

أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار
(دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المصرية)

إعداد

أ/ أحمد ياسر جعفر شلبي

باحث دكتوراه

٢٠٢٤

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار في الشركات المصرية. ولتحقيق هذا الهدف اعتمد الباحث على عينة من الشركات المساهمة غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية مكونة من ١٠٠ شركة بعدد (٥٠٠ مشاهدة) خلال الفترة من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠٢٢. توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر معنوي سالب بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار، وهذا يعني أن احتفاظ الشركة بالنقدية بشكل مفرط قد يؤدي إلى انخفاض كفاءة الاستثمار، مما يعيق نمو الشركة ويقلل من عائداتها على المدى الطويل.

الكلمات الدالة: مستوى الاحتفاظ بالنقدية، كفاءة الاستثمار، نمو الشركة.

(Abstract):

This study aims to test the effect of cash holding level on investment efficiency in Egyptian companies. To achieve this goal, the researcher relied on a sample of non-financial joint-stock companies registered on the Egyptian Stock Exchange, consisting of 100 companies with a number of (500 observations) during the period from 2018 to 2022. The results of the study concluded that there is a negative moral effect between cash holding level on investment efficiency, and this It means that the firm's excessive retention of cash may lead to low investment efficiency, which hinders the firm's growth and reduces its returns in the long term.

Keywords: Cash Holding Level, Investment Efficiency, Firm's Growth.

القسم الأول

الإطار العام للدراسة

أولاً: مقدمة ومشكلة الدراسة:

يتجه أغلب المستثمرين إلى أسواق الأوراق المالية لاستثمار أموالهم وفوائض تدفقاتهم النقدية وذلك لإيمانهم أن الاستثمار في الأوراق المالية يحقق مزايا أهمها الأمان من أن الورقة المالية جيدة وإلا لما أدرجت في البورصة، السيولة الدائمة للورقة المالية (إمكانية البيع والشراء في أية لحظة)، والعدالة من أن المستثمرين جميعهم يحصلون على المعلومات نفسها المتعلقة بالأوراق المالية المدرجة، لذلك يجب على المستثمر أولاً أن يدرك حجم المخاطر المحيطة بعملية الاستثمار والعوائد المتوقعة وبالتالي تحقيق أعلى عائد على هذه الاستثمارات.

ولا تقتصر أهمية الاستثمار على كمية أو مبلغ الاستثمار فحسب، بل على كفاءة الاستثمار *Investment Efficiency* والتي تشير إلى قيام الشركات بالاستثمار في المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة (Biddle et al., 2009; Majeed et al., 2018) كما تعتمد قرارات الاستثمار على التوقعات الخاصة بالمنافع من الاستثمار، والتي بدورها تتطلب معلومات محاسبية ذات جودة عالية تدعمها، وتمثل مصدر المعلومات الرئيسي لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة (Rad et al., 2016; Kouki, 2018).

ويرتبط القرار الاستثماري لإدارات الشركات بجودة المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية، وما يساهم به هذا المحتوى في الحد من عدم تماثل المعلومات، والحد من مشكلة الاختيار المعاكس، وإظهار الفرص الاستثمارية أمام الشركات بشكل أكثر وضوحاً، الأمر الذي يحسن من الاختيار بين المشروعات، ويمكن من الوصول لخيارات أفضل للاستثمار، تساهم في خفض تكلفة التمويل، مما يسهل للشركات تمويل المشاريع الاستثمارية، تُعد جودة التقارير المالية، وما توصله من معلومات محاسبية محدداً هاماً، وأساساً أفضل نحو تحقيق المستوي الأمثل للاستثمار، وتؤثر إيجاباً على كفاءة الاستثمار (Linhares et al., 2018).

ويمكن القول أن علاقة مشاكل الوكالة بالاحتفاظ بالنقدية تعتبر علاقة تبادلية، فالإفراط في الاحتفاظ بالنقدية قد يكون بسبب حالة تعاني منها الشركة وهي مشاكل الوكالة الناتجة عن صراعات الوكالة. كما أن الاحتفاظ بالمزيد من النقدية قد يترتب عليه زيادة مشاكل وتكاليف الوكالة أيضاً عند إساءة استخدام المديرين للموارد النقدية.

وعند الربط بين محددات ودوافع الاحتفاظ بالنقدية بقدرة الشركة على تحقيق كفاءة الاستثمار نجد دوافع وقائية للاحتفاظ بالمستوى الأمثل للنقدية تتبع من رغبة الشركات في اقتناص الفرص الاستثمارية المتاحة وتحقيق مستوى الاستثمار الأمثل الذي تتحقق عنده كفاءة الاستثمار. بينما على النقيض، قد يحتفظ المديرين بما يزيد عن المستوى الأمثل للنقدية انطلاقاً من دوافع الوكالة التي تعبر عن وجود سلوكيات انتهازية للمديرين بشأن الاحتفاظ بالنقدية تؤثر على قرارات الاستثمار وتؤدي للإفراط الاستثماري الذي يمثل أحد أشكال عدم الكفاءة الاستثمارية، بما يضر قيمة الشركة. وقد تحتفظ الشركة بمستوى أقل من المستوى الأمثل للنقدية بسبب تأثير العديد من المحددات مثل ضعف التدفقات النقدية، ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي. الأمر الذي يؤدي للشكل الثاني من أشكال عدم الكفاءة الاستثمارية (عبد الحميد، ٢٠١٩).

ومن الناحية التطبيقية يلاحظ الباحث من خلال استقراء نتائج الدراسات السابقة التي اهتمت باختبار العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار أن البعض منها، دراسات (Shiau et al., 2018 & Koo and Maeng, 2018 & Thuy, et al., 2019 & Cucic, 2020) توصل إلى أن وجود مستويات مرتفعة من النقدية المحتفظ بها تزيد من كفاءة الاستثمار. وفي نفس السياق، أشارت دراسة (Gulzani, 2017) إلى أن الشركات الأكثر احتفاظاً بالنقدية أكثر أماناً من غيرها من الشركات لأنها تسيطر بشكل كبير على مخاطر السيولة، كما يمكن للمتعاملين على أسهم تلك الشركات تحقيق عوائد أكبر من الشركات الأخرى من خلال التعرف على المعلومات الخاصة بالنقدية المحتفظ بها، وعلى النقيض أشارت دراسة (Tawiah and Keefe, 2020) إلى أن الشركات تحتفظ بالنقدية لأسباب احترازية نتيجة وجود صدمات مالية خارجية، حيث تمثل جائحة كورونا صدمة خارجية كبيرة للأنشطة الاقتصادية. وقد كانت الصدمة مفاجئة وتعطلت العديد من العمليات التجارية، مما أدى إلى انخفاض

الإيرادات والتدفقات النقدية. وترتب على ذلك، أن الشركات خفضت الأموال المخصصة للاستثمارات، لأن الشركات تركز على زيادة مدخراتها الاحترازية، وهو ما يسمى بفكرة (الاحتفاظ بالنقدية الاحترازية)، حيث أثرت جائحة كورونا على حجم استثمارات الشركات، من خلال عدم وجود نقدية محتفظ بها لتوجيهها للإنفاق الاستثماري، حيث انخفض مستوى الإنفاق الاستثماري خلال جائحة كورونا.

وبالتالي، يتضح أن هناك تناقضاً في الأدلة البحثية حول العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار. لذا ستسعى الدراسة الحالية إلى اختبار تلك العلاقة في سوق الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية لسد الفجوة البحثية الخاصة باختبار هذه العلاقة في الدول النامية ذات الأسواق المالية الأقل تطوراً مقارنة بالدول المتقدمة ذات الأسواق المالية المتطورة. لذا تسهم هذه الدراسة في دراسة أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة المصرية، وبناء على ما سبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة في محاولة الباحث الإجابة على السؤال التالي: ما هو أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار في البيئة المصرية؟

ثانياً: هدف الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة، تهدف هذه الدراسة اختبار أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة المصرية.

ثالثاً: أهمية الدراسة:

ترجع أهمية الدراسة إلى عدة عوامل واعتبارات، لعل من أهمها ما يلي:

١- ندرة الدراسات التي اهتمت بدراسة أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار في البيئة العربية بوجه عام، وفي البيئة المصرية بوجه خاص (وذلك في حدود علم الباحث).

٢- يمكن لهذه الدراسة أن تسهم في تحسين إدراك الشركات لأهمية الاحتفاظ بالنقدية من خلال الحكم على دورها في التأثير على كفاءة الاستثمار، مما يؤدي إلى الحفاظ على المستثمرين الحاليين وجذب مستثمرين جدد.

٣- يمكن لهذه الدراسة إضافة بعض الدوافع والنظريات المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية في سوق الأوراق المالية.

رابعاً: خطة الدراسة:

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

القسم الأول: الإطار العام للدراسة.

القسم الثاني: الدراسات السابقة واشتقاق فرض الدراسة.

القسم الثالث: الإطار النظري للدراسة.

القسم الرابع: الدراسة التطبيقية.

المراجع

القسم الثاني

الدراسات السابقة واشتقاق فرض الدراسة

يتناول الباحث بعض الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة

الاستثمار، وذلك على النحو التالي:

(١) دراسة (Sheu and Lee, 2012) بعنوان:

Excess cash holdings and investment: the moderating roles of financial constraints and managerial entrenchment

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية الزائدة وسلوك الاستثمار، وكذلك الدور

المعتدل للقيود المالية والتحسين الإداري على هذه العلاقة بالتطبيق على الشركات التايوانية.

لتحقيق هدف الدراسة اعتمد الباحثان على عينة مكونة (٢٥٩٦) مشاهدة من الشركات غير المالية

المدرجة في تايوان خلال الفترة من عام ٢٠٠٠ حتى عام ٢٠٠٦، وقد ركزت هذه الدراسة على استخدام

نوعين من الإنفاق الاستثماري، وهما: الإنفاق الرأسمالي، ونفقات البحوث والتطوير، وتم تطوير مؤشر

للتحسين الإداري، وكذلك تم جمع البيانات الخاصة بحوكمة الشركات وبيانات الشركة الأخرى من قاعدة

بيانات مجلة Taiwan Economic Journal

توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية الزائدة والإنفاق الرأسمالي بالنسبة للشركات المقيدة مالياً وكذلك الشركات التي تتمتع بالتحسين الإداري.

(٢) دراسة (Zhou, 2014) بعنوان:

Financial Crisis, Excess Cash Holding and Corporate Investment: Based on the Perspective of Governance and Risk Perception

اختبرت الدراسة تأثير النقدية الزائدة للشركة على استثمار الشركة قبل وبعد الأزمة المالية من خلال الاعتماد على الأصول النقدية الزائدة وحوكمة الشركات وتحديد المخاطر، من أجل استكشاف ما إذا كان الفائض النقدي له تأثيرات تحوط مختلفة على استثمارات الشركة أثناء الازمات.

لتحقيق هدف الدراسة اعتمد الباحث على عينة مكونة من (٣٧٣٦) مشاهدة ربع سنوية لشركات التصنيع الصينية المدرجة خلال الفترة ما بين ١ يوليو ٢٠٠٧ و ٣٠ يونيو ٢٠٠٩ من أجل تقسيم هذه الفترة بالتساوي إلى فترات ما قبل الأزمة وما بعدها، حيث تم البيانات المطلوبة من قاعدة بيانات CSMAR.

تشير نتائج الدراسة إلى وجود أثر سالب للأزمة المالية على استثمارات الشركة، كذلك أشارت النتائج إلى أن الفائض النقدي للشركة قد يقلل من التأثير السلبي للأزمة المالية على استثمارات الشركة، وهو ما يشير إلى أنه يجب على الشركات المدرجة اتخاذ قرارات علمية بشأن الاحتفاظ بالنقدية، والتعرف على الدوافع الحقيقية للمديرين للاحتفاظ بالنقدية الزائدة من أجل الاستفادة الكاملة من الأصول النقدية للشركات أثناء الأزمات المالية.

(٣) دراسة (Kiani and Moghri, 2017) بعنوان:

Evaluating a relationship between cash holding and overinvestment in the listed companies in Tehran Stock Exchange

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والاستثمارات المفرطة في الشركات المدرجة في بورصة طهران.

لتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من (٣٣١) شركة من الشركات المدرجة في بورصة طهران خلال الفترة من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٣.

تشير نتائج الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الاحتفاظ بالنقدية والاستثمار المفرط للشركات المدرجة في بورصة طهران.

(٤) دراسة (Shiau et al., 2018) بعنوان:

The Cash Holdings and Corporate Investment Surrounding Financial Crisis: The Cases of China and Taiwan

استهدفت هذه الدراسة تقييم تأثير الأزمة المالية على الاحتفاظ بالنقدية، واستثمارات الشركات، وحساسية التدفق النقدي للاستثمار لشركات من الصين وتايوان.

لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على عينة مكونة من ١٥٦٣٦ مشاهدة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في تايوان و ٢٤٩٦٨ مشاهدة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في الصين خلال الفترة من ٢٠٠١ حتى ٢٠١٤.

تشير النتائج إلى أن الشركات الصينية لم تتأثر بالأزمة المالية ويرجع ذلك إلى امتلاكها المزيد من السيولة والنقدية المحتفظ بها وكذلك كفاءة رأس المال العامل. كما تشير النتائج أن الشركات التايوانية تزيد من حيازتها النقدية من خلال تطوير نفقاتها الرأسمالية ورأس المال العامل. بالإضافة إلى ما سبق، حققت الصين نمواً اقتصادياً قوياً في العقود الأخيرة على الرغم من أن الأزمة المالية قد أدخلت قوة سلبية على الأسواق العالمية.

(٥) دراسة (Koo and Maeng, 2018) بعنوان:

Investment Opportunities and Cash Holdings of Firms: An Empirical Study on Korean Firms

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين فرص الاستثمار والاحتفاظ بالنقدية في كوريا.

لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على عينة مكونة من ٨٩٨ شركة من الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية وسوق KOSDAQ في كوريا خلال الفترة من ١٩٩٩ حتى ٢٠١٤.

تشير النتائج إلى أن الشركات قررت الاحتفاظ بالنقدية استجابة لزيادة التدفق النقدي عندما لا يكون لديها فرص استثمارية جيدة ويرجع هذا إلى الدافع التحوطي بسبب القيود المالية، وعدم التأكد، ومشاكل الوكالة.

(٦) دراسة (Thuy, et al., 2019) بعنوان:

Listed Cash Holdings and Investment Levels: An Empirical Study from Companies on Viet Nam's Stock Exchange

استهدفت الدراسة اختبار أثر الاحتفاظ بالنقدية على مستوى الاستثمار للشركات المدرجة في بورصة فيتنام للأوراق المالية.

لتحقيق هدف الدراسة اعتمد الباحث على عينة مكونة من (٤١٠) شركة مدرجة في بورصة فيتنام للأوراق المالية خلال الفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٦.

تظهر النتائج أن الاحتفاظ بالنقدية له تأثير موجب على مستويات الاستثمار، فكلما زاد الاحتفاظ بالنقدية، زاد مستوى الاستثمار.

(٧) دراسة (عبد الحميد، ٢٠١٩) بعنوان:

دراسة تحليلية للعلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار بهدف تعظيم قيمة المنشأة

استهدف البحث استكشاف محددات الاحتفاظ بالنقدية وعلاقة القرارات المالية للشركة بقرارات الاستثمار، وكذلك الربط بين قرارات الاحتفاظ بالنقدية وقدرة الشركة على تحقيق كفاءة الاستثمار بهدف الوصول إلى تعظيم قيمة الشركة.

لتحقيق هدف البحث اعتمدت الدراسة على التأصيل النظري لأدبيات المحاسبة وتحليل الدراسات السابقة حول العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار أو قيمة الشركة.

توصلت نتائج الدراسة للعديد من المحددات ذات العلاقة بالتأثير في مستوى الاحتفاظ بالنقدية، كذلك توصلت بضرورة الاهتمام ليس فقط بمستوى الاحتفاظ بالنقدية، ولكن بالبحث حول مردود الاحتفاظ بالنقدية بهذا المستوى من النقدية وانعكاسه على كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة، حيث قد يشير ارتفاع

مستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى تمتع الشركة بفرص استثمارية ومعدلات نمو مرتفعة ينبغي العمل على اقتناصها ومن ثم يتحقق كفاءة الاستثمار وتزيد قيمة الشركة. وفي اتجاه معاكس، قد يستغل المديرون هذه النقدية في اتخاذ قرارات استثمارية غير رشيدة لتحقيق منافع خاصة على حساب كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة.

(٨) دراسة (Cucic, 2020) بعنوان:

under Financing Shocks Corporate Investment and Cash Holdings

استهدفت هذه الدراسة دراسة مدى حماية الممتلكات النقدية للشركات من العواقب السلبية للصدمات على تكلفة الاقتراض من خلال تطوير نموذجاً لاستثمار الشركات وقرارات التمويل. لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على عينة مكونة من ١٩٠١٨٤ مشاهدة من الشركات المدرجة في بورصة مقدونيا خلال الفترة من ١٩٨٠ حتى ٢٠١٥. تشير نتائج الدراسة إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يساعد الشركات على الحفاظ على الاستثمار عندما يصبح تكلفة الحصول على الديون مكلفاً جداً أو مقيداً في ظل الصدمات المالية العالمية التي تتعرض لها الشركات.

(٩) دراسة (Joseph et al., 2021) بعنوان:

All You Need Is Cash: Corporate Cash Holdings and Investment after the Global Financial Crisis

استهدفت الدراسة اختبار ما إذا كان الوضع النقدي (الاحتفاظ بالنقدية) قبل الأزمة لشركات مالية صغيرة أو متوسطة الحجم مقارنة بمنافسيها في نوع الصناعة هو مؤشر قوي على الاستثمار طويل الأجل بعد حدوث الأزمة المالية.

لتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من (١٥٥٩١٣) مشاهدة من الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم خلال الفترة من عام ٢٠٠١ حتى عام ٢٠٠٧ (قبل الأزمة العالمية)، وعينة مكونة من (٢٣٢١٥٧) مشاهدة من الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم خلال الفترة من عام ٢٠٠٧ حتى عام ٢٠١٤ (أثناء الأزمة العالمية)، حيث تم الحصول على هذه البيانات من قاعدة بيانات FAME وهي

مجموعة فرعية من مجموعات بيانات Amadeus (الشركات الأوروبية) و Orbis (الشركات العالمية) الأكثر استخداماً التي يكون فيها الغالبية العظمى من الشركات في FAME هي شركات صغيرة ومتوسطة الحجم (SMEs) مملوكة للقطاع الخاص. وبالتالي، تسمح لنا مجموعة بيانات FAME بدراسة سلوك الاستثمار في فترة ما بعد الأزمة للشركات الصغيرة والمتوسطة.

أظهرت النتائج أن الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم قد تحتفظ بالنقدية في حالة حدوث أزمات مالية إما من خلال الحظ المطلق أو الإدارة النقدية الحكيمة، ولكن ليس بالضرورة لأنها شركات أكثر ربحية أو إنتاجية، كذلك إذا كانت الشركات الصغيرة والمتوسطة في الحجم ذات إنتاجية عالية ومعدل احتفاظ بالنقدية منخفض غير قادرة على اللحاق بمنافسيها في الصناعة ذات الإنتاجية المنخفضة ومعدل احتفاظ بالنقدية مرتفع، مما قد يؤدي إلى اضطرابات مستمرة في التخصيص الفعال لرأس المال.

(١٠) دراسة (Asadia et al., 2021) بعنوان:

Evaluation of Managerial Overconfidence, Cash Holding, and Investment Efficiency in Companies

استهدفت الدراسة الحالية اختبار العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار، وكذلك اختبار الدور الوسيط للثقة الإدارية المفرطة على هذه العلاقة في الشركات الإيرانية. لتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من (٩١) من الشركات غير المالية المدرجة في بورصة طهران بعد استبعاد البنوك والتأمين وصناديق التقاعد وشركات الوساطة خلال الفترة من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٨، حيث تم إجراء نماذج انحدار متعددة لاختبار فرضيات الدراسة بناء على مجموعة من البيانات المجمعة ذات التأثير الثابت. تشير النتائج إلى وجود علاقة موجبة بين الثقة الإدارية المفرطة والاحتفاظ بالنقدية. كما تشير إلى وجود تأثير سالب للاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار، وأخيراً هناك تأثير معتدل معنوي للثقة الإدارية المفرطة على العلاقة الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار.

(١١) دراسة (Dao, 2021) بعنوان:

Cash Holdings and Over-Investments during COVID 19 Pandemic: The Evidence from Vietnam

استهدفت الدراسة اختبار تأثير جائحة COVID 19 على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والاستثمار المفرط بالتطبيق على الشركات الفيتنامية. كما تقوم الدراسة أيضًا بإجراء مقارنة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية لشركات الاستثمار المفرط ومستوى الاحتفاظ بالنقدية لشركات الاستثمار غير المفرط خلال جائحة كوفيد ١٩.

لتحقيق هدف الدراسة اعتمد الباحث على عينة مكونة من (٧١٧) شركة، أي (٢٨٦٨ مشاهدة) من الشركات غير المالية المدرجة في اثنين من أسواق الاوراق المالية في فيتنام هما HOSE & HNX خلال الفترة من عام ٢٠١٧ حتى عام ٢٠٢٠.

تشير نتائج الدراسة إلى ان الشركات تميل إلى الاحتفاظ بالنقدية وتقليل الاستثمارات المفرطة أثناء جائحة كوفيد ١٩، وهذا يتفق مع نظرية الدافع الوقائي، أي أن هناك علاقة سالبة بين الاحتفاظ بالنقدية والاستثمار المفرط أثناء جائحة كورونا.

(١٢) دراسة (مطووع، ٢٠٢١) بعنوان:

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

استهدفت الدراسة قياس العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية وكفاءة الاستثمار، وأثر القيود المالية كمتغير محفز على هذه العلاقة، وفي سبيل تحقيق هذا الهدف اختبرت الدراسة تأثير الاحتفاظ بالأصول النقدية على كفاءة الاستثمار في الشركات المدرجة بالبورصة السعودية، وكذلك الأثر التفاعلي للاحتفاظ بالأصول النقدية والقيود المالية على كفاءة الاستثمار.

لتحقيق هدف الدراسة اعتمد الباحث على عينة مكونة من (١٤٩) شركة (١٠٤٢ مشاهدة) تتداول أسهمها في بورصة الأوراق المالية السعودية خلال الفترة من عام ٢٠١٢ حتى عام ٢٠١٨، وقد تم اختبار فرضي الدراسة اعتماداً على أسلوب الانحدار المتعدد التفاعلي لسلسلة زمنية من المتغيرات Moderated Panel Regression Analysis.

توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر موجب للاحتفاظ بفائض من الأصول النقدية على كفاءة الاستثمار، حيث أن الاحتفاظ بالأصول النقدية يتيح للشركة الاستجابة السريعة لأي فرص استثمارية متاحة ويجنبها التكاليف المرتبطة بالحصول على مصادر تمويل خارجية، وكذلك وجود أثر سالب للقيود المالية على كفاءة الاستثمار، أي أن القيود المالية تحد من كفاءة الاستثمار، كذلك أشارت النتائج إلى وجود دور محفز للقيود المالية على العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية وكفاءة الاستثمار. كما توصلت الدراسة إلى زيادة أهمية الاحتفاظ بالأصول النقدية لدعم الاستثمار في الشركات المقيدة مالياً عن الشركات غير المقيدة.

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

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

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

لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار.

وفي ضوء الاستعراض السابق للدراسات السابقة في مجال دراسة أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار، يمكن للباحث التوصل إلى ما يلي:

- ١- أن معظم هذه الدراسات وما توصلت إليها من نتائج أجريت في بيئات مختلفة عن البيئة المصرية مثل (الصين، باكستان ، إندونيسيا، تركيا، الأردن، ...).
- ٢- علي الرغم من اهتمام العديد من الدراسات الأجنبية بموضوع البحث إلا أن هناك ندرة في الدراسات العربية والتي تناولت تأثير مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار (علي حد علم الباحث).
- ٣- يلاحظ الباحث وجود تعارض في النتائج التي تناولت العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار، حيث تشير النتائج أن الاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية يساعد على زيادة مستويات الاستثمار في الشركات.

القسم الثالث

الإطار النظري للدراسة

يتمثل الإطار النظري للدراسة في العناصر التالية:

أولاً: مفهوم كفاءة الاستثمار:

ترتبط كفاءة الاستثمار بصافي القيمة الحالية الموجبة للمشروع، وهذا يعني أن الانحراف عن المستوي الأمثل المتوقع للاستثمار يؤدي إلى انخفاض في كفاءة الاستثمار، فيمكن أن تكون عدم كفاءة الاستثمار باستثمار أكثر من اللازم أي في شكل استثمار مفرط، مما يعني الاستثمار في مشروعات صافي القيمة الحالية لها تكون سالبة، وعلى الجانب الآخر يمكن أن تكون عدم كفاءة الاستثمار باستثمار أقل من اللازم أي في شكل استثمار ناقص، مما يعني رفض الاستثمار في مشروعات بالرغم من أن صافي القيمة الحالية لها موجبة (عفيفي وعبد الرحمن، ٢٠٢٤).

وعرف (Biddle et al., 2009) كفاءة الاستثمار على أنها تنفيذ الشركة لمشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة، وهذا يعني أن عدم كفاءة الاستثمار تتحقق في حالة الإفراط في الاستثمار، أي اختيار مشروعات لها صافي قيمة حالية سالبة، أو نقص الاستثمار، أي عدم اختيار مشروعات لها صافي قيمة حالية موجبة. كما عرفها (Knetsch, 2020) على أنها قيام الشركة بتنفيذ المشاريع التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة، وذلك بافتراض عدم وجود قيود سوقية مثل: الخطر الأخلاقي، والاختيار العكسي، ولكن في ظل وجود تلك المشاكل قد تحقق عدم كفاءة الاستثمار وذلك بوجود ما يسمى (الإفراط في الاستثمار أو النقص في الاستثمار).

وفي نفس السياق يرى (Bimo et al., 2022) أن كفاءة الاستثمار تتحقق عندما يكون للاستثمار صافي قيمة حالية موجبة، وعلى العكس من ذلك يقال بأن الاستثمار غير كفؤ عندما يكون هناك فرط في الاستثمار أو نقص في الاستثمار، مما يشير إلى أن الاستثمار يتجاوز أو يقل عن القيمة المثلى

ثانياً: أبعاد عدم كفاءة الاستثمار:

اتفق الأدب المحاسبي على وجود بُعدين لعدم كفاءة الاستثمار، حيث يتمثل البُعد الأول في الإفراط في الاستثمار (Over-investment)، وذلك عند تنفيذ الشركات لمشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة. والبُعد الثاني في النقص في الاستثمار (Under-investment)، وذلك عند عزوف الشركات عن تنفيذ مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة، وذلك كما يلي (مرقص، ٢٠٢٢؛ عطية، ٢٠٢٣؛ Bimo, et al., 2022):

- **الإفراط في الاستثمار (Over-Investment):** يحدث عندما يرتفع حجم الاستثمار الفعلي عن حجم الاستثمار المتوقع، أو وجود استثمار أكثر من اللازم على الرغم من ضعف الفرص الاستثمارية بما يعني الاستثمار في مشروعات غير مربحة، إلا أنه قد يحقق مصالح ذاتية للمديرين دون مراعاة مصالح المساهمين، مثل: (الحصول على علاوات إضافية لتعظيم ثروة الوكلاء على حساب باقي أصحاب المصالح)، بما قد يؤدي إلى إهدار موارد الشركة في مشروعات غير مربحة.

▪ **النقص في الاستثمار (Under-Investment):** يحدث عندما ينخفض حجم الاستثمار الفعلي عن الاستثمار المتوقع، أو وجود استثمار أقل من اللازم والذي يعنى قيام إدارة الشركة بالتخلي عن بعض الفرص الاستثمارية المربحة، وذلك بسبب وجود مشاكل الوكالة.

ثالثاً: النظريات المرتبطة بكفاءة الاستثمار:

يستعرض الباحث بعض النظريات المرتبطة بكفاءة الاستثمار، وذلك كما يلي:

١- نظرية الوكالة:

أوضحت نظرية الوكالة أن هدف الشركة هو الوصول إلى المستوى الأمثل للاستثمار. وتقوم الشركات بالاستثمار حتي تتعادل المنافع الحدية من الاستثمار مع التكاليف الحدية للاستثمار، والتي تتأثر بتكاليف إنشاء الأصول الرأسمالية الجديدة. ويحصل المديرون على التمويل للمشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة بمعدلات الفائدة السائدة في السوق وحصول المستثمرين على النقدية الفائضة من الاستثمار (Gao and Yu, 2020).

وفي نفس الاتجاه أوضحت هذه النظرية أن من أسباب وجود انحراف عن المستوي الأمثل للاستثمار بالزيادة أو النقصان، هي المشاكل الأخلاقية للمديرين أو الاختيار العكسي للمديرين، والنتيجة عن عدم تماثل المعلومات بين المديرين، ومصادر رأسمال الشركة بما يؤثر على كفاءة الاستثمار (Yu et al., 2020)، كذلك وقد ينتج عدم كفاءة الاستثمار من الخطر الأخلاقي والاختيار العكسي، والذي يرجع إلى مشاكل الوكالة التي قد تنشأ بسبب عدم تماثل المعلومات، فنتيجة امتلاك الإدارة لمعلومات عن القيمة الفعلية للاستثمارات قد تستفيد من عدم تماثل المعلومات في اختيار الاستثمارات التي تفيد الإدارة على حساب حملة الأسهم، وهذا يوضح السلوك الانتهازي للإدارة في قرارات الاستثمار (Bimo et al., 2022).

٢- نظرية أصحاب المصالح:

وفقاً لنظرية أصحاب المصالح فإن كفاءة الاستثمار يعد وسيلة للشركات لتحقيق أداء مالي واجتماعي مرتفع لمقابلة متطلبات أصحاب المصالح بالشركات. حيث أن ارتفاع المقدرة الإدارية والاستراتيجية للإدارة تؤدي إلى زيادة كفاءة الاستثمار، وبالتالي تحسن الأداء المالي والاجتماعي، خاصة

مع توافر الموارد المالية اللازمة لأداء الشركة لمسئوليتها الاجتماعية تجاه أصحاب المصالح المختلفة، وبما يزيد من مزاياها التنافسية (توفيق، ٢٠٢٢).

كما أشارت بعض الدراسات المحاسبية مثل (Golmohammadi, et al., 2017) إلى أهمية دور نظرية أصحاب المصالح في تفسير كفاءة الاستثمار. وتركز هذه النظرية على ضرورة أن تأخذ الشركة في الاعتبار مصالح واحتياجات أصحاب المصالح المختلفة بالشركة بالإضافة لمصالحها الاقتصادية الخاصة، وبدون دعم أصحاب المصالح للشركة تتوقف الشركة. فأوضحت تلك الدراسات أن الفشل في مقابلة توقعات أصحاب المصالح يؤدي إلى ضغوط سوقية على الشركة وخسارة فرص استثمارية مربحة لها، بما يؤدي لتخفيض كفاءة استثماراتها، لذلك تقوم الشركات بالاستجابة لمتطلبات أصحاب المصالح بتحسين أداءها المالي والاجتماعي نتيجة زيادة كفاءة استثماراتها.

رابعاً: مفهوم الاحتفاظ بالنقدية:

يعد قرار الاحتفاظ بالنقدية من أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة والتي تعد ذات أهمية لأصحاب المصالح لتقييم مدى قدرة الشركة على استغلال الفرص الاستثمارية، والوفاء بالالتزامات في ظل تزايد عدم التأكد، وتقلبات التدفقات النقدية (فودة، ٢٠٢٠)، وتعتبر النقدية من أكثر الحسابات تعرضاً للمخاطر نظراً لارتباطها بالعديد من المعاملات المحاسبية، فضلاً عن سهولة استغلالها مقارنة بالأصول الأخرى (Bick et al., 2018).

حيث عرف (Abuzant, 2015) الاحتفاظ بالنقدية وما في حكمها من منظور مالي على اعتبارها حياة النقدية وما يعادلها من قبل الشركة.

وعرف (القويزة، ٢٠١٩) الاحتفاظ بالنقدية على إنها مقدار ما تحتفظ به الشركة من عملات محلية أو أجنبية في صناديقها وأي أموال مودعة تحت الطلب في حساباتها الجارية لدى البنوك، حيث تعتبر النقدية من أكثر الأصول المتداولة سيولة في الشركات، بالإضافة إلى أن النقدية تعتبر أهم عنصر من عناصر رأس المال العامل ويتميز بسيولته العالية قياساً بالموجودات الأخرى في الشركة، ولكونه وسيلة التبادل لتسيير أعمال المنشأة التشغيلية من عمليات بيع وشراء ولحاجة الشركة للوفاء بالتزاماتها المالية بتواريخ الاستحقاق.

كما توصلت دراسة (Aktas et al., 2019) إلى أن مفهوم الاحتفاظ بالنقدية هو عبارة عن مقدار النقدية وتتمثل في الصندوق والودائع تحت الطلب وما في حكمها وتتمثل في الاستثمارات قصيرة الأجل منسوبة إلي إجمالي الأصول المفصح عنها في قائمة المركز المالي.

وفي ضوء ما سبق، يرى الباحث أن إدارة الشركات تحتفظ بالنقدية وما في حكمها لتحقيق مجموعة من الأهداف أو الدوافع التي سوف يناقشها البحث في القسم القادم.

خامساً: دوافع الاحتفاظ بالنقدية:

تتمثل دوافع الاحتفاظ بالنقدية في الآتي:

١- دافع المعاملات Transactions Motive:

ويقصد بدافع المعاملات الاحتفاظ بالنقدية لتمويل المعاملات التشغيلية الاعتيادية في الشركة من شراء مواد ومستلزمات انتاج ودفع أي مصاريف تخص الأعمال وايضاً لدفع التزامات الشركة نتيجة لهذه المعاملات ويعتمد حجم النقدية المحتفظ بها على حجم الشركة وطبيعة نشاطها ومدى استقرار التدفقات النقدية الخارجية والداخلية في الشركة (القوقزة، ٢٠١٩). وقد أشار (Gu, 2017) إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يعمل على تجنب تحمل تكاليف تحويل بدائل النقدية المتمثلة في الأصل المالي غير النقدي إلى نقدية، ومحاولة تخفيض تكاليف التمويل المرتفعة، حيث إن الشركات تميل إلى الاحتفاظ بالنقدية كمحاولة لتوفير سيولة لازمة لمقابلة التزاماتها الناتجة عن أنشطتها التشغيلية وسداد مدفوعاتها وتلبية احتياجاتها المستقبلية.

٢- دافع الوقاية The Precautionary Motive:

يرى (Bigelli and Sánchez-Vidal, 2012) أن اتباع هذا الدافع قد يؤدي إلى فقدان الشركة لفرص استثمارية حقيقية عند انخفاض مستوى احتفاظها للنقدية، ولهذا يعتبر زيادة مستوى النقدية المحتفظ بها في الشركة قرار ضروري ومُلمح لاستغلال أي فرص استثمارية محتملة وخاصة إذا كانت حالة من التأكد التام فيما يخص التكاليف والأسعار المتعلقة بالفرص الاستثمارية المستقبلية، حيث تزداد قيمة هذا

القرار مع زيادة فرص الاستثمار المتاحة، حيث أن الاحتفاظ بالنقدية لدافع الوقاية يعتمد على عوامل مثل عدم تماثل المعلومات، والاحتفاظ بأصول متداولة، وتكلفة الدين.

٣- دافع المضاربة Speculative Motive:

يشير دافع المضاربة إلى قيام الشركة بالاحتفاظ بمستوى معين من النقدية بهدف استغلال الفرص الاستثمارية المربحة ذات العائد السريع، ويعتبر هذا الدافع قليل الانتشار بين الشركات ويقتصر على الأفراد المستثمرين وعلى الشركات التي يكون نشاطها الأساسي المضاربة، وتشير الاتجاهات الحديثة حالياً عند الشركات التي تعمل بسياسة المضاربة إلى التحول لاستخدام القوة الافتراضية أو ما يسمى بمحفظة الأوراق المالية لتحقيق أهدافها بدلاً من الاحتفاظ النقدي لهذا الغرض الذي يُحمل الشركة كلفة الفرصة البديلة (عبد الحليم، ٢٠٢٠).

٤- دافع الوكالة Agency motive:

وتتص نظرية الوكالة على أن المديرين التنفيذيين يرغبون بزيادة النقدية المحتفظ بها في الشركة من أجل تحقيق مكاسب ومنافع خاصة لهما على حساب تعظيم ثروة الملاك، وبدلاً من توزيعها على المساهمين في حالة عدم توفر الفرص الاستثمارية المجدية، وقد تفضل الإدارة الاحتفاظ بالنقدية بحجة تجنب المخاطر غير المتوقعة وسعيها في تحقيق المرونة في توفير التمويل اللازم لأية مشاريع مستقبلية محتملة لتؤول بالنهاية لغايات تحقيق أهدافها الخاصة، ولعل ما يؤكد ذلك ما أشارت إليه دراسة (عفيفي، ٢٠١٥)، حيث أشارت إلى أن المديرين يميلون إلى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية للحصول على ميزة تفضيلية، حيث إن ارتفاع مستوى النقدية المحتفظ بها يتيح للمديرين حرية تصرف أكبر، لذلك فإنهم يفضلون الاحتفاظ بالمزيد من النقدية بدلاً من دفع توزيعات الأرباح للمساهمين.

٥- دافع الضريبة Tax Motive:

توصل (Foley et al., 2007) إلى أن الشركات تقوم بالاحتفاظ بالنقدية من خلال تحويل الأصول الأجنبية إلى نقدية كنوع من أنواع الحد من الضرائب المرتفعة حيث يتم الاحتفاظ بالإيرادات الأجنبية نقداً في حالة عدم وجود فرص استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة بالخارج. فإذا كان

معدل الضريبة في بلد الشركة الأجنبية المضيفة أقل من معدل الضريبة في بلد الشركة الأم فإن الشركات تتجه نحو الاحتفاظ بالأرباح المحققة نقداً بدلاً من إعادتها إلى البلد الأم وتحمل العواقب الضريبية المرتفعة مما يؤدي إلى انخفاض العبء الضريبي، وقد تتبع الشركات هذا الأسلوب عندما تكون غير مقيدة مالياً في البلد الأم (Desai, et al., 2007).

سادساً: نظريات الاحتفاظ بالنقدية:

قدم الأدب المحاسبي عدة نظريات كمحاولة لتفسير وتبرير قيام الشركات بالاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية مع محاولة الحفاظ على المستوى الأمثل للنقدية وخاصة في مجال المحاسبة والتمويل، ويستعرض الباحث أهم تلك النظريات على النحو التالي:

١- نظرية المفاضلة الساكنة (The Static Trade-Off Theory):

تعتمد هذه النظرية على افتراض وجود حد أمثل للنقدية المحتفظ بها وذلك من خلال المفاضلة بين المنافع والتكاليف الحدية للأرصدة النقدية، وبالتالي وفقاً لهذه النظرية يوجد إدفان للاحتفاظ بالنقدية، الأولى تأتي من دافع المعاملات وهي توفير الشركات لتكاليف المعاملات بهدف زيادة الأموال ومن ثم تخفيض احتمالية أن تمر الشركة بأزمات مالية، والثاني دافع الوقاية ويتمثل في قدرة الشركة على استخدام الأصول النقدية المتداولة لتمويل الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل وذلك في حالة ما إذا كانت مصادر التمويل الخارجية أكثر تكلفة، أما بالنسبة للتكاليف الحدية الناتجة عن الاحتفاظ بالأرصدة النقدية وما في حكمها فتتمثل في تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال والمتمثلة في العائد على الأصول النقدية المتداولة والتي ليست مرتفعة إذا ما قورنت مع العائد على الاستثمارات التي تحمل نفس المستوي من المخاطر (بلال، ٢٠١٧).

٢- نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل (Pecking Order Theory):

ترتبط نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل بالاستراتيجية التي تتبعها الشركة للحد من تكاليف عدم تماثل المعلومات وتكاليف التمويل الأخرى، حيث تفترض هذه النظرية أن الشركة ترتب أولوية مصادر التمويل من حيث تفضيل التمويل الداخلي أولاً ثم التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة ثم التمويل

عن طريق القروض ثم التمويل عن طريق المساهمين فيما يعرف بترتيب الأفضلية، ولعل ما يؤكد على ذلك، ما أشارت إليه دراسة (سليم، ٢٠١٧)، حيث تقوم الشركات باستخدام أدوات التمويل حسب الأولوية حيث تقوم الشركة بتمويلها الذاتي أولاً والمتمثل في استثماراتها والذي يتم من خلال النقدية المحتفظ بها والأرباح المحتجزة ، ثم يليه التمويل الخارجي عن طريق الديون ثم إصدار أسهم جديدة كاختيار أخير، لذلك فإن مستوى النقدية المحتفظ بها وفقاً لتلك النظرية يتحدد كنتيجة لقرارات التمويل والاستثمار المختلفة وخاصة في ظل سوق زاد فيه عبء القيود المالية.

٣- نظرية التدفق النقدي الحر (Free Cash Theory):

وقد أشار (هجرس، ٢٠١٨) إلى أن إدارة الشركة يكون لديها الحافز في زيادة النقدية المحتفظ بها بغرض زيادة صافي أصول الشركة وبالتالي زيادة مكافآتهم والتحكم في القرارات الاستثمارية المستقبلية، حيث تقلل النقدية من الضغط على المديرين في بذل أداء جيد مما يسمح للمديرين بالاستثمار في مشروعات تتلاءم مع منافعهم الشخصية بدلاً من تعظيم ثروة المساهمين وهو ما يؤثر في دافع الوكالة.

٤- نظرية الوكالة (Agency Theory):

يرى (Al-Najjar and Belghitar, 2011) استناداً إلى نظرية الوكالة أن المديرين يفضلون بناء إمبراطورية في المستقبل وذلك من خلال التوسع في حجم الشركة وهو ما يدفع قيام المديرين بإنفاق النقدية المتاحة في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، حيث أشارت دراسة (حداد، ٢٠١٧) أن الإدارة ترغب في استغلال النقدية المحتفظ بها لتحقيق مصالح خاصة على حساب الملاك، فقد تقوم الإدارة بالاستثمار في المشروعات التي تعزز من سيطرتها على صافي أصول الشركة وبالتالي تحقيق مصالح خاصة متمثلة في زيادة المكافآت من خلال زيادة النقدية المحتفظ بها وذلك على حساب التفكير في المشروعات الاستثمارية ذات التدفقات النقدية الموجبة والتي تحقق فائدة للمساهمين وهو ما يتوافق مع دافع الوكالة في الاحتفاظ بالنقدية.

سابعاً: العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار:

تعد فرص الاستثمار المحرك الوحيد للقرارات الاستثمارية في الشركة والتي يجب أن تحقق صافي القيمة الحالية الموجبة، ومن المحتمل أن تحصل الشركات على تمويل لجميع مشاريعها ذات صافي القيمة الحالية الموجبة وأن تستمر في الاستثمار، أما من الناحية العملية فقد تواجه الشركات بعض قيود التمويل التي تحد من قدرة المديرين على تنفيذ جميع المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، كما أن احتكاك الأسواق قد تؤدي إلى الانحراف عن الاستثمار الأمثل للشركات والذي يؤدي بدوره إلى زيادة أو نقص الاستثمار (Benlemlih and Bitar, 2018).

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

وفي نفس الإطار، أظهرت دراسة (مطوع، ٢٠٢١) أن الاحتفاظ بالنقدية يؤثر بشكل إيجابي على كفاءة الاستثمار من خلال تزويد الشركات بالموارد المالية لتمويل فرص الاستثمار المربحة، حيث أن الاحتفاظ بالنقدية يتيح للشركة الاستجابة السريعة لأي فرص استثمارية متاحة ويجنبها التكاليف المرتبطة بالحصول على مصادر تمويل خارجية. كما أن الشركات ذات الاحتياطيَات النقدية العالية في وضع أفضل للاستفادة من الاستثمارات الاستراتيجية، مما يؤدي إلى تحسين الكفاءة في استخدام الموارد من أجل النمو. كذلك تعمل الاحتياطيَات النقدية كحاجز خلال فترات الانكماش الاقتصادي، مما يسمح

للشركات بمواصلة الاستثمار في المشاريع التي تعزز خلق القيمة على المدى الطويل، وبالتالي التأثير بشكل إيجابي على كفاءة الاستثمار.

وفي ضوء ما سبق يرى الباحث أن الاحتفاظ بالنقدية يلعب دوراً حاسماً في تحقيق كفاءة الاستثمار من خلال تزويد الشركات بالسيولة اللازمة لاغتنام الفرص المربحة وتغطية النفقات غير المتوقعة. كما يساعد الاحتفاظ بالنقدية في تقليل تكاليف المعاملات والمخاطر المرتبطة بتصفية الأصول للحصول على الأموال اللازمة للاستثمارات، مما يعزز كفاءة الاستثمار. كذلك تكون الشركات ذات الاحتفاظ بالنقدية الأمثل أكثر استعداداً للتعامل مع الصعوبات المالية والتقلبات في التدفق النقدي الحر، مما يسمح لها باتخاذ قرارات استثمارية سليمة تساهم في كفاءة الاستثمار بشكل عام.

القسم الرابع

الدراسة التطبيقية

أولاً: مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع وعينة الدراسة في الشركات المساهمة المصرية المسجلة والمتداول أسهمها ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠٢٢، وقد اعتمد الباحث في إتمام الدراسة الحالية على اختيار عينة مكونة من (١٠٠) شركة (٥٠٠ مشاهدة) من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، موزعة على ١٤ قطاعاً اقتصادياً مختلفاً، وذلك خلال الفترة من ٢٠١٨ إلى ٢٠٢٢.

ثانياً: مصادر الحصول على بيانات الدراسة:

اعتمد الباحث بشكل كامل في الحصول على كافة البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الحالية على كل

من:

- (١) موقع مباشر مصر للبورصة.
- (٢) موقع البورصة المصرية للحصول على أسعار الأسهم.
- (٣) الموقع الإلكتروني لكل شركة من شركات العينة.

ثالثاً: النموذج العام للدراسة:

اعتمد الباحث في اختبار فروض الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد التالي:

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

حيث أن:

$INVE_{i,t}$: كفاءة الاستثمار للشركة i للسنة t .

B_0 : ثابت الانحدار.

B_1 : معامل المتغير المستقل.

B_2 B_3 B_4 : معاملات المتغيرات الرقابية

$CASH_{i,t-1}$: الاحتفاظ بالنقدية للشركة i للسنة $t-1$.

$Size_{i,t-1}$: حجم الشركة i للسنة $t-1$.

$LEV_{i,t-1}$: الرفع المالي للشركة i للسنة $t-1$.

$ROA_{i,t-1}$: ربحية الشركة i للسنة $t-1$.

E : البواقي.

رابعاً: التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة:

يوضح الجدول التالي التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (١) التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة

اسم المتغير	رمز المتغير	التعريف الإجرائي للمتغيرات
المتغير التابع:		
كفاءة الاستثمار	INVE	<p>تقاس كفاءة الاستثمار من خلال الانحراف عن المستوى المتوقع للاستثمار، حيث يتم فحص ما إذا كان الاحتفاظ بالنقدية يقلل من احتمال أن تنحرف الشركة عن مستوى الاستثمار المتوقع، نظراً لأن الشركة تكون أكثر عرضة إما لإفراط أو نقص الاستثمارات، ووفقاً للنموذج يتم تقدير استثمار الشركة باعتباره دالة لفرص النمو (مقاسة بنمو المبيعات) وتستخدم القيمة المطلقة للبواقي المتحصل عليها من النموذج بمثابة مؤشر للانحراف عن المستوى المتوقع للاستثمار، وفيما يلي النموذج:</p> $Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{i,t-1} + \beta_2 SalesGrowth_{i,t-1} + \beta_3 NEG * SalesGrowth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$ <p>حيث أن:</p> <p>$Inv_{i,t}$: إجمالي الاستثمارات للشركة (i) في نهاية العام (t)، وتمثل صافي التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار المتحصل عليها من قائمة التدفقات النقدية مقسوماً على إجمالي الأصول في بداية الفترة (t).</p> <p>NEG : متغير وهمي يأخذ القيمة (١) في حالة معدل نمو مبيعات قيمة سالبة،</p>

<p>ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك.</p> <p>$SalesGrowth_{i,t-1}$: النسبة المئوية للتغير في المبيعات.</p> <p>$\varepsilon_{i,t-1}$: الخطأ المتبقي (مؤشر عدم كفاءة الاستثمار).</p> <p>تشير البواقي السالبة (الموجبة) من نموذج الانحدار أعلاه إلى نقص في الاستثمار (زيادة في الاستثمار)، إذا كان الاستثمار في نهاية العام (t) أكبر من معدل نمو المبيعات في العام (t-1)، فإن البواقي من النموذج أعلاه ستكون موجبة وهذا يعني أن الشركة تبالغ في الاستثمار Overinvestment. على النقيض من ذلك، إذا كان الاستثمار في نهاية العام (t) أقل من معدل نمو المبيعات في العام (t-1)، فإن البواقي في النموذج ستكون سالبة، مما يشير إلى أن الشركة لا تستفيد منها Underinvestment. عند إجراء التحليلات، تم استخدام القيمة المطلقة للبواقي كمقياس عكسي لكفاءة الاستثمار، ثم تم ضرب البواقي في (-1). وبالتالي، تمثل القيم الأعلى للبواقي كفاءة استثمار أعلى.</p>		
المتغير المستقل:		
<p>ويتم قياسه من خلال قسمة النقدية وما في حكمها / صافي الأصول في نهاية الفترة.</p>	CASH	الاحتفاظ بالنقدية
المتغيرات الرقابية		
<p>اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية العام.</p>	Size	حجم الشركة
<p>يقاس بقسمة إجمالي الالتزامات علي إجمالي الأصول في نهاية العام.</p>	LEV	الرفع المالي للشركة
<p>يتم قياسها من خلال معدل العائد علي الأصول، ويتم احتسابها من خلال قسمة صافي الربح في نهاية العام علي إجمالي الأصول.</p>	ROA	ربحية الشركة

خامساً: الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة:

هذا وقد قام الباحث بإجراء التحليل الإحصائي للبيانات التي تم تجميعها من خلال الاعتماد على الإصدار الرابع عشر من برنامج STATA، وذلك بهدف اختبار العلاقة بين المتغير التابع وجميع متغيرات الدراسة. حيث قام الباحث بدراسة مشاكل القياس التي يمكن أن يتعرض لها نماذج الانحدار الخطي، وذلك حتى لا تتهدد صحة نتائج اختبارات فروض البحث ومن أهم تلك المشاكل ما يلي:

أ- الارتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation:

تنشأ هذه المشكلة نتيجة لوجود علاقة ارتباط بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث أنه من ضمن الافتراضات الهامة لنموذج الانحدار المتعدد استقلال الأخطاء عن بعضها البعض فوجود خطأ في مشاهدة معينة يجب ألا يؤثر على الأخطاء في المشاهدات الأخرى وقد اعتمدت الدراسة على اختبار Wooldridge للتعرف على ما إذا كانت بيانات الدراسة تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء من عدمه، ويستدل على وجود المشكلة إذا كانت قيمة P Value أقل من ٥%، وتوصلت النتائج الإحصائية لاختبار Wooldridge إلى قيمة P Value أقل من ٥%، وهو ما يعني أن البيانات الإحصائية المستخدمة تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء. وفي سبيل الحلول الممكنة للوصول إلى نتائج يمكن تعميمها على نفس البيانات الحالية استندت الدراسة الحالية إلى دراستي (Holzhacker et al., 2015; Hoechle, 2007)، والتي أشارت إلى إمكانية معالجة مشكلتي عدم ثبات التباينات والارتباط الذاتي والوصول إلى نتائج أفضل بصرف النظر عن وجود مشكلة عدم ثبات التباينات عن طريق استخدام اختبار Robust Standard Errors وبناء على ذلك استخدمت الدراسة الحالية اختبار Robust في إجراء الاختبارات الإحصائية.

ب- مشكلة الازدواج الخطي Multi-Collnearity :

تنشأ هذه المشكلة إذا كانت هناك علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة المكونة لنماذج الانحدار وبعضها البعض، وقد تم التحقق من مدي وقوع النماذج المقدرّة في مشكلة الازدواج الخطي من خلال قياس معامل التضخم ("Variance Inflation Factor "VIF")، وتشير النتائج المعروضة بالجدول رقم (٢) إلى أن قيمة VIF في الحدود الآمنة ولم تتعدى القيمة المعيارية الحرجة (١٠)، والتي يعد تجاوزها مؤشر تحذيري لاحتمال تعرض البيانات لمشكلة وجود مشكلة الازدواج الخطي، وبالنظر

للبيانات المعروضة بجدول رقم (٢) يلاحظ أن أكبر قيمة VIF بلغت (٢,١١) وهي للمتغير التفاعلي الاحتفاظ بالنقدية مع التلاعب في الإنتاج.

جدول رقم (٢)

معاملات تضخم التباين لمتغيرات الدراسة VIF

VIF	المتغير
1.11	الاحتفاظ بالنقدية
1.11	حجم الشركة
1.85	الرفع المالي
2.11	ربحية الشركة

ج- مشكلة عدم ثبات التباينات:

اعتمدت الدراسة في سبيلها للتحقق من صحة فرضية ثبات التباينات على الاختبار الإحصائي White Test، ووفقا لهذا الاختبار فإن مشكلة عدم ثبات التباينات تتحقق عندما تكون قيمة P Value أقل من (٥%)، وبالنظر إلى الأرقام الإحصائية من تشغيل الاختبار يتضح أن قيمة P Value أكبر من (٥%)، وهو ما يعني أن البيانات الحالية لا تعاني من مشكلة عدم ثبات التباينات.

د- مشكلة اعتدالية الأخطاء العشوائية Normality :

حيث يجب اتباع الأخطاء العشوائية لنماذج الانحدار المقدر للتوزيع الطبيعي، وقد اعتمدت الدراسة الحالية في التحقق من مدي اعتدالية الأخطاء العشوائية على الاختبار الإحصائي Shapiro-Wilk، حيث تظهر مشكلة عدم اعتدالية الأخطاء العشوائية وفقا لهذا الاختبار إذا كانت قيمة P Value أقل من (٥%)، وبالنظر إلى الأرقام الإحصائية من تشغيل الاختبار يتضح أن قيمة P Value أقل من (٥%)، وهو ما يعني أن البيانات الحالية تعاني من مشكلة عدم اعتدالية الأخطاء وهو ما يعني ان بيانات الدراسة لا تتبع التوزيع الطبيعي، ولحل هذه المشكلة قام الباحث باستخدام أسلوب Winsorizing لتحويل القيم الشاذة إلى أقرب قيم مقبولة كما في دراسة (Veprauskaite and Adams, 2013; Larcker et al., 2007)، ويبين الجدول رقم (٣) التالي نتائج هذا الاختبار لنموذج الانحدار:

جدول رقم (٣)

Shapiro-Wilk W test for normal data

Obs	W	V	Z	Prob
العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار				
750	0.26808	355.331	14.371	0.0000

خامساً: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

يعرض الجدول رقم (٤) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نموذج الدراسة ويشمل مقياس المتغير التابع وهو كفاءة الاستثمار (مقياس عكسي عدم كفاءة الاستثمار) ومقياس المتغير المستقل وهو الاحتفاظ بالنقدية، وقد كانت النتائج كالآتي:

جدول رقم (٤)

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عدد المشاهدات	أقل قيمة	أكبر قيمة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
المتغير التابع:					
كفاءة الاستثمار	500	-0.1791	0.13243	0.0045658	0.0701721
المتغير المستقل:					
الاحتفاظ بالنقدية	500	0.001011	0.41682	0.0963639	0.1153884
المتغيرات الرقابية:					
حجم الشركة	500	17.6555	23.5515	20.52965	1.611954
الرفع المالي	500	0.040305	0.963473	0.4625372	0.2492813
ربحية الشركة	500	-0.16432	0.241973	0.051502	0.094192

تظهر الإحصاءات الوصفية إلى أن متوسط كفاءة الاستثمار للشركات (مقياس عكسي عدم كفاءة الاستثمار) في العينة هو (٠,٠٠٤٥٦٥٨)، وانحراف معياري بلغ قدره (٠,٠٧٠١٧٢١)، مما يشير إلى أن هناك تبايناً معتدلاً في كفاءة الاستثمار بين الشركات في العينة، كما بلغ الحد الأدنى للمتغير قيمة قدرها (-٠,١٧٩١)، مما يشير إلى أن هناك بعض الشركات في العينة حققت خسائر في استثماراتها. وبلغ الحد الأقصى للمتغير قيمة قدرها (٠,١٣٢٤٣)، مما يشير إلى أن هناك بعض الشركات في العينة حققت عائدات عالية على استثماراتها.

وتشير نتائج الإحصاءات الوصفية إلى أن متوسط نسبة الاحتفاظ بالنقدية للشركات في العينة بلغ (٩,٦٤%)، وانحراف معياري (٠,١١٥٣٨٨٤)، مما يشير إلى أن هناك تبايناً معتدلاً في نسبة الاحتفاظ بالنقدية بين الشركات في العينة، كما بلغ الحد الأدنى للمتغير (٠,٠٠١٠١١)، مما يشير إلى أن هناك بعض الشركات في العينة تحتفظ بنسبة قليلة جداً من النقدية. وبلغ الحد الأقصى للمتغير (٠,٤١٦٨٢)، مما يشير إلى أن هناك بعض الشركات في العينة تحتفظ بنسبة كبيرة من النقدية، وذلك لعدد مشاهدات بلغ (٥٠٠) مشاهدة، مما يشير إلى أن حجم العينة كبير.

كما ظهر المتغير الخاص بحجم الشركة (اللوغاريتم الطبيعي لأصول الشركة) بمتوسط بلغ (٢٠,٥٢٩٦٥)، وانحراف معياري قدره (١,٦١١٩٥٤)، وهو ما يشير إلى وجود تفاوت كبير في حجم العينة، كما بلغ الحد الأدنى والأقصى لتشتت البيانات (١٧,٦٥٥، ٢٣,٥٥١) على التوالي. وظهر الرفع المالي أو المديونية بمتوسط حسابي (٠,٤٦٢٥٣٧٢)، وانحراف معياري قدره (٠,٢٤٩٢٨١٣)، مما يعني أن هناك بعض التباين في نسب الدين إلى حقوق الملكية، كما بلغ الحد الأدنى والأقصى لتشتت البيانات (٠,٠٤٠٣٠٥، ٠,٩٦٣٤٧٣) على التوالي. وأخيراً، تظهر الإحصاءات الوصفية إلى أن متوسط ربحية الشركة بلغ قدره (٠,٠٥١٥٠٢)، وانحراف معياري بلغ قدره (٠,٠٩٤١٩٢)، مما يعني أن هناك بعض التباين في ربحية الشركة، كما بلغت أقل قيمة للمتغير بمقدار (-٠,١٦٤٣٢)، وبلغت أقصى قيمة (٠,٢٤١٩٧٣).

سادساً: نتائج الدراسة:

يستعرض الجدول رقم (٥) نتائج تحليل الانحدار باستخدام نموذج Fixed Effect Model بين المتغير المستقل "الاحتفاظ بالنقدية" ومجموعة المتغيرات الرقابية "حجم الشركة، الرفع المالي، ربحية الشركة"، مع المتغير التابع كفاءة الاستثمار.

جدول رقم (٥)

نتائج اختبار أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار

معنوية (دلالة) معاملات الانحدار		الخطأ المعياري Std.Error	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات المفسرة
Sig.	قيمة (t)			
0.000	4.32	.0216318	.0934558	الاحتفاظ بالنقدية
0.161	1.40	.0016471	.0023086	حجم الشركة
0.011	-2.56	.0058189	-.014908	الرفع المالي
0.001	-3.29	.0271869	-.089532	ربحية الشركة
** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١%.				
* الفروق دالة عند مستوى معنوية ٥%.				
دلالة F = 0.000		قيمة F المحسوبة = 3.79		
معامل التحديد: 0.1037		عدد المشاهدات (ن) = ٥٠٠ مشاهدة.		

من نتائج تحليل الانحدار المتعدد بالجدول السابق يتضح ما يلي:

- بلغ معامل التحديد المعدل ١٠,٣٧% وهو ما يعني تفسير المتغيرات المستقلة والرقابية (الاحتفاظ بالنقدية، حجم الشركة، الرفع المالي، وربحية الشركة) تساهم في التأثير على

كفاءة الاستثمار بمقدار ١٠,٣٧% والباقي يرجع لعوامل أخرى لم يتضمنها نموذج الانحدار.

- تشير النتائج إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين الاحتفاظ بالنقدية وعدم كفاءة الاستثمار عند مستوى معنوية ١%، أي وجود علاقة سالبة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار، ويتضح ذلك من نتيجة اختبار T والتي بلغت (٤,٣٢) وقد بلغت دلالة الاختبار (Sig= ٠,٠٠٠) وهي أقل من مستوى المعنوية ١% وهو ما يعني وجود دلالة إحصائية ومعنوية، وعلى أثره يتم رفض الفرض القائل بعدم وجود أثر ذات دلالة إحصائية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار.

- كما تبين عدم وجود علاقة بين حجم الشركة وعدم كفاءة الاستثمار (مقياس عكسي لكفاءة الاستثمار)، حيث أشار اختبار T إلى أن حجم الشركة ليس له تأثير معنوي إحصائياً على كفاءة الاستثمار، ويتضح ذلك من نتيجة اختبار T والتي بلغت (١,٤٠) وقد بلغت دلالة الاختبار قيمة مقدارها (Sig= ٠,١٦١) وهي أكبر من مستوى المعنوية ١٠% وهو ما يعني عدم وجود دلالة إحصائية ومعنوية.

- كما أظهرت النتائج وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي للشركة وعدم كفاءة الاستثمار (مقياس عكسي لكفاءة الاستثمار) عند مستوى معنوية ٥%، أي وجود علاقة موجبة بين الرفع المالي وكفاءة الاستثمار، حيث أشار اختبار T إلى أن الرفع المالي للشركة له تأثير معنوي إحصائياً على كفاءة الاستثمار، ويتضح ذلك من نتيجة اختبار T والتي بلغت قيمة مقدارها (-٢,٥٦) وقد بلغت دلالة الاختبار قيمة مقدارها (Sig= ٠,٠١١) وهي أقل من مستوى المعنوية ٥% وهو ما يعني وجود دلالة إحصائية ومعنوية.

- كما تشير النتائج إلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة وعدم كفاءة الاستثمار (مقياس عكسي لكفاءة الاستثمار) عند مستوى معنوية ١%، أي وجود علاقة موجبة بين ربحية الشركة وكفاءة الاستثمار، حيث أشار اختبار T إلى أن ربحية

الشركة لها تأثير معنوي إحصائياً على كفاءة الاستثمار، ويتضح ذلك من نتيجة اختبار T والتي بلغت (-3,29) وقد بلغت دلالة الاختبار قيمة مقدارها (Sig= 0,001) وهي أقل من مستوى المعنوية 1% وهو ما يعني وجود دلالة احصائية ومعنوية.

خلاصة وتوصيات الدراسة والدراسات المستقبلية

أولاً: خلاصة الدراسة:

تمثل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار تحدياً مستمراً للشركات والمستثمرين على حد سواء. فمن ناحية، يعد وجود سيولة نقدية كافية أمراً حيوياً لتلبية الالتزامات المالية وتلبية الاحتياجات التشغيلية الطارئة. ومن ناحية أخرى، فإن الاحتفاظ بمبالغ كبيرة من النقدية قد يؤدي إلى تقليل العائد على الاستثمار، حيث يتم تخصيص هذه الأموال لأصول غير منتجة. كما يمكن للعلاقة بين النقدية المتاحة وخيارات الاستثمار أن تخلق عقبات في تعظيم ثروة المساهمين، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار أو نقصه مما يؤثر على كفاءة الاستثمار. من جهة قد يؤدي نقص النقدية إلى تقييد الشركات من الاستفادة من فرص الاستثمار المربحة، مما يؤثر على قدرتها على تعظيم ثروة المساهمين. ومن جهة أخرى يمكن أن يؤدي الاحتفاظ بالنقدية المفرطة إلى مشاكل الوكالة والاستخدام النقدي غير الفعال، مما يساهم في نهاية المطاف في عدم كفاءة الاستثمار. كذلك قد يؤدي الاحتفاظ بالنقدية الزائدة إلى عدم الاستخدام أو الاستثمار في مشاريع أقل ربحية، مما يقلل من عوائد الأصول، وبالتالي التأثير على كفاءة الاستثمار.

ومن الناحية التطبيقية فقد اتضح أن نتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار، تتسم بالتباين ما بين وجود علاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار، وبين عدم وجود علاقة، لذا فإن تلك الفجوة في البحث توفر أدلة على أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية قد يساعد في تحقيق النتائج من خلال زيادة كفاءة الاستثمار. لذلك، هدف البحث إلى اختبار أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار في البيئة المصرية، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من (100) شركة مدرجة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من عام 2018م حتى عام 2022م.

ومن خلال نتائج تحليل الانحدار، توصلت الدراسة إلى أن الاحتفاظ بالنقدية الزائدة يمكن أن تؤدي إلى تقليل كفاءة استثمار الشركة بشكل كبير، حيث تشير نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار، حيث تؤدي الزيادة في الاحتفاظ بالنقدية إلى تقليل كفاءة الاستثمار. كما أن الاحتفاظ بالنقدية بشكل مفرط له آثار ضارة على كفاءة الاستثمار، مما يؤدي إلى انخفاض العائد على الأصول، وانخفاض قيمة الشركة.

ثانياً: توصيات الدراسة:

يوصي الباحث بالآتي:

1. يجب على الشركات تحديد الحد الأمثل للنقدية المحتفظ بها الذي تحتاجه لتلبية احتياجاتها التشغيلية والالتزامات المالية، مع الأخذ في الاعتبار تقلبات السوق والظروف الاقتصادية غير المتوقعة.
2. يجب على الشركات تقييم الفرص الاستثمارية المتاحة بانتظام، والتركيز على المشاريع التي تحقق عوائد مرتفعة على الاستثمار وتتوافق مع استراتيجيتها طويلة الأجل.
3. يجب على الشركات اعتماد أنظمة مراقبة وتقييم الأداء المالية بانتظام، لضمان فعالية قرارات الاستثمار واتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة عند الضرورة.
4. يجب على مساهمو الشركات، وخاصة البارزين منهم، بتوفير الآليات المناسبة لاطلاعهم على المصادر الداخلية وعملية تحليل المشاريع الاستثمارية للتحكم في قرارات المديرين.

ثالثاً: الدراسات المستقبلية المقترحة:

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، يرى الباحث أن هناك العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث ودراسات مستقبلية، ويتمثل أهمها فيما يلي:

- أثر عدم تماثل المعلومات على كفاءة الاستثمار.
- أثر نوع الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار.
- أثر التجنب الضريبي على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية:

القوقزة، عمر مصطفى جبر (٢٠١٩)، "أثر مستوى النقدية المحتفظ بها وطبيعة النشاط على العائد السوقي للسهم في الشركات المساهمة العامة في الاردن"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، الأردن.

بلال، السيد حسن سالم (٢٠١٧)، "العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها - دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢١(٤)، ٢٤٨-٢٠٠.

توفيق، أحمد محمد شوقي محمد فهمي، (٢٠٢٢)، "أثر ممارسات التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار في ظل التدفقات النقدية الحرة كمتغير معدل: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٦(١)، ١-٥١.

حداد، رويده حنا إبراهيم (٢٠١٧)، "أثر الحاكمية المؤسسية وهيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وانعكاسها على قيمة الشركة: دراسة ميدانية على الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن.

سليم، أحمد سليم محمد (٢٠١٧)، "العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية والمسئولية الاجتماعية للشركات: دراسة تطبيقية"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢١(٢)، ٦١٠-٦٤٧.

عبد الحميد، شريف محمد محمود (٢٠١٩)، "دراسة تحليلية للعلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار بهدف تعظيم قيمة المنشأة"، مجلة الدراسات المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة بني سويف، المجلد (٢٩)، العدد (٣)، ٧٨-١٠٤.

عبد الحليم، ياسمين إسماعيل محمد (٢٠٢٠)، "العلاقة بين إدارة الأرباح على أساس الانشطة الحقيقية والاحتفاظ بالنقدية: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

عطية، مريم حسن ربيع حسن، (٢٠٢٣)، "التأثيرات المباشرة والوسيطية بين قوة المدير التنفيذي الأول، كفاءة الاستثمار، وقيمة الشركة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

عفيفي، أشرف السعيد أحمد السيد، عبد الرحمن، وليد محمد محمد السيد، (٢٠٢٣)، "العلاقة بين آليات التحسين الإداري وكفاءة الاستثمار في إطار نظرية الوكالة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، مجلة البحوث الإدارية، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، ٤١(٣)، ١-٥٤.

عفيفي، هلال عبد الفتاح (٢٠١٥)، "أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية - دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، ٣٩(٤)، ١١٨-٥١.

مرقص، فوزي عبد الباقي فوزي، (٢٠٢٢)، "تأثير جودة المراجعة على العلاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة الاستثمار: دراسة اختبارية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، ٤(٣)، ٤٩٦-٥٦٦.

مطاوع، مطاوع السعيد السيد (٢٠٢١)، "الأثر التفاعلي للاحتفاظ بالأصول النقدية والقيود المالية على كفاءة الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة السعودية"، الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٥(٣)، ١-٣٤.

هجرس، سارة أويكر سالم (٢٠١٨)، "قياس أثر التحفظ المحاسبي والاحتفاظ بالأرصدة النقدية على قيمة المنشأة: دراسة ميدانية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة.

- Abuzant, A. A., (2015). The Effect of Corporate Governance Mechanisms and Cash Holdings on the Firm's Value: An Empirical Study on Manufacturing Companies Listed on the Amman Stock Exchange, *Master thesis*. Yarmouk University.
- Aktas, N., Louca, C., & Petmezas, D. (2019). CEO overconfidence and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 54, 85-106.
- Al-Najjar, B. and Belghitar, Y.. (2011). Corporate Cash Holdings and Dividend Payments: Evidence from Simultaneous Analysis, *Managerial and Decision Economics*, 32(4), 231-241.
- Asadia, A., Oladia, M., and Aghela, M. G. (2021). Evaluation of managerial overconfidence, cash holding, and investment efficiency in companies. *Journal of Mathematics*, 2021: 1-11.
- Benlemlih, M., & Bitar, M. (2018). Corporate social responsibility and investment efficiency. *Journal of business ethics*, 148, 647-671.
- Bick, P. S., Orlova, & L. Sun, (2018), Fair Value Accounting and Corporate Cash Holdings. *Advances in Accounting* , 40, 98-110.
- 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.
- Biddle, G. C., Hilary, G., and 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. and Sánchez-Vidal J., (2012). Cash holdings in private firms, *Journal of Banking and Finance*, 36(1), 26-35.
- Bimo, I. D., Silalahi, E. E., & Kusumadewi, N. L. G. L. (2022). Corporate governance and investment efficiency in Indonesia: The moderating role of industry competition. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 20(2), 371-384.
- Cucic, D. (2020). Corporate Investment and Cash Holdings under Financing Shocks, *Working Paper*, 1-56

- Dao, N. T. T. (2021). Cash holdings and over-investments during COVID 19 pandemic: The evidence from Vietnam. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 9(6): 1273-1279.
- Desai, M. A., Dyck, A., and Zingales, L., (2007). Theft and Taxes, *Journal of Financial Economics*, 84(3), 591-623.
- Foley, C. F., Hartzell, J. C., Titman, S., and Twite, G., (2007). Why Do Firms Hold so Much Cash? A tax-based explanation, *Journal of financial economics*, 86(3), 579-607.
- Gao, R., & Yu, X. (2020). How to measure capital investment efficiency: a literature synthesis. *Accounting & Finance*, 60(1), 299-334.
- Golmohammadi, M., Pourheidari, O., & Baharmoghaddam, M. (2017). Studying the impact of stakeholder management on dividends and firm value. *Accounting and Auditing Review*, 24(3), 371-394.
- Gu, T., (2017). US Multinationals and Cash Holdings, *Journal of Financial Economics*, 125(2), 344-368.
- Gulzani, M., (2017). The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings in an Oil Rich Country: Evidence from Kingdom of Saudi Arabia, *Borsa Istanbul Review, Research and Business Development Department*, 17(3), 133-143.
- Hoechle, D., (2007). Robust standard errors for panel regressions with crosssectional dependence. *The Stata Journal*, 7(3), 281-312.
- Holzacker, M., Krishnan, R., and Mahlendorf, M., (2015). The impact of changes in regulation on cost behavior. *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 534-566.
- Joseph, A., Kneer, C., and Van Horen, N. (2021). All You Need Is Cash: Corporate Cash Holdings and Investment after the Global Financial Crisis. *Working Paper*, 1-52.
- Joseph, A., Kneer, C., and Van Horen, N. (2021). All You Need Is Cash: Corporate Cash Holdings and Investment after the Global Financial Crisis. *Working Paper*, 1-52.
- Kiani, M., & Moghri, A. E. (2017). Evaluating a relationship between cash holding and overinvestment in the listed companies in Tehran Stock Exchange. *specialty journal of accounting and economics*, 3(2), 1-6.

- Knetsch, A. (2020). Corporate investment efficiency and its determinants, *Doctoral dissertation*, Dissertation, Rheinisch-Westfälische Technische Hochschule Aachen.
- Koo, J. & Maeng, K. (2019). Investment Opportunities and Cash Holdings of Firms: An Empirical Study on Korean Firms, *Applied Economics, Taylor & Francis Journals*, 51(23), 2492-2500.
- Kouki, A., (2018). Mandatory IFRS adoption, investor protection and earnings management: A data analysis of Germany, France and Belgium listed companies, *International Journal of Accounting & Information Management*, 26(1), 187-204.
- Linhares, F. S., Costa, F. M. D., & Beiruth, A. X. (2018). Earnings management and investment efficiency", *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 20(2), 295-310.
- Majeed, M. A., Zhang, X., and Umar, M., (2018). Impact of investment efficiency on cost of equity: evidence from China, *Journal of Asia Business Studies*, 12(1), 44-59.
- Rad, S. S. E., Embong, Z., Mohd-Saleh, N., and Jaffar, R., (2016). Financial Information Quality And Investment Efficiency: Evidence From Malaysia, *Asian Academy Of Management Journal Of Accounting & Finance*, 12(1), 129-151.
- Sheu, H. J., and Lee, S. Y. (2012). Excess cash holdings and investment: the moderating roles of financial constraints and managerial entrenchment. *Accounting & Finance*, 52: 287-310.
- Shiau, H., Chang, Y. & Yang, Y. (2018). The Cash Holdings and Corporate Investment Surrounding Financial Crisis: The Cases of China and Taiwan, *Chinese Economy, Taylor & Francis Journals*, 51(2), 175-207.
- Tawiah, B., & O'Connor Keefe, M. (2022). Cash holdings and corporate investment: Evidence from COVID-19. *Review of Corporate Finance*, Forthcoming. Available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3712767. or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3712767>.
- 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.

Yu, H. F., Lin, T. J., Chang, H. Y., & Wang, Y. H. (2020). The impact of political connection and information asymmetry on investment efficiency: Evidence from China. *Sustainability*, 12(14), 1-15.

Zhou, T. (2014). Financial crisis, excess cash holding and corporate investment: based on the perspective of governance and risk perception. *Journal of Chinese Economics*, 2(2), 1-20.