

قياس أثر التحفظ المالي على سيولة الأسهم، وانعكاس ذلك على كفاءة الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

مدحت عبد الرشيد سالم
أستاذ المحاسبة
كلية التجارة
جامعة القاهرة

دعاء حسين رياض حسين
مدرس مساعد بقسم المحاسبة
كلية التجارة
جامعة القاهرة

Doaa_hussein_reyad@foc.cu.edu.eg

محمد حمدي عوض

مدرس المحاسبة
كلية التجارة
جامعة القاهرة

مستخلص البحث

يهدف هذا البحث إلى قياس أثر التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار من ناحية، ودراسة أثر التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط للعلاقة من ناحية أخرى، ولأجل تحقيق ذلك الهدف، فقد تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من ٨٠ شركة مدرجة في البورصة المصرية، خلال الفترة من عام ٢٠١٢ وحتى عام ٢٠٢١، بإجمالي عدد مشاهدات (٨٠٠) مشاهدة، وقد اعتمدت الباحثة على أسلوب تحليل المسار *Path Analysis* لاختبار صحة الفروض، وقد اوضحت نتائج البحث بأن استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي يؤثر على سيولة الأسهم تأثيراً إيجابياً معنوياً، كما تؤثر سيولة الأسهم على كفاءة الاستثمار تأثيراً إيجابياً معنوياً، بالإضافة إلى وجود تأثيراً إيجابياً معنوياً لاستخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار من خلال سيولة الأسهم (وساطة كلية).

الكلمات المفتاحية

التحفظ المالي، سيولة الأسهم، كفاءة الاستثمار

تم استلام البحث في ٣٠ مايو ٢٠٢٣، وقبوله للنشر في ٢٤ نوفمبر ٢٠٢٣

١. المقدمة وطبيعة المشكلة:

تعتبر قرارات الاستثمار من أهم القرارات الحيوية الخاصة بالشركة لما لتلك القرارات من أثر ليس فقط على مستقبل الشركة وتعظيم ثروة المساهمين، لكن يمتد ذلك إلى التأثير على الاقتصاد بشكل عام، لما تمثله تلك القرارات من إقامة مشروعات وتوفير فرص عمل، والأهم من الاستثمار هو العمل على تحقيق كفاءة تلك الاستثمارات *Investment Efficiency*، إلا أن كفاءة الاستثمار قد لا تتحقق في الواقع العملي فقد يحدث إما إفراط في الاستثمار *Overinvestment* في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، أو نقص الاستثمار *Underinvestment* وفقد فرص استثمارية، وهو ما يمثل عدم كفاءة الاستثمار، والتي قد ترجع إلى أسباب عدة والتي من أهمها مشكلة عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركات والأطراف ذات العلاقة، ومشكلة الوكالة بين المديرين والمساهمين، وما يصاحب ذلك من مشكلات التخلخل الأخلاقي والسلوك الانتهازي بواسطة المديرين واختيار مشروعات استثمارية قد لا تحقق مصلحة المساهمين (Quah et al., 2021).

على الجانب الآخر، ونتيجة لما تشهده الأسواق العالمية من إخفاقات، إفلاس، وتقليص لبعض أنشطتها الأمر الذي دعا إلى اقتراح العديد من الباحثين في مجال التمويل بأن الشركات في حاجة إلى أن يكون لديها مرونة مالية من أجل تمويل الفرص الاستثمارية وخاصة في أوقات الأزمات (Myers, 2012)، وتتحقق تلك المرونة عند استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي *Financial Coservatism* سواء عن طريق التحفظ النقدي والاحتفاظ بالنقدية الزائدة *Excess Cash Holdings*، أو التحفظ في استخدام الرافعة المالية وتخفيض درجة الاعتماد على الديون في الهيكل التمويلي للشركة، وذلك من أجل التحوط من أي تقلبات وقيود مالية مستقبلية متوقعة قد تمنع تلك الشركات من استغلال الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وهو ما يمثل عامل جذب للمستثمرين، فقد يفضل المستثمرون الشركات ذات مستويات النقدية المرتفعة ومستويات الديون المنخفضة، حيث يتم النظر إليها على أنها الأفضل (Nyborg & Wang, 2021).

فقد وجد (Strebulaev and Yang (2013) أن ما يقرب من ١٠٪ من الشركات الأمريكية المدرجة ليس لديها ديون (Zero Leverage)، وتبين أن معظم هذه الشركات ضمن الشركات العائلية، وفقاً لما جاء في الدراسات السابقة يلاحظ اتجاه معظم الشركات إلى تبني سياسات مالية متحفظة، فقد قاما (Graham and Harvey (2001) باستطلاع رأي ما يقرب من ٣٩٢ مديراً مالياً حول قرارات هيكل التمويل في أمريكا، وقد وجدوا أن معظم هذه الشركات تقوم باستخدام سياسات للتحفظ المالي، كما كشفت العديد من الدراسات التي أجريت في الصين بأن الشركات الصينية المدرجة بالبورصة تفضل التمويل من خلال الأسهم، مما يؤدي إلى انخفاض الاعتماد على الرافعة المالية، وتسود في تلك الشركات سياسات التحفظ المالي (Ma & Jin, 2016). على الرغم من استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي، وهو أمرًا شائعًا عملياً إلا أنه يوجد صعوبة في تقديم تفسيرات حول دوافع الشركات تجاه تلك السياسات، سواء في نظريات هيكل رأس المال، الوكالة، الإشارة، أو نظرية الدرع الضريبي، فوفقاً للدراسة التي أجراها (Minton and Wruck (2001) التي أوضحت أن معدل الضرائب لدى الشركات التي تستخدم سياسات التحفظ المالي ليست أقل عن مثيلتها التي لا تقوم باستخدام تلك السياسات، مما يشير إلى أن الدرع الضريبي ليس من العناصر الأساسية التي تأخذها الشركات المتحفظة مالياً في الحساب عند اتخاذ قرارات هيكل التمويل، وفي نفس السياق قد تقدم المرونة المالية تفسيراً أفضل لقيام الشركات بسياسات التحفظ المالي، وذلك من أجل مواجهة النقص في التدفقات النقدية غير المتوقع، أو من أجل تمويل الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية في المستقبل (Zeng, 2011). مما سبق تلاحظ الباحثة أنه لا يمكن للكفاءة التشغيلية فقط أن تمنح الشركات فرصاً للبقاء والمنافسة، لكن يتم ذلك جنباً إلى جنب مع وجود موارد مالية كافية واعتماد سياسات التحفظ المالي، والذي قد يمكن تلك الشركات من البقاء والمنافسة في المدى الطويل، بالتالي كلما كانت الشركة أكثر تحفظاً كلما قل تعرضها للتعثّر المالي في أوقات الأزمات، وأمكنها العبور من تلك الأزمات دون حدوث خسائر ضخمة، مقارنة بغيرها من الشركات التي لا تقوم باستخدام سياسات التحفظ المالي.

كما تعتبر سيولة الأسهم وما تعكسه من سهولة عملية التداول في أقل وقت ممكن دون التأثير على أسعار تلك الأسهم، وما تمثله تلك السيولة عند تحققها من تخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات نتيجة لما توفره من معلومات مرتبطة بالأسهم، الأمر الذي يحسن من شفافية الإفصاح لدى الشركات والتعرف على القرارات الإدارية المتعلقة بالاستثمار، مما يعزز من كفاءة الاستثمار وانخفاض مخاطر الخطر الأخلاقي.

بالتالي قد يؤثر استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار، فقد ثار الجدل بين الباحثين في الدراسات السابقة حول تلك العلاقة فمنهم من توصل إلى وجود علاقة إيجابية بينهما ومنهم من توصل إلى وجود علاقة عكسية، فقد أوضح (Zhang and Gregoriou (2019) بأن الاستثمارات تتأثر بالنقدية المحتفظ بها كنسبة من إجمالي الأصول، كما أوضح (Marsh et al. (2020) أن استخدام الديون بشكل مرتفع في هيكل التمويل قد يعمل على الحد من قدرة الشركة على تمويل الفرص الاستثمارية. وهو ما يشير إلى أن استخدام سياسات التحفظ المالي ترتبط بعدم كفاءة الاستثمار، وقد فسرت نظرية الوكالة ذلك الأمر حيث أنه نتيجة لتعارض المصالح قد يقوم المديرين باستغلال تلك النقدية الزائدة لتحقيق مصالح شخصية والاستثمار في مشروعات قد لا تحقق صافي قيمة حالية موجبة، مما يعمل على الإفراط في الاستثمار، كما قد يفضل المديرين الرافعة المالية المنخفضة رغبة منهم في عدم التعرض للرقابة بواسطة الدائنين، مما قد يؤدي إلى تفويت فرص استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة.

اتساقاً مع ما سبق، قد يؤدي استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي إلى تعزيز سيولة الأسهم، فقد يفضل المستثمرون الشركات التي تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية والاعتماد على نسب منخفضة من الديون في هيكل التمويل واعتبار قيام الشركات بتلك السياسات بأنها من الشركات الجاذبة للمستثمرين، مما يؤدي لزيادة التداول وتعزيز سيولة الأسهم (Nyborg & Wang, 2021).

الأسهم تعمل على دمج المعلومات الخاصة بأسعار الأسهم، والتي تعكس القيمة الحقيقية للشركة، وتحسن التغذية الراجعة من السوق للمديرين حول مدى فعالية قراراتهم مما يحث المديرين على الانتباه إلى تحقيق أهداف المساهمين وتلبية رغباتهم وخاصة إذا كانت حوافز ومكافآت وتعويضات المديرين مرتبطة بأسهم هذه الشركات، مما يجعلهم أكثر رشداً عند اتخاذ القرارات الاستثمارية بما يحقق كفاءة الاستثمار. بالتالي يمكن من خلال ما سبق فيما يتعلق بتأثير استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي وسيولة الأسهم، وتأثير سيولة الأسهم على كفاءة الاستثمار، يمكن اعتبار تحقيق سيولة الأسهم الوسيط للعلاقة بين استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي وكفاءة الاستثمار.

في ضوء ما سبق، يمكن تلخيص المشكلة البحثية في التساؤلات البحثية التالية:

- الأول: هل يؤثر استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي على سيولة الأسهم؟
- الثاني: هل تؤثر سيولة الأسهم على كفاءة الاستثمار؟
- الثالث: هل يؤثر استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار؟
- الرابع: هل يؤثر استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار من خلال سيولة الأسهم؟

٢. أهداف البحث:

اتساقاً مع المشكلة البحثية السابقة، تسعى الباحثة إلى تحقيق الأهداف الأربعة التالية:

- قياس أثر استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي على سيولة الأسهم.
- قياس أثر سيولة الأسهم على كفاءة الاستثمار.
- قياس أثر استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار.
- قياس أثر استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار من خلال سيولة الأسهم.

٣. أهمية البحث:

تتمثل أهمية البحث في الأهمية العلمية والأهمية العملية وهي كما يلي:

١-٣ الأهمية العلمية:

يعتبر توفير قدرًا مناسباً من الاستثمارات أحد الدعائم الأساسية للنجاح، وهذا بشرط عدم الإفراط في الاستثمار أو نقص الاستثمار، فيمكن للإفراط في الاستثمار أن ينتج طاقة فائضة، بينما ينتج عن نقص الاستثمار خسارة الشركة لفرص أفضل ذات صافي قيمة حالية موجبة في المستقبل، كما تمثل كفاءة الاستثمار ومالها من تداعيات كبيرة على النمو الاقتصادي أهمية لفهم العوامل التي يمكن أن تعزز من تحقيق كفاءة الاستثمار والتي من أهمها سيولة الأسهم، وقيام الشركات بسياسات التحفظ المالي أو قرارات هيكل التمويل. هذا، فيعتبر البحث الحالي امتداداً للأبحاث السابقة المهتمة بالتمويل وكفاءة الاستثمار وكيفية تحقيقها والعوامل المؤثرة عليها، والتي تنتم بندرتها النسبية على حد اطلاع الباحثة، وخاصة في الشركات المصرية المقيدة في البورصة، كما يساهم البحث الحالي في التعرف على مدى تأثير استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار من خلال سيولة الأسهم، مما يساهم في فهم تلك العلاقة في بيئة الأعمال المصرية وكيفية تطويرها مستقبلاً، كما يسلط البحث الحالي الضوء على طبيعة العلاقة بين استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي وسيولة الأسهم من ناحية، والعلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار من ناحية أخرى، واستخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي وكفاءة الاستثمار من ناحية ثالثة، وهو ما يساعد على اقتراح مجموعة من المحددات لكفاءة الاستثمار في الشركات المصرية المقيدة بالسوق المالية، كما قد تساعد نتائج البحث على تقديم أدلة حول مدى تأثير الأسواق المالية على القرارات الخاصة بالشركة سواء قرارات التمويل أو قرارات الاستثمار.

٢-٣ الأهمية العملية:

تعتبر كفاءة الاستثمار والتخصيص الأمثل لرأس المال من الأمور الهامة التي يهتم بها العديد من الأطراف سواء الباحثين، والمستثمرين، والهيئات التنظيمية لما لتلك القرارات المالية أو الاستثمارية من آثاراً طويلة المدى ليس فقط على مستوى الشركة وزيادة ثروة المساهمين، لكن أيضاً على مستوى الدولة والاقتصاد ككل، فيساعد البحث الحالي المحللين الماليين التعرف على كيفية قيام الشركات باستخدام سياسات التحفظ المالي للتأثير على سيولة الأسهم وما تقوم به تلك الشركات من استثمارات ومدى كفاءتها، الأمر الذي قد يساعد الأطراف ذات العلاقة على تقييم الشركات واتخاذ قرارات مالية واستثمارية رشيدة، كما تتوقع الباحثة أن تكون نتائج هذا البحث مفيدة لكل من بورصات الأوراق المالية والهيئات التنظيمية والمديرين، والمستثمرين، لفهم الدور الذي يمكن أن تلعبه سيولة الأسهم كأداة علاجية تزيد من خلالها ثقة المستثمرين في أسواق رأس المال، مما يزيد من فهمهم لكيفية تأثير سيولة الأسهم على كفاءة الاستثمار وتخصيص رأس المال، كما يتوقع أن تكون نتائج البحث مفيدة للمديرين وتوعيتهم بأهمية دور سيولة الأسهم في جذب المستثمرين، وتوفير أدلة تحفز المستثمرين على فهم أهمية السيولة لمساعدتهم على اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بشكل أفضل.

تمثل العلاقات بين المتغيرات في البحث الحالي أهمية لدى المنظمين في الأسواق المالية نظراً لاعتبار سيولة الأسهم من أهم الأهداف التي تسعى الأسواق المالية لتحقيقها، أيضاً تسليط الضوء على أهمية سيولة الأسهم للشركات وخاصة الشركات صغيرة الحجم أو الشركات الحديثة من حيث العمر، مما يشجع صانعي السياسات والمنظمين على وضع إطار سياسي وتنظيمي يمكن من تعزيز سيولة الأسهم لتلك الشركات التي تعاني من مشكلة عدم تماثل المعلومات، أو التي تخضع لقيود مالية، مما يعزز من كفاءة الاستثمار، بالإضافة إلى أن البحث الحالي قد يساعد على فتح مجالات جديدة حول تلك العلاقة، كما تأمل الباحثة أن يستفيد من هذا البحث جميع الأطراف ذات العلاقة سواء المتعاملون في الأسواق المالية أو الدائنين أو أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين أو المساهمين أو المستثمرين ومساعدتهم في اتخاذ قرارات استثمارية وتمويلية رشيدة.

٤. حدود البحث:

يخرج عن نطاق البحث منشآت الأعمال التي تنتمي إلى القطاع المالي والمصرفي، نظراً لطبيعتها المختلفة عن باقي القطاعات وخضوعها لمعايير وضوابط ومتطلبات قياس وإفصاح تختلف عن باقي القطاعات، حتى لا يؤثر ذلك سلباً على نتائج البحث.

٥. خطة البحث:

لأجل تحقيق أهداف البحث الحالي، والإجابة على التساؤلات البحثية، سوف يتم عرض باقي أجزاء البحث من خلال تقسيمه إلى النقاط التالية:

- ١-٥ الخلفية النظرية لمتغيرات البحث.
- ٢-٥ الدراسات السابقة الخاصة بالعلاقات بين متغيرات البحث واشتقاق الفروض.
- ٣-٥ الدراسة التطبيقية.
- ٤-٥ مناقشة النتائج الاحصائية، والتوصيات وأهم الأبحاث المقترحة مستقبلاً.

سعيًا نحو تحقيق أهداف البحث، فقد قسم الباحثون الجزء التالي من البحث إلى خمسة أقسام رئيسية. حيث يعرض القسم الأول: الدراسات التي تناولت تأثير مدى تعقد التقارير المالية على الأداء المالي، وتحليل النتائج التي توصلت إليها تلك الدراسات واشتقاق فروض البحث. بينما يعرض القسم الثاني طبيعة العلاقة بين تعقد التقارير المالية والأداء المالي للمنشأة. ويعرض القسم الثالث الدراسة التطبيقية من خلال التحليل الإحصائي للبيانات. عقب ذلك يعرض القسم الرابع مناقشة النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الدراسة التطبيقية. وأخيراً، يعرض القسم الخامس الخلاصة والنتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية.

١-٥ الخلفية النظرية لمتغيرات البحث

١-١-٥ كفاءة الاستثمار *Investment Efficiency*

تشير كفاءة الاستثمار إلى قيام الشركات بتنفيذ المشروعات الاستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة، في ظل عدم وجود احتكاكات سوقية *Market Frictions*، والتي يقصد بها القيود التي تفرضها طبيعة الأسواق المالية، والمتمثلة في النواحي ذات الصلة بالحصول على المعلومات اللازمة لإتمام المعاملات في السوق المالية كالوقت والجهد والتكلفة والأعباء الضريبية، والتي قد تؤثر على صعوبة تحقيق النتائج المستهدفة بشكل كامل (Biddle et al., 2009).

هناك مفهوم آخر يرتبط بكفاءة الاستثمار وهو المستوى الأمثل للاستثمار *Optimal Level of Investment* ويقصد به قيام الشركة بالاستثمار حتى تتعادل الإيرادات الحدية *Marginal Benifits* للاستثمارات الجديدة مع التكلفة الحدية لها *Marginal Cost*، مع تعديل هذه التكلفة بتكاليف تجهيز الاستثمارات الجديدة، حيث يمكن للإدارة الحصول على التمويل المناسب لتنفيذ تلك المشروعات الاستثمارية عند معدل الفائدة السائد في السوق وتحقيق فائضاً نقدياً للمساهمين (Biddle et al., 2009; Gomariz, 2011; Chen et al., 2014; Ballesta, 2014). لكن يصعب تحقيق ذلك المستوى الأمثل، الأمر الذي يترتب عليه عدم كفاءة الاستثمار، والذي قد يكون إما افراط في الاستثمار الذي يحدث عند قيام الشركة بتنفيذ مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، أو قد يكون نقص في الاستثمار والذي يحدث عند قيام الشركة بعدم تنفيذ أو فقد مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة (Biddle et al., 2009; Cherkasova & Kuzmin, 2018).

٢-١-٥ التحفظ المالي *Financial Conservatism*

نتيجة لمشكلة عدم تماثل المعلومات، ومخاطر احتمال حدوث ضائقة مالية عادة ما ترغب الشركات في أن يكون لديها مرونة مالية من أجل تمويل استثماراتها والوصول إلى مصادر التمويل عند تكلفة منخفضة، وتحقق المرونة المالية من خلال استخدام سياسات التحفظ المالي كحائض صد ضد القيود المالية المستقبلية المحتملة التي قد تمنع الشركة من استغلال فرص استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة (Bates, et al., 2009; Marchica & Mura, 2010).

هذا وتتعلق سياسات التحفظ المالي بالتحفظ النقدي والتحفظ في استخدام الرافعة المالية، فيقصد بالتحفظ النقدي (الاحتفاظ بالنقدية) تكوين الشركات لأرصدة نقدية متراكمة تزيد عن احتياجاتها التقليدية وبالقدر الذي يحدث التوازن بين المنافع والتكلفة من الاحتفاظ بهذه النقود(*) (Cai et al., 2016).

الأمر الذي يعني أنه يتم الاحتفاظ بالنقدية من أجل الاستخدام طويل الأجل وليس المقصود بها النقدية المتاحة للشركة لأداء المعاملات التجارية اليومية وسداد الالتزامات التعاقدية قصيرة الأجل، بينما يشير مستوى (التحفظ النقدي) إلى النقدية المحتفظ بها في الشركة مقياس كنسبة من إجمالي الأصول أو صافي الأصول (Opler et al., 1999; Vo, 2018). ويمكن قياس التحفظ النقدي من خلال نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول من أجل توضيح نسبة النقدية التي تحتفظ بها الشركة مقارنة بحجم أعمالها (Oppler et al., 1999)، فكلما ارتفعت هذه النسبة دل ذلك على قيام الشركة بالتحفظ النقدي والاحتفاظ بالمزيد من النقدية (Siddiqua et al., 2019; Hu et al., 2019; Bhuiyan & Hooks, 2019; Thuy et al., 2021; Cucic, 2021;) (Chuan 'Chewie' Ang et al., 2019; Arora, 2019; Amess et al., 2015).

أما من جانب التحفظ في استخدام الرافعة المالية، فيعتبر تحديد مقدار الديون أو المدى الذي تعتمد فيه الشركة على رأس المال المقترض، أو مزيج الهيكل التمويلي سواء من خلال مصادر التمويل الخارجي، أو مصادر التمويل الداخلي، من الأمور الهامة والرئيسية في التأثير على قيمة الشركة، فتقوم فلسفة الرافعة المالية على أساس الاستفادة من ثبات بعض النفقات، والعمل على تشغيل الأموال المقترضة من أجل تحسين الربحية عن طريق استثمار تلك الأموال وتحقيق عائد أعلى من تكاليف الاقتراض، وبالتالي فهي إستراتيجية استثمارية لاستخدام الأموال المقترضة من أجل زيادة العائد المحتمل لاستثمار ما (Wardhani & Anggoaenni, 2017). فقد قام (Nalarreason et al (2019); Kaushk and Kummar (2018)) بتعريف الرافعة المالية على أنها "مدى اعتماد الشركة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة Fixed Cost Sources سواء كانت هذه المصادر قروض، سندات، أو أسهم ممتازة أكثر من الاعتماد على المصادر ذات التكلفة المتغيرة مثل الأسهم العادية، مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها المساهمون ودرجة المخاطرة التي يتعرضون لها". والتي يتم التعبير عنها من خلال نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول أو حقوق الملكية.

هناك عدد من النظريات التي قامت بتفسير دوافع الشركات للقيام بالتحفظ المالي بسياسيته سواء التحفظ النقدي أو التحفظ في استخدام الرافعة المالية، وتعد دراسة (Opler et al. (1999)) من الدراسات الهامة التي تناولت هذا الموضوع، هذا، ويمكن توضيح النظريات المفسرة لدوافع الشركات تجاه استخدام التحفظ النقدي والتحفظ في استخدام الرافعة المالية كما هو موضح بالجدول رقم (١) التالي:

جدول (١) النظريات المفسرة لدوافع الشركات تجاه استخدام التحفظ النقدي والتحفظ في استخدام الرافعة المالية

النظرية	دوافع استخدام التحفظ النقدي	دوافع استخدام التحفظ في استخدام الرافعة المالية
نظرية المفاضلة (المقايضة) Kraus and Litzenberger (1973)	وجود مستوى أمثل للتحفظ النقدي عندما تتوازن المنافع والتكاليف المرتبطة بالتحفظ النقدي.	وجود مستوى أمثل للتحفظ في استخدام الرافعة المالية عندما تتوازن المنافع والتكاليف المرتبطة بالتحفظ في استخدام الرافعة المالية.
نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل Myers and Majluf (1984)	عدم وجود مستوى أمثل للتحفظ النقدي أو التحفظ في استخدام الرافعة المالية بل يتم المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة وترتيبها وفقاً لتكلفة كل مصدر.	
نظرية التدفق النقدي الحر Jensen (1986)	زيادة الحافز لدى المديرين بالتحفظ النقدي لتحقيق مصالح شخصية.	زيادة الحافز لدى المديرين بالتحفظ في استخدام الرافعة المالية لتجنب الضغوط من جانب الدائنين.
نظرية الوكالة Jensen and Meckling (1976)	زيادة الحافز لدى المديرين بالتحفظ النقدي لتحقيق مصالح شخصية.	زيادة الحافز لدى المديرين بالتحفظ في استخدام الرافعة المالية لتجنب الضغوط من جانب الدائنين.
نظرية الإشارة Ross (1977)	استخدام التحفظ النقدي والتحفظ في استخدام الرافعة المالية لإرسال إشارات معينة للأطراف ذات العلاقة.	
نظرية هيكل رأس المال Modigliani and Miller (1958)	عدم وجود هيكل تمويلي أمثل وافترض وجود سوق مالي كفء بدون المشاكل المرتبطة بتكاليف المعاملات وعدم تماثل المعلومات، مع افتراض أن الشركات المتماثلة في أوجه النشاط والتي تعمل في المجال نفسه تواجه المخاطر نفسها.	

(المصدر: إعداد الباحثة)

* أشار (Farinha et al. (2018)) بأن المستوى الأمثل للتحفظ النقدي يتحدد من خلال المفاضلة بين تكاليف ومنافع الاحتفاظ بالنقدية، فتشمل تكاليف الاحتفاظ بالنقدية؛ تكاليف الفرصة البديلة الخاصة بالعائد المتوقع الحصول عليه من استثمار النقدية المحتفظ بها في مشروعات ذات عائد مرتفع (Sher (2014)) تكاليف الوكالة، انخفاض العائد (Bigelli et al. 2014)، أما المنافع المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية تشمل؛ انخفاض تكاليف المعاملات، تقليل التعرض للمخاطر، تقليل احتمالات التعثر المالي، تجنب احتمالات زيادة تكلفة التمويل أو نقص البدائل التمويلية.

بالرغم من انتشار مفهوم سيولة الأسهم في الدراسات الخاصة بالتمويل والإدارة المالية خلال الأونة الأخيرة إلا أنه لا يوجد اتفاقاً بين الباحثين حول تعريف محدد أو وصف دقيق وشامل لها، قد كان (Amihud 1986) أول من قام بتناول سيولة الأسهم والنظر إليها كأحد الخصائص الهامة والتي يجب توافرها، ثم توالت بعد ذلك محاولات الباحثين لتحديد ووصف سيولة الأسهم بشكل أكثر دقة، فقد أوضح (Grossman and Miller 1988) بأن الأوراق المالية تتصف بالسيولة إذا تحقق بها أمران؛ الأمر الأول، أن يتم بيعها وشراؤها مباشرة داخل سوق الأوراق المالية مع عدم حدوث أي تغيير في أسعارها، مع تحقيق أقل خسارة ممكنة في القيمة السوقية لها. أما الأمر الثاني، هو مدى وجود المستثمرين الراغبين والقادرين على شراء وبيع الأوراق المالية واحتمالية تنفيذ التداولات اللاحقة بنفس السعر الذي نفذت فيه آخر مرة. كذلك أشار (Khan and Jain 2007), Baldwin and Meyer (1979), Post and Levy (2005) بأن سيولة الأسهم هي قابلية تحويل الأسهم إلى نقدية بسرعة ودون التعرض إلى خسائر جوهرية في قيمتها، بينما ذكر Post and Levy (2005) بأن السيولة هي قدرة البائع والمشتري على تداول الأسهم بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي تم به آخر عملية تداول مرتبطة بها، وذلك بفرض عدم وجود معلومات جديدة للسوق، من جانبه أضاف (Krishnan and Mishra 2013) بأن سيولة الأسهم هي مدى إقبال المتداولين على بيع وشراء عددًا كبيرًا من الأسهم.

من خلال المفاهيم السابقة ترى الباحثة أن سيولة الأسهم تتمثل في سهولة تداول الأسهم بيعًا وشراءً بكميات كبيرة، وخلال فترة زمنية قصيرة (بسرعة) دون التأثير بشكلٍ جوهري على أسعار التداول في السوق عند حدوث خلل في قوى العرض والطلب. مما يعني أن سيولة الأسهم ذات أبعاد متعددة (Benić & Franić, 2008). أيضًا يلاحظ أن معظم الدراسات التي تناولت مفهوم سيولة الأسهم قد اشتهرت معًا في أن السيولة تعتبر عاملاً جوهرياً في تخفيض تكلفة رأس المال وتخفيض تكاليف الوكالة نتيجة تعزيز المحتوى المعلوماتي للأسهم، وجذب المستثمرين الذين يقومون باستخدام المعلومات المرتبطة بالأرباح قصيرة الأجل عند التداول (Huang et al., 2017).

يوجد ثلاث خصائص أو محددات أساسية يجب توافرها حتى تتحقق سيولة الأسهم (Harris and Raviv 1991), Ivanchuk (2004) يمكن للباحثة عرضها في الجدول رقم (٢) كما يلي:

جدول (٢) محددات وخصائص سيولة الأسهم

Resiliency خاصية المرونة	Breadth, Width خاصية الاتساع	Depth خاصية العمق
يطلق على هذه الخاصية أيضًا سرعة الاستجابة، والتي يقصد بها سرعة استجابة ومرونة الأوامر الجديدة من الأسهم للتغيرات المفاجئة في الأسعار والعودة للمستويات السعرية السابقة بعد حدوث تغيرات فجائية بها نتيجة وجود خلل في قوى العرض والطلب (Amihud & Mendelson, 2012).	يقصد بتلك الخاصية وجود عدد كبير من أوامر البيع أو الشراء على الأسهم بما يضمن استقراراً نسبياً في أسعار تداول الأسهم، مما يعمل على انخفاض مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية نتيجة صعوبة تسويق السهم في أي وقت عند الرغبة في بيعه، تعتبر هذه الخاصية أعم وأشمل من خاصية العمق.	يقصد بتلك الخاصية وجود أوامر سوقية لبيع وشراء الأسهم بشكل مستمر، وهو ما يجعل حجم التعامل على الأسهم نشطاً (التداول النشط)، وهو السوق الذي تزداد به عدد عمليات التداول وبالتالي يزداد معدل الدوران مما يؤدي لزيادة سيولة الأسهم.

(المصدر إعداد الباحثة)

٢-٥ عرض وتحليل الدراسات السابقة ذات العلاقة واشتقاق الفروض

يمكن للباحثة عرض وتحليل الدراسات السابقة في المجموعات الثلاث التالية:

المجموعة الأولى: الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي وسيولة الأسهم.

أولى الأدب المحاسبي العلاقة بين استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي وسيولة الأسهم اهتماماً متزايداً وخاصة في الأونة الأخيرة، فقد أظهرت نتائج دراسة (Bigelli et al. 2014) أنه من المرجح أن يكون السبب وراء إتباع الشركات لسياسات التحفظ المالي، عندما تواجه انخفاضاً في صافي تدفقاتها النقدية، أو عندما تريد القيام بالمزيد من الاستثمارات، أو عندما تقرر سداد توزيعات أرباح أكثر مما سبق. أيضاً قد تقوم الشركات غير المدرجة في سوق الأوراق المالية وخاصة صغيرة الحجم منها باستخدام سياسات التحفظ المالي نتيجة لوجود قيود على الوصول إلى مصادر التمويل الخارجية، أو عند قيامها بوضع خطة إستراتيجية معينة تم تصميمها من أجل تجميع السيولة لتمويل الاستثمارات، مما أكدته العديد من الدراسات (Mikkelsen & al., 1999; Opler et al., 2003; Ozkan & Ozkan, 2004; Harford et al., 2008; Denis & Sibilkor, 2010; Chen & Wang, 2015; Al Amir et al., 2015).

أشار العديد من الباحثين في دراساتهم إلى اتجاه العديد من الشركات إلى استخدام سياسات التحفظ المالي سواءً النقدي أو التحفظ في استخدام الرافعة المالية، مثل دراسة (Al Najjar and Belghital 2011) التي اوضحت زيادة الاتجاه للتحفظ النقدي في الشركات البريطانية خلال الفترة من عام ٢٠٠٢ وحتى عام ٢٠٠٨، أيضاً دراسة (Dittmal and Mahrt smith 2007) والتي اوضحت اتجاه عدد كبير من الشركات للتحفظ النقدي وخاصة في الولايات المتحدة خلال الفترة من عام ١٩٩٠ وحتى عام

٢٠٠٣، كذلك دراسة (Harris and Raviv, 2017) التي اشارت إلى ارتفاع مستويات الاحتفاظ بالنقدية في الولايات المتحدة خلال عام ١٩٩٥ وحتى عام ٢٠١٠، بالإضافة إلى دراسة (Phan et al., 2019) التي أكدت على الارتفاع الملحوظ في مستويات التحفظ النقدي خلال الفترة من عام ١٩٨٦ وحتى عام ٢٠١٥، أما على مستوى الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية فقد زاد بها مستويات التحفظ النقدي خلال الفترة من عام ٢٠١٢ وحتى عام ٢٠١٦ (Manoel and Moraes, 2022). أما عن التحفظ في استخدام الرافعة المالية فقد أشار (Berger et al., 1997) بأن الانخفاض في الرافعة المالية قد يكون نتيجة لوجود دوافع لدى المديرين الذين يتخذون قرارات أكثر تحفظاً خاصة بهيكل التمويل عندما يكون لديهم رغبة في عدم الخضوع لضغوط بواسطة الدائنين، أو بهدف تخفيض درجة التعرض لضغط مالي وإفلاس. كما أوضح (Graham and Harvey, 2001) بأن من أكثر العوامل التي تفسر قيام الشركات بالتحفظ في استخدام الرافعة المالية هو الرغبة في وجود مرونة مالية.

أما من جانب الدراسات التي تناولت أثر التحفظ النقدي على سيولة الأسهم، قد اوضحت نتائج معظم الدراسات إلى وجود تأثيراً إيجابياً للتحفظ النقدي على سيولة الأسهم، فكلما ارتفعت مستويات النقدية المحتفظ بها أدى ذلك إلى تحسين أو زيادة سيولة الأسهم. وقد برر مؤيدو هذه النتيجة بأن الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية يؤدي إلى تحسين استمرارية التداول ويقلل من مخاطر السيولة النقدية، وهو ما يوضح بأن الشركات التي تقوم باستخدام التحفظ النقدي تجذب المزيد من المستثمرين لتداول الأسهم مما يعمل على انخفاض درجة تعرض الأسهم لصدمات سيولة السوق، حيث يفضل المستثمرون الشركات التي تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية وخاصة في أوقات الأزمات (Simutin, 2010; Gopalan et al., 2012; Palazzo, 2012; Momenbeigi & Nyborg & Wang, 2021; Im et al., 2022). وهو ما أكد عليه (Huang and Mazouz, 2018) بأن العلاقة بين التحفظ النقدي وقيمة الشركة كانت علاقة غير معنوية ولكنها أصبحت ايجابية معنوية من خلال سيولة الأسهم، وأن التحفظ النقدي يحقق العديد من الفوائد وخاصة للشركات المقيدة ماليًا التي قد يكون من المتوقع لها وجود فرص نمو في المستقبل.

على الجانب الآخر أشارت نتائج بعض الدراسات إلى وجود تأثيراً عكسياً للتحفظ النقدي على سيولة الأسهم، بمعنى أنه كلما زادت الشركات من مستويات النقدية المحتفظ بها كلما إنخفضت سيولة الأسهم (Hall et al., 2014; Hu et al., 2019)، وقد برر مؤيدو هذه النتيجة أن أسهم الشركات التي تتبع سياسة التحفظ النقدي قد تكون غير جاذبة للمستثمرين، والنظر إلى المديرين بأنهم غير قادرين على استغلال تلك النقدية بشكل صحيح وبالتالي تكون أقل سيولة.

أما فيما يخص الدراسات التي تناولت العلاقة بين التحفظ المالي في استخدام الرافعة المالية وسيولة الأسهم، فقد اوضحت نتائج معظم هذه الدراسات بوجود علاقة ايجابية بين التحفظ المالي في استخدام الرافعة المالية وسيولة الأسهم، فكلما قامت الشركة بتخفيض استخدام الديون في هيكل التمويل، كلما زادت سيولة الأسهم. هذا، وقد برر من أيد وجود علاقة ايجابية بين التحفظ في استخدام الرافعة المالية وسيولة الأسهم، أن ارتفاع سيولة الأسهم يؤدي إلى انخفاض المخاطر المرتبطة بالسهم وانخفاض تكاليف التداول وهو ما يؤدي إلى انخفاض تكلفة حقوق الملكية بالمقارنة بتكلفة الديون (Diaz et al., 2007; Lipson & Mortal, 2009; Udomsirikul et al., 2011). أيضاً تساعد سيولة الأسهم على انخفاض عدم تماثل المعلومات نتيجة زيادة التداول على الأسهم وزيادة المعلومات السريعة الخاصة بالأسهم، مما يعمل على تحسين القرارات الخاصة بالرافعة المالية وانخفاض استخدام الديون في هيكل التمويل والاعتماد بشكل أكبر على التمويل من خلال الأسهم، كما أن انخفاض نسبة الديون في هيكل التمويل يمثل مؤشراً على اعتماد الشركة بشكل أكبر على حقوق الملكية وهو ما يمثل عامل جذب للمستثمرين وتشجيعهم على زيادة تداول أسهم تلك الشركة مما يعزز من سيولتها (Chordia et al., 2008; Liu & Tian, 2012; Prommin et al., 2014; Acheampong et al., 2014; Faccio et al., 2016; Iqbal et al., 2016; Ali et al., 2017; Jiang et al., 2017; Ziline et al., 2020; Ahangar, 2021).

كما أن هناك بعض الدراسات التي أثبتت وجود علاقة عكسية بين التحفظ المالي في استخدام الرافعة المالية وسيولة الأسهم، بمعنى أنه عندما تقوم الشركة بتخفيض الاعتماد على الديون في هيكل التمويل، يؤدي ذلك إلى انخفاض سيولة الأسهم. هذا، وقد اوضح أنصار العلاقة العكسية أن الرافعة المالية تعتبر من أهم محددات سيولة الأسهم، وأن استخدام التحفظ في استخدام الرافعة المالية يؤدي إلى انخفاض سيولة الأسهم، وذلك قد يكون نتيجة لأنه مع انخفاض سيولة الأسهم ينخفض حجم التداول وترتفع درجة عدم تماثل المعلومات وتزداد مشكلات الوكالة مما يجعل المديرين أكثر حرصاً على عدم استخدام الديون في هيكل التمويل، كما قد يمثل انخفاض نسبة الديون في هيكل التمويل مؤشراً على وجود سلوكاً انتهازياً بواسطة الإدارة بعدم رغبتهم في الحصول على قروض والتعرض لضغوط بواسطة الدائنين، أو مؤشراً لعدم كفاية الضمانات للحصول على تلك القروض، مما يدفع المستثمرون إلى العزوف عن تداول أسهم تلك الشركة (Anders et al., 2014; El Bannan, 2017; Rahman & Rajib, 2018).

اوضح (Kahraman and Tookes, 2017) في دراسة تم إجراؤها في الهند، بأن هناك علاقة بين الرافعة المالية وسيولة الأسهم وتبرز هذه العلاقة بشكل خاص في أوقات الأزمات، بالإضافة إلى ذلك أشار كل من (Nadarajah et al., 2021) في دراسة تم إجراؤها على ٦٤ دولة لفحص أثر سيولة الأسهم على مخاطر التخلف عن السداد، وقد اوضحت النتائج أن سيولة الأسهم تعمل على انخفاض مخاطر التخلف عن السداد مما قد يؤدي إلى زيادة الاعتماد على الديون في هيكل التمويل نتيجة اطمئنان الدائنين للموقف المالي للشركة، قد أظهرت نتائج بعض الدراسات عدم وجود علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين التحفظ في استخدام الرافعة المالية وسيولة الأسهم (Haddad, 2012; Correia & Amaral, 2014; Sharma & Paul, 2015; Momenbeigi & Sohrabi, 2015; Nassar, 2016).

تأسيساً على ما سبق عرضه من الدراسات السابقة الخاصة بالمجموعة الأولى، يمكن للباحثة استنتاج ما يلي:

- اتضح للباحثة من خلال تحليل مجموعة الدراسات السابقة الخاصة بالعلاقة بين استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي وسيولة الأسهم، استخدام الباحثين في تلك الدراسات عينة من الشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة، والتي تختلف عن الأسواق المالية الناشئة في أوجهه، كمتطلبات الإفصاح والقواعد التنظيمية المفروضة على الشركات المدرجة في تلك الأسواق بواسطة الجهات الإشرافية والرقابية، كما تبين للباحثة عدم وجود دراسات سابقة تناولت العلاقة بين استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي وسيولة الأسهم بالتطبيق على السوق المالية المصرية وفقاً لما توصلت إليه الباحثة من دراسات. وهو ما يمثل دافعاً بحثياً لبحث تلك العلاقة وتوجيه المزيد من الاهتمام لاستكشاف طبيعة تلك العلاقة تحقيقاً لملاء الفجوة البحثية السابقة، محاولة بذلك تقديم أدلة عملية تساهم في تفسير وشرح طبيعة تلك العلاقة.

- اتضح للباحثة وجود تعارض في النتائج التي تم التوصل إليها في الدراسات السابقة حول العلاقة بين استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي وسيولة الأسهم، بالإضافة إلى عدم وجود دراسات تناولت تلك العلاقة بشكل متكامل من خلال سياسة التحفظ النقدي والتحفظ في استخدام الرافعة المالية على حد علم الباحثة، مما يمثل دافعاً آخر لبحث تلك العلاقة واستكشاف واستخلاص أدلة قد تساهم في إيضاح أسباب تلك التعارض. هذا، واتساقاً مع ما سبق عرضه من بعض النظريات التي تفسر طبيعة العلاقة بين استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي وسيولة الأسهم، يمكن للباحثة أن تتنبأ بأن استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي قد يؤثر على سيولة الأسهم.

في ضوء ما سبق، يمكن للباحثة اشتقاق الفرض الأول كما يلي:

الفرض الأول H1: يؤثر استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي تأثيراً إحصائياً ذو دلالة معنوية على سيولة الأسهم.

المجموعة الثانية: الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار.

من أجل الإجابة على تساؤل هل تؤثر سيولة الأسهم على كفاءة الاستثمار، فقد اتفقت نتائج جميع هذه الدراسات، بأن سيولة الأسهم تؤثر إيجابياً على كفاءة الاستثمار، بمعنى أنه كلما ارتفعت سيولة الأسهم كلما زادت كفاءة الاستثمار، وذلك قد يكون بسبب المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم والمخاطر المرتبطة بالأسهم، مما يعزز من شفافية المعلومات وانخفاض عدم تماثل المعلومات، هذا بالإضافة إلى الرقابة بواسطة كبار المساهمين وانخفاض مشاكل الخطر الأخلاقي والسلوك الانتهازي من جانب الإدارة وارتباط التعويضات الإدارية بالأسهم، الأمر الذي يدفع المديرين بالتأني عند اتخاذ القرارات واختيار المشروعات الاستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة (Becker-Blease & Paul, 2006; Bade & Hirth, 2016; Xiong, 2016; Quah et al., 2021; Cheung et al., 2023).

قد تمت معظم هذه الدراسات في أمريكا والدول الآسيوية، أما ما يتعلق بالدراسات التي تمت في أمريكا، فقد اتفقت جميعها على أن سيولة الأسهم تعمل على انخفاض مشكلات الوكالة، وعدم تماثل المعلومات، والمخاطر الأخلاقية والسلوك الانتهازي من جانب المديرين، مما ينعكس إيجابياً على كفاءة الاستثمار، وقد كان من ضمنها دراسة (Becker-Blease & Paul, 2006; Kang et al., 2017; Kang et al., 2018; Quah et al., 2021). بينما ما يتعلق بالدراسات التي تناولت العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار في الدول الآسيوية، فقد تمت معظمها في الصين كدراسة (Xiong, 2016; Cheung et al., 2023).

تأسيساً على ما سبق عرضه من الدراسات السابقة الخاصة بالمجموعة الثانية، يمكن للباحثة استنتاج ما يلي:

- خلال تحليل المجموعة الثانية من الدراسات السابقة الخاصة بالعلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار، اتضح قيام أغلب الباحثين في تلك الدراسات باستخدام عينة مكونة من الشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة وخاصة في أمريكا، والتي تختلف بشكل جوهري عن الأسواق المالية الناشئة سواء في متطلبات الإفصاح أو القواعد التنظيمية التي تفرضها جهات الإشراف والرقابة على تلك الشركات، أو مستوى الحماية المقدمة للمستثمرين والأطراف ذات العلاقة، وانخفاض الوعي لدى المستثمرين والأطراف ذات العلاقة بأهمية سيولة الأسهم وضرورة تمتع الأسهم بسيولة مما يؤثر على حجم التداول الأمر الذي قد ينعكس على كفاءة الاستثمار.

- اتضح للباحثة في ضوء ما تم التوصل إليه من دراسات عدم وجود دراسات سابقة تناولت العلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار بالتطبيق على السوق المالية المصرية، ما عدا دراسة (Al Hassan and Naka (2020 التي تناولت أثر سيولة الأسهم على الاستثمارات المستقبلية في الأسواق الناشئة بالتطبيق على ٢١ دولة ذات أسواق مالية ناشئة ضمنها مصر، وهو ما يحث على بحث تلك العلاقة وتوجيه المزيد من الاهتمام لاستكشاف طبيعة تلك العلاقة لملاء الفجوة البحثية السابقة، والحصول على أدلة عملية قد تساهم في تفسير طبيعة تلك العلاقة. أخيراً، فقد اتفقت نتائج جميع الدراسات بأن سيولة الأسهم تؤثر إيجابياً على كفاءة الاستثمار، من هنا تهدف الباحثة من التحقق من تلك العلاقة واستكشاف هل سوف تختلف النتائج باختلاف بيئة التطبيق المصرية.

في ضوء ما سبق، يمكن للباحثة اشتقاق الفرض الثاني كما يلي:

الفرض الثاني H2: تؤثر سيولة الأسهم تأثيراً إحصائياً ذو دلالة معنوية على كفاءة الاستثمار.

المجموعة الثالثة: الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين التحفظ المالي وكفاءة الاستثمار.

انقسمت معظم الدراسات التي تناولت هذه العلاقة إلى مجموعتين؛ دراسات تناولت العلاقة بين التحفظ النقدي وكفاءة الاستثمار، ودراسات تناولت العلاقة بين التحفظ في الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار، أما فيما يخص مجموعة الدراسات الخاصة بالعلاقة بين التحفظ النقدي وكفاءة الاستثمارات فقد أوضح (Zhang and Gregoriou, 2019) بأن نسبة النقدية المحتفظ بها إلى إجمالي الأصول لكل شركة تؤثر على الاستثمارات الخاصة بها.

هذا وقد أشارت نتائج معظم تلك الدراسات وجود علاقة عكسية بين استخدام الشركات لسياسة التحفظ النقدي والاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية على كفاءة الاستثمار، فكلما زاد مستوى التحفظ النقدي كلما زادت مشاكل الوكالة وازداد الإفراط في الاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية سالبة مما يقلل من كفاءة الاستثمار (Sher, 2014; Hugonnier et al., 2015; Bhuiyan & Hooks, 2019; Thuy et al., 2021; Cucic, 2021; Asadia et al., 2021; Kantudu & Umar, 2021) وقد أوضح (Yang et al. (2017); Aksar et al. (2022) بأن استخدام سياسة التحفظ النقدي قد تعمل على تعزيز كفاءة الاستثمار، ولكن يحدث ذلك مع وجود آليات رقابية فعالة على المديرين، مع ضرورة توافر قواعد وضوابط تحد من استخدام تلك النقدية في استثمارات ذات صافي قيمة حالية سالبة، كما يسمح التحفظ النقدي للشركات بالتوسع في الاستثمارات وزيادة حصتها في السوق بالمقارنة بالمنافسين الذين يعانون من نقص السيولة النقدية.

على الرغم من ذلك اتفقت معظم الدراسات السابقة التي تم تناولها بضرورة استخدام سياسة التحفظ النقدي وتوافر النقدية الكافية من أجل الحفاظ على الاستثمارات عند ارتفاع تكاليف التمويل الخارجية، وهو ما أشار إليه (Choia and Suh (2017) في نتائج دراستهما بأن الشركات الكورية تعتمد بشكل كبير على النقدية المحتفظ بها من أجل تمويل الاستثمارات، كذلك أوضح (Cucic (2020) بأنه في أوقات الأزمات المالية يتم تقليص الاستثمارات وخاصة بالنسبة للشركات التي تحتفظ بمستويات منخفضة من النقدية.

فيما يتعلق بمجموعة الدراسات الخاصة بالعلاقة بين التحفظ المالي في استخدام الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار، فقد أوضحت نتائج معظم الدراسات وجود علاقة ايجابية بين قيام الشركات باستخدام التحفظ المالي في الرافعة المالية وتخفيض نسبة الديون في هيكل التمويل وكفاءة الاستثمار، وقد برر من أيدينا وجود علاقة ايجابية، بأنه عند انخفاض الرافعة المالية سوف تعمل على الحد من الإفراط في الاستثمار مما ينعكس على تعزيز الكفاءة الاستثمارية، وذلك نتيجة لأنه كلما ارتفعت نسبة الرافعة المالية سوف تتحمل الشركة المزيد من التكاليف مما قد يعمل على وجود تعثر أو في بعض الأحيان قد يؤدي إلى الإفلاس (Sajid et al., 2016; Ahiaforme et al., 2018; Danso et al. 2019; Marsh et al., 2020; Ling & We, 2022) أيضاً تواجه الشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة تحديات أكثر في الحصول على التمويل من المصادر الخارجية مما قد يعمل على وجود مشكلة نقص الاستثمار، بالتالي عدم كفاءة الاستثمار.

قام تيار آخر من الباحثين بربط مدى وجود فرص مستقبلية للنمو بالعلاقة بين التحفظ في استخدام الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار، فقد أوضحت نتائج تلك الدراسات بأن الشركات الأكثر كفاءة استثمارية هي التي لا تحتفظ في استخدام الرافعة المالية زادت كفاءة الاستثمار، وهو ما يتوافق مع نظرية الوكالة بأن الشركات التي لديها فرص نمو محدودة سوف تعتمد على الديون كوسيلة لمنع المديرين من إساءة استخدام موارد الشركة والتأثير على قيمتها، وهو ما يتوافق مع فرض تجنب مصادر التمويل الخارجية ذات التكلفة المرتفعة (Dang, 2011)، وهو ما أكد عليه (Liu (2018) ويتوافق مع فرض الإفراط في الاستثمار، بأن الرافعة المالية تلعب دوراً رقابياً مهم في الحد من الإفراط في الاستثمار مما يعزز من كفاءة الاستثمار. مما يعني وجود علاقة طردية بين التحفظ في استخدام الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار في الشركات التي لديها فرص مستقبلية للنمو. لكن على النقيض من ذلك أشارت نتائج (Ratny et al. (2019) بوجود تأثير عكسي للتحفظ في استخدام الرافعة المالية على كفاءة الاستثمار والفرص الاستثمارية، حيث تفضل الشركات التمويل باستخدام القروض، وذلك لما يحويه من إجراءات أقل تنظيمياً بالمقارنة بالتمويل عن طريق إصدار الأسهم، بالإضافة إلى الرغبة في تحقيق ميزة ضريبية.

بالإضافة إلى ما سبق، فقد قامت بعض الدراسات القليلة بالجمع بين سياسة التحفظ النقدي والتحفيز في استخدام الرافعة المالية من خلال التحفظ المالي وعلاقته بكفاءة الاستثمار كدراسة (Zeng (2011) بأنه عندما تتوقع الشركة التعرض لأزمات أو قيود مالية فإنها تقوم بتبني سياسات مالية متحفظة قبل حدوث الأزمات لكي تتمتع بمرونة مالية، وإمكانية الحصول على المزيد من الأموال التي تحتاجها من أجل تمويل الفرص الاستثمارية المربحة، وهو ما أكد عليه (Bancel and Mittoo (2011) بأن الشركات ذات المرونة المالية تعاني من تأثير أقل على العمليات التجارية أثناء الأزمات، من جانبها أوضح (Cherkasova and Kuzmin (2018) بأن الشركات التي لديها مرونة مالية والتي تعتمد على سياسات التحفظ المالي تعمل بشكل فعال على تحقيق كفاءة الاستثمار، من خلال تخفيض مستوى الإفراط في الاستثمار ونقص الاستثمار وخاصة في أوقات الأزمات، أيضاً دراسة (Lopez-de-foronda et al. (2019) التي أوضحت أن التحفظ المالي في استخدام الرافعة المالية وانخفاض نسبة الديون في هيكل التمويل يعمل على التقليل من الإفراط في الاستثمار وتحسين كفاءة الاستثمار، وذلك عندما تقوم الشركة بإتباع سياسة التحفظ النقدي، كما تعتبر المرونة المالية جزء لا يتجزأ من قرارات التمويل والتي لها تأثير ايجابي على الاستثمارات المستقبلية للشركة.

في ذات السياق قام (Machokoto et al. (2021) بفحص تأثير التحفظ المالي على قيمة الشركة، وأوضحت النتائج بأهمية دور التحفظ المالي في حماية الشركات من الآثار السلبية وقت الأزمات، أيضاً دراسة (Ma and Jin (2016) التي تمت في الصين،

حيث اوضحت بأن المرونة المالية لها تأثير ايجابي معنوي على كفاءة الاستثمار، وهو ما قد يرجع إلى طبيعة الاقتصاد الصيني سريع النمو.

تأسيساً على ما سبق عرضه من الدراسات السابقة يمكن للباحثة استنتاج ما يلي:

تبين للباحثة قلة الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي وكفاءة الاستثمار وفقاً لما توصلت له الباحثة من دراسات، مما كان ذلك بمثابة دافعاً بحثياً لاستكشاف واستخلاص أدلة عملية في هذا المجال، بينما من جانب العينة المستخدمة في الدراسة، فقد لاحظت الباحثة استخدام الباحثون في تلك الدراسات عينة من الشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة كأمريكا، والتي تختلف اختلافاً جوهرياً عن الأسواق المالية الناشئة، كما تبين للباحثة أنه لم يحظ مجال العلاقة بين استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي وكفاءة الاستثمار بالاهتمام في البيئة المصرية بالتطبيق على الشركات المدرجة بالبورصة، وهو ما يمثل دافعاً آخر لبحث تلك العلاقة وتوجيه المزيد من الاهتمام لاستكشاف طبيعة تلك العلاقة لملء الفجوة البحثية السابقة، كما تبين وجود تعارض في النتائج التي تم التوصل إليها حول العلاقة السابق ذكرها في الدراسات السابقة، مما يعتبر دافعاً لبحث تلك العلاقة واستكشاف واستخلاص أدلة عملية قد تساهم في إيضاح أسباب ذلك التعارض.

هذا، ويمكن للباحثة اشتقاق الفرض الثالث كما يلي:

الفرض الثالث H3: يؤثر استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي تأثيراً احصائياً ذو دلالة معنوية على كفاءة الاستثمار.

بالإضافة إلى ما سبق، فإنه نتيجة لتحليل الدراسات السابقة الخاصة بالعلاقة بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار واتفاق الباحثين حول التأثير الإيجابي بينهما، ومن خلال ما سبق عرضه وتحليله من نتائج الدراسات سواء المتعلقة بتأثير استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي على سيولة الأسهم أو على كفاءة الاستثمار، تبين للباحثة عدم تناول أي من تلك الدراسات باختبار التأثير غير المباشر لاستخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار من خلال سيولة الأسهم، حيث يؤثر استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي على سيولة الأسهم، والذي بدوره قد يؤثر على كفاءة الاستثمار، بالتالي سوف تقوم الباحثة باختبار أثر التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط.

هذا، ويمكن للباحثة اشتقاق الفرض الرابع كما يلي:

الفرض الرابع H4: يؤثر استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار تأثيراً احصائياً ذو دلالة معنوية من خلال سيولة الأسهم.

٣-٥ الدراسة التطبيقية:

تأسيساً على ما سبق، سوف يتم تناول الدراسة التطبيقية في هذا الجزء كخطوة منطقية بعد تحليل الدراسات السابقة في مجال البحث، من أجل اختبار العلاقة بين التحفظ المالي وكفاءة الاستثمار من خلال سيولة الأسهم.

٣-٥-١ مجتمع وعينة البحث ومصادر الحصول على البيانات

تمثل مجتمع البحث في الشركات المدرجة في البورصة المصرية، أما ما يتعلق بعينة البحث فقد قامت الباحثة باختيارها من المنشآت المدرجة وخاصة المدرج منها في مؤشر EGX100، حيث أنه يضم أداء أعلى الشركات وفقاً للسيولة وأحجام التداول (النشاط) الذي يتم على الأوراق المالية. فوفقاً لما سبق تمثلت عينة البحث في ٨٠ شركة خلال فترة زمنية مكونة من ١٠ سنوات (٢٠١٢ - ٢٠٢١)، وقد تم اختيار عام ٢٠١٢ كبدائية للفترة التي يغطيها البحث لمحاولة تجنب الأثر السلبي لثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ على الشركات، والذي ينتج عن إدخال عام ٢٠١١ ضمن فترة القياس الخاصة بالبحث من نتائج غير دقيقة، ليلعب عدد المشاهدات النهائية ٨٠٠ مشاهدة.

قامت الباحثة بالاعتماد على البيانات الثانوية التي تم جمعها من مصادر مختلفة، فقد اعتمدت الباحثة بالحصول على أسعار الأسهم الشهرية وأحجام التداول من خلال موقع investing[†]، كما تم الاعتماد على قاعدة بيانات Thomson Reuters في جمع باقي البيانات الخاصة بعينة البحث، هذا ويوضح الجدول التالي رقم (٣) شركات عينة البحث وفقاً للقطاعات (‡) كما يلي:

[†] <https://sa.investing.com/equities/egypt>

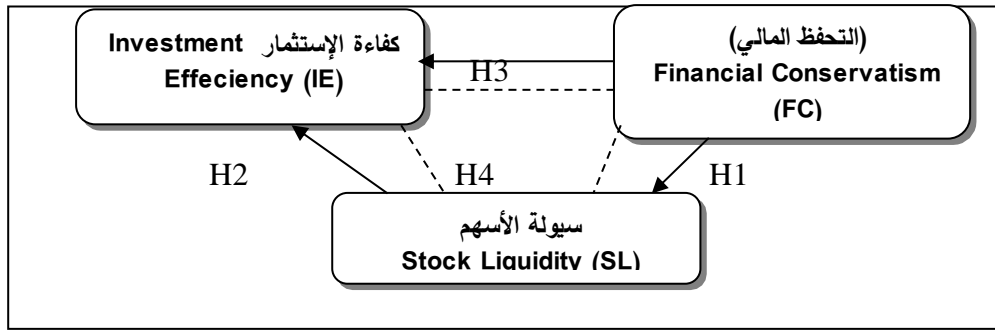
[‡] يرجع سبب إختيار الباحثة للتصنيف القطاعي، نتيجة لضرورة توافر ١٠ مشاهدات على الأقل لكل سنة داخل كل قطاع من القطاعات المختلفة، وذلك من أجل قياس المتغير المحفز بالدراسة الحالية، والمتمثل في غموض الأرباح (Hossain et al., 2016; Ai et al., 2021)، وهو ما يصعب تحقيقه عند الاعتماد على التصنيف القطاعي للبورصة المصرية الذي يحتوي بعض القطاعات فيه على عدد قليل من الشركات.

جدول (٣) شركات عينة البحث

النسبة	عدد المشاهدات	عدد شركات العينة	القطاع
٪١٨.٧٥	١٥٠	١٥	قطاع العقارات Real estate
٪٢٣.٧٥	١٩٠	١٩	قطاع السلع الاستهلاكية الأساسية ^(§) Consumer staples
٪٢٠	١٦٠	١٦	قطاع السلع الكمالية ^(**) Consumer discretionary
٪٢٠	١٦٠	١٦	قطاع المواد ^(††) Materials
٪١٧.٥	١٤٠	١٤	القطاع الصناعي ^(‡‡) Industry
٪١٠٠	٨٠٠	٨٠	الإجمالي

٢-٣-٥ متغيرات البحث ومؤشرات القياس

يمكن للباحثة من خلال النموذج الوصفي التالي توضيح المتغيرات الأساسية للبحث والعلاقات بين تلك المتغيرات كما بالشكل رقم (١) التالي:



شكل (١) النموذج الوصفي لمتغيرات للبحث

من خلال الشكل رقم (١) السابق والذي يوضح اعتماد الباحثة على متغير (التحفظ المالي) كمتغير مستقل Independent variable وكفاءة الاستثمار كمتغير تابع Dependent variable، وسيولة الأسهم كمتغير وسيط Mediator variable، والتي سوف يتم توضيحها بالتفصيل كما يلي:

١-٢-٣-٥ المتغير المستقل التحفظ المالي (FC) Independent variable تم الاعتماد على (التحفظ المالي) كمتغير مستقل، وذلك من خلال نسبة صافي الديون إلى إجمالي الأصول أو صافي الوضع المالي (Net Financial Position) المقترحة بواسطة (Bigelli et al., 2014). والتي تم استخدامها بواسطة العديد من الباحثين في الدراسات السابقة كما في دراسة (Arora, 2019; Hu et al., 2019; Acheampong et al., 2014).

نسبة صافي الديون إلى إجمالي الأصول = إجمالي الالتزامات - النقدية ومافي حكمها

إجمالي الأصول

٢-٢-٣-٥ المتغير التابع كفاءة الاستثمار (IE) Dependent variable تم الاعتماد على كفاءة الاستثمار كمتغير تابع، والذي تم قياسه من خلال نموذج مدى انحراف الاستثمار الفعلي عن الاستثمار المتوقع وفقاً (Biddle et al. (2009 من خلال النموذج التالي:

$$\text{Investment} = \alpha + \beta_1 \text{REV Growth} + \epsilon_i$$

حيث:

§ يضم قطاع السلع الاستهلاكية الأساسية كل من شركات الأغذية والمشروبات والتبغ، والتجزئة والتوزيع، والأدوية والرعاية الصحية، وهي السلع والخدمات التي لا تعتمد على الوضع المالي للمستهلك.

** يضم قطاع السلع الاستهلاكية الكمالية كل من شركات تصنيع السيارات، والنسوجات والسلع المعمرة، والسياحة، والترفيه، والمطاعم، والفنادق، وهي السلع والخدمات التي تعتمد على الوضع المالي للمستهلك.

†† يضم قطاع المواد كل من شركات الموارد الأساسية، والمواد الكيماوية، ومواد البناء، والتعدين، وهي الشركات التي توفر سلع متنوعة تستخدم في الصناعات المختلفة.

‡‡ يضم القطاع الصناعي كل من شركات البناء والهندسة، وخدمات النقل والشحن، والمنتجات الصناعية، فهو بشكل عام يتضمن استخدام المعدات الثقيلة.

Investment: تمثل الاستثمارات الفعلية في العام الحالي (الاستثمارات في الأصول الثابتة وطويلة الأجل- مبيعات الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل) ÷ إجمالي الأصول للعام السابق .

α: ثابت نموذج الانحدار.

β: معاملات المتغيرات المستقلة.

REV Growth: تمثل الحجم الأمثل للاستثمار المتوقع، ويتم التعبير عنها من خلال التغيير في الإيرادات ((إيرادات العام الحالي – إيرادات العام السابق) ÷ إيرادات العام السابق).

εi: تمثل البواقي (خطأ الانحدار)، وهي الفرق بين الاستثمار الفعلي والاستثمار المتوقع، فإذا كانت القيمة موجبة (الانحراف الموجب عن القيمة المتوقعة) دل ذلك على الإفراط في الاستثمار، وإذا كانت القيمة سالبة (الانحراف السالب عن القيمة المتوقعة) دل ذلك على نقص الاستثمار، وكلما اقتربت القيمة من الصفر كلما يعني اقتراب الاستثمار الفعلي من الاستثمار المتوقع (كفاءة الاستثمار) Efficient Investments (Tariverdi & Keivanfar, 2017; Cheung et al., 2023; Houcine, 2017). سوف يتم ضرب البواقي في (-1) لسهولة تفسير النتائج ولكي تعبر عن كفاءة الاستثمار، ثم تم أخذ القيمة المطلقة لهذه القيم، بالتالي كلما زادت القيمة المطلقة زادت كفاءة الاستثمار، والعكس صحيح.

٣-٢-٣-٥ المتغير الوسيط سيولة الأسهم (SL) Mediator Variable

تم الاعتماد على سيولة الأسهم كمتغير وسيط، وقد تم قياس سيولة الأسهم من خلال حجم تداول الأسهم Trading Volume وفقاً (Brennan and Subrahmanyam (1996) وهو يمثل اللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم التي يتم تداولها، كلما ارتفع حجم التداول كلما دل ذلك على ارتفاع إقبال المستثمرين على الأسهم وسهولة تسويقها بما يعزز من سيولة الأسهم (Ali et al., 2017). هذا، ويوضح الجدول رقم (٤) التالي ملخصاً لمتغيرات البحث ومؤشرات قياسها كما يلي: (Jawed & Kotha, 2020).

جدول (٤) متغيرات البحث ومؤشرات قياسها

القياس	المتغيرات	
= نسبة صافي الديون = (إجمالي الالتزامات – النقدية وما في حكمها) ÷ إجمالي الأصول.	المتغير المستقل	التحفظ المالي (FC)
<u>انحراف الاستثمار الفعلي عن الاستثمار المتوقع</u> INV= α + β ₁ + REV Growth + εi	المتغير التابع	كفاءة الاستثمار (IE)
<u>حجم تداول الأسهم:</u> يمثل اللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم التي يتم تداولها	المتغير الوسيط	سيولة الأسهم (SL)

٣-٣-٥ تحليل البيانات واختبار الفروض

تم الاعتماد على حزمة البرامج الإحصائية STATA 15 لإجراء التحليلات الإحصائية اللازمة الخاصة بنماذج البحث الحالي، ولتحقيق ذلك سوف يتم إجراء التحليلات التالية:

١-٣-٣-٥ التحليل الوصفي لعينة البحث.

قد تحتوي بيانات عينة البحث على قيم متطرفة أو قيم شاذة outliers، والتي قد تؤثر على نتيجة التحليل الإحصائي لبيانات العينة، بالتالي قد تم استخدام طريقة winsorizing للحد من تأثير القيم المتطرفة وذلك لكافة متغيرات الدراسة، وفي هذه الطريقة يتم استبدال أي قيمة تتجاوز الحد الأعلى بقيمة الحد الأعلى، وأي قيمة أقل من الحد الأدنى بقيمة الحد الأدنى، مما يحسن من كفاءة الاختبارات الإحصائية. هذا، ويوضح الجدول رقم (٥) التالي الإحصاء الوصفي Descriptive Statistics ومعاملات الالتواء والتفرطح لبيانات عينة البحث، التي تتضمن ٨٠ شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية خلال الفترة من عام ٢٠١٢ وحتى عام ٢٠٢١، والذي يشتمل على عددًا من المقاييس الإحصائية مثل الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، أعلى وأدنى قيمة لكل متغير من متغيرات البحث، مما يساهم في وصف كل متغير ومدى تأثيره على شركات العينة محل البحث، بالإضافة إلى معاملات الالتواء والتفرطح لتوصيف طبيعة توزيع البيانات.

جدول (٥) الإحصاء الوصفي لعينة البحث

variables	Mean الوسط الحسابي	Std. Dev. الانحراف المعياري	Min أدنى قيمة	Max أعلى قيمة	Skewness معامل الالتواء	Kurtosis معامل التفرطح
IE	0.0304	0.0243	0.004	0.104	1.8712	6.4629
SL	8.793	2.448	4.011	12.506	-0.4075	2.175
FC	0.325	0.3	-.257	0.825	-0.2525	2.184

ينضح من الجدول رقم (٥) السابق ما يلي:

- أن معاملات الالتواء والتفرطح لجميع المتغيرات لم تتجاوز (+٣:-٣) بالنسبة لمعامل الالتواء، (+١٠:-١٠) بالنسبة لمعامل التفرطح، مما يدل على اعتدالية التوزيع الطبيعي لمتغيرات البحث (Kline, 2015).
- بلغ الوسط الحسابي لكفاءة الاستثمار ٠,٠٣٠٤، بانحراف معياري قدره ٠,٠٢٤٣، مما يشير لوجود تجانس في بيانات عينة البحث فيما يتعلق بكفاءة الاستثمار، كما كان هناك تفاوتاً كبير بين شركات العينة فيما يتعلق بكفاءة الاستثمار فقد بلغت أعلى وأدنى قيمة ٠,١٠٤، ٠,٠٠٤ على التوالي.
- بلغ الوسط الحسابي لسيولة الأسهم مقاسة بحجم التداول على الأسهم ٨,٧٩٣، وذلك بانحراف معياري ٢,٢٤٤٨، مما يشير إلى وجود ارتفاعاً في سيولة الأسهم لشركات العينة، كما بلغت أعلى وأدنى قيمة ١٢,٥٠٦، ٤,٠١١ على التوالي، مما يشير إلى وجود فروقاً حادة بين شركات العينة فيما يتعلق بسيولة الأسهم.
- بلغ الوسط الحسابي للتحفظ المالي ٠,٣٢٥، وذلك بانحراف معياري قدره ٠,٠٣، كما بلغت أعلى وأدنى قيمة ٠,٨٢٥، -٠,٢٥٧ على التوالي، مما يشير إلى وجود تفاوتاً حاداً في قيام الشركات بسياسات التحفظ المالي، يلاحظ أن أدنى قيمة للتحفظ المالي قيمة سالبة والتي تدل على وجود التزامات أقل من النقدية المحتفظ بها.

٥-٣-٢ مصفوفة ارتباط بيرسون Correlation Matrix.

تم استخدام مصفوفة الارتباط بين المتغيرات لبيرسون، وذلك لتحديد العلاقة والارتباط بين متغيرات البحث وبعضها، واتجاه هذه العلاقة، وتتراوح قيم معامل ارتباط بيرسون بين (+١، -١) فتشير القيمة الموجبة إلى وجود ارتباط وعلاقة ايجابية بين متغيرات البحث، وتشير القيمة السالبة إلى وجود ارتباط وعلاقة عكسية بين متغيرات البحث، بينما يشير معامل الارتباط (صفر) إلى عدم وجود علاقة وارتباط بين متغيرات البحث. يوضح الجدول رقم (٦) التالي مصفوفة الارتباط لبيرسون بين متغيرات البحث.

جدول (٦) مصفوفة ارتباط بيرسون بين متغيرات البحث

Variables	IE	FC	SL
IE	1.000		
FC	0.039	1.000	
	(0.276)		
SL	0.094***	0.128***	1.000
	(0.008)	(0.000)	

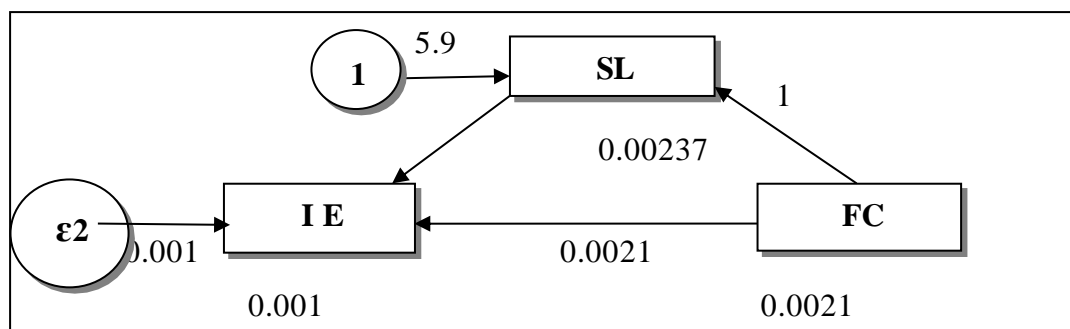
** دال عند مستوى معنوية ٥%

*** دال عند مستوى معنوية ١%

ينضح من خلال الجدول رقم (٦) السابق وجود علاقة طردية بين استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي وكفاءة الاستثمار، إلا أن هذه العلاقة غير معنوية، كما توجد علاقة طردية معنوية بين سيولة الأسهم مقاسه من خلال حجم تداول الأسهم وكفاءة الاستثمار فقد كان معامل الارتباط (0.094) وذلك عند مستوى معنوية ١%، بينما كانت العلاقة بين استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي وسيولة الأسهم علاقة طردية فقد كان معامل الارتباط (0.128)، وذلك عند مستوى معنوية ١%.

٥-٣-٣ تحليل المسار لتفسير العلاقات بين متغيرات البحث

تنبأت الباحثة خلال هذا البحث بوجود تأثير احصائي معنوي لاستخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسطي، ومن أجل اختبار العلاقات السببية بين متغيرات البحث، وتحليل الأثر المباشر وغير المباشر للمتغير المستقل على المتغير التابع، سوف يتم استخدام أسلوب تحليل المسار Path Analysis، ويوضح الشكل رقم (٢) التالي أسلوب تحليل المسار لتوضيح الدور الوسيط لسيولة الأسهم بين التحفظ المالي وكفاءة الاستثمار.



شكل (٢) تحليل المسار لتوضيح لتوضيح الدور الوسيط لسيولة الأسهم بين التحفظ المالي وكفاءة الاستثمار

شكل (٢) تحليل المسار لتوضيح الدور الوسيط لسيولة الأسهم بين التحفظ المالي وكفاءة الاستثمار
 قد تم استخدام دالة الاحتمال الأقصى Maximum Likelihood لاختبار وتقدير النموذج السابق، ويوضح الجدول رقم
 (٧) التالي الأثر المباشر وغير المباشر لمتغيرات البحث

جدول (٧) الأثر المباشر وغير المباشر لمتغيرات SEM

	Direct Effect	
	Coefficient	P-value
FC → IE	0.002	0.445
FC → SL	***1.042	0.000
SL → IE	***0.0009	0.011
	Indirect Effect	
FC→SL→IE	0.0009**	0.037

* represent significance at the 10 % level.
 ***Represent significance at the 1% level.
 **Represent significance at the 5% level.

يتضح من خلال الجدول رقم (٧) السابق وجود تأثير مباشر ايجابي بين التحفظ المالي وكفاءة الاستثمار، فقد بلغ معامل الانحدار Coefficient ٠,٠٠٢، إلا أن هذا التأثير غير معنوي، وجود تأثير ايجابي مباشر بين استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي وسيولة الأسهم، فقد بلغ معامل الانحدار ١,٠٤٢، وهذا التأثير معنوي عند مستوى معنوية ١٪، وجود تأثير ايجابي مباشر بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار، فقد بلغ معامل الانحدار ٠,٠٠٠٩، وهذا التأثير معنوي عند مستوى معنوية ١٪، كما يلاحظ وجود تأثير ايجابي غير مباشر بين التحفظ المالي وكفاءة الاستثمار من خلال سيولة الأسهم، فقد بلغ معامل الانحدار ٠,٠٠٠٩، وهو عبارة عن حاصل ضرب التأثير المباشر بين استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي وسيولة الأسهم ١,٠٤٢ والتأثير المباشر بين سيولة الأسهم وكفاءة الاستثمار ٠,٠٠٠٩، وهذا التأثير معنوي عند مستوى معنوية ٥٪. وهو ما أظهره تحليل المسار بين المتغيرات كما في الشكل رقم (٢) السابق، وهو ما يعني أن وساطة سيولة الأسهم هي وساطة كلية، Full Mediation، والذي يشير إلى أن المتغير الوسيط ينقل كامل الأثر الذي حدث للمتغير التابع نتيجة التغير في المتغير المستقل، أي أنه لا يوجد تأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع إلا في وجود المتغير الوسيط، بمعنى أنه لا يوجد تأثير لاستخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار إلا من خلال سيولة الأسهم، تتوافق هذه النتيجة أيضاً مع ما أظهرته نتيجة مصفوفة الارتباط بعدم معنوية تأثير استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار.

٤-٣-٣-٥ مؤشرات جودة توفيق النموذج الهيكلي للبحث Goodness of Fit Tests
 تم استخدام مجموعة من المؤشرات الاحصائية للتحقق من مدى جودة توفيق النموذج الهيكلي للبحث، ومعنوية المسارات الممتلئة لمتغيرات البحث الحالي، ومدى قدرة النموذج على تمثيل طبيعة المشكلة البحثية بشكلٍ دقيق. ويوضح الجدول رقم (٨) التالي ملخصاً لنتائج اختبارات مؤشرات جودة التوفيق Goodness of Fit Tests.

جدول (٨) نتائج اختبارات مؤشرات جودة التوفيق Goodness of Fit Tests

Fit Measures	P-value	Benchmark
chi2	0.000	> 0.05
Comparative Fit Index (CFI) مؤشر جودة التوفيق المقارن	1	≥ 1
Root Mean Square Error Approximation (RMSEA) مؤشر الجذر التربيعي لمتوسط مربع خطأ التقدير التقريبي	0.000	> 0.08
Standard Root Mean Square Residual (SRMR) بواقي الجذر التربيعي المعياري للمتوسط	0.000	> 0.08
Tucker-Lewis Index (TLI) مؤشر	1	≥ 1

يتضح من خلال الجدول رقم (٨) السابق ارتفاع جميع نتائج مؤشرات جودة توفيق النموذج الهيكلي للبحث، وهو ما يشير إلى إمكانية الاعتماد على هذا النموذج المقترح لتفسير العلاقات بين متغيرات الدراسة. هذا، ويوضح الجدول رقم (٩) التالي نتائج اختبار الفروض باستخدام SEM:

جدول (٩) ملخص نتائج اختبار الفروض باستخدام SEM

القرار	النتائج	التأثير المباشر		الفرض
		P-value	Coef	
قبول الفرض الأول	يوجد تأثير ايجابي ذو دلالة معنوية لاستخدام الشركات سياسات التحفظ المالي على سيولة الأسهم.	٠,٠٠٠	١,٠٤٢	H1: يؤثر استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي تأثيرًا إحصائيًا ذو دلالة معنوية على سيولة الأسهم.
قبول الفرض الثاني	يوجد تأثير ايجابي ذو دلالة معنوية لسيولة الأسهم على كفاءة الاستثمار.	٠,٠١١	٠,٠٠٠٩	H2: تؤثر سيولة الأسهم تأثيرًا إحصائيًا ذو دلالة معنوية على كفاءة الاستثمار.
عدم قبول الفرض الثالث	يوجد تأثير إحصائي لاستخدام الشركات سياسات التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار، إلا أن هذا التأثير غير دال معنويًا.	٠,٤٤٥	٠,٠٠٢	H3: يؤثر استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي تأثيرًا إحصائيًا ذو دلالة معنوية على كفاءة الاستثمار.
قبول الفرض الرابع	تقوم سيولة الأسهم بدور الوساطة الكلية بين استخدام الشركات سياسات التحفظ المالي وكفاءة الاستثمار، وهذا التأثير ايجابي معنوي.	٠,٠٣٧	٠,٠٠٠٩	H4: يؤثر استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي تأثيرًا إحصائيًا ذو دلالة معنوية على كفاءة الاستثمار من خلال سيولة الأسهم.

٥-٤ مناقشة النتائج الإحصائية، والتوصيات وأهم الأبحاث المقترحة مستقبلاً.

يهدف هذا الجزء من البحث إلى تقديم تفسيرات ومبررات منطقية تدعم النتائج التي تم التوصل إليها، ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة لتحديد مدى اتفاقها أو عدم اتفاقها، فعلى صعيد الفرض الأول للبحث، أظهرت النتائج وجود تأثير ايجابي معنوي لاستخدام الشركات سياسات التحفظ المالي على سيولة الأسهم عند مستوى معنوية ١٪، وهو ما يعني أنه كلما قامت الشركات باستخدام سياسات متحفظة ماليًا سواء التحفظ النقدي أو انخفاض استخدام الديون، كلما زادت سيولة الأسهم، وهو ما يشير إلى قبول الفرض البحثي الأول، وتعد النتيجة السابقة متسقة مع نظرية الإشارة، بأن الشركات قد تقوم باستخدام سياسات التحفظ المالي من أجل إرسال إشارات معينة للسوق والأطراف ذات العلاقة، مما قد يجذب المستثمرين للتداول على أسهم الشركة مما يعمل على تعزيز سيولة الأسهم، كما تتفق أيضاً مع نظريتي التدفق النقدي الحر، والوكالة، بأنه دائماً يوجد حافز لدى المديرين بالتحفظ النقدي والاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية لتحقيق مصالح شخصية، وأيضاً اتجاههم إلى استخدام الرافعة المالية في أضييق الحدود في هيكل التمويل من أجل تجنب التعرض لضغوط مالية والرقابة بواسطة الدائنين.

كما اتسقت النتيجة السابقة مع دراسات (Simutin, 2010; Palazzo, 2012; Gopalan et al., 2012; Momenbeigi & Sohrabi, 2015; Nassar, 2016; Nyborg & Wang, 2016; Huang & Mazouz, 2018; Hu et al., 2019; Chuan 'Chewie' Ang et al., 2019; Ziline et al., 2020; Chen et al., 2021; Ahangar, 2021) ، وذلك لأن الشركات التي تقوم بتلك السياسات سواء التي تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية، أو التي تعتمد على نسب منخفضة من الديون في هيكل التمويل، تجذب المزيد من المستثمرين لتداول أسهمها والنظر إليها على أنها الأفضل وخاصة وقت الأزمات، بما يعكس إيجابياً على سيولة الأسهم.

أما ما يتعلق بالفرض البحثي الثاني، فقد أظهرت النتائج وجود تأثير ايجابي معنوي لسيولة الأسهم على كفاءة الاستثمار وذلك عند مستوى معنوية ١٪، مما يعني أنه كلما ارتفع حجم تداول الأسهم انخفضت تكلفة التداول وزادت سيولة الأسهم وما يرتبط بها من توافر معلومات عن أسعار الأسهم بشكل مستمر مما يزيد من إقبال المتداولين على شراء كميات كبيرة من الأسهم فيما يعرف بكبار المساهمين Block Holders وما يقومون به من رقابة فعالة على المديرين لاتخاذ قرارات استثمارية أفضل، وخاصة إذا ارتبطت مكافآت وتعويزات المديرين بالأسهم بما ينعكس في النهاية على كفاءة القرارات الاستثمارية التي يتخذها المديرين، وهو ما يشير إلى قبول الفرض الثاني، وقد اتسقت النتيجة السابقة مع نظرية الوكالة، فتعمل سيولة الأسهم على تخفيض مشاكل الوكالة، وعدم تماثل المعلومات، والمخاطر الأخلاقية، والسلوك الانتهازي من جانب المديرين مما ينعكس إيجابياً على كفاءة الاستثمار، بالإضافة إلى اتساق النتيجة السابقة مع دراسات (Becker-Blease & Paul, 2006; Bade & Hirth, 2016; Xiong, 2016;) (Quah et al., 2021 Cheung et al., 2023) ، حيث أن سيولة الأسهم تعمل على تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات بين الأطراف ذات العلاقة، بالإضافة إلى وجود رقابة بواسطة كبار المساهمين مما يخفف من مشاكل الخطر الأخلاقي والسلوك الانتهازي بواسطة المديرين، وارتباط التعويضات الإدارية بالأسهم، مما يجعل المديرين يكونون أكثر حرصاً عند اختيار المشروعات الاستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة.

بينما ما يتعلق بالفرض البحثي الثالث، فقد أظهرت النتائج وجود تأثير ايجابي لاستخدام الشركات سياسات التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار، ولكنه غير معنوي، قد يكون ذلك بسبب اختلاف بيئة التطبيق وطبيعة السوق المالي المصري وهو سوق ناشئ الذي يختلف عن الأسواق المالية المتقدمة، أو مؤشرات قياس المتغيرات أو الأسلوب الإحصائي المستخدم لاختبار فروض البحث.

أخيراً، فقد أظهرت النتائج الخاصة باختبار الفرض البحثي الرابع وجود تأثير إيجابي لاستخدام الشركات سياسات التحفظ المالي على كفاءة الاستثمار من خلال سيولة الأسهم، مما يعني أن استخدام سياسات التحفظ المالي يؤثر على كفاءة الاستثمار إيجابياً من خلال زيادة إقبال المستثمرين على تداول أسهم الشركة بناءً على مدى استخدامها لسياسات متحفظة مالياً، الأمر الذي يدعم ثقة المستثمرين في تلك الشركات، مما يعزز من كفاءة الاستثمار واهتمام المديرين بأولوية تحقيق مصالح المساهمين عند اتخاذ القرارات وخاصة ما يتعلق بقرارات التمويل أو الاستثمار، وبالأخص عند ارتباط مكافآتهم وتعويضاتهم بالأسهم، وهو ما يشير إلى قبول الفرض الرابع، تعد هذه النتيجة متسقة مع نظرية الوكالة ونظرية الإشارة، ومع الدراسات السابقة التي تناولت العلاقات السابقة في المجال المحاسبي أو التمويلي، والتي أكدت من خلاله على أن استخدام الشركات لسياسات التحفظ المالي وقيام الشركات بالاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية وتخفيض الاعتماد على الديون في هيكل التمويل تمثل عامل جذب للمستثمرين على تداول أسهم الشركة مما يقلل من تكلفة التداول والتي تعزز من سيولة الأسهم، مما يؤدي إلى انخفاض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف ذات العلاقة، بالإضافة إلى رقابة كبار المساهمين على القرارات الإدارية وربط التعويضات الإدارية بالأسهم، الأمر الذي يجعل المديرين أكثر اهتماماً بتحقيق كفاءة الاستثمار واستغلال أفضل للفرص الاستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة، وبالتالي تلعب سيولة الأسهم دوراً مهماً في زيادة شفافية الشركات، مما يؤدي إلى مزيداً من ردود الفعل في السوق المالية، وبالتالي حث المديرين على الاستثمار بكفاءة. هذا، ويمكن اعتبار تحقيق سيولة الأسهم من العوامل المهمة التي تعزز من كفاءة الاستثمار.

إستناداً إلى ما سبق، توصي الباحثة بما يلي:

- يجب على الإدارة إتباع الأساليب العلمية والتخطيط الجيد عند المفاضلة والاختيار بين المصادر المختلفة لتمويل الاستثمارات، وذلك من أجل تحقيق التكامل بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار.
- يجب على الإدارة إعادة النظر في مستويات سيولة الأسهم ومدى تأثير ذلك على ما يقومون باتخاذها من قرارات، أيضاً الاهتمام بتنفيذ سياسات وإستراتيجيات معينة من شأنها أن تحافظ على تحقيق سيولة الأسهم وتعزيز كفاءة الاستثمار كسياسات التحفظ المالي.
- العمل على توفير المعلومات اللازمة للمستثمرين في الأسواق المالية للاطلاع بشكلٍ دائم على ما تمر به الشركات من مراحل مختلفة، الأمر الذي يجعل أسعار الأسهم تعكس الواقع المالي للشركة.
- قيام الجهات التنظيمية للأسواق المالية بتوعية الشركات وكافة الأطراف المتعاملين في السوق المالية بأهمية تحقيق سيولة الأسهم وما يترتب على ذلك من انخفاض عدم تماثل المعلومات ومشاكل الخطر الأخلاقي والسلوك الانتهازي بواسطة المديرين، مما ينعكس في النهاية على تحقيق كفاءة الاستثمار، وبالتالي على الأداء المالي للشركة، كما يمكن لهذه الجهات من تنفيذ إستراتيجيات لتعزيز سيولة الأسهم وتشجيع الاستثمارات التي تزيد من قيمة الشركات.

هذا، وتمثل الأبحاث المستقبلية المقترحة التي يمكن للباحثين تناولها لاحقاً فيما يلي:

- أثر توزيعات الأرباح على العلاقة بين سيولة الأسهم والأداء المالي.
- أثر تكلفة رأس المال على سيولة الأسهم وانعكاس ذلك على كفاءة الاستثمار.
- أثر الملكية الحكومية على العلاقة بين التحفظ المالي والأداء المالي.

المراجع

- Acheampong, P., Agalega, E., & Shibu, A. K. (2014). The effect of financial leverage and market size on stock returns on the Ghana Stock Exchange: evidence from selected stocks in the manufacturing sector. *International journal of financial research*, 5(1), 125.
- Ahangar, N. A. (2021). Stock liquidity and corporate debt maturity structure: Evidences from Indian firms. *Managerial and Decision Economics*, 42(7), 1754-1764.
- Ahiadorme, J. W., Gyeke-Dako, A., & Abor, J. Y. (2018). Debt holdings and investment cash flow sensitivity of listed firms. *International Journal of Emerging Markets*, 13(5), 943-958.
- Ai, X., Cunningham, L. M., Li, X., & Myers, L. A. (2021). How can small international accounting firms improve audit quality? The role of accounting associations and networks. *Available at SSRN 3406206*.
- Aksar, M., Hassan, S., Kayani, M., Khan, S., & Ahmed, T. (2022). Cash holding and investment efficiency nexus for financially distressed firms: The moderating role of corporate governance. *Management Science Letters*, 12(1), 67-74.
- Al-Amri, K., Al-Busaidi, M., & Akguc, S. (2015). Conservatism and corporate cash holdings: a risk prospective. *Investment management and financial innovations*, 12(1), 101-113.

- Alhassan, A., & Naka, A. (2020). Corporate future investments and stock liquidity: Evidence from emerging markets. *International review of economics & finance*, 65, 69-83.
- Ali, S., Liu, B., & Su, J. J. (2017). Corporate governance and stock liquidity dimensions: Panel evidence from pure order-driven Australian market. *International Review of Economics & Finance*, 50, 275-304.
- Al-Najjar, B., & Belghitar, Y. (2011). Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis. *Managerial and decision Economics*, 32(4), 231-241.
- Amess, K., Banerji, S., & Lampousis, A. (2015). Corporate cash holdings: Causes and consequences. *International Review of Financial Analysis*, 42, 421-433.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Liquidity and stock returns. *Financial Analysts Journal*, 42(3), 43-48.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (2012). Liquidity, the value of the firm, and corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(1), 17-32.
- Andres, C., Cumming, D., Karabiber, T., & Schweizer, D. (2014). Do markets anticipate capital structure decisions?—Feedback effects in equity liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 27, 133-156.
- Arora, R. K. (2019). Corporate cash holdings: An empirical investigation of Indian companies. *Global Business Review*, 20(4), 1088-1106.
- Asadia, A., Oladia, M., & Aghela, M. G. (2021). Evaluation of managerial overconfidence, cash holding, and investment efficiency in companies. *Journal of Mathematics*, 2021, 1-11.
- Bade, M., & Hirth, H. (2016). Liquidity cost vs. real investment efficiency. *Journal of Financial Markets*, 28, 70-90.
- Baldwin, C. Y., & Meyer, R. F. (1979). Liquidity preference under uncertainty: a model of dynamic investment in IL-liquid opportunities. *Journal of Financial Economics*, 7(4), 347-374.
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2011). Financial flexibility and the impact of the global financial crisis: Evidence from France. *International Journal of Managerial Finance*, 7(2), 179-216.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of finance*, 64(5), 1985-2021.
- Becker-Blease, J. R., & Paul, D. L. (2006). Stock liquidity and investment opportunities: Evidence from index additions. *Financial Management*, 35(3), 35-51.
- Benić, V., & Franić, I. (2008). Stock market liquidity: comparative analysis of Croatian and regional markets. *Financial theory and practice*, 32(4), 477-498.
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The journal of finance*, 52(4), 1411-1438.
- 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.
- Bigelli, M., Martín-Ugedo, J. F., & Sánchez-Vidal, F. J. (2014). Financial conservatism of private firms. *Journal of business research*, 67(11), 2419-2427.
- Brennan, M. J., & Subrahmanyam, A. (1996). Market micro structure and asset pricing: On the compensation for ill-liquidity in stock returns. *Journal of financial economics*, 41(3), 441-464.
- Cai, W., Zeng, C. C., Lee, E., & Ozkan, N. (2016). Do business groups affect corporate cash holdings? Evidence from a transition economy. *China Journal of Accounting Research*, 9(1), 1-24.
- Chen, C., Jin, Q., & Yuan, H. (2011). Agency problems and liquidity premium: Evidence from China's stock ownership reform. *International Review of Financial Analysis*, 20(2), 76-87.
- Chen, I. J., & Wang, B. Y. (2014, March). Corporate governance and cash holdings: Empirical evidence from an emerging market. *In 41st conference southwestern finance association, USA*.
- Chen, J. L., Jia, Z. T., & Sun, P. W. (2016). Real option component of cash holdings, business cycle, and stock returns. *International Review of Financial Analysis*, 45, 97-106.

- Cherkasova, V., & Kuzmin, E. (2018). Financial flexibility as an investment efficiency factor in Asian companies. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 20(2), 137-164.
- Cheung, W., Im, H. J., & Selvam, S. (2023). Stock liquidity and investment efficiency: Evidence from the split-share structure reform in China. *Emerging Markets Review*, 1-53. **Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=3966116>**
- Choi, H., & Suh, J. (2017). Investment financing: evidence from Korea. *Accounting & Finance*, 57, 147-184.
- Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2008). Liquidity and market efficiency. *Journal of financial Economics*, 87(2), 249-268.
- Chuan‘Chewie’Ang, T., Lam, F. E. C., Ma, T., Wang, S., & Wei, K. J. (2019). What is the real relationship between cash holdings and stock returns?. *International Review of Economics & Finance*, 64, 513-528.
- Correia, L. F., & Amaral, H. F. (2014). Determinants of Market Liquidity of Shares Traded on the BM&FBOVESPA. *Brazilian Business Review*, 11(6), 75-97.
- Cucic, D. (2021). *Corporate investment and cash holdings under financing shocks* (No. 182). Dan marks National bank Working Papers.
- Dang, V. A. (2011). Leverage, debt maturity and firm investment: An empirical analysis. *Journal of business finance & accounting*, 38(1-2), 225-258.
- Danso, A., Lartey, T., Fosu, S., Owusu-Agyei, S., & Uddin, M. (2019). Leverage and firm investment: the role of information asymmetry and growth. *International Journal of Accounting & Information Management*, 27(1), 56-73.
- Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *The Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269.
- Díaz, F., Frieder, L., & Martell, R. (2007). Capital Structure and Equity Liquidity: A Bi-directional Relationship. *Available at SSRN 970240*.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*, 83(3), 599-634.
- ElBannan, M. A. (2017). Stock market liquidity, family ownership, and capital structure choices in an emerging country. *Emerging Markets Review*, 33, 201-231.
- Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of corporate finance*, 39, 193-209.
- Farinha, J., Mateus, C., & Soares, N. (2018). Cash holdings and earnings quality: evidence from the Main and Alternative UK markets. *International Review of Financial Analysis*, 56, 238-252.
- Gomariz, M. F. C., & Ballesta, J. P. S. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of banking & finance*, 40, 494-506.
- Gopalan, R., Kadan, O., & Pevzner, M. (2012). Asset liquidity and stock liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(2), 333-364.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2-3), 187-243.
- Grossman, S. J., & Miller, M. H. (1988). Liquidity and market structure. *the Journal of Finance*, 43(3), 617-633.
- Haddad, F. S. (2012). Stock liquidity and capital structure: An empirical study on Amman Stock Exchange. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 47(4), 79-89.
- Hall, T., Mateus, C., & Mateus, I. B. (2014). What determines cash holdings at privately held and publicly traded firms? Evidence from 20 emerging markets. *International Review of Financial Analysis*, 33, 104-116.
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of financial economics*, 87(3), 535-555.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *the Journal of Finance*, 46(1), 297-355.

- Harris, M., & Raviv, A. (2017). Why do firms sit on cash? An asymmetric information approach. *The review of corporate finance studies*, 6(2), 141-173.
- Houcine, A. (2017). The effect of financial reporting quality on corporate investment efficiency: Evidence from the Tunisian stock market. *Research in International Business and Finance*, 42, 321-337.
- Hu, Y., Li, Y., & Zeng, J. (2019). Stock liquidity and corporate cash holdings. *Finance Research Letters*, 28, 416-422.
- Huang, K., Lao, B., & McPhee, G. (2017). Does stock liquidity affect accrual-based earnings management?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(3-4), 417-447.
- Huang, W., & Mazouz, K. (2018). Excess cash, trading continuity, and liquidity risk. *Journal of Corporate Finance*, 48, 275-291.
- Hugonnier, J., Malamud, S., & Morellec, E. (2015). Capital supply uncertainty, cash holdings, and investment. *The Review of Financial Studies*, 28(2), 391-445.
- Hossain, S., Monroe, G. S., Wilson, M., & Jubb, C. (2016). The effect of networked clients economic importance on audit quality. *Auditing: A journal of Practice & Theory*, 35(4), 79-103.
- Im, H. J., Oliver, B., & Park, H. (2022). The effect of stock liquidity on corporate cash holdings: The real investment motive. *International Review of Finance*, 22(3), 580-596.
- Iqbal, A., Raza, H., Aslam, M. F., & Mubeen, M. (2016). Impact of leverages on share price: Evidence from cement sector of Pakistan. *Industrial Engineering Letters*, 6(6), 44-48.
- Ivanchuk, N. (2004). Evaluating the Liquidity of Stocks using Transaction Data, book.
- Jawed, M. S., & Kotha, K. K. (2020). Stock liquidity and firm value: Evidence from a policy experiment in India. *International Review of Finance*, 20(1), 215-224.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jiang, F., Ma, Y., & Shi, B. (2017). Stock liquidity and dividend payouts. *Journal of Corporate finance*, 42, 295-314.
- Kahraman, B., & Tookes, H. E. (2017). Trader leverage and liquidity. *The Journal of Finance*, 72(4), 1567-1610.
- Kang, M., Khaksari, S., & Nam, K. (2018). Corporate investment, short-term return reversal, and stock liquidity. *Journal of Financial Markets*, 39, 68-83.
- Kang, M., Wang, W., & Eom, C. (2017). Corporate investment and stock liquidity: Evidence on the price impact of trade. *Review of Financial Economics*, 33(1), 1-11.
- Kantudu, A. S., & Umar, A. S. (2021). Free Cash Flow and Investment Efficiency of Listed Manufacturing Companies in Nigeria. *SEISENSE Journal of Management*, 4(4), 77-88.
- Kaushik, N., & Kumar, S. (2018). Leverage Effect on Earnings Management: Evidence from India. *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 17(4), 21-34.
- Khan, M. Y., & Jain, P. K. (2007). *Basic financial management*. Tata McGraw-Hill. Book.
- Kline, R. B. (2015). The mediation myth. *Basic and Applied Social Psychology*, 37(4), 202-213.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911-922.
- Krishnan, R., & Mishra, V. (2013). Intraday liquidity patterns in Indian stock market. *Journal of Asian Economics*, 28, 99-114.
- Kuzucu, N. (2021). Causality relationship between stock liquidity and corporate cash holdings. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 17(1), 102-114.
- Ling, X., & Wu, W. (2022). Leverage and investment efficiency: Evidence from China's deleveraging policy. *Finance Research Letters*, 47, 102629.
- Lipson, M. L., & Mortal, S. (2009). Liquidity and capital structure. *Journal of financial markets*, 12(4), 611-644.

- Liu, Q., & Tian, G. (2012). Controlling shareholder, expropriations and firm's leverage decision: Evidence from Chinese Non-tradable share reform. *Journal of Corporate finance*, 18(4), 782-803.
- Liu, X. (2018). Financial leverage, growth and investment efficiency. In *2018 4th International Conference on Economics, Management and Humanities Science (ECOMHS 2018)*. 6-73.
- López-de-Foronda, Ó., López-de-Silanes, F., López-Iturriaga, F. J., & Santamaría-Mariscal, M. (2019). Overinvestment, leverage and financial system liquidity: A challenging approach. *BRQ Business Research Quarterly*, 22(2), 96-104.
- Ma, C. A., & Jin, Y. (2016). What drives the relationship between financial flexibility and firm performance: Investment scale or investment efficiency? Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(9), 2043-2055.
- Machokoto, M., Areneke, G., & Nyangara, D. (2021). Financial conservatism, firm value and international business risk: Evidence from emerging economies around the global financial crisis. *International Journal of Finance & Economics*, 26(3), 4590-4608.
- Manoel, A. A. S., & Moraes, M. B. D. C. (2022). Accounting conservatism and corporate cash levels: Empirical evidence from Latin America. *Corporate Governance: An International Review*, 30(3), 335-353.
- Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity. *Financial management*, 39(4), 1339-1365.
- Marsh, W. B., Rodziewicz, D., & Chelluri, K. (2020). Corporate Leverage and Investment. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review (USA)*, 105(1), 37-55.
- Minton, B. A., & Wruck, K. H. (2001). Financial conservatism: Evidence on capital structure from low leverage firms. *Available at SSRN 269608*.
- Mikkelson, W. H., & Partch, M. M. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance?. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(2), 275-294.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Momenbeigi, S., & Sohrabi, S. (2015). Investigating the Effect of Liquidity on the Capital Structure of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *J. Appl. Environ. Biol. Sci*, 4(5S), 180-184.
- Myers, C. S. (2012). *Shell shock in France, 1914-1918: Based on a war diary*. Cambridge University Press. Book.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Nadarajah, S., Duong, H. N., Ali, S., Liu, B., & Huang, A. (2021). Stock liquidity and default risk around the world. *Journal of financial markets*, 55, 100597.
- Nalarreason, K. M., Sutrisno, T., & Mardiaty, E. (2019). Impact of leverage and firm size on earnings management in Indonesia. *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding*, 6(1), 19-24.
- Nassar, S. (2016). Investigate the factors affecting share liquidity: Evidence from Istanbul stock exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(6), 71-77.
- Ngoc Thach, N., & Quynh, N. T. N. (2022). Impact of Financial Leverage on Investment Decision: Case of Enterprises Listed on Ho Chi Minh Stock Exchange (Hose) in Vietnam. In *Financial Econometrics: Bayesian Analysis, Quantum Uncertainty, and Related Topics* (pp. 285-296). Cham: Springer International Publishing.
- Nyborg, K. G., & Wang, Z. (2021). The effect of stock liquidity on cash holdings: The repurchase motive. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 905-927.
- Oliveira, R. L., & Kayo, E. K. (2019). Leverage and investment opportunities: the effect on high growth firms. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31, 302-317.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.

- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of banking & finance*, 28(9), 2103-2134.
- Palazzo, B. (2012). Cash holdings, risk, and expected returns. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 162-185.
- Phan, H. V., Nguyen, N. H., Nguyen, H. T., & Hegde, S. (2019). Policy uncertainty and firm cash holdings. *Journal of Business Research*, 95, 71-82.
- Post, T., & Levy, H. (2005). Does risk seeking drive stock prices? A stochastic dominance analysis of aggregate investor preferences and beliefs. *The Review of Financial Studies*, 18(3), 925-953.
- Prommin, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2014). The effect of corporate governance on stock liquidity: The case of Thailand. *International Review of Economics & Finance*, 32, 132-142.
- Quah, H., Haman, J., & Naidu, D. (2021). The effect of stock liquidity on investment efficiency under financing constraints and asymmetric information: Evidence from the United States. *Accounting & Finance*, 61, 2109-2150.
- Rahman, A., & Rajib, P. (2018). Index revisions, stock liquidity and the cost of equity capital. *Global Business Review*, 19(4), 1072-1089.
- Ratny, S., Fonseka, M. M., & Tian, G. L. (2019). Access to external financing and firm investment efficiency: Evidence from China. *The Journal of Developing Areas*, 53(2), Project MUSE, [doi:10.1353/jda.2019.0024](https://doi.org/10.1353/jda.2019.0024).
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. *The bell journal of economics*, 23-40.
- Sajid, M., Mahmood, A., & Sabir, H. M. (2016). Does financial leverage influence investment decisions? Empirical evidence from KSE-30 index of Pakistan. *Asian Journal of Economic Modelling*, 4(2), 82-89.
- Sharma, P., & Paul, S. (2015). Does liquidity determine capital structure? Evidence from India. *Global Business Review*, 16(1), 84-95.
- Sher, G. (2014). Cashing in for growth: Corporate cash holdings as an opportunity for investment in Japan. International monetary fund. IMF Working Papers.
- Siddiqua, G. A., ur Rehman, A., & Hussain, S. (2019). Asymmetric targeting of corporate cash holdings and financial constraints in Pakistani firms. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 26(1), 76-97.
- Simutin, M. (2010). Excess cash and stock returns. *Financial Management*, 39(3), 1197-1222.
- Strebulaev, I. A., & Yang, B. (2013). The mystery of zero-leverage firms. *Journal of financial Economics*, 109(1), 1-23.
- Tariverdi, Y., & Keivanfar, M. (2017). The Effect of Financial Constraints on Relationship between Financial Reporting Quality and Investment Inefficiency. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(5), 161-168.
- 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.
- Udomsirikul, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2011). Liquidity and capital structure: The case of Thailand. *Journal of Multinational Financial Management*, 21(2), 106-117.
- Vo, X. V. (2018). Foreign ownership and corporate cash holdings in emerging markets. *International Review of Finance*, 18(2), 297-303.
- Wardhani, R., & Anggraenni, M. D. (2017). The effect of leverage and IFRS convergence on earnings management through real activities manipulation in Asia. *Asian Journal of Business and Accounting*, 10(1), 87-125.
- Xiong, J. (2016). Stock Liquidity and Firm Investment—Evidence from Chinese Listed Companies. *Journal of business theory and practice*, 4(1), 2329-2644.
- Yang, X., Han, L., Li, W., Yin, X., & Tian, L. (2017). Monetary policy, cash holding and corporate investment: Evidence from China. *China Economic Review*, 46, 110-122.

- Zeng, A. (2011). Financial conservatism and firms' financing and investment behaviors during the global financial crisis— evidence from listed Chinese companies. **In *International Conference on Economics and Finance Research (IPEDR)***, (4), 166-170.
- Zhang, S., & Gregoriou, A. (2019). Initial bank loans, zero-leverage firms and stock market liquidity: New empirical evidence from the UK. ***Journal of Economic Studies***, 46(5), 1028-1051.
- Ziline, C., Gao, K., & Huang, W. (2020). Stock liquidity and excess leverage. ***Finance Research Letters***, 32, 101178.

Measuring the Impact of Financial Conservatism on Stocks Liquidity and its Impact on Investment Efficiency: An Empirical Study on Egyptian Companies Listed on Egyptian Stock Exchange

Doaa Hussien Reyad Hussien

Assistant Lecturer in Accounting Department
Faculty of Commerce
Cairo University

Doaa_hussein_reyad@foc.cu.edu.eg

Medhat Abdel Rasheed Salem

Professor of Accounting
Faculty of Commerce
Cairo University

Mohamed Hamdy Awad

Lecturer of Accounting
Faculty of Commerce
Cairo University

Abstract

This research aims to measure the impact of financial conservatism on investment efficiency on the one hand, and to study the impact of financial conservatism on investment efficiency through stock liquidity as a mediating variable for the relationship on the other hand. In order to achieve this goal, an empirical study was conducted on a sample of 80 companies listed on the Egyptian Stock Exchange, during the period from 2012 to 2021, with a total number of (800) observation, and the researcher relied on the Path Analysis method to test the validity of the hypotheses. The results of the research showed that there is a significant positive effect for the companies' use of financial conservatism policies on the stocks liquidity, and there is a significant positive effect for the stocks liquidity on investment efficiency, in addition to there is a significant positive effect for the companies' use of financial conservatism policies on the investment efficiency through the stocks liquidity (full mediation).

Keywords

Financial conservatism, Stock Liquidity, Investment Efficiency.