
الأثر التفاعلي للاحتفاظ بالأصول النقدية والقيود المالية على كفاءة
الاستثمار "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة السعودية"

إعداد

د. مطاوع السعيد السيد مطاوع

كلية التجارة - جامعة الأزهر

كلية إدارة الأعمال بينبع - جامعة طيبة

MMotawa@taibahu.edu.sa

الأثر التفاعلي للإحتفاظ بالأصول النقدية والقيود المالية على كفاءة الاستثمار "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة السعودية"

مستخلص البحث

تمثل هدف الدراسة في قياس العلاقة بين الإحتفاظ بالأصول النقدية وكفاءة الاستثمار، وأثر القيود المالية كمتغير محفز على هذه العلاقة، وفي سبيل تحقيق هذا الهدف اختبرت الدراسة تأثير الإحتفاظ بالأصول النقدية على كفاءة الاستثمار في الشركات المدرجة بالبورصة السعودية، والأثر التفاعلي للإحتفاظ بالأصول النقدية والقيود المالية على كفاءة الاستثمار، وتمثلت عينة الدراسة في ١٤٩ شركة تتداول أسهمها في بورصة الأوراق المالية السعودية عن الفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٨، وقد تم إختبار فرضى الدراسة اعتمادًا على أسلوب الإنحدار المتعدد التفاعلي لسلسلة زمنية من المتغيرات Moderated Panel Regression Analysis، وقد توصلت الدراسة إلى توفير أدلة على الأثر الإيجابي للإحتفاظ بفائض في الأصول النقدية على كفاءة الاستثمار وأثر سلبي للقيود المالية على كفاءة الاستثمار، كما توصلت الدراسة إلى زيادة أهمية الإحتفاظ بالأصول النقدية لدعم الاستثمار في الشركات المقيدة ماليًا عن الشركات غير المقيدة.

الكلمات الدالة: كفاءة الاستثمار، الأصول النقدية، تكاليف الوكالة، القيود المالية.

١. المقدمة

يعد من القضايا الرئيسية التي أعاد الباحثون في العقود الأخيرة النظر فيها ودراستها تزايد مستويات السيولة في العديد من الشركات، ومن أبرز الأمثلة على ذلك الشركات الرقمية الأمريكية الكبيرة مثل Google و Amazon و Facebook و Apple و Microsoft (GAFAM) ، والتي وثقت البحوث ميل هذه الشركات للاحتفاظ بالأصول النقدية (Mouline, 2021).

ويرجع الإهتمام المتزايد بالاحتفاظ بالأصول النقدية في الآونة الأخيرة في أبحاث المحاسبة والتمويل إلى ثلاثة حقائق رئيسة وهي؛ أولاً: الزيادة الكبيرة أو المبالغة في الاحتفاظ بالأصول النقدية في الشركات، ثانياً: تمثل الأصول النقدية أداة لتمويل الفرص الاستثمارية المرعبة وتجنب التكلفة المرتفعة لمصادر التمويل الخارجية، ثالثاً: تمثل الأصول النقدية أداة لإدارة المخاطر المتعلقة بتقلبات التدفقات النقدية وعدم القدرة على سداد الإلتزامات (Cruz et al., 2019).

تلعب الأصول النقدية دوراً هاماً في قلب السياسات النقدية في الشركة، ويعد الاحتفاظ بالأصول النقدية السياسة الأكثر شيوعاً لضمان السيولة والإستجابة السريعة للتغيرات غير المتوقعة في التدفقات النقدية، وتمويل الاستثمارات.

وأدت المبالغة في الاحتفاظ بالأصول النقدية في العديد من الشركات إلى دفع الباحثين نحو دراسة هذه الظاهرة ومحاولة تفسيرها بغرض الوصول إلى حافز الاحتفاظ بمستوى معين من السيولة، كما قام بعض الباحثين بمحاولة تفسير أسباب تراكم السيولة في المنشآت إستناداً على العديد من النظريات المالية المختلفة مثل نظرية المقايضة، ونظرية أوامر الشراء، ونظرية الوكالة (Mouline, 2021).

ونظراً لأن العديد من القرارات المالية والتشغيلية تتخذ من قبل مديرين لا يستطيع أصحاب المصالح التعرف على دوافعهم من إقتناء الأصول النقدية والتي قد تعد أحد القنوات التي من خلالها قد يتمكن المديرون من تحقيق منافع شخصية (Chen, Ye, et al., 2020).

وبالتالي فإن مستوى الإحتفاظ بالأصول النقدية يعد قرارًا هامًا لأي شركة، حيث يؤثر مستوى الإحتفاظ بالأصول النقدية بشكل كبير على قرارات الشركة لدعم استثماراتها، حيث يوفر الأمن والسيولة للشركة، ويجنب الشركة الحاجة إلى البحث على مصادر تمويل خارجية، ولكن قد يترتب على الإحتفاظ المبالغ فيه بالأرصدة النقدية إلى التأثير سالبًا على معدلات العائد على الأصول المستثمرة بسبب انخفاض العائد على هذه الأصول النقدية، بالإضافة إلى أن المبالغة في الإحتفاظ بالأصول النقدية قد يترتب عليه تأثير ضار على إدراك المستثمرين لأهمية الإحتفاظ بهذه الأصول لدى الشركة، وعلى الجانب الآخر فإن الإحتفاظ بالأصول النقدية قد يدفع المديرين إلى الإفراط في الاستثمار في أنشطة غير مربحة ولا تحقق قيمة للشركة. وقد ثار الجدل حول أهمية الإحتفاظ بالأصول النقدية والمستوى الأمثل لها، حيث قد تساعد السيولة العالية وخاصة في الشركات المقيدة ماليًا على تقليل تكلفة الديون وتكلفة حقوق الملكية والحد من مخاطر تقلبات التدفقات النقدية وعدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها في مواعيد إستحقاقها، وعلى الجانب الآخر فإن الإحتفاظ بالأصول النقدية ليس بلا تكلفة، حيث قد يؤدي الإحتفاظ بهذه الأصول لمواجهة النقص المتوقع مستقبلاً إلى فقد فرص استثمارية حالية خاصة إذا كانت الشركة تعاني من قيود مالية (Cruz et al., 2019).

وعادةً ما تكون الشركة المقيدة ماليًا شركة صغيرة ولا تتمتع بالقدرة على خدمة الديون، مما يضطر الشركة إلى الإحتفاظ بجزء كبير من السيولة المتاحة لها في صورة أصول نقدية بدلا من إعادة استثمارها مما قد يؤثر سلبًا على إغتنام الفرص الاستثمارية الحالية.

وفي ضوء ذلك يتضح أن **المشكلة البحثية** تتمثل في التحقق من دوافع الإحتفاظ بالنقدية من خلال إختبار تأثيرها على كفاءة قرارات الاستثمار لدى الشركات واختلاف هذا التأثير باختلاف ما إذا كانت الشركات مقيدة أم غير مقيدة ماليًا. هذا، ويمكن تلخيص المشكلة البحثية في عدة تساؤلات: كيف يمكن توظيف الإحتفاظ بالأصول النقدية في إتخاذ القرارات الاستثمارية؟ ماهية العواقب الحقيقية

للاحتفاظ بالأصول النقدية وما إذا كانت المبالغة في الاحتفاظ بالأصول النقدية تؤدي إلى الإفراط في الاستثمار؟ وأخيرًا ما هو تأثير القيود المالية على العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية وكفاءة الاستثمار.

الهدف الرئيس لهذا البحث يتمثل في توفير أدلة عملية على مدى وجود علاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية والإفراط في قرارات الاستثمار، وأثر القيود المالية على هذه العلاقة، وفي سبيل تحقيق هذا الهدف إختبرت الدراسة مدى توافر الأصول النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة السعودية، وتأثير القيود المالية على مستوى الاحتفاظ بهذه الأصول وإنعكاسها على قرارات الاستثمار.

وتتبع أهمية هذه الدراسة من أن الفهم المتعمق لأسباب ودوافع الاحتفاظ بالأصول النقدية وآثاره يُمكن من التحليل السليم لقرارات الاستثمار.

يُسهم هذا البحث في تقديم دليل عملي على التأثير الإيجابي للاحتفاظ بالأصول النقدية على القرارات الاستثمارية للشركات ولاسيما الشركات المقيدة ماليًا.

وفي هذا السياق، يجدر بالذكر أن هناك بعض **المحددات Limitations** بالدراسة العملية ومنها: أولاً؛ تم الإعتماد على مقياس واحد وهو نسبة النقدية إلى إجمالي الأصول لقياس مستوى الاحتفاظ بالأصول النقدية، ثانياً؛ اقتصرت الدراسة على إختبار الفروض اعتمادًا على العلاقة الخطية ولم تتناول قياس العلاقة غير الخطية.

في الأجزاء التالية من البحث سيتم تناول: الإطار المفاهيمي للاحتفاظ بالأصول النقدية والنظريات المفسرة له، القيود المالية ومحدداتها، والدراسات السابقة واشتقاق الفروض، وطريقة البحث وتصميمه، والتحليل الاحصائي للبيانات، ثم مناقشة النتائج، وأخيرًا الخلاصة واتجاهات البحوث المستقبلية.

٢. الإطار المفاهيمي للاحتفاظ بالأصول النقدية والنظريات المفسرة له

ودوافعه

يتناول هذا الجزء من البحث ماهية الاحتفاظ بالنقدية وأهم النظريات المفسرة له وأخيرًا دوافع احتفاظ الشركات بمستويات مختلفة للأصول النقدية.

١/٢ . ماهية الإحتفاظ بالأصول النقدية:

تعد الأصول النقدية أحد أهم الأصول المتداولة سيولة وأقلها ربحية لذا يعد قرار الإحتفاظ بالأصول النقدية من أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة والتي تعد ذات أهمية لأصحاب المصالح لتقييم مدى قدرة الشركة على إستغلال الفرص الاستثمارية والوفاء بالالتزامات في ظل تزايد عدم التأكد وتقلبات التدفقات النقدية (فودة، ٢٠٢٠).

ويرتبط المستوى الأمثل للإحتفاظ بالأصول النقدية إيجابيًا بكل من تكلفة التمويل الخارجي، وعدم التأكد بشأن التدفقات النقدية والعائد على فرص الاستثمار، وعلى الجانب الآخر يرتبط عكسيًا بكل من حجم الشركة والاستثمار في الأصول المادية والأزمات المالية (Cruz et al., 2019).

هذا وتؤثر البدائل النقدية المتاحة لدى الشركة على مستوى الإحتفاظ بالأصول النقدية ومن أهم هذه البدائل: النقدية السالبة Cash as negative debt والتي يتم الإحتفاظ بها لسداد أقساط الديون، خطوط الائتمان Line of Credit حيث يتم الاتفاق على الحد الأقصى لمقدار القرض الذى يتم الحصول عليه من المؤسسات المالية طبقًا لإتفاقية موقعه، أسواق رأس المال الداخلية Internal Capital Market حيث قد تقترض الإدارة من فروع الشركة الأخرى أو من الشركات الشقيقة أو التابعة، وأخيرًا صافى رأس المال العامل Net Working capital والذي يؤثر سلبًا على الإحتفاظ بالأصول النقدية (إبراهيم، ٢٠١٨؛ السيد، ٢٠١٨).

٢/٢ . النظريات المفسرة للإحتفاظ بالأصول النقدية:

يمكن تصنيف نظريات الإحتفاظ بالنقدية إلى عدة نظريات أساسية هم: نظريات هيكل التمويل، ونظرية المقايضة أو المبادلات، ونظرية تسلسل مصادر التمويل، ونظرية التمويل الهرمي، ونظرية الوكالة وحوكمة الشركات، ويمكن إيضاح هذه النظريات على النحو التالي (Moolchandani and Kar, 2021; Mouline, 2021; Opler et al., 1999):

-
-
- نظريات هيكل التمويل Capital structure theories: طبقاً لهذه النظريات يتم التركيز على قرار التمويل الكامل للشركة وليس فقط الإحتفاظ بالنقدية ولكن يعد الإحتفاظ بالنقد أحد الابعاد الرئيسية لقرار التمويل، كما تحتضن هذه النظريات أيضاً مشكلات الوكالة.
 - نظرية المقايضة أو المبادلات Trade-off theory: وطبقاً لهذه النظرية يتحدد المستوى الأمثل للسيولة في ضوء المستوى الأمثل للديون، ففي ضوء فرص النمو القوية يتم الإحتفاظ بأرصدة نقدية كبيرة، ويتحدد المستوى الأمثل للإحتفاظ بالأصول النقدية من خلال المفاضلة بين فوائد وتكاليف الإحتفاظ بالنقدية، حيث يتم الإحتفاظ بمستوى من النقدية لتجنب تكاليف التمويل الخارجي أو تصفية أصول الشركة، فالميزة الرئيسية التي تستمدها الشركة من الإحتفاظ بالأصول النقدية هي السماح لها بممارسة خياراتها الاستثمارية المستقبلية، وعلى الجانب الآخر فإن تكاليف الإحتفاظ بالأصول النقدية يتمثل في انخفاض معدل العائد على الأصول النقدية، ومن ثم إنخفاض ربحية الشركة بالإضافة إلى التعارض بين الملاك والإدارة في الدافع نحو الإحتفاظ بالنقدية، حيث أن المديرين قد يكون لديهم دافع أعلى للإحتفاظ بالأصول النقدية لخدمة مصالحهم وزيادة إستقلاليتهم، ومن ثم يتحدد هذا المستوى عند تقاطع منحى التكلفة الحدية للإحتفاظ بالأصول النقدية مع منحى التكلفة الحدية للعجز في الأصول النقدية.
 - نظرية تسلسل مصادر التمويل Pecking order theory: وفقاً لهذه النظرية تقوم الشركة بإقتناء الأصول النقدية بناءً على احتياجات الاستثمار من خلال إستخدام الأصول النقدية المتاحة، يليها الديون وحقوق الملكية ويقوم ذلك على إفتراض عدم وجود حد أمثل للإحتفاظ بالأصول النقدية، وإنما تتم المفاضلة بين المصادر الداخلية والخارجية وإعطاء أولوية للمصادر الداخلية.
 - نظرية التمويل الهرمي The theory of hierarchical financing: وفقاً لهذه النظرية تتجنب الشركات إصدار أسهم لتمويل استثماراتها، ولا يوجد هيكل مالي أمثل لجميع الشركات، حيث تهدف أي شركة إلى تجنب التخلي عن
-
-

المشاريع الاستثمارية المربحة، وبالتالي يؤدي الإحتفاظ بالأصول النقدية إلى الاستفادة من جميع فرص الاستثمار المربحة لأنه سيمكنها من تجنب اللجوء إلى مصادر التمويل مرتفعة التكلفة.

- نظرية الوكالة وحوكمة الشركات Agency theory and corporate governance: طبقاً لهذه النظرية فإن الإحتفاظ بالتدفق النقدي الحر وهو الفائض النقدي الموجب بعد تمويل جميع الاستثمارات يعد من تكاليف الوكالة، حيث قد يسعى المديرون إلى زيادة الأصول النقدية لتحقيق منافع خاصة من أجل توسيع سلطتهم وتجنب إستخدام أسواق المال وضوابطها، وبالتالي قد لا يترددون في الإفراط في الاستثمار وإهدار الأموال أو توجيه أنشطة الشركة نحو قطاعات ليست بالضرورة مربحة، وطبقاً لمبادئ حوكمة الشركات فإن الأصول النقدية المحتفظ بها تستخدم في تمويل الاستثمارات المربحة.

٣/٢. دوافع الإحتفاظ بالأصول النقدية:

يمكن تلخيص الدوافع الخاصة بالإحتفاظ بالأصول النقدية فيما يلي (Cruz et al., 2019; Mouline, 2021):

- دافع المعاملات The transactions motive: تؤدي الفجوة بين توقيت المتحصلات وتوقيت المدفوعات بسبب احتمالات التأخير في التدفقات الواردة عن توقيت التدفقات الخارجة إلى دفع الشركات نحو الإحتفاظ بالأصول النقدية بهدف سد هذه الفجوة.

- الدافع التحوطي The precautionary motive: يعد كل من عدم التأكد في البيئة الاقتصادية وطبيعة نشاط الشركة من دوافع مبالغة الشركات في الإحتفاظ بالأصول النقدية كإستعداد للأزمات غير المتوقعة التي قد تتعرض لها مواردها المالية، مثل فقدان عميل مهم أو خسارة مشروع واعد، بسبب عدم توافر مصادر تمويل أو توافرها بتكلفة مرتفعة مما يضطر الشركة إلى التخلي عن هذا المشروع الواعد.

-
-
- دافع المضاربة The speculative motive: قد تفضل الشركات الإحتفاظ بالأصول النقدية للمضاربة مقارنة بتوجيهها نحو استثمارات تؤدي إلى تحقيق عائد سلبي.
 - دافع التمويل The funding motives: الحاجة إلى الاستثمار تتطلب سيولة إضافية، حيث أن الطلب على التمويل ينشأ خلال الفترة ما بين تاريخ قرار الاستثمار وإنهاء الاستثمار.
 - تكاليف الوكالة وتعارض المصالح Agency conflicts and incentives: يمكن لتعارض المصالح التأثير على مستوى الإحتفاظ بالأصول النقدية، حيث تهدف حوافز الوكالة إلى منع المديرين من أي أنشطة تؤدي إلى تحقيق مصالح ذاتية ومن ثم توجيه المديرين نحو تحقيق الإستخدام الأمثل للأصول النقدية بما يدعم مصالح المساهمين.
 - القيود المالية Financial constraints: من منظور القيود المالية قد تلجأ الشركات إلى الإحتفاظ بالأصول النقدية كأداة للتحوط من مخاطر السيولة وارتفاع تكلفة مصادر التمويل الخارجية والتي قد تدفعها نحو التخلي عن الاستثمارات ذات القيمة العالية.
 - التنوع Diversification: تعاني الشركات المتنوعة من مشكلات في السيولة مقارنة بالشركات ذات التركيز، حيث أن التكتلات الاقتصادية الناتجة عن التركيز في الصناعة تمكن هذه الشركات من وصول أفضل لرأس المال وتسييل الأصول وفرص استثمارية أفضل، مما يحفز الشركات المتنوعة على محاولة الإحتفاظ بسيولة أعلى، وذلك بالرغم من إنخفاض القيمة السوقية لهذه الأصول النقدية لديها بسبب عدم الكفاءة المحتمل للإنفاق النقدي في هذه الشركات.
 - الإستراتيجيات الدفاعية Defensive strategies: توفر الأصول النقدية مزايا لردع المنافسين من خلال بناء القدرات قبل الطلب، أو الحصول على أهداف مربحة، أو استثمارات في تقنيات مرتقبة أو الاستفادة من الإبتكارات الحديثة.
-
-

- القدرة التنافسية لسوق المنتجات Product market competitiveness: في سياق المنافسة في سوق المنتجات توفر الأصول النقدية مرونة مالية للشركات التي تواجه تهديدات في سوق المنتجات، كما أن الشركات التي تتمتع بالقوة المالية يمكنها التوسع المستقبلي في حصتها السوقية عن منافسيها وتجنب مخاطر الافتراس Predation risk أي الخروج من السوق. في ضوء ما سبق يتضح وجود العديد من الدوافع التي قد تدفع الشركات نحو المبالغة في الإحتفاظ بالأصول النقدية.

٣. القيود المالية ومحدداتها:

يتناول هذا الجزء من البحث ماهية القيود المالية وأهم المحددات لها، وتُعرف القيود المالية بأنها المعوقات التي تحد من قدرة الشركة على الحصول على مصادر تمويل خارجية بسبب ارتفاع تكلفة التمويل الناتجة عن أعباء القروض. ولقد إتفقت الأدبيات الحديثة على أن القيود المالية مشكلة شائعة في الشركات التجارية، والتي لا تؤثر فقط على نمو الشركة وكفاءتها وإنما تؤثر أيضاً على الاستثمار (Ling et al., 2021).

ومن مقاييس القيود المالية كل من:

- حجم الشركة Firm Size: يمكن الإعتماد على حجم الشركة كمؤشر للشركات المقيدة ماليًا، حيث تعاني الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم من القيود المالية أكثر من غيرها من الشركات، وقد يرجع ذلك إلى عدم إمتلاكها الضمانات الكافية تجاه مقرضيها (Mansali et al., 2019; Singh, 2018)
- نسبة توزيعات الأرباح: فالشركات المقيدة ماليًا تواجه صعوبات في توزيع أرباح على المساهمين على خلاف الشركات غير المقيدة التي تميل إلى توزيع نسبة عالية من أرباحها، وبناء على ذلك يتم تصنيف الشركات إلى مجموعتين، حيث تصنف الشركات التي لا توزع أرباح بأنها شركات مقيدة ماليًا، أما الشركات التي تقوم بتوزيع أرباح تصنف على أنها غير مقيدة ماليًا (Mansali et al., 2019).

- مؤشر **KZ_Index** والذي يدل إرتفاعه على زيادة القيود المالية التي تعاني منها الشركة، هذا ويعتمد هذا المؤشر على خمس نسب محاسبية وهي نسبة صافي التدفق النقدي من نشاط التشغيل إلى إجمالي الأصول، ونسبة التوزيعات النقدية إلى إجمالي الأصول، ونسبة إجمالي رصيد النقدية إلى إجمالي الأصول، الرافعة المالية، القيمة السوقية للشركة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول (de Carvalho and Kalatzis, 2018).

وهناك العديد من المحددات التي تؤثر على هذه القيود المالية والتي يمكن تصنيفها إلى عوامل ترتبط بخصائص الشركة والملاك، وعوامل خارجية (Ling et al., 2021; Mittal and Raman, 2021):

- السمات الشخصية للشركة: مثل نوع الملكية **Ownership type**، نوع الشركة **Enterprise type**، نوع الصناعة **Industry type**: حيث تختلف درجة تعرض الشركة للقيود المالية باختلاف هذه السمات.

- السمات الشخصية للملاك: مثل الخبرة الريادية **Entrepreneurial experience**، الجنس **Gender**، حيث يميل أصحاب الشركات ذوي الخبرة الريادية والإناث إلى مواجهة مشكلات تمويل حادة تتعلق بنمط التمويل الداخلي والخارجي.

- العوامل الخارجية: مثل الصناعة المالية المدعومة بالتكنولوجيا الرقمية **Fintech**، حيث يساعد إتساع وعمق تطوير التكنولوجيا المالية على تقليل تكلفة تمويل الديون، وبالتالي يخفف من القيود المالية.

مما سبق يتضح تعرض بعض الشركات للقيود المالية بسبب وجود العديد من العوامل أو المسببات.

٤. الدراسات السابقة وإشتقاق الفروض

يتناول هذا الجزء من البحث الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الإحتفاظ بالأصول النقدية وكفاءة الاستثمار، وأثر القيود المالية على هذه العلاقة، بما يُمكن من إشتقاق الفروض وصياغة النموذج البحثي.

١/٤ . الإحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار

ثار الجدل حول منفعة الإحتفاظ بالأصول النقدية، حيث يترتب على الإحتفاظ بالأصول النقدية تحمل تكلفة عالية بسبب إنخفاض معدل العائد عليها وتكلفة الفرصة البديلة، وعلى الجانب الآخر يوفر السيولة الكافية للشركة للإنخراط في فرص استثمارية ناجحة عند الحاجة إلى مصادر تمويل لهذه الفرص.

هذا ولقد إنقسمت الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإحتفاظ بالأصول النقدية والقرارات الاستثمارية إلى إتجاهين، حيث تناول الإتجاه الأول أثر الإحتفاظ بالأصول النقدية على أداء الشركات كمحصلة نهائية للاستثمار في مشروعات مربحة، بينما تناول الإتجاه الثاني تقييم المستثمرين لهذه الأصول النقدية كرد فعل إيجابي للإستخدام الرشيد لهذه الأصول من قبل الإدارة، وسليبي حال إستخدام هذه الأصول في الإفراط في أنشطة استثمارية غير مربحة، لذا يتعرض هذا الجزء من البحث لأهم ما توصلت إليه الدراسات السابقة في هذا الشأن.

في نطاق الإتجاه الأول، وعلى الرغم من ندرة الدراسات التي حاولت إختبار العلاقة بين الإحتفاظ بالأصول النقدية وكفاءة استغلالها في الفرص الاستثمارية الناجحة، إلا أن أغلب الدراسات ركزت على إنعكاس الإحتفاظ بالأصول النقدية على أداء الشركات، والتي تعد نتيجة منطقية لكفاءة الاستثمار، حيث أن استثمار الشركة للأصول النقدية في مشروعات مربحة ينعكس إيجابياً على الأداء المالي للشركات، وقد أكدت إحدى الدراسات على أن المديرين الماليين يحتاجون إلى تشكيل السياسات النقدية المثلى لتمويل الأهداف التنظيمية، حيث قد يختار أحد المديرين توزيع الأصول النقدية على حملة الأسهم أو إعادة استثمارها أو الإحتفاظ بها داخل الشركة لتوفير الأموال الملائمة عند الحاجة إليها لتمويل أي أنشطة استثمارية ذات قيمة (Magerakis and Tzelepis, 2020).

أثبتت دراسة أخرى اعتماداً على البيانات المقطعية لعام ١٩٩٤ أن الشركات تحتفظ بأصول نقدية لضمان قدرتها على الإستمرار في الاستثمار، وعلى الجانب الآخر محدودية الميل نحو إستخدام الفائض النقدي الإيجابي في المبالغة في

الاستثمار أو عمليات الإستحواذ، أما إذا كان لدى الشركة نقص في الأصول النقدية فيمكن للشركة مواجهة هذا النقص إما عن طريق تقليل الاستثمار أو الحد من توزيعات الأرباح (Opler et al., 1999).

وقامت دراسة أخرى بالمقارنة بين سلوك الإحتفاظ بالأصول النقدية بين الشركات المقيدة وغير المقيدة بالبورصة، وتوصلت إلى أن الشركات صغيرة الحجم غير المقيدة بالبورصة تواجه فجوة تمويل بين تكاليف التمويل الداخلي والخارجي، ونتيجة لهذا فهي بحاجة إلى الإعتماد بشكل أكبر على الأموال الداخلية مما يدل على أن الشركات لديها دافع وقائي للإحتفاظ بالأصول النقدية (Asimakopoulos et al., 2019).

وتناولت دراسة أخرى العلاقة بين الإحتفاظ بالأصول النقدية والأداء المالي للشركات بالتطبيق على عينة من الشركات اليونانية، حيث أوضحت الدراسة أن الإحتفاظ بالأصول النقدية يُسهم بشكل إيجابي في ربحية وإستمرارية الشركات، وزادت هذه المساهمة بعد أزمة الديون اليونانية، وخاصة في الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم (Dimitropoulos et al., 2020).

كذلك إختبرت إحدى الدراسات العلاقة غير الخطية بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات السعودية المدرجة بالبورصة، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين الأداء المالي ومستويات الإحتفاظ بالنقدية، مما يوفر دليلاً عملياً على تحديد المستوى الأمثل للنقدية بناءً على فوائد وتكاليف الإحتفاظ بالأصول النقدية (Alnori, 2020).

وتناولت دراسة أخرى أثر الإحتفاظ بالأصول النقدية على أداء الشركات بالتطبيق على عينة من المؤسسات المالية وتوصلت إلى أن الإحتفاظ بالأصول النقدية يؤثر إيجابياً على ربحية الشركات حتى حد معين، وذلك عند حدوث توازن بين تكاليف ومنافع الإحتفاظ بالنقدية (Fernandes et al., 2021).

هذا، وقد ركزت بعض الدراسات الأخرى على رد فعل المستثمرين وتقييمهم حول إحتفاظ بعض الشركات بفائض في الأصول النقدية في ظل تعارض المصالح

بين حملة الأسهم والإدارة، وإحتمالية إنخراط المديرين في الإفراط في الاستثمار لتحقيق مصالح ذاتية، حيث اختبرت إحدى الدراسات مدى وجود ارتباط بين تقييم المستثمرين للاحتفاظ بالأصول النقدية والاستثمار على مستوى الشركة من خلال دراسة الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية في تايوان، وتوصلت إلى أن أنشطة الاستثمار تؤثر على القيمة التي يضعها المساهمون للاحتفاظ بالنقدية، وأكدت الدراسة على وجود علاقة سلبية بين الإفراط في الاستثمار وبين القيمة السوقية للأصول النقدية التي تحتفظ بها الشركات من وجه نظر المستثمرين، حيث أن الاحتفاظ بالأصول النقدية قد يدفع المديرين إلى الإفراط في الاستثمار مما يمثل عبء كبير على عاتق المساهمين بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة (Huang et al., 2015).

كما توصلت دراسة أخرى إلى أن الثقة المفرطة لدى المديرين التنفيذيين تدفعهم لإستغلال الأصول النقدية في استثمارات محفوفة بالمخاطر جنبًا إلى جنب مع الإحتفاظ أو الإفراط في الإحتفاظ بالأصول النقدية، ويعد المديرين ذوي الثقة الزائدة أكثر قدرة على التعامل مع هذه المشروعات ذات المخاطر العالية من غيرهم من المديرين، مما قد ينعكس إيجابيًا على القيمة السوقية للاحتفاظ بالأصول النقدية (Chen, Ho, et al., 2020).

وأكدت دراسة أخرى على أهمية الإحتفاظ بالحد الأمثل للنقدية، حيث توصلت من خلال تحليل الشركات المدرجة بالبورصة في الهند إلى أن الإفراط في الإحتفاظ بالأصول النقدية يؤثر سلبًا على تقييم السوق للشركة نظرًا للتقييم السلبي للمستثمرين في المبالغة في إحتفاظ الشركة بالأصول النقدية (Moolchandani and Kar, 2021).

وركزت دراسة أخرى على القيمة المحققة من الإحتفاظ بالأصول النقدية -القيمة السوقية للشركة حال الإحتفاظ بالأصول النقدية- بإستخدام بيانات الشركات المدرجة بالبورصة في الصين، حيث خلصت الدراسة إلى وجود ثلاثة عوامل أساسية تؤثر على قيمة الأصول النقدية وهي؛ أولاً: مشكلات الوكالة من النوع الأول والنتيجة عن

التعارض بين المديرين والمساهمين، ومن النوع الثاني والنتيجة عن التعارض بين كبار حملة الأسهم والأقلية، حيث يستثمر المديرون الأصول النقدية في استثمارات ذات قيمة عالية سالبة، وكذلك دافع كبار حملة الأسهم نحو تحويل أموال الشركة وإنتهاك حقوق الأقلية من خلال المعاملات مع أطراف ذوى صلة Related Transactions، مما ينعكس سلبًا على قيمة الأصول النقدية، ثانيًا: عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية مما ينعكس على إرتفاع تكاليف مصادر التمويل الخارجية، مما يزيد من أهمية الاحتفاظ بالأصول النقدية وبالتالي إرتفاع القيمة السوقية لهذه الأصول، ثالثًا: تؤثر درجة المنافسة ونمو الصناعة على قيمة الأصول النقدية من خلال تحسين الأداء في أسواق المنتجات بالإضافة إلى أن إرتفاع تكلفة التمويل الخارجي في الصناعات عالية النمو يزيد من قيمة الإحتفاظ بالأصول النقدية (Xu et al., 2021).

وفي ضوء ما سبق يتضح أن العديد من الدراسات أثبتت عدم الإتفاق حول طبيعة العلاقة بين مستوى الإحتفاظ بالأصول النقدية وكفاءة الاستثمار، حيث أيد البعض أن الإحتفاظ بالنقدية قد يدفع المديرين نحو الإفراط في الاستثمار لتحقيق منافع ذاتية، وتجنب قيود الأسواق المالية، كما أكد البعض الآخر من الباحثين على أن الإحتفاظ بالحد الأمثل من الأصول النقدية يُمكن الشركة من الإستغلال الأمثل للفرص الاستثمارية المتاحة مما ينعكس إيجابيًا على أداء الشركات، وبناءً على ذلك يتوقع الباحث أن وجود فائض في الأصول النقدية عن الحد الأمثل قد يحفز الإدارة على استغلال هذا الفائض في الاستثمار في مشروعات عالية الكفاءة بغرض تحسين أداء الشركة، ومن ثم يمكن إستنتاج الفرض البحثي التالي:

الفرض الأول H1: يؤثر الإحتفاظ بفائض في الأصول النقدية إيجابيًا على كفاءة الاستثمار.

٢/٤. الإحتفاظ بالنقدية والقيود المالية وكفاءة الاستثمار

تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين القيود المالية والإحتفاظ بالنقدية والنتائج المترتبة على إحتفاظ الشركات المقيدة ماليًا بالأصول النقدية.

وقد عرف كل من Kaplan and Zingales (١٩٩٧) الشركات المقيدة ماليًا بأنها الشركات التي تتسع فيها الفجوة بين تكاليف التمويل الداخلية والخارجية، وكلما تحسنت سيولة الشركة قل احتمال التمويل من مصادر خارجية، وفي الشركات التي تعاني قيود مالية والتي لديها فرصة استثمارية ناجحة يكون الإحتفاظ بالنقدية أكثر قيمة للشركة من غيرها من الشركات حيث يسهم الإحتفاظ بهذه الأصول من إغتنام الفرص الاستثمارية المربحة.

ولقد ركز العديد من الباحثين على عدة تصنيفات للتمييز بين الشركات المقيدة ماليًا والشركات غير المقيدة، وتتنوع أسس التصنيف على أساس الحجم وتوزيعات الأرباح وتصنيف السندات وتكلفة رأس المال. وتوصلت إحدى الدراسات إلى زيادة أهمية الإحتفاظ بالأصول النقدية في الشركات المقيدة ماليًا عن غيرها من الشركات غير المقيدة، حيث ترتفع القيمة الحدية للاستثمار في الشركات المقيدة عن الشركات غير المقيدة (Ramezani, 2011).

وقامت دراسة أخرى بإختبار الإرتباط بين توزيعات الأرباح والإحتفاظ بالأصول النقدية والتي كانت تتوقع وجود إرتباط عكسي بينهم، ولقد توصلت إلى وجود علاقة بين توزيعات الأرباح كأحد مؤشرات القيود المالية وبين الإحتفاظ بالأصول النقدية في الشركات غير المالية في البرازيل وروسيا والهند والصين، حيث أنه يمكن للشركات مقايضة الإحتفاظ بالنقدية بتوزيعات الأرباح، بمعنى آخر عند الحاجة إلى السيولة يمكن لهذه الشركات الحد من توزيعات الأرباح لتوفير السيولة الكافية (Al-Najjar, 2013).

توصلت دراسة أخرى إلى أن الشركات المقيدة ماليًا لديها فائض في الأصول النقدية وتحقق معدل عائد على حقوق الملكية أعلى مقارنة بالشركات غير المقيدة، وأكدت على تأييد المستثمرين في الشركات المقيدة للإحتفاظ بالأصول النقدية لدعم النمو (Chan et al., 2013).

وتوصلت دراسة أخرى إلى عدم وجود تأثير للقيود المالية على العلاقة بين الإحتفاظ بالأصول النقدية وقابلية القوائم المالية للمقارنة بالشركات الإيرانية (Mehrabanpour et al., 2020)، وعلى العكس توصلت دراسة أخرى إلى معنوية دور القيود المالية في العلاقة بين القابلية للمقارنة والإحتفاظ بالأصول النقدية (Habib et al., 2017).

وقامت دراسة بإختبار الخيارات المشتركة للأصول النقدية وإستحقاق الديون وتوصلت إلى وجود علاقة إيجابية قوية بين الإحتفاظ بالأصول النقدية وإستحقاق الديون في الشركات المقيدة ماليًا عن الشركات غير المقيدة ماليًا (Brick and Liao, 2017).

كما ركزت إحدى الدراسات على بعض الجوانب الأساسية للإحتفاظ بالأصول النقدية ومدى إرتباطها بالقيود المالية في الشركات المقيدة وغير المقيدة ماليًا، وتم قياس رد فعل المستثمرين عن مستوى الإحتفاظ بالنقدية في كل من الشركات المقيدة وغير المقيدة ماليًا مقياسًا بالعائد السوقي للسهم والقيمة السوقية للأصول، وأوضحت النتائج عدم وجود إختلاف في تأثير الفائض في الإحتفاظ بالنقدية في كل من الشركات المقيدة أو غير المقيدة، وكذلك أكدت النتائج أيضا على أن المساهمين يفضلون إحتفاظ الشركات الكبيرة بفائض في الأصول النقدية للاستثمار أو للوفاء بالتزاماتها عند موعد إستحقاقها (Singh, 2018).

كما توصلت دراسة أخرى إلى وجود علاقة طردية معنوية بين القيود المالية للشركات - معبرًا عنها بكل من مؤشري حساسية النقدية للتدفقات النقدية وتوزيعات الأرباح المدفوعة - وبين الإحتفاظ بالنقدية - معبرًا عنها بكل من مؤشري نسبة النقدية المحتفظ بها لدى الشركة إلى إجمالي أصولها بدون النقدية وما في حكمها، والنقدية المحتفظ بها نسبة إلى قيمة مبيعات الشركة والمعدلة بوسيط الإحتفاظ بالنقدية لدى القطاع الذي تنتمي إليه الشركة (فودة، ٢٠٢٠).

بينما قامت دراسة أخرى بإختبار المقدرة الإدارية وتأثيرها على كل من القيود المالية وقيمة الأصول النقدية وتوصلت الدراسة إلى أن المديرين التنفيذيين المهرة

لديهم القدرة على الحد من القيود المالية وتحسين قيمة الأصول النقدية (Tsai et al., 2021)

وفي ضوء ما سبق يتضح أن أغلب الشركات ركزت على تأثير القيود المالية على قرارات الشركات أو على العلاقة بين القيود المالية والإحتفاظ بالنقدية، في حين أن هناك ندرة في الدراسات التي ركزت على العلاقة التفاعلية لكل من الإحتفاظ بالنقدية والقيود المالية على كفاءة الاستثمار، حيث يتوقع الباحث أن الشركات المقيدة ماليًا يكون لديها دافع أكبر للإحتفاظ بالأصول النقدية لتمويل الفرص الاستثمارية الناجحة، ومن ثم يمكن إستنتاج الفرض البحثي التالي:

الفرض الثاني H2: يؤثر الإحتفاظ بفائض في الأصول النقدية إيجابيًا على كفاءة الاستثمار في الشركات ذات القيود المالية عن الشركات غير المقيدة ماليًا.

٥. طريقة وتصميم البحث

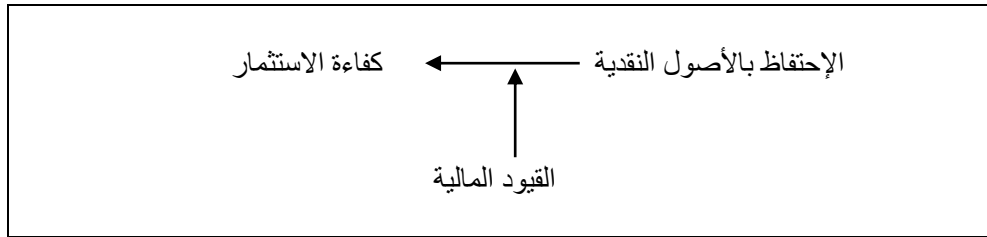
يوضح هذا الجزء النموذج البحثي محل الدراسة وكيفية قياس المتغيرات التي يتضمنها هذا النموذج، ومجتمع وعينة الدراسة وأسلوب جمع البيانات، وأخيرًا أساليب التحليل الإحصائي للبيانات.

١/٥. نموذج العلاقة بين المتغيرات

تمثلت متغيرات الدراسة في ثلاثة أنواع من المتغيرات: المتغير التابع والمتمثل في كفاءة الاستثمار والمتغير المحفز والمتمثل في القيود المالية والمتغير المستقل والمتمثل في الإحتفاظ بالأصول النقدية، ويمكن التعبير عن النموذج البحثي للعلاقة بين متغيرات الدراسة في الشكل رقم (١).

شكل رقم (١)

العلاقة بين متغيرات الدراسة



تم قياس متغيرات الدراسة التابعة والمحفزة والمستقلة كما يلي:

المتغير التابع: كفاءة الاستثمار

تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لقياس كفاءة الاستثمار والذي يمكن التعبير عنه بالمعادلة الرياضية التالية:

$$\text{Investment}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Revenue Growth}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن

Investment_{it} : إجمالي الاستثمارات للشركة i في السنة t والتي تحسب بالزيادة في الأصول الملموسة وغير الملموسة مقسومة على إجمالي الأصول للعام السابق.

$\text{Revenue Growth}_{it-1}$: النمو في الإيرادات للشركة i في السنة t .

ε_{it} : مقدار الخطأ.

β_s : معاملات نموذج الانحدار

طبقاً لهذا النموذج إذا زادت الاستثمارات عن النمو في المبيعات فإن البواقي Residual للنموذج تكون موجبة، وتعكس الزيادة في الاستثمار عن الحد الأمثل، وإذا كانت سالبة فإن ذلك يعنى نقص الاستثمار عن هذا الحد الأمثل، وعليه يتم حساب القيم المطلقة لهذه البواقي والتي تعكس عدم كفاءة الاستثمار.

المتغير المحفز: القيود المالية

يتم حساب القيود المالية بمتغير وهمي إعتماًداً على مؤشر نسبة توزيعات الأرباح، حيث أن الشركات الأقل في نسبة توزيعات الأرباح عن متوسط الصناعة تكون مقيدة مالياً وتأخذ القيمة ١، وتأخذ الشركة القيمة صفر بخلاف ذلك.

المتغير المستقل: الإحتفاظ بالنقدية

تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لقياس الإحتفاظ بالنقدية والذي يمكن التعبير عنه بالمعادلة الرياضية التالية (kim et al. 2016):

$$\text{Cash}_{it} = Y_0 + Y_1 \text{MB}_{it} + Y_2 \text{Size}_{it} + Y_3 \text{CF}_{it} + Y_4 \text{NWC}_{it} + Y_5 \text{CAPEX}_{it} + Y_6 \text{LTD}_{it} + Y_7 \text{DIV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن

Cash _{it}	:	نسبة النقدية والاستثمارات قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول للشركة i في السنة t.
MB _{it}	:	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة i في السنة t.
Size _{it}	:	حجم الشركة مقاساً باللوغاريتم الطبيعي إلى إجمالي الأصول للشركة i في السنة t.
CF _{it}	:	نسبة التدفقات النقدية إلى إجمالي الأصول للشركة i في السنة t
NWC _{it}	:	نسبة صافي رأس المال العامل بعد استبعاد النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول للشركة i في السنة t.
CAPEX _{it}	:	نسبة صافي التدفق النقدي من أنشطة الاستثمار إلى إجمالي الأصول للشركة i في السنة t.
LTD _{it}	:	نسبة الرافعة المالية.
DIV _{it}	:	متغير وهمي يأخذ القيمة 1 إذا كانت الشركة تقوم بتوزيعات أرباح خلال السنة والقيمة صفر بخلاف ذلك.
ε _{it}	:	مقدار الخطأ.
Y _s	:	معاملات نموذج الانحدار

طبقاً لهذا النموذج يتم استخدام بواقي النموذج Residual للتعبير عن الفائض السنوي للإحتفاظ بالأصول النقدية.

المتغيرات الرقابية:

- معدل نمو الإيرادات Revenue Growth، يقاس بناتج قسمة إجمالي الإيرادات للعام الحالي على إجمالي إيرادات العام السابق.
- حجم الشركة LnAssets، يقاس باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

– معدل العائد على الاستثمار ROA، يقاس بقسمة صافي الربح على مجموع الأصول.

– نسبة الأصول الملموسة Tangibility: تقاس بقسمة الأصول الملموسة على إجمالي الأصول.

٢/٥. مجتمع الدراسة والعينة وجمع البيانات

تم إختيار الشركات السعودية المدرجة بقاعدة بيانات DataStream، وبلغ عدد الشركات المدرجة بها والمسجلة بالبورصة ٢٠٦ شركة مقيدة في بورصة الأوراق المالية السعودية، وتم إستبعاد القطاع المالي نظرًا لإختلاف طبيعة العرض والإفصاح بهذا القطاع، ليصبح الحجم النهائي للعينة ١٤٩ شركة عن الفترة من ٢٠١٢ حتى ٢٠١٨ وبذلك يكون حجم العينة النهائي ١٠٤٢ مفردة، ويعرض الجدول رقم (١) تصنيف هذه العينة وفقا لطبيعة القطاع إعتيادًا على التصنيف العالمي للقطاعات GICS sector code.

جدول رقم (١)

مجتمع وعينة الدراسة موزعة على سنوات الدراسة

الكود	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨	الإجمالي	%	
10	4	4	4	4	4	4	4	28	3%	قطاع الطاقة
15	43	43	43	43	43	43	43	301	29%	قطاع المواد الأساسية
20	21	21	21	21	21	21	21	147	14%	القطاع الصناعي
25	24	24	24	24	24	24	24	168	16%	قطاع السلع الإستهلاكية الكمالية
30	16	16	16	16	16	16	16	112	11%	قطاع السلع الإستهلاكية الأساسية
35	7	7	7	7	7	7	7	49	5%	قطاع الصحة
45	2	2	2	2	2	2	2	14	1%	تقنية المعلومات
50	6	6	6	6	6	6	6	42	4%	قطاع الاتصالات
55	2	2	2	2	2	2	2	14	1%	المرافق العامة
60	23	24	24	24	24	24	24	167	16%	القطاع العقاري
-	148	149	149	149	149	149	149	1042	100%	إجمالي المفردات

تم الحصول على البيانات من قاعدة بيانات DataStream.

٣/٥. أسلوب التحليل الإحصائي للبيانات

تم الإعتماد على أسلوب الانحدار المتعدد التفاعلي لسلسلة زمنية من المتغيرات Moderated Panel Regression Analysis لتقييم أثر القيود المالية على العلاقة بين الإحتفاظ بالأصول النقدية وكفاءة الاستثمار بإستخدام برنامج STATA، ويمكن التعبير عن ذلك النموذج بالمعادلة التالية:

$$\text{Abs-Inefficiency}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Cash Residuals}_{1it} + \beta_2 \text{DVD}_{it} + \beta_3 \text{DVD} * \text{Cash Residuals}_{it} + \beta_4 \text{Revenue Growth}_{it} + \beta_5 \text{Ln Assets}_{it} + \beta_6 \text{ROA}_{it} + \beta_7 \text{Tangibility}_{it} + e$$

حيث أن:

Abs-Inefficiency	: القيمة المطلقة لعدم كفاءة الاستثمار.
Cash Residuals1	: الزيادة في الأصول النقدية عن الحد الأمثل.
DVD	: القيود المالية.
Cash Residuals*DVD	: العلاقة التفاعلية بين القيود المالية والإحتفاظ بالأصول النقدية.
Revenue Growth	: معدل نمو الإيرادات.
Ln Assets	: حجم الشركة
ROA	: معدل العائد على الاستثمار.
Tangibility	: نسبة الأصول الملموسة.
E	: الخطأ العشوائي في الانحدار التفاعلي.
β_s	: معاملات نموذج الانحدار.

وتم قياس المتغيرات السابقة كما سبق ذكره في نموذج العلاقة بين المتغيرات.

٦. التحليل الإحصائي للبيانات والنتائج

يعرض الجدول رقم (٢) الإحصاء الوصفي للعينة محل الدراسة، حيث يلخص الجزء الأول من الجدول كلاً من الإحصاء الوصفي للمتغيرات الترتيبية بمقياس النزعة المركزية Central Tendencies-الرقم الذي تتمركز حوله البيانات- بحساب الوسط الحسابي لهذه المتغيرات، بينما تم تقدير التشتت بحساب الانحراف المعياري Standard Deviation والحد الأدنى والحد الأعلى لهذه المتغيرات، وعلى الجانب الآخر يعرض الجزء الثاني من الجدول رقم (٢) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الفئات Categorical Variables اعتماداً على التكرارات.

جدول رقم (٢)

الإحصاء الوصفي لمتغيرات النموذج

الحد الأعلى	الحد الأدنى	الانحراف المعياري	الوسيط	الوسط	العدد	
أولاً: الإحصاء الوصفي لمتغيرات النموذج:						
الإحصاء الوصفي للمتغيرات الترتيبية في شركات العينة:						
للشركات المقيدة مالياً:						
392	2.099	0	.164	.106	392	عدم الكفاءة
479	.515	-.15	.08	.004	479	فائض الأصول النقدية
404	128.889	-.999	6.638	.497	404	نمو الإيرادات
590	19.957	8.855	1.779	14.328	590	حجم الشركة
567	61.17	-3443.79	145.407	-1.827	567	معدل العائد على الاستثمار
590	1.153	0	.243	.507	590	نسبة الأصول الملموسة
للشركات غير المقيدة مالياً:						
232	.429	0	.06	.064	232	عدم الكفاءة
284	.423	-.13	.085	-.006	284	فائض الأصول النقدية
237	1.069	-.496	.177	.038	237	نمو الأيرادات
325	19.643	10.659	1.412	14.826	325	حجم الشركة
318	90.35	-4.91	12.372	15.898	318	معدل العائد على الاستثمار
325	.882	0	.227	.44	325	نسبة الأصول الملموسة
لإجمالي شركات العينة:						
624	2.099	0	.136	.091	624	عدم الكفاءة
763	.515	-.15	.082	0	763	فائض الأصول النقدية

641	128.889	-999	5.274	.327	641	نمو الإيرادات
915	19.957	8.855	1.674	14.505	915	حجم الشركة
885	90.35	-3443.79	116.896	4.542	885	معدل العائد على الاستثمار
915	1.153	0	.239	.483	915	نسبة الأصول الملموسة
						التكرار
						%
						التراكمي %

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الفئات:

القيود المالية:

43.38	43.38	452	صفر
100.00	56.62	590	١

يتضح من الجزء الأول من الجدول رقم (٢) أن متوسط مقياس عدم الكفاءة يبلغ ٠,٠٩١ ومتوسط بواقي الإحتفاظ بالنقدية صفر، ويتضح من الجزء الثاني من الجدول رقم (٢) أن ٥٦,٦٢٪ من الشركات محل الدراسة لديها قيود مالية.

ويعرض الجدول رقم (٣) مصفوفة إرتباط بيرسون Pearson Correlation بين المتغيرات المستقلة بالنموذج للتحقق من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين بعض المتغيرات المستقلة وبعضها البعض.

جدول رقم (٣)

مصفوفة الإرتباط بين المتغيرات المستقلة

المتغيرات	١	٢	٣	٤	٥	٦
١ فانض الأصول النقدية	1					
٢ القيود المالية	0.056	1				
٣ نمو الإيرادات	0.004	0.042	1			
٤ حجم الشركة	0	-0.142*	-0.049	1		
٥ معدل العائد على الاستثمار	0.034	-0.073	0.006	0.111*	1	
٦ نسبة الأصول الملموسة	-0.171*	0.135*	-0.082	0.218*	-0.051	1

* مستوى المعنوية ١٠٪

يتضح من الجدول رقم (٣) عدم وجود ارتباط قوى بين المتغيرات بالرغم من معنوية الإرتباط بين بعض المتغيرات المستقلة بإختلاف إتجاه هذا الإرتباط، حيث بلغ أعلى إرتباط عكسي معنوي بين نسبة الأصول الملموسة والإحتفاظ بالأصول

النقدية ٠,١٧، عند مستوى معنوية ١٠٪ والذي يعد ارتباطاً ضعيفاً لأنه لا يقترب من الواحد الصحيح بالرغم من معنويته، في حين بلغ أعلى ارتباط طردي معنوي بين حجم الشركة والأصول الملموسة ٠,٢١ عند مستوى معنوية ١٠٪. ويؤكد ذلك على أن الارتباط بين بعض المتغيرات المستقلة ارتباط ضعيف بالرغم من معنويته لبعض المتغيرات، مما يدل على عدم احتواء المتغيرات المستقلة على مشكلة الارتباط الذاتي. ويعرض الجدول رقم (٤) نتائج التحليل الإحصائي لكفاءة الاستثمار كدالة في فائض الاحتفاظ بالأصول النقدية.

جدول رقم (٤)

نموذج الإنحدار المتعدد لعدم كفاءة الاستثمار كدالة في

فائض الأصول النقدية

النموذج (١)	
-0.137*	فائض الأصول النقدية
(0.075)	
-0.000**	نمو الإيرادات
(0.000)	
-0.002	حجم الشركة
(0.007)	
-0.000	معدل العائد على الاستثمار
(0.000)	
-0.107*	نسبة الأصول الملموسة
(0.061)	
0.171*	_cons
(0.102)	
552	Obs.
0.067	Pseudo R ²

Standard errors are in parenthesis الخطأ المعياري يوضع بين قوسين
 مستوى المعنوية يحدد على ٣ مستويات * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

يتضح من نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٤) أن حجم العينة بلغ ٥٥٢ مفردة في النموذج وأن مربع معامل الارتباط R2 يتراوح من ٦,٧٪ إلى ٩,٤٪. وطبقاً لنتائج التحليل الإحصائي للنموذج الأول يتضح وجود علاقة عكسية معنوية بين فائض الاحتفاظ بالأصول النقدية وعدم كفاءة الاستثمار عند مستوى معنويه ١٠٪، وبناء على ذلك يتم قبول الفرض الأول حيث لا يؤدي فائض الاحتفاظ بالأصول النقدية إلى عدم كفاءة الاستثمار، وإنما يؤدي إلى توفير السيولة اللازمة لإستغلال الفرص الاستثمارية المربحة، ويوضح الجدول رقم (٥) نتائج التحليل الإحصائي لعدم كفاءة الاستثمار كدالة في العلاقة التفاعلية لفائض الاحتفاظ بالأصول النقدية والقيود المالية.

جدول رقم (٥)

نموذج الإنحدار المتعدد لعدم كفاءة الاستثمار كدالة في فائض الأصول النقدية والقيود المالية

النموذج (٢)	
-0.125**	فائض الأصول النقدية
(0.060)	
0.014*	القيود المالية
(0.008)	
-0.023	القيود المالية* النقدية
(0.103)	
-0.000**	نمو الإيرادات
(0.000)	
-0.001	حجم الشركة
(0.007)	
-0.000	معدل العائد على الاستثمار
(0.000)	
-0.108*	نسبة الأصول الملموسة
(0.060)	
0.152	_cons
(0.103)	

552

Obs.

0.094

Pseudo R²

Standard errors are in parenthesis الخطأ المعياري يوضع بين قوسين

مستوى المعنوية يحدد على 3 مستويات $p < 0.01$, $p < 0.05$, $p < 0.1$ ***

طبقاً لنتائج إختبار النموذج الثاني الموضح بالجدول رقم (٥) يتضح وجود تأثير طردي معنوي للقيود المالية على عدم كفاءة الاستثمار، بمعنى آخر فإن الشركات المقيدة ماليًا ينخفض لديها كفاءة الاستثمار، بينما يشير المعامل السلبي للأثر التفاعلي بين متغير الأصول النقدية والقيود المالية إلى أن الإحتفاظ بفائض في الأصول النقدية في الشركات المقيدة ماليًا يحد من عدم كفاءة الاستثمار، مما يوفر دليل إحصائي على أن الإحتفاظ بالأصول النقدية في الشركات المقيدة ماليًا يدعم كفاءة الاستثمار، وبناءً على ذلك يتم قبول فرض البحث الثاني.

٧. مناقشة النتائج:

أوضحت نتائج الدراسة فيما يتعلق بإختبار الفرض الأول أن الإحتفاظ بفائض في الأصول النقدية يرتبط إيجابياً بكفاءة الاستثمار بما يتفق مع توقعات الباحث، حيث أن الإحتفاظ بالأصول النقدية يتيح للشركة الإستجابة السريعة لأي فرص استثمارية متاحة ويجنبها التكاليف المرتبطة بالحصول على مصادر تمويل خارجية، كذلك تؤيد هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة (Fernandes et al., 2021)، ودراسة (Alnori, 2020) في أن الإحتفاظ بفائض في الأصول النقدية يُساعد الشركات على الإستجابة السريعة للفرص الاستثمارية المربحة، ومن ثم ينعكس ذلك إيجابياً على ربحية وأداء الشركات.

على الجانب الآخر لا تتفق هذه النتائج مع بعض الدراسات مثل دراسة Xu et al., (2021)، و دراسة (Banker et al., 2009) التي ترى أن الإحتفاظ بالأصول النقدية يدفع المديرين نحو الاستثمار في مشروعات غير مربحة أو ذات قيمة حالية سالبة لتحقيق مصالح ذاتية.

كذلك أوضحت النتائج ارتباطاً بالفرض الإحصائي الثاني أن القيود المالية تحد من كفاءة الاستثمار حيث ترتبط معنوياً بعدم كفاءة الاستثمار، بينما أوضحت النتائج

كذلك أن احتفاظ الشركات المقيدة ماليًا بفائض في الأصول النقدية يحد من عدم كفاءة الاستثمار، ومن ثم فإن هذه النتيجة تتفق مع توقعات الباحث بأن الإحتفاظ بالأصول النقدية يدعم كفاءة الاستثمار وتزيد أهميته في الشركات المقيدة ماليًا، كذلك تؤيد هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة (Al-Najjar, 2013)، ودراسة (Ramezani, 2011) في أن أهمية الأصول النقدية وتأثيرها على كفاءة الاستثمار يزداد في الشركات المقيدة ماليًا، حيث أن هذه الشركات تعاني من ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي مما قد يدفعها إلى التخلي عن العديد من الفرص الاستثمارية بسبب عدم توافر السيولة وصعوبة الحصول على مصادر تمويل.

ولا تتفق نتائج الدراسة مع ما توصلت إليه دراسة (Singh, 2018) والتي أثبتت عدم وجود إختلاف معنوي بين الشركات المقيدة وغير المقيدة في قيمة الإحتفاظ بالأصول النقدية.

أما فيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فلقد أثبتت نتائج التحليل الإحصائي وجود تأثير سلبي معنوي لكل من نمو الإيرادات ونسبة الأصول الملموسة على عدم كفاءة الاستثمار، مما يؤكد على أن الشركات في مرحلة النمو تميل إلى الإحتفاظ بالسيولة لدعم الاستثمار، بينما أثبتت نتائج التحليل الإحصائي وجود تأثير سلبي غير معنوي لكل من حجم الشركة ومعدل العائد على الاستثمار على كفاءة الاستثمار.

٨. الخلاصة وإتجاهات البحوث المستقبلية

هدفت الدراسة إلى إختبار تأثير الإحتفاظ بفائض في الأصول النقدية على كفاءة الاستثمار، ودور القيود المالية في دعم هذه العلاقة.

ولقد إعتد البحث على أسلوب الانحدار المتعدد التفاعلي لعدد ١٤٩ شركة تتداول أسهمها في بورصة الأوراق المالية السعودية لسلسلة زمنية من عام ٢٠١٢ حتى عام ٢٠١٨، وقد أوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة معنوية بين الفائض في الأصول النقدية وكفاءة الاستثمار بما يدعم الفرض القائم على أن السيولة تدعم من قدرة الشركة على إستغلال أي فرص استثمارية متاحة ويجنبها البحث عن مصادر تمويل خارجية قد تكون مرتفعة التكلفة، كما توصلت النتائج إلى وجود تأثير سلبي

للقیود المالية على كفاءة الاستثمار، وأخيراً أكدت النتائج على وجود دور محفز للقیود المالية على العلاقة بين الإحتفاظ بفائض في الأصول النقدية وكفاءة الاستثمار.

ويجدر بالذكر أن هناك بعض المحددات بهذه الدراسة ومنها: أولاً؛ إقتصرت الدراسة على قياس الإحتفاظ بالأصول النقدية في الشركات المدرجة في البورصة السعودية ولم تتناول الدراسة اختلاف مستويات هذا الإحتفاظ بين القطاعات المختلفة التي تنتمي إليها هذه الشركات، ثانياً؛ تم الإقتصار في قياس الفائض في الأصول النقدية على بواقى نموذج نسبة الأصول النقدية والاستثمارات قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول ولم تتناول باقي المؤشرات الأخرى مثل نسبة الأصول النقدية إلى المبيعات.

وأخيراً، هناك العديد من المقترحات لاتجاهات البحوث المستقبلية التي يمكن إجراؤها في إطار هذا النوع من الدراسات، أولاً: الإعتماد على مؤشرات أخرى لقياس مستوى الإحتفاظ بالنقدية مثل النقدية إلى المبيعات، والنقدية وما في حكمها نسبة إلى القيمة السوقية للأسهم، ثانياً: إجراء دراسات مقارنة لعدد من الدول بدلاً من الإقتصار على دولة واحدة، ثالثاً: عمل دراسة تطبيقية مقارنة على مستوى القطاعات.

قائمة المراجع

- إبراهيم، فريد محرم فريد، ٢٠١٨، "المخاطرة غير المنتظمة، مستوى الإحتفاظ بالنقدية، وعوائد الأسهم دليل تطبيقي من شركات مؤشر EGX-100"، مجلة الفكر المحاسبية، كلية التجارة جامعة عين شمس، المجلد ٢٢، ص ٧٦١-٨٢٣.
- السيد، محمد صابر حموده السيد، ٢٠١٨، "أثر أنماط هياكل الملكية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية- دراسة تطبيقية"، مجلة الفكر المحاسبية، كلية التجارة جامعة عين شمس، المجلد ٢٢، ص ١٤٤٣-١٥٢٣.
- فودة، السيد احمد محمود، ٢٠٢٠، "الأثر الوسيط للتجنب الضريبي على العلاقة بين القيود المالية والإحتفاظ بالنقدية- دراسة إختبارية"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، جامعة الإسكندرية، المجلد الرابع، ص ١- ٨٤.
- Al-Najjar, B. (2013), "The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets", *International Business Review*, Elsevier Ltd, Vol. 22 No. 1, pp. 77-88.
- Alnori, F. (2020), "Cash holdings: Do they boost or hurt firms' performance? Evidence from listed non-financial firms in Saudi Arabia", *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 13 No. 5, pp. 919-934.
- Asimakopoulos, P., Asimakopoulos, S. and Fernandes, F.D.S. (2019), "Cash holdings of listed and unlisted firms: new evidence from the euro area", *European Journal of Finance*, Vol. 25 No. 17, pp. 1708-1729.
- Banker, R.D., Huang, R. and Natarajan, R. (2009), "Incentive contracting and value relevance of earnings and cash flows", *Journal of Accounting Research*, Vol. 47 No. 3, pp. 647-678.
- Brick, I.E. and Liao, R.C. (2017), *The Joint Determinants of Cash Holdings and Debt Maturity: The Case for Financial Constraints*, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 48, available at:<https://doi.org/10.1007/s11156-016-0567-z>.
- de Carvalho, F.L. and Kalatzis, A.E.G. (2018), "Earnings quality, investment decisions, and financial constraint",

Revista Brasileira de Gestao de Negocios, Vol. 20 No. 4, pp. 573–598.

- Chan, H.W.H., Lu, Y. and Zhang, H.F. (2013), “The effect of financial constraints, investment policy, product market competition and corporate governance on the value of cash holdings”, *Accounting and Finance*, Vol. 53 No. 2, pp. 339–366.
- Chen, S., Ye, Y., Jebran, K. and Majeed, M.A. (2020), “Confucianism culture and corporate cash holdings”, *International Journal of Emerging Markets*, Vol. 15 No. 6, pp. 1127–1159.
- Chen, Y.R., Ho, K.Y. and Yeh, C.W. (2020), “CEO overconfidence and corporate cash holdings”, *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, Vol. 62 No. November 2018, p. 101577.
- Cruz, A.F. da, Kimura, H. and Sobreiro, V.A. (2019), “What Do We Know About Corporate Cash Holdings? A Systematic Analysis”, *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, pp. 11–15.
- Dimitropoulos, P., Koronios, K., Thrassou, A. and Vrontis, D. (2020), “Cash holdings, corporate performance and viability of Greek SMEs: Implications for stakeholder relationship management”, *EuroMed Journal of Business*, Vol. 15 No. 3, pp. 333–348.
- Fernandes, G., Mendes, L. dos S. and Leite, R. de O. (2021), “Cash holdings and profitability of banks in developed and emerging markets”, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 71 No. February 2020, pp. 880–895.
- Habib, A., Monzur Hasan, M. and Al-Hadi, A. (2017), “Financial statement comparability and corporate cash holdings”, *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, Elsevier Ltd, Vol. 13 No. 3, pp. 304–321.
- Huang, C.J., Liao, T.L. and Chang, Y.S. (2015), “Over-investment, the marginal value of cash holdings and corporate governance”, *Studies in Economics and Finance*, Vol. 32 No. 2, pp. 204–221.
- Ling, S., Pei, T., Li, Z. and Zhang, Z. (2021), “Impact of COVID-19 on Financial Constraints and the Moderating

-
-
- Effect of Financial Technology”, *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 57 No. 6, pp. 1675–1688.
- Magerakis, E. and Tzelepis, D. (2020), “The impact of business strategy on corporate cash policy”, *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 21 No. 4, pp. 677–699.
- Mansali, H., Derouiche, I. and Jemai, K. (2019), “Accruals quality, financial constraints, and corporate cash holdings”, *Managerial Finance*, Vol. 45 No. 8, pp. 1129–1145.
- Mehrabanpour, M., Faraji, O., Sajadpour, R. and Alipour, M. (2020), “Financial statement comparability and cash holdings: the mediating role of disclosure quality and financing constraints”, *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol. 18 No. 3, pp. 615–637.
- Mittal, V. and Raman, T. V. (2021), “Examining the determinants and consequences of financial constraints faced by Micro, Small and Medium Enterprises’ owners”, *World Journal of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*, Vol. 17 No. 3, pp. 560–581.
- Moolchandani, R. and Kar, S. (2021), “Family control, agency conflicts, corporate cash holdings and firm value”, *International Journal of Emerging Markets*, available at: <https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2020-0828>.
- Mouline, B. (2021), “A Literature Review On Corporate Cash Holdings Decisions”, *Journal of Contemporary Issues in Business and Government*, Vol. 27 No. 1, pp. 143–155.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R. (1999), “The determinants and implications of corporate cash holdings”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 52 No. 5, pp. 3–46.
- Ramezani, C.A. (2011), “Financial constraints, real options and corporate cash holdings”, *Managerial Finance*, Vol. 37 No. 12, pp. 1137–1160.
- Singh, N. (2018), “Effect of Cash Holding Policy of Financially Constrained Firms on Their Market Performance”, *Management and Labour Studies*, Vol. 43 No. 1–2, pp. 31–45.
- Tsai, J.F., Mai, N.T. and Bui, D.G. (2021), “Managerial ability,
-
-

financial constraints, and the value of cash holding”, *Applied Economics Letters*, Routledge, Vol. 00 No. 00, pp. 1–7.

Xu, C., Hu, Z. and Liang, S. (2021), “Board faultlines and the value of cash holdings: Evidence from Chinese listed companies”, *China Journal of Accounting Research*, Sun Yat-sen University, Vol. 14 No. 1, pp. 25–42.

The interactive effect of cash holding and financial constraints on the investment efficiency- Empirical studies of Saudi listed firms

Abstract

The objective of the study is to measure the relation between cash holding and corporate investment efficiency of Saudi listed firms, and the moderated effect of financial constraints on this relation.

The study sample consists of 149 Saudi listed firms for the period from 2012 to 2018. The study hypotheses are tested based on Moderated Panel Regression Analysis. The study find evidence on the positive effect of cash holdings on investment efficiency and the negative impact of financial constraints on investment efficiency, and that there is an interactive effect between financial constraints and cash holding on corporate investment efficiency of Saudi listed firms.

Key words: Corporate investment efficiency, Cash holdings, Agency costs, Financial constraints.