

أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار

(دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المصرية)

إعداد الباحث

أحمد ياسر جعفر شلبي

باحث دكتوراة

٢٠٢٤

ملخص (Abstract)

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.

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 المستوى 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 المديرون بما يزيد عن المستوى الأمثل للنقدية إنطلاقاً 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، وهو القصور الاستثماري.

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 علي مخاطر السيولة، كما يمكن للمتعاملين علي أسهم تلك الشركات تحقيق عوائد أكبر من الشركات الأخرى من خلال التعرف علي 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 علي 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:

- 1- 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).
- 2- 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.
- 3- يمكن لهذه الدراسة إضافة بعض الدوافع والنظريات المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية في سوق الأوراق المالية.

رابعاً: خطة الدراسة:

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

القسم الأول: الإطار العام للدراسة:

القسم الثاني: الدراسات السابقة واشتقاق فرض الدراسة:

القسم الثالث: 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 والتحصين 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

للتحصين 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 بالتحصين 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 استخدامًا 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 المجمع 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 أيضاً 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 الأوراق 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 للإحتفاظ بالأصول النقدية والقيود المالية على كفاءة الاستثمار: دراسة تطبيقية على

الشركات المدرجة بالبورصة السعودية

استهدفت الدراسة قياس العلاقة بين الإحتفاظ بالأصول النقدية وكفاءة الاستثمار، وأثر القيود المالية كمتغير محفز على هذه العلاقة، وفي سبيل تحقيق هذا الهدف اختبرت الدراسة تأثير الإحتفاظ بالأصول النقدية على كفاءة الاستثمار في الشركات المدرجة بالبورصة السعودية، وكذلك الأثر التفاعلي للإحتفاظ 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 للإحتفاظ بفائض من الأصول النقدية على كفاءة الاستثمار، حيث أن الإحتفاظ 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 الإحتفاظ بالأصول النقدية وكفاءة الاستثمار. كما توصلت الدراسة إلى زيادة أهمية الإحتفاظ 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.

وفى 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

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
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، 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</p>

<p>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: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

يعرض الجدول رقم (٢) 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 كالاتي:

جدول رقم (٢): الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عدد المشاهدات	أقل قيمة	أكبر قيمة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
المتغير التابع: كفاءة الاستثمار	500	-1.791	.13243	.0045658	.0701721
المتغير المستقل: الاحتفاظ بالنقدية	500	.001011	.41682	.0963639	.1153884
المتغيرات الرقابية: حجم الشركة	500	17.6555	23.5515	20.52965	1.611954
الرفع المالي	500	.040305	.963473	.4625372	.2492813
ربحية الشركة	500	-1.16432	.241973	.051502	.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 (اللوجاريتم 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:

يمكن عرض نتائج الاختبارات كما يلي:

يستعرض الجدول رقم (٣) نتائج تحليل بين المتغير المستقل "الاحتفاظ بالنقدية" ومجموعة

المتغيرات الرقابية "حجم الشركة، الرفع المالي، ربحية الشركة"، مع المتغير التابع كفاءة الاستثمار.

جدول رقم (٣)

نتائج اختبار أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار

معنوية (دلالة)		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 $10,37\%$ وهو ما يعني تفسير المتغيرات المستقلة والرقابية (الاحتفاظ بالنقدية، حجم الشركة، الرفع المالي، وربحية الشركة) تساهم في التأثير على كفاءة الاستثمار بمقدار $10,37\%$ 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 1% ، أي وجود علاقة سالبة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار، ويتضح ذلك من نتيجة اختبار T والتي بلغت $(4,32)$ وقد بلغت دلالة الاختبار $(Sig= 0,000)$ وهي أقل من مستوى المعنوية 1% 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 $(1,40)$ وقد بلغت دلالة الاختبار قيمة مقدارها $(Sig= 0,161)$ وهي أكبر من مستوى المعنوية 10% 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 5% ، 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 (-2,56) وقد بلغت دلالة الاختبار قيمة مقدارها (Sig= 0,011) وهي أقل من مستوى المعنوية 5% وهو ما يعني وجود دلالة احصائية ومعنوية.

- كما تشير النتائج إلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة وعدم كفاءة الاستثمار (مقياس عكسي لكفاءة الاستثمار) عند مستوى معنوية 1%، 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.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية:

١. 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.
٢. مطاوع، مطاوع السعيد السيد (٢٠٢١)، " الأثر التفاعلي للإحتفاظ 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.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

1. 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.
2. 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.
3. Cucic, D. (2020). "Corporate Investment and Cash Holdings under Financing Shocks," *Working Paper*, 1-56. Available at: <https://www.econstor.eu/handle/10419/246003>.
4. 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.
5. 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.
6. 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.
7. 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.

8. 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.
9. 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.
10. 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.
11. 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.
12. 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.
13. 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.
14. 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.
15. 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>.

- 16.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.
- 17.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.