliana, R., & Budiono, S. (2024). Cash holding, economic uncertainty and investment: Evidence from ASEAN countries. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 27(1), 143-162.
- Kang, H., Cheng, M., & Gray, S. J. (2007). Corporate governance and board composition: Diversity and independence of Australian boards. *Corporate governance: An international review*, 15(2), 194-207.
- Kashani, S. M., & Mousavi Shiri, M. (2022). The Role of Corporate Governance in Investment Efficiency and Financial Information Disclosure Risk in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(12), 577-599.
- Kiani, M., & Moghri, A. E. (2017). Evaluating a relationship between cash holding and overinvestment in the listed companies in Tehran Stock Exchange. *specialty journal of accounting and economics*, 3(2), 1-6.
- Koo, J., & Maeng, K. (2019). Investment opportunities and cash holdings of firms: an empirical study on Korean firms. *Applied Economics*, 51(23), 2492-2500.
- Lee, K. Y. K., & Mo, K. (2020). Do analysts improve labor investment efficiency?. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 16(3), 1-15.
- Majeed, M. A., & Ullah, I. (2020). Impact of CEO power on investment efficiency: Evidence from China, *Working Paper*, 1-46.

- Med Bechir, C. and Jouirou, M. (2021). Investment efficiency and corporate governance: evidence from Asian listed firms, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-23.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of accounting studies*, 11, 159-189.
- Saebah, N., Merthayasa, A., Azzahra, A., & Rahayu, R. (2023). Exploration of Dynamics of Corporate Performance and Corporate Governance. *International Journal of Social Service and Research*, 3(9), 3334-3340.
- Salami, K. A. (2011). Analysis of the relationship between share ownership structure, corporate governance structure, and corporate investment efficiency, using GSE market data (2005-9). *Journal of Accounting and Finance*, 11(4), 111-118.
- Schillemansa, T. & Bjurstromb, K. H. (2020). Trust and verification: Balancing agency and stewardship theory in the governance of agencies. *International Public Management Journal*, 23(5), 650–676.
- Shah, I. A., Ali Shah, S. Z., Nouman, M., Khan, F. U., Badulescu, D., & Cismas, L. M. (2021). Corporate governance and cash holding: new insights from concentrated and competitive industries. *Sustainability*, 13(9), 1-17.
- Shahzad, F., Rehman, I. U., Hanif, W., Asim, G. A. & Baig, M. H. (2019). The influence of financial reporting quality and audit quality on investment efficiency: evidence from pakistan international. *Journal of Accounting and Information Management*, 27(4), 600-614.
- Shiau, H., Chang, Y. & Yang, Y. (2018). The Cash Holdings and Corporate Investment Surrounding Financial Crisis: The Cases of China and Taiwan, *Chinese Economy, Taylor & Francis Journals*, 51(2), 175-207.
- Soliman, W. S. M. K. (2020). Investigating the effect of corporate governance on audit quality and its impact on investment efficiency. *Investment Management and Financial Innovations*, 17(3), 175-188.

- Tawiah, B., & Keefe, M. O. (2022). Cash holdings and corporate investment: evidence from COVID-19. *Review of Corporate Finance, Forthcoming*, 1-14.
- Thuy, H. T., Nhan, D. T., & MiaoJian, C. (2021). Cash Holdings and Investment Levels: An Empirical Study from Listed Companies on Viet Nam's Stock Exchange. *International Journal of Business and Management*, 14(3), 1-98.
- Wirianata, H. (2024). The Effect Of Corporate Governance On Cash Holdings. *Jurnal Akuntansi*, 28(2), 263-280.
- Yadav, A. S., & Yadav, I. S. (2024). Debt maturity, governance and investment efficiency: new evidence from emerging market. *Asian Review of Accounting*. 1-31.
- Yang, S. L., & Liu, X. F. (2017). The empirical study on CEO power and investment efficiency. *In 3rd Annual international conference on management, economics and social development*, 40-45.
- Yilmaz, I., & Samour, A. (2024). The effect of cash holdings on financial performance: evidence from middle eastern and North African countries. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(2), 1-12.
- Zhang, Z., & Yang, A. (2024). The Impact of Earnings Management of Listed Companies in China on Their Investment Efficiency: Based on The Adjustment Effect of The Supervision of Independent Directors. *In ICEMBDA 2023: Proceedings of the 4th International Conference on Economic Management and Big Data Applications, ICEMBDA 2023, October 27–29, 2023, Tianjin, China* (p. 290). European Alliance for Innovation.

**Abstract:**

The study aimed to examine the relationship between corporate governance and investment efficiency, as well as to examine the mediating effect of cash holding on the relationship between corporate governance and investment efficiency for companies listed on the Egyptian Stock Exchange. To achieve this objective, the study relied on a sample of (90) companies, equivalent to (630 observations) of Egyptian non-financial joint-stock companies listed on the Egyptian Stock Exchange, during the period from 2017 to 2023.

The study results revealed a direct, positive, and statistically significant relationship between corporate governance and investment efficiency. The results also indicate a direct, positive, and statistically significant relationship between corporate governance and cash holding, as well as a direct, positive, and statistically significant relationship between cash holding and investment efficiency. Finally, the results revealed a mediating effect of cash holding on the relationship between corporate governance and investment efficiency.

**Keywords:** Corporate Governance, Investment Efficiency, Cash Holding.