

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

**Analytical study for the relationship between
cash holding and corporate investment
efficiency to maximize firm value**

إعداد:

شريف محمد محمود عبدالحميد

Sherif Mohamed Mahmoud Abdelhameed

المدرس المساعد بقسم المحاسبة - كلية التجارة - جامعة القاهرة

إشراف:

أ.د. أحمد محمد أبو طالب

أستاذ المحاسبة المالية

كلية التجارة - جامعة القاهرة

بحث بعنوان**دراسة تحليلية للعلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار
بهدف تعظيم قيمة المنشأة^١**

أ.د. أحمد محمد أبو طالب
أستاذ المحاسبة المالية
كلية التجارة - جامعة القاهرة

شريف محمد محمود عبدالحميد
مدرس مساعد
كلية التجارة - جامعة القاهرة

المستخلص:

استهدف البحث استكشاف محددات الاحتفاظ بالنقدية وعلاقة القرارات المالية للشركة بقرارات الاستثمار، والربط بين قرارات الاحتفاظ بالنقدية وقدرة الشركة على تحقيق كفاءة الاستثمار بهدف الوصول في النهاية لتعظيم قيمة المنشأة. تم الاعتماد على التأصيل النظري لأدبيات المحاسبة والتمويل لمتغيرات البحث، وتحليل الدراسات السابقة بشأن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار أو قيمة المنشأة. توصل البحث للعديد من المحددات ذات العلاقة بالتأثير في مستوى الاحتفاظ بالنقدية. كما توصل البحث لضرورة الاهتمام ليس فقط بمستوى الاحتفاظ بالنقدية، ولكن بالبحث حول مردود الاحتفاظ بهذا المستوى من النقدية وانعكاسه على كفاءة الاستثمار وقيمة المنشأة. فقد يكون الاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية مبرراً عندما تتمتع الشركة بفرص استثمارية ومعدلات نمو مرتفعة ينبغي العمل على اقتناصها ومن ثم تتحقق كفاءة الاستثمار وتزيد قيمة المنشأة. وفي الاتجاه المعاكس، قد يستغل المديرون هذه النقدية في اتخاذ قرارات استثمارية غير رشيدة، مثل: التوسع غير المبرر في قرارات الاستحواذ لتحقيق منافع خاصة على حساب كفاءة الاستثمار وقيمة المنشأة.

كلمات الفهرسة: الاحتفاظ بالنقدية Cash Holdings، المستوى الأمثل للنقدية Optimal Cash Holdings، كفاءة الاستثمار Investment Efficiency، قيمة المنشأة Firm Value.

^١ هذا البحث مُستخرج من مقترح رسالة دكتوراة بعنوان " قياس أثر الأداء المستدام على الاحتفاظ بالموارد النقدية بهدف تحقيق الكفاءة الاستثمارية في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية "، إعداد الباحث: شريف محمد محمود عبد الحميد، إشراف: أ.د. أحمد محمد أبو طالب، كلية التجارة - جامعة القاهرة.

مقدمة:

تعتبر النقدية وما في حكمها من أهم الأصول الحيوية التي تمتلكها الشركات ليس لقدرتها على التأثير في العديد من القرارات الاستثمارية والتمويلية وحماية الشركات من العجز والإفلاس المالي فحسب، بل لخطورتها الكامنة في طبيعتها السائلة، وارتباطها تقريباً بجميع المعاملات المحاسبية، خاصة مع ضعف الرقابة على استخدامها من قبل المديرين. لذا، فإنها تحظى بأهمية جميع أصحاب المصالح سواء: المساهمين، الدائنين، الإدارة، الجهات الرقابية، والمراجعين لتقييم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المختلفة، وإجراء توزيعات أرباح مناسبة، ومواجهة التقلبات غير العادية، واستغلال الفرص الاستثمارية. Bick et al. (2018). وزاد الاهتمام الأكاديمي أيضاً بمفهوم الاحتفاظ بالنقدية في الشركات Cash Holdings، والفرق بين الحد الأدنى والأعلى للاحتفاظ بالنقدية، واستكشاف النظريات التي تفسر الاحتفاظ بالنقدية والدوافع المنبثقة من هذه النظريات، والعوامل التي تؤثر على قرارات الاحتفاظ بالنقدية، وعلاقة أداء الاستدامة بالاحتفاظ بالموارد النقدية.

تتحقق الكفاءة الاستثمارية Investment Efficiency عند قيام الشركة باقتناص جميع الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجب. إلا أن الواقع يفرض بعض القيود التي تحد من قدرة الشركات على الدخول في جميع الفرص المتاحة بسبب اختلالات أسواق رأس المال التي يتمثل أشهرها في عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة. وتؤدي هذه الاختلالات إلى الفشل في معظم الأحيان في تحقيق الكفاءة الاستثمارية. وقد تظهر عدم الكفاءة الاستثمارية في مستويين متعاكسين. الأول، يسمى الإفراط الاستثماري Overinvestment، وذلك عندما تزيد الاستثمارات عن الحد الأمثل الذي يحقق الكفاءة الاستثمارية، وذلك عندما يلجأ المديرون للاستثمار في مشروعات غير جيدة بهدف الاستيلاء على موارد الشركة. والثاني، يسمى ضعف الاستثمار Underinvestment، وذلك عندما تقل الاستثمارات عن الحد الأمثل للاستثمارات، وذلك عندما تواجه الشركة بعض القيود المالية ترغمها على الانسحاب من المشروعات الجيدة بسبب ارتفاع تكاليف التمويل (Gomariz and Ballesta 2014; Stein 2003).

طبيعة المشكلة:

عند الربط بين محددات ودوافع الاحتفاظ بالنقدية بقدرة الشركة على تحقيق كفاءة الاستثمار وتعظيم قيمة المنشأة، 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 وتزيد قيمة المنشأة. بينما على النقيض، قد يحتفظ المديرين بما يزيد عن المستوى الأمثل للنقدية انطلاقاً من دوافع الوكالة التي تعبر عن وجود سوكرات انتهازية للمديرين بشأن الاحتفاظ بالنقدية تؤثر على قرارات الاستثمار وتؤدي للإفراط الاستثماري الذي يمثل أحد أشكال عدم الكفاءة الاستثمارية، بما يضر قيمة المنشأة. وقد تحتفظ الشركة بمستوى أقل من المستوى الأمثل للنقدية بسبب تأثير العديد من المحددات مثل: ضعف التدفقات النقدية، التوزيعات النقدية، الرافعة المالية، ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي. الأمر الذي يؤدي للشكل الثاني من أشكال عدم الكفاءة الاستثمارية، وهو القصور الاستثماري، الذي يضر أيضاً قيمة المنشأة. بناءً على ذلك، يمكن بلورة مشكلة البحث في التساؤلات التالية:

- ١- ما هي محددات الاحتفاظ بالنقدية وكيف يمكن التحكم في هذه المحددات؟
- ٢- كيف يمكن الربط بين محددات الاحتفاظ بالنقدية وبين قرارات الاستثمار في الشركة؟
- ٣- ما هو مفهوم ومحددات كفاءة الاستثمار في الشركات؟ وكيف يمكن قياسها؟
- ٤- ما علاقة الاحتفاظ بالنقدية وقدرة الشركة على تحقيق كفاءة الاستثمار وتعظيم قيمة المنشأة؟

هدف البحث:

يتمثل هدف البحث في تحليل مفهوم ومحددات الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار في الشركات. واستكشاف العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وتحقيق كفاءة الاستثمار وتعظيم قيمة المنشأة. وذلك من خلال استقراء وتحليل الدراسات السابقة ذات العلاقة وتحليل نتائجها.

خطة البحث:

لتحقيق هدف البحث، تم تقسيم البحث إلى النقاط التالية:

١. مفهوم ودوافع ومحددات الاحتفاظ بالنقدية. ٢. مفهوم ومحددات كفاءة الاستثمار.
٣. دراسات سابقة. ٤. النتائج.

١. مفهوم ودوافع ومحددات الاحتفاظ بالنقدية.

تتضمن النقدية وما في حكمها كل من النقدية المحتفظ بها في الخزينة والأرصدة البنكية الحرة (غير المقيدة) في الحسابات الجارية، والشيكات القابلة للتحويل، وحسابات التوفير (السيد حسن ٢٠١٧). وتتوسع النظرية المالية Financial Theory في توصيف النقدية بأنها تشتمل على كل من النقدية بالخزينة والأوراق المالية قصيرة الأجل، وشهادات الإيداع، والسندات الحكومية، واتفاقيات إعادة الشراء، وصناديق أسواق المال (Beuselinck and Du 2017). وزادت في العقود الأخيرة نسب الاحتفاظ بالنقدية في الشركات، حيث وصلت النسبة في الشركات الصناعية الأمريكية إلى ٢٣,٢% عام ٢٠٠٦ (Al-Najjar and Belghitar 2011). وفي دراسة دولية حديثة أجراها (Seifert and Gonenc 2018) خلال الفترة من عام ٢٠٠٢ لعام ٢٠١٣، كانت نسبة الاحتفاظ بالنقدية ٢٧,٦% في أيرلندا، ٢٥,١% في هونج كونج، ٢٢% في اندونيسيا، ٢٠,٤% في اليابان. وفي البيئة المصرية، توصلت دراسة حديثة إلى أن أعلى متوسط مستوى الاحتفاظ بالنقدية في فترة الدراسة هو ٢٢,٢% عام ٢٠١٧ في جميع القطاعات (مجدي مليجي ٢٠١٨).

يقال إن الشركات الأكثر أماناً هي التي تحوز المزيد من النقدية، فهي تسيطر على مخاطر السيولة ولديها القدرة على مواجهة المخاطر والتقلبات غير المتوقعة، وتكون جاذبة للمستثمرين الذين يطمحون في تحقيق عوائد مرتفعة مستقبلاً (Guizani 2017). إلا أن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية قد لا يكون مؤشراً على قوة الوضع المالي للشركة في جميع الأحوال. فقد يكون الهدف من ذلك إحداث توازن مع النسبة المرتفعة جداً للرافعة المالية، أو بهدف الوفاء بالتدفقات الرأسمالية، وزيادة حدة تقلبات التدفقات النقدية، وارتفاع صافي رأس المال العامل، أو بسبب مشاكل الوكالة التي تدفع المديرين لحيازة المزيد من النقدية واستثمارها بما يحقق مصالح خاصة. ومن ثم قد يرتبط المستوى المرتفع من حيازة النقدية بمخاطر تؤثر على قيمة المنشأة مستقبلاً. لذا، هناك العديد من العوامل التي تؤثر على قرارات الاحتفاظ بالنقدية. وفيما يلي أهم العوامل المحددة للاحتفاظ بالنقدية التي وردت في الأدب المحاسبي.

• حجم الشركة:

بالنسبة للشركات كبيرة الحجم التي تتمتع بحجم كبير من الأصول المستثمرة يُفترض أنها تمتلك ضمانات كافية تسمح لها بالحصول على تمويل خارجي في أي وقت بتكلفة أقل، كما يفترض أنها أكثر قدرة على مواجهة مخاطر التعثر المالي، الأمر الذي ينعكس عليها في شكل انخفاض مستوى النقدية المحتفظ بها مقارنة بالشركات صغيرة الحجم. ويؤيد هذا

شريف محمد محمود العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية و كفاءة الاستثمار
الرأي أنصار افتراضات نظرية المفاضلة الساكنة التي تفترض أن المستوى الأمثل للنقدية
ينخفض في الشركات كبيرة الحجم (Dittmar et al. 2003; Megginson et al.)
2014). كما يؤيد (2008) D'Mello et al. في دراستهم العلاقة العكسية بين حجم
الشركة والاحتفاظ بالنقدية، بأن الشركات صغيرة الحجم وذات معدلات النمو المرتفعة تزيد
فيها نسب مستويات حيازة النقدية، مقارنة بالشركات الكبيرة، لمعالجة مشكلة صعوبة القدرة
على الاقتراض نظراً لصغر حجمها وانخفاض مستوى الضمان لديها. ويرى البعض الآخر،
من أنصار افتراضات نظرية ترتيب مصار التمويل، ونظرية الوكالة، أن الشركات كبيرة
الحجم تكون مضطرة للاحتفاظ بالمزيد من السيولة النقدية انطلاقاً من دوافع التحوط بسبب
كبر حجم وكثافة المعاملات اليومية، فضلاً عن كبر حجم تدفقاتها النقدية الداخلة ومن ثم
التدفق النقدي الحر الذي يتسبب في تراكم النقدية (Abdioglu 2016).

• الرافعة المالية:

من المتوقع أن تكون الرافعة المالية بديلاً للنقدية، بمعنى آخر، إذا كانت الشركة تعتمد
على الرافعة المالية في تمويل استثماراتها، سيكون الاحتفاظ بالنقدية في أقل مستوياته
والعكس (Kusnadi et al. 2015; John 1993). وقد أيدت دراسة Ferreira and
Vilela (2004) لوجود علاقة سلبية بين الرافعة المالية والاحتفاظ بالنقدية. ولاستكشاف
العلاقة بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، توصلت دراسة Guney et al.
(2007) التي أجروها على مستوى دولي، إلى وجود علاقة غير خطية بين الرافعة المالية
ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث تكون العلاقة بينهما سلبية حتى مستوى معين من الرافعة
المالية، أي أن الرافعة المالية تظل بديلاً تموالياً عن الاحتفاظ بالنقدية حتى ذلك المستوى، ثم
بعد هذا المستوى من الرافعة المالية تتحول العلاقة بينهما إلى علاقة طردية، بما يعني زيادة
مستوى الاحتفاظ بالنقدية لمواجهة الضغوط المالية Financial Distress الناتجة عن
ارتفاع نسبة الرافعة المالية وما يترتب على اعتماد الشركة على الديون من أعباء ديون
تستوجب التحوط لها بمزيد من النقدية المحتفظ بها لتفادي مخاطر الإفلاس.
يمكن القول أن العلاقة غير الخطية التي توصل إليها (2007) Guney et al.
أكثر منطقية وواقعية لأن العلاقة بينهما ليست خطية في اتجاه واحد ولكنها علاقة ارتباط
تتغير بشكل ديناميكي حسب الحالة والظروف والفرص الاستثمارية المحيطة بالمنشأة.
ويمكن تبرير احتمال وجود علاقة طردية بين الرافعة المالية والاحتفاظ بالنقدية بحالة وصول
الشركة إلى الحد الأقصى من القروض التي تتسق مع المركز الائتماني والمالي للشركة، أو

شريف محمد محمود العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية و كفاءة الاستثمار
بمعنى آخر عندما تستنفد الشركة طاقة الاقتراض المتاحة لها، ومن ثم ستفرض القروض
الإضافية على الشركة تكلفة مرتفعة جداً، فتقوم بالاحتفاظ بالمزيد من النقدية كبديل وقائي.
لا شك أن نسبة الرافعة المالية تعكس مدى الجدارة الائتمانية للشركة ومدى اعتمادها على
الديون في تمويل الاستثمارات المختلفة. ولكن تتوقف قدرتها على سداد هذه الديون على قدرة
تدفقاتها النقدية على توليد فوائض نقدية مستمرة تعزز القدرة الائتمانية للشركة.

• صافي رأس المال العامل:

يشير صافي رأس المال العامل لمدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة
الأجل، وكلما توافر صافي رأس مال عامل جيد، كان ذلك مؤشراً على قدرة الشركة على
تحويل فائض من الأصول المتداولة إلى سيولة خلال فترة زمنية قصيرة الأجل. بناء على
ذلك، تفترض نظرية المفاضلة الساكنة أن هناك علاقة عكسية بين صافي رأس المال العامل
وبين مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بافتراض أن صافي رأس المال العامل يعتبر بديلاً عن
النقدية خلال فترة زمنية قصيرة، فنقل الحاجة لحيازة المزيد من النقدية ويقل المستوى الأمثل
للاحتفاظ بالنقدية (Bick et al. 2018).

• سياسة توزيعات الأرباح النقدية:

عندما تحقق الشركة أرباحاً وتقرر توزيع جزء منها على المساهمين بشكل نقدي، يتم
حساب نسبة توزيعات الأرباح النقدية للسهم كنسبة إلى ربحية السهم. ووفقاً لنظرية المفاضلة
الساكنة، فإن الشركات التي تحافظ على توزيعات نقدية على السهم بصفة مستمرة تكون أكثر
استقراراً وأكثر قدرة على الحصول على تمويل خارجي بتكلفة منخفضة ومن ثم ينخفض فيها
مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Harford et al 2008). بينما على العكس من ذلك، تفترض
نظرية الوكالة أن الاستمرارية في توزيع أرباح على المساهمين قد يكون بهدف تحسين
الصورة الذهنية للشركة في السوق واستجلاب رضا المساهمين والحد من اعتراضاتهم
ورقابتهم على المديرين، من أجل اكتساب حرية أكبر في الاحتفاظ بالنقدية والتصرف فيها
(Bates et al. 2009; Sheikh and Khan 2015). بالطبع قبل قيام الشركة
بتوزيعات نقدية ينبغي التحوط والاحتفاظ بالنقدية اللازمة للوفاء بهذه التوزيعات، ومن ثم يزيد
مستوى الاحتفاظ بالنقدية قبل إقرار التوزيعات النقدية. ولكن بعد تنفيذ التوزيعات على
المساهمين من المؤكد أن رصيد النقدية وما في حكمها سيتأثر بالانخفاض.

• النفقات الرأسمالية:

تقوم الشركات بالاستثمار في الأصول الثابتة وبالطبع يمكن للنفقات الرأسمالية التأثير على النقدية. ويقصد بالنفقات الرأسمالية نسبة التغير في الأصول الثابتة في سنة ما وتحسب نسبة النفقات الرأسمالية بالمعادلة التالية (Safdar 2017):

$$= \text{(الأصول الثابتة آخر المدة - الأصول الثابتة أول المدة)} \div \text{الأصول الثابتة أول المدة}$$

ومن المتوقع أن تحتاط الشركة لمثل هذه النفقات قبل القيام بها. فوفقاً لنظرية المفاضلة ينبغي أن يزيد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية للوفاء بالنفقات الرأسمالية في مواعيدها ومن ثم تكون العلاقة طردية بين النفقات الرأسمالية والاحتفاظ بالنقدية (Tayem 2017). في حين توصلت دراسات أخرى إلى أن ارتفاع نسبة النفقات الرأسمالية يرتبط بانخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية (مثل: Bick et al. 2018).

في حقيقة الأمر، يمكن أن يرجع الاختلاف بين نتائج الدراسات حول اتجاه العلاقة بين النفقات الرأسمالية والاحتفاظ بالنقدية للنقطة الزمنية التي يقاس فيها مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فبطبيعة الحال ستكون النقدية قبل تنفيذ عمليات حيازة الأصول الثابتة في مستوى مرتفع، بينما في الفترة التي تعقب حيازة الأصول الثابتة (النقدية وما في حكمها آخر المدة) من المتوقع أن تكون قد استنفدت كثيرًا من النقدية. علاوة على ما سبق.

• فرص الاستثمار والنمو المتاحة:

بطبيعة الحال، إذا كانت الشركة لديها فرص نمو ويمكنها اقتناص فرص استثمارية جيدة بناءً على دراسات جدوى اقتصادية، فينبغي عليها أن تحتاط وتوفر المصادر الملائمة لتمويل هذه الاستثمارات، إما من مصادر تمويل داخلية، من خلال الاحتفاظ بالنقدية، أو من مصادر التمويل الخارجية، عن طريق الاقتراض أو إصدار أسهم جديدة. لا شك أن قيام الشركات بالتحوط للفرص الاستثمارية المتاحة واقتناصها يعزز مركزها التنافسي ويوسع نفوذها في السوق ومن ثم يحافظ على ويعظم قيمتها السوقية. فالشركات التي تنتمي لصناعات كثيفة التكنولوجيا أو كثيفة فرص الاستثمار تحتفظ بمزيد من الاحتياطات النقدية لمواجهة متطلبات النمو والإنفاق على البحوث والتطوير (Amess et al. 2015).

إن وجود فرص استثمارية مرتقبة والرغبة في توسيع الإنفاق على البحوث والتطوير، يمكن أن يمثل أهم العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، خاصة في ظل صعوبة وارتفاع تكاليف المصادر الخارجية للتمويل. فهناك الكثير من الشركات التي تدهورت بشدة بسبب عدم قدرتها على مواكبة التطور والسعي نحو استغلال فرص النمو الاستثمارية مثل شركة Nokia. على عكس شركات أخرى منافسة مثل شركة Samsung التي واكبت

شريف محمد محمود
التطور بل وقادت مسيرة التطوير بإنفاق المزيد على البحوث والتطوير ومشاريع استثمارية
توسعية.

• مخاطر القيود المالية وتقلبات التدفقات النقدية:

تُعرف الشركة بأنها مُقيدة مالياً عندما يكون دخولها سوق رأس المال محدود وتكلفة التمويل الخارجي لديها مرتفعة مقارنة بالشركات الأخرى (Singh 2018). مع ارتفاع احتمالات التعرض للقيود المالية Financial Constraints، يزداد الدافع الوقائي لدى الشركات لمواجهة تلك الضغوط بالاستعانة بمزيد من الاحتياطات النقدية. فعندما تعاني الشركة من ضعف تدفقاتها النقدية، ولديها رغبات استثمارية، يكون الحل في اللجوء للاحتفاظ بالنقدية. ومن ثم يمكن القول أن هناك علاقة طردية بين احتمال التعرض لقيود مالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، بحيث كلما زاد احتمال تعرض الشركة لقيود مالية، تحفظ بمزيد من النقدية مقارنة بغيرها من الشركات. كما أن ارتفاع درجة عدم التأكد المرتبطة بالتدفقات النقدية، وارتفاع درجة تقلبات التدفقات النقدية، يزيد من احتمالات تعرض الشركة للقيود المالية ومخاطر الإفلاس، مما يدفع الشركة للاحتفاظ بمزيد من النقدية (Gogineni et al. 2012; Ferreira and Vilela 2004). مما سبق، يبدو كيف أن القيود المالية لا تعكس فقط ضعف التدفقات النقدية، بل تعبر أيضاً عن عدم القدرة على تلبية الطلب التمويلي. فمع ارتفاع احتمال التعرض للقيود المالية تظهر مشكلة وكالة بين الدائنين والمساهمين وترتفع تكاليف إصدار ديون جديدة أو أسهم جديدة (Amess et al. 2015).

• تكلفة مصادر التمويل الخارجية:

بوجه عام، تختلف الشركات في قدرتها على الحصول على تمويل خارجي حسب درجة عدم تماثل المعلومات الناشئة عن مشاكل الوكالة. كما تؤثر درجة كفاءة سوق رأس المال ومدى وجود اختلالات تمويلية Financial Frictions على قدرة الشركات على التكيف مع تلك الظروف الاقتصادية. لا شك أن قدرة الشركات على الحصول على قروض بتكلفة منخفضة، أو الحصول على تراخيص بإصدار أسهم جديدة بتكلفة منخفضة تؤدي إلى انخفاض الدافع الوقائي للاحتفاظ بالنقدية. والعكس صحيح، بحيث كلما زادت درجة عدم تماثل المعلومات بالشركة، قلت قدرتها على الدخول في أسواق رأس المال والحصول على تمويل منخفض التكلفة، الأمر الذي يدفعها لتكثيف احتياطاتها النقدية للتحوط أو لمواكبة فرص النمو والفرص الاستثمارية (Gogineni et al. 2012; Gao et al. 2013).

• مشاكل الوكالة:

تعتبر مشاكل الوكالة محددًا هاماً من محددات الاحتفاظ بالنقدية. حيث يترتب على ارتفاع درجة تعارض المصالح بين المساهمين والإدارة ميل الإدارة نحو الاحتفاظ بالمزيد من النقدية وعدم توزيعها على المساهمين كأرباح، بل قد يصل الأمر لإنفاق هذه النقدية في مشروعات استثمارية غير مجدية توسع النفوذ والسيطرة الإدارية (Myers and Rajan 1998). وعند تقييم المساهمين للزيادة في الاحتياطات النقدية في ظل تقاوم مشاكل الوكالة، تتخفف قيمة كل دولار زيادة في النقدية عن الحد الملائم من وجهة نظر المساهمين لإدراكهم بميل الإدارة نحو إساءة استخدام هذه الزيادة (Kim and Quinn 2011).

يمكن 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.

• السمات الشخصية، النفسية، والسلوكية للمديرين:

قد يتأثر المدير في اتخاذ قرار الاحتفاظ بمستوى معين من النقدية واستخدامها بخصائصه النفسية مثل: الحذر وكره المخاطر، التحفظ، حب المغامرة، النزعة الدينية. فقد نجد بعض الأشخاص يفضلون الاعتماد على أموالهم الشخصية في تمويل مشترياتهم وعدم اللجوء إلى الديون إلا في حدود ضيقة. وعلى العكس نجد البعض الآخر يميل إلى تمويل غالبية مشترياته عن طريق الديون (الأقساط) حتى لو كانت لديه سيولة نقدية كافية. بالطبع هذه الصفات والتوجهات الاستثمارية والتمويلية تؤثر على قرارات المديرين إلا إذا كانت هناك سياسات مالية وخطط استثمارية تحد من تأثير هذه السمات الشخصية.

علاوة على ذلك، فإن الثقة المفرطة في النفس لدى المديرين التنفيذيين CEO Overconfidence لها تأثير أيضاً على قرارات الاحتفاظ بالنقدية. حيث يفرط المدير المفرط في الثقة في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية، مما يؤدي إلى^٢:

- أنه يرى الشركة مقومة من السوق بأقل مما ينبغي.
- التقدير الخاطئ لتكلفة رأس المال المطلوب من الدائنين والمستثمرين العقلانيين Rational عند توفيرهم للتمويل الخارجي للشركة.

^٢ يمكن الرجوع على سبيل المثال إلى: (Aktas et al. 2019; Malmendier et al. 2011; Heaton 2002)

- يتجنب هذا النوع من المديرين قدر الإمكان الاعتماد على التمويل الخارجي ويعزز من مستويات النقدية المحتفظ بها المتولدة داخلياً.
- إذا كان لدى الشركة تدفقات نقدية داخلية قوية، فإن المدير المفرط في الثقة سيستثمر هذه النقدية ببذخ مقارنة بالمدير العقلاني Rational في جميع المشروعات المتاحة له بما فيها مشروعات الاندماج والاستحواذ وتعاني الشركة حينها من مشكلة عدم كفاءة الاستثمار في شكل إفراط استثماري.
- أما إذا كانت التدفقات الداخلية ضعيفة، يُحجم المدير مفرط الثقة عن الاستثمار، مقارنة بالمدير العقلاني، لأنه ينظر للتمويل الخارجي على أنه مكلف جداً. ومن ثم تعاني الشركة في هذه الحالة من عدم كفاءة الاستثمار في شكل قصور استثماري. وكأنها مقيدة مالياً بالرغم من أنها ليست كذلك.
- يبدو مما سبق أن الصفات الشخصية للمديرين التنفيذيين تنعكس على السياسات المالية والقرارات الاستثمارية والتمويلية التي يتخذونها. ومن ثم تنعكس على كفاءة الاستثمار وقيمة المنشأة.

• درجة انتشار الفساد المحلي:

نظراً لأن الشركات تعتبر من أهم مكونات ودعائم النمو الاقتصادي، وأن هيكل الأصول بالشركة هو العامل المحرك لقدرة الشركة على الاستمرار، ينبغي البحث حول تأثير الفساد المحلي على أهم مكون في الأصول تأثيراً على أداء الشركة وهو النقدية. وفي البيئات التي ينتشر فيها الفساد المحلي، تخشى الشركات من مخاطر الانتزاع السياسي Political Extraction (المصادرة)، فتعمل على تقليل الأرصدة النقدية المحتفظ بها لحمايتها من المسؤولين الفاسدين، عن طريق إرسال صورة للأطراف المختلفة عن ضعف السيولة لدى الشركة (Caprio et al. 2013; Smith 2016). كما أن عمل الشركات في بيئات ينتشر فيها الفساد بشدة قد يحفز بعض المديرين الانتهازيين على محاولة اكتساب مصالح خاصة ويساعد على انتشار الرشوة والغش وتعارض المصالح بين المديرين والملاك (Liu 2016; Thakur and Kannadhasan 2019).

• التصنيفات الائتمانية للشركة Credit Ratings:

يعتبر التصنيف الائتماني من العوامل التي تؤثر في قرارات الاحتفاظ بمستوى معين من النقدية. خاصةً في الشركات التي تبدو أكثر حساسية لمستوى التصنيف الائتماني، حيث تحتفظ هذه الشركات بالمزيد من النقدية بنسبة زيادة تصل إلى ٦% من إجمالي الأصول

شريف محمد محمود
العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية و كفاءة الاستثمار
مقارنة بالشركات الأخرى، إما للمحافظة على وتجنب انخفاض تصنيفها الائتماني أو لرفع التصنيف الائتماني السابق. كما أن الشركات التي تتأثر قراراتها التمويلية عند الاعتماد على التمويل الخارجي على مستوى تصنيفها الائتماني، تكون لديها الدافع لحيازة المزيد من النقدية. يشير هذا لدور التصنيف الائتماني في رسم السياسات المالية للمديرين في الشركات، وإدارة السيولة النقدية بناءً على تحليل التكلفة والعائد لكل مستوى من مستويات التصنيف الائتماني. بالطبع قد يقوم المديرون في سبيل الاحتفاظ بمستوى محدد من النقدية للحفاظ على التصنيف الائتماني للشركة بتقليص مستويات الإنفاق على بعض المصروفات مثل: البحوث والتطوير، والمصاريف البيعية والإدارية. وهذا بدوره قد يؤثر بالسلب على نمو الشركة وربحيته وقيمتها السوقية في المستقبل (Begley 2015; Joe and Oh 2018).

• درجة التأكد المرتبطة بالسياسة الاقتصادية للدولة:

يمكن أن يكون لحالة عدم التأكد المرتبطة بالسياسة الاقتصادية للحكومة آثار ضارة على الاقتصاد بوجه عام، والقرارات المالية والاستثمارية للشركات بوجه خاص. فعلى مستوى الاقتصاد الكلي، تسبب عدم التأكد في السياسة الاقتصادية للدولة فيما يتعلق بالإنفاق الحكومي والضرائب والسياسات التنظيمية والنقدية، في تقادم الركود الاقتصادي الكبير وتباطؤ الانتعاش الاقتصادي في الفترة (٢٠٠٧-٢٠٠٩). علاوة على التأثير السلبي للفشل في رفع سقف الدين الفدرالي، وسياسات الضرائب، وخفض الإنفاق الحكومي في الولايات المتحدة الأمريكية، مما تسبب في الانهيار المالي عام ٢٠١٢، وضياح حوالي مليون فرصة عمل عامي ٢٠١١، ٢٠١٢، علاوة على انخفاض الناتج المحلي الإجمالي في تلك الآونة (Baker et al. 2016). وعلى مستوى الاقتصاد الجزئي، يمكن للتخبط وعدم التأكد المحيط بالسياسة الاقتصادية للدولة أن ينعكس بالسلب على الشركات. فقد يترتب عليه إرجاء الشركات للقرارات الاستثمارية وخشيتها من استثمار الفرص الاستثمارية المتاحة، ومع ارتفاع تكلفة التمويل الخارجية ستزداد الحالة سوءاً (Gulen and Ion 2016). كما يمكن أن ينعكس عدم التأكد في السياسة الاقتصادية للدولة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات من عدة جهات. أولاً: مع ارتفاع درجة التخبط وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية يرتفع الدافع التحوطي لدى المديرين للاحتفاظ بالمزيد من النقدية. ثانياً: يؤدي ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي لارتفاع الرغبة في الاحتفاظ بالنقدية لنقادي القيود المالية مستقبلاً وعدم التعرض لتوقف النشاط والفشل المالي. ثالثاً: يؤدي تأجيل القرارات الاستثمارية بسبب الخوف

شريف محمد محمود
العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية و كفاءة الاستثمار
من المجهول لتراكم الأرصدة النقدية بدلاً من استغلالها في الأنشطة الاستثمارية للشركة
(Phan et al. 2019).

٢. مفهوم ومحددات وقياس كفاءة الاستثمار.

يمكن تعريف الكفاءة الاستثمارية من وجهة نظر (Biddle et al. 2009) بأنها: "قيام الشركة بالاستثمار في جميع المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة في ظل عدم وجود مشاكل وكالة مثل الاختيار العكسي." وبناءً على التعريف السابق، إذا نجحت الشركة في توفير الموارد اللازمة لتمويل كافة البدائل الاستثمارية الجيدة، دون إفراط بعد ذلك أو تفريط، تكون بذلك قد حققت الكفاءة الاستثمارية. ومن ثم، هناك حالتين تفشل فيهما الشركة في تحقيق الكفاءة الاستثمارية. الأولى: عندما تُفْرِطُ الشركة في الاستثمار في كافة البدائل التي تتاح لها سواء كانت هذه البدائل تحقق عائداً جيداً في المستقبل أم تحقق خسارة، وهذا ما يُعدُّ إهداراً لموارد الشركة. وتُسمى هذه الحالة الإفراط في الاستثمار Over-investment. والثانية: عندما تُقَرِّطُ الشركة في بعض أو العديد من الفرص الاستثمارية على الرغم من ثبوت جدواها الاقتصادية، وتُضِيع هذه الفرص الاستثمارية الجيدة للعديد من الأسباب المختلفة. وتسمى هذه الحالة القصور في الاستثمار Under-investment (Garcia Lara et al. 2016). ويلاحظ في كلتا الحالتين أن الشركة لم تنجح في الموازنة بين الإنفاق الاستثماري الفعلي ومستوى الاستثمار الأمثل المتوقع الذي يتماشى مع ظروف الشركة ومعدلات النمو المحتملة.

هناك العديد من العوامل التي تساعد الشركات على تحقيق كفاءة الاستثمار عن طريق تحقيق المستوى الأمثل للاستثمار. كما أن هناك بعض العوامل التي قد تمثل عقبات في سبيل تحقيق الشركات لهذا المستوى الأمثل من الاستثمار. ومن هذه العوامل ما يلي:

• مدى قوة واستقرار الموارد الداخلية للشركة:

توصل الباحث فيما سبق عند تناول الاحتفاظ بالنقدية، أن الشركات تحتفظ بالحد الأمثل من النقدية وما في حكمها من أجل اقتناص فرص النمو الاستثمارية المتوقعة. وبالتالي فنمّة ارتباط بين تبرير قرار الاحتفاظ بالنقدية وبين وجود فرص استثمارية جيدة إذا استعانت الشركة في تمويلها بالنقدية المحتفظ بها من مواردها الذاتية لا شك أن الشركة ستنجح في تحقيق الكفاءة الاستثمارية. بينما في حالة ضعف الموارد الذاتية للشركة تظهر مشكلة عدم الكفاءة في شكل قصور استثماري بسبب التضحية ببعض الفرص الاستثمارية لعجز الموارد الداخلية الذاتية للشركة على تمويلها. وبالطبع لا تتمكن الشركة من توفير

شريف محمد محمود
العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية و كفاءة الاستثمار
والاحتفاظ بالحد الأمثل من النقدية إلا إذا كانت تدفقاتها النقدية قوية ومستقرة تؤدي في
النهاية إلى تراكم الموارد النقدية. ولكن هل توافر الموارد الداخلية يكفي وحده لتحقيق الكفاءة
الاستثمارية؟ وهو ما يعرف بحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية (الموارد الداخلية)، وهو ما
سنتعرف على إجابته في النقاط التالية.

• صراعات الوكالة ومشاكلها:

على الرغم من توافر موارد داخلية قوية ومستقرة، قد لا تصل الشركة لتحقيق المستوى
الأمثل من الاستثمار. فقد تفتقر الإدارة للخبرة والكفاءة التي تمكنها من حصر وتنفيذ البدائل
الاستثمارية الجيدة المربحة باللاغم من توافر التمويل الكافي لها، وذلك بافتراض حسن النوايا
وسوء الإدارة. بل قد يزيد الأمر سوءاً عندما تستغل الإدارة هذه الوفرة من النقدية المتراكمة
في الدخول في مشروعات سيطرة واستحوادات لتوسيع سلطتها الإدارية بشكل غير مجدي
ولا يضيف قيمة حقيقية للمنشأة، وهذا الأمر ناتج عن مشكلة الخلل الأخلاقي التي ينشأ عنها
عدم تحقيق الكفاءة الاستثمارية في شكل إفراط استثماري (Chen et al. 2011).

• عدم تماثل المعلومات:

يترتب على مشاكل الوكالة محاولات من المديرين لإخفاء بعض الحقائق عن الأطراف
ذات العلاقة مثل المساهمين والمستثمرين المرتقبين، مما يترتب عليه عدم تماثل المعلومات
بدرجة ما، وكلما زادت درجة عدم تماثل المعلومات يُحجم المستثمرون عن الاستثمار في
الشركة سواء عن طريق الديون أو عن طريق أسهم الملكية، فتعجز الشركة عن توفير
التمويل الخارجي أو تضطر للقبول به بتكلفة مرتفعة جداً. فإذا فشلت الشركة في الحصول
على التمويل الخارجي، أو لم تقبل بتكلفته المرتفعة، ستضطر للتخلي عن بعض الفرص
الاستثمارية وهو ما ينتج عنه القصور الاستثماري بسبب ارتفاع حدة مشكلة الاختيار
العكسي (Pacheco 2017).

• مستوى حيازة الديون Debt Holdings:

قد تكون قرارات الاستثمار في الشركات التي تتعرض لقيود مالية كبيرة، مثل التي
لديها توزيعات أرباح منخفضة جداً كدليل على تعرضها للقيود المالية، أكثر حساسية
للتدفقات النقدية الداخلية (Fazzari et al. 1988; Moyen 2004). كما أن المستويات
المرتفعة من المديونية Debt Holdings في الشركات، تزيد الحساسية الموجبة للعلاقة بين
قوة التدفقات النقدية الداخلية وقرارات الاستثمار (Ahiadorme et al. 2018). علاوة على
ذلك، يمكن اعتبار التمويل بالديون Debt Financing حائط صدّ للحد من انتهازية الإدارة

في الاحتفاظ بالنقدية واستخدامها في مشروعات تدمر القيمة. بل يمكن الاستعانة بالديون لتمويل المشروعات الاستثمارية واستخدام أي زيادة في النقدية في خدمة أعباء الديون بدلاً من ترك فرصة للمديرين لسوء استغلال تلك الموارد النقدية المتراكمة. الأمر الذي يعزز من احتمالات تحقيق كفاءة الاستثمار في الشركة (Rocca et al. 2005). إلا أن الاعتماد المفرط على الديون كمصدر من مصادر التمويل الخارجي له تكلفة تزيد أو تقل حسب العوامل الاقتصادية المحيطة الخارجية والداخلية، علاوة على وجود حدود لقدرة الشركة على حيازة المديونية، مع الوضع في الاعتبار هيكل رأس المال في الشركة.

• جودة التقارير المالية:

تعتبر دراسة العلاقة بين جودة التقارير المالية والكفاءة الاستثمارية ذات أهمية بالغة، نظراً لأهمية التقارير المالية في توصيل المعلومات للأطراف ذات العلاقة بالمنشأة ومن ثم تعظيم قيمة المعلومات وتقليل درجة عدم تماثل المعلومات ومستوى عدم التأكد المرتبط بها، وهو ما قد ينعكس على تكلفة الحصول على الموارد اللازمة لتمويل المشروعات الاستثمارية (جابر محمد ٢٠١٧). وعلى ذلك يمكن القول أن العلاقة بين جودة التقارير المالية والكفاءة الاستثمارية هي علاقة غير مباشرة عبر تقليل عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال.

• حوكمة الشركات:

في النقاط السابقة تبين كيف أن صراعات الوكالة وارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات ينشأ عنها مشكلتي الاختيار العكسي أو الخلل الأخلاقي مسببةً عدم الكفاءة الاستثمارية في شكل قصور استثماري أو إفراط استثماري على الترتيب. إلا أن توافر هيكل حوكمة شركات قوي وفعال يؤدي إلى الحد من السلوك الانتهازي للإدارة عند اتخاذ قرارات استثمارية مختلفة. كما يزيد من آليات الرقابة على اختيار المشروعات الاستثمارية والاكتفاء بالمشروعات الجيدة فقط وعدم إهدار الموارد في مشروعات توسعية غير مربحة، ومن ثم تقل مشكلة الإفراط الاستثماري. على الجانب الآخر، تعمل آليات الحوكمة الجيدة على تقليل عدم تماثل المعلومات ومن ثم تخفيض تكلفة التمويل الخارجي اللازم لتمويل المشروعات الاستثمارية الجيدة، بما يُجنب الشركة الوقوع في مشكلة القصور الاستثماري (Cheung et al. 2011).

• كفاءة سوق رأس المال والقدرة على الحصول على التمويل الخارجي:

يمكن الربط بين ارتفاع كفاءة أسواق رأس المال بتحقيق كفاءة الاستثمار على مستوى الشركات وتجنب القصور الاستثماري. ذلك لأن توافر السيولة وتخفيض تكلفة التمويل

شريف محمد محمود
العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية و كفاءة الاستثمار
الخارجي وغيرها سيؤدي لجذب المستثمرين المتعاملين على دراية ومعرفة كافية بالمعلومات
اللازمة لتقييم استثماراتهم في سوق يوفر آليات لحماية استثماراتهم، سينعكس بالتبعية على
توفير التمويل الخارجي للشركات لتمويل كافة الاستثمارات الجيدة ويقلل من حساسية
الاستثمار للتدفق النقدي الداخلي (Ağca and Mozumdar 2008).

• العوامل السلوكية والنفسية للمديرين:

تنشأ معظم تعارضات المصالح بسبب ارتفاع النزعة الانتهازية للمديرين أو الشعور
بانخفاض العائد المحقق لهم مقارنة بالجهد المبذول. ومن ثم، كلما زادت النزعة الأخلاقية
لدى المديرين، تقل مشاكل الوكالة وتتحقق الكفاءة الاستثمارية للشركة. كما قد يعاني
المديرون من مشكلة الثقة المفرطة (العمياء) Overconfidence، والتي تتمثل في الثقة
المفرطة في إمكانيات وقدرات المديرين، والتفاؤل المبالغ فيه في نجاح المشروعات
الاستثمارية وعدم توقع احتمالات الفشل بشكل سليم (Longjie and Anfeng 2017).
وقد ساهم الباحثون بالعديد من نماذج قياس الكفاءة الاستثمارية لعل من بينها ما قدمه
الباحثون (Biddle et al. (2009) بهدف قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة
الاستثمار في الشركات. وتحقيقاً لهذا الهدف قام الباحثون في البداية بتصنيف الشركات إلى
نوعين: شركات أكثر احتمالاً أن تكون ذات إفراط استثماري (وهي الشركات التي لديها
أرصدة نقدية كبيرة و/أو معدلات رفع مالي منخفضة)، أي شركات غير مقيدة مالياً.
وشركات أكثر احتمالاً أن تكون ذات قصور استثماري (وهي الشركات التي لديها أرصدة
نقدية محدودة و/أو معدلات رفع مالي مرتفعة) أي شركات مقيدة مالياً. فبعد ترتيب الشركات
وفقاً لأرصدة النقدية وعكس إشارة الرافعة المالية، تعتبر الشركات التي تقع في العشر الأعلى
Top Decile من المحتمل أن تكون مفرطة استثمارياً. والشركات التي في العشر الأدنى،
من المتوقع أن تكون ذات قصور استثماري.
حيث يتم قياس المستوى الأمثل المتوقع للاستثمار من خلال نموذج يعتمد على
الفرص الاستثمارية المقاسة بالتغير في المبيعات كما يلي:

$$\text{Investment}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sales growth}_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

حيث:

تعبير عن إجمالي الاستثمارات الرأسمالية وغير الرأسمالية منسوبة لإجمالي الأصول. ويختلف هذا النموذج عن نموذج Richardson السابق في عدم تقسيم الاستثمارات إلى استثمارات جديدة واستثمارات للحفاظ على الأصول. إلا أن الباحثين Biddle et al. قاموا بذلك التصنيف في اختبارات إضافية.	Investment _{i,t+1} ٣
تعبير عن معدل التغير في مبيعات الشركة (مبيعات السنة t-1 - مبيعات السنة t).	Sales growth _{i,t}
يعبر عن المتبقي في معادلة الانحدار، والذي يعكس مستوى واتجاه عدم الكفاءة الاستثمارية للشركة. بحيث إذا كان المتبقي رقم موجب، عبر هذا عن حالة فرط الاستثمار Overinvestment، أي زيادة الاستثمار الفعلي عن المستوى الأمثل للاستثمار. وإذا كان هذا المتبقي رقم سالب، عبر هذا عن حالة ضعف الاستثمار Underinvestment، أي انخفاض الاستثمار الفعلي عن المستوى الأمثل للاستثمار. وذلك بناء على تقسيم البواقي لأربع أقسام: يعبر الربع الأعلى عن الشركات التي تعاني من إفراط استثماري، والربع الأدنى عن الشركات التي تعاني من قصور استثماري، والربعين الأوسطين عن الشركات التي تتمتع بكفاءة استثمارية.	ε _{i,t+1}

٣. دراسات سابقة:

من أجل فهم متعمق لدوافع الاحتفاظ بالنقدية ومحاولة البحث عن مبررات الاحتفاظ بهذه النقدية، ينبغي عرض الدراسات السابقة التي تربط بين الاحتفاظ بالنقدية وانعكاسها على كفاءة الاستثمار بالمنشأة (أو قيمة المنشأة). فقد يكون الاحتفاظ بالنقدية عند الحد الأمثل جيد ومناسب للشركات التي لديها فرص استثمارية وتحقق كفاءة الاستثمار ومن ثم سيؤدي ذلك لتحقيق قيمة للمنشأة.

• دراسة (Azmat 2014):

حاولت الدراسة تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالمستوى الأمثل للنقدية وبين تعظيم قيمة المنشأة. واستعانت الدراسة بعينة من ٢٦١ شركة مقيدة في البورصة الباكستانية. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تحتفظ بالمستوى الأمثل من النقدية تزيد لديها قيمة المنشأة. بينما الشركات التي تحرف عن المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية يلاحظ بها تأثير سلبي على قيمة المنشأة. بالطبع عند مناقشة الحد الأمثل للنقدية يكون المقصود هو المستوى الأمثل من النقدية الذي يتناسب مع فرص النمو وحاجة الشركة ذاتها لتمويل

^٣ في هذا النموذج تم عمل فترة زمنية للأمام بسبب اعتماد النموذج على توقع التوجه الاستثماري للشركة (إفراط أو قصور استثماري). ولكن يمكن أن يكون النموذج في الشكل التالي:

$$\text{Investment}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sales growth}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

شريف محمد محمود
العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية و كفاءة الاستثمار
المشروعات الاستثمارية المتاحة ومواجهة القيود المالية. ومن ثم، إذا زادت النقدية عن هذا
المستوى فمن المتوقع قيام الإدارة بإساءة استخدامه بما يضر بقيمة المنشأة.

• دراسة (Lai et al. (2018):

قدمت هذه الدراسة بعداً جديداً للعلاقة بين المخاطر غير المنتظمة Idiosyncratic Risk والاحتفاظ بالنقدية وطبيعة قرارات الاستثمار عند استغلال هذه النقدية. حيث افترضت الدراسة ما يسمى بالمخاطر غير المنتظمة الاختيارية Discretionary Idiosyncratic Risk، والتي تعبر عن مخاطر خاصة بالشركة Firm-Specific Risk، ناتجة عن قرارات إدارية ومتأثرة بمشاكل الوكالة بالشركة. وبالاعتماد على عينة تشمل جميع الشركات الأمريكية بعد استبعاد الشركات المالية وشركات المرافق العامة Utility لما لها من قواعد تنظيمية مالية خاصة، خلال الفترة من عام ١٩٨٥ حتى عام ٢٠٠٧، توصلت الدراسة إلى أن المديرين في الشركات ذات المخاطر الاختيارية المرتفعة يفضلون بناء رأس المال الداخلي، بينما في الشركات التي لديها مخاطر اختيارية منخفضة يفضلون الاستحواذ. وذلك كله في حالة ضعف النقدية بالشركة. بينما في حالة الشركات الغنية بالنقدية، فلا يوجد اختلاف أو تأثير للمخاطر الاختيارية، حيث يفضل المديرين في هذه الحالة اتخاذ قرارات الاستحواذ.

• دراسة (Asante-Darko et al. (2018):

حاولت الدراسة تحليل العلاقة بين كل من متغيرات هيكل الملكية، وحوكمة الشركات، والاحتفاظ بالنقدية كمتغيرات مستقلة من جهة، وبين قيمة المنشأة كمتغير تابع. وبالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في غانا GSE خلال الفترة من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٤. وتوصلت الدراسة لوجود علاقة سلبية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وبين قيمة المنشأة، بما يعني ارتفاع احتمالات الاستخدام السيئ للموارد النقدية الفائضة في قرارات استثمارية تقلل قيمة المنشأة.

• دراسة (Aktas et al. (2019):

استهدفت الدراسة اختبار تأثير ثقة المديرين المفرطة CEO Overconfidence على قرارات الاحتفاظ بالنقدية، وقيمة النقدية في ظل حالات الاستثمار المختلفة (الإفراط أو القصور الاستثماري). وتعتمد هذه الدراسة على افتراض أساسي بأن المدير المفرط في الثقة

شريف محمد محمود
العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية و كفاءة الاستثمار
يعتمد بشكل كبير على النقدية المتولدة داخلياً ويعتبر التمويل الخارجي تكلفة غير مبررة.
وبالاستعانة بعينة من الشركات تقدر ب ١٢١٠٥ مشاهدة خلال الفترة من عام ١٩٩٣ حتى
عام ٢٠١٣، توصلت الدراسة للنتائج التالية:

- يرتبط وجود مدير تنفيذي مفرط الثقة في الشركة بارتفاع قيمة النقدية في هذه الشركة بقيمة ٠,٢٨ دولار لكل دولار محتفظ به في النقدية.
 - كلما كانت الشركات مقيدة مالياً وتعاني من ضعف التدفقات الداخلية ومن قصور استثماري، كان التأثير الإيجابي لوجود مدير مفرط الثقة أكثر تأثيراً، نظراً لاستثمار كل دولار إضافي في مشروعات استثمارية لمعالجة مشكلة القصور الاستثماري.
 - بينما في الشركات غير المقيدة مالياً، تؤثر الثقة المفرطة للمديرين تأثيراً سلبياً على قيمة المنشأة، نظراً لارتفاع احتمالات الإفراط الاستثماري لدى هذا النوع من المديرين بالدخول في مشروعات قد تدمر قيمة المنشأة.
- تعليقاً على ما سبق، يمكن القول أن الثقة المفرطة للمديرين في المجلد تؤثر سلباً على المنشأة. فعند ارتفاع مستوى التدفقات الداخلية يستثمرها المديرون مفرطو الثقة في مشروعات تقلل قيمة المنشأة. وعند ضعف التدفقات الداخلية، لا يلجأ المديرون مفرطو الثقة للتمويل الخارجي بما يزيد حساسية الاستثمار للتدفقات الداخلية، ويظهر الشركة كأنها مقيدة مالياً. وبالتالي فأي زيادة في النقدية المحتفظ بها ستكون قيمتها مرتفعة جداً بالنسبة للشركة لأنها ستحل جزء من مشكلة القصور الاستثماري.

• دراسة (Ahrends et al. (2018):

اختبرت الدراسة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة من خلال دورية فرص النمو بالشركة *Firms' Cyclicity of Growth Opportunities*. وتفترض الدراسة أن قيمة النقدية المحتفظ بها تختلف بين شركة وأخرى تبعاً لمدى أهمية الاحتفاظ بهذه النقدية في الشركة، خاصة في ظل المراحل الصعبة التي تمر فيها الشركة بقيود مالية متمثلة في ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي مع وجود فرص استثمارية في مشروعات مربحة. وبلغت عينة الدراسة ١٣١٨٥٥ مشاهدة للشركات في أمريكا الشمالية خلال الفترة من عام ١٩٦٨ حتى عام ٢٠١٢. وتوصلت الدراسة إلى أن الاحتفاظ بالنقدية في الشركات التي تقل فيها دورية فرص النمو يزيد قيمة المنشأة. بمعنى أدق، كل دولار إضافي في النقدية المحتفظ بها

شريف محمد محمود العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية و كفاءة الاستثمار يكون أكثر قيمة في هذه الشركات. حيث أن وجود هذه الفرص الاستثمارية يكون فرصة لا تتكرر كثيراً. كما تزيد قيمة النقدية في الشركات التي لديها فرص نمو مرتفعة في أوقات الأزمات والانكماش، والشركات التي ترتفع فيها نفقات البحوث والتطوير.

• دراسة (2018) Lei Cao:

اختبرت هذه الدراسة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة. ودور التنوع في نوع Gender المديرين التنفيذيين على قيمة المنشأة في ظل هذه العلاقة. وبالتطبيق على ٢٠٣٣ شركة مسجلة في البورصات الصينية خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٦، تولت الدراسة للنتائج التالية:

- وجود علاقة موجبة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة حتى مستوى معين من النقدية، وتتحول بعده العلاقة إلى علاقة سالبة (علاقة في شكل حرف U معكوس).
- وجود علاقة موجبة بين تنوع نوع المديرين التنفيذيين وقيمة المنشأة. ولكن مع وجود زيادة في النقدية Excess Cash يظهر الأثر التفاعلي وتضعف هذه العلاقة.

٤. النتائج:

تناول البحث العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقدرة الشركة على تحقيق الكفاءة الاستثمارية. وتوصل البحث للعديد من العوامل المحددة لمستوى الاحتفاظ بالنقدية. كما توصل البحث للعديد من محددات الكفاءة الاستثمارية وكيفية قياسها. علاوة على الربط بين القرارات المالية، وتحديدًا قرارات الاحتفاظ بالنقدية، وبين قرارات الاستثمار التي تنعكس على كفاءة، أو عدم كفاءة الاستثمار ومن ثم الأثر النهائي على قيمة المنشأة. ومن خلال عرض أهم نتائج الدراسات السابقة، يمكن إبداء الملاحظات التالية:

- يتضح من نتيجة دراسة (2014) Azmat أن احتفاظ الشركات بالمستوى الأمثل من النقدية دون زيادة أو نقص عنه يؤدي لتحقيق المستوى الأمثل للاستثمار (الكفاءة الاستثمارية) بما يعظم قيمة المنشأة. بينما في حالة الابتعاد عن المستوى الأمثل للنقدية تتأثر قيمة المنشأة سلباً نتيجة للإفراط الاستثماري أو عدم اتخاذ قرارات استثمارية في الفرص الجيدة المتاحة (القصور الاستثماري). ومن خلال عرض نتائج دراسة دراسة (2018) Lai et al.، يلاحظ أن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار تتأثر بالعديد من العوامل الأخرى خاصة المخاطر غير المنتظمة مثل التقلبات في التدفقات النقدية، القيود المالية، ومستوى حوكمة الشركات.
- تعليقاً على نتيجة دراسة (2018) Asante-Darko et al.، ويمكن القول أن إدخال المتغيرات السابقة جميعها في نموذج انحدار متعدد لقياس تأثيرها على قيمة المنشأة يؤدي لنتائج قد تكون

خاطئة. فقد يكون الاحتفاظ بالنقدية مبرراً عندما تكون هناك فرص استثمارية جيدة تحقق معدلات نمو وقيمة للشركة. ويأتي دور حوكمة الشركات سواء بالرقابة الداخلية، في شكل حجم مجلس الإدارة ونسبة المديرين غير التنفيذيين، أو الرقابة الخارجية، معبراً عنها بجودة المراجعة كمتغيرات ضابطة للعلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة. وقد يكون هذا سبباً أساسياً لعدم معنوية العديد من العلاقات في هذه الدراسة.

- تتميز دراسة (Aktas et al. (2019) بأنها فرقت بين حالتي الإفراط والقصور الاستثماري، وتضمنت مقارنة لتأثير الثقة المفرطة للمديرين على قرارات الاحتفاظ بالمنشأة وقيمة نقدية، في ظل حالتي قوة وضعف الموارد النقدية الداخلية.
- تظهر دراسة (Lei Cao (2018) أن الاحتفاظ بالنقدية حتى مستوى معين قد يكون مقبولاً لتعظيم قيمة المنشأة من خلال استغلال الفرص المتاحة للنمو تأكيداً لدراسة (Ahrends et al. (2018) أيضاً، ولكن بعد هذا المستوى تكون هناك زيادة في النقدية Excess Cash تكون مضرة لقيمة المنشأة لأنها تحفز المديرين على الدخول في مشروعات غير مجدية.
- يتبين من عرض ملخص النتائج السابقة وجود علاقة بين الاحتفاظ بالنقدية كأحد القرارات المالية الهامة للسياسة النقدية للشركة، وبين كفاءة الاستثمار بالشركة، بحيث يعتمد تحقيق الكفاءة الاستثمارية على مدى توافر المستوى الأمثل للنقدية لاقتناص جميع الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة.

المراجع:

أولاً: المراجع العربية:

- جابر محمد حسن (٢٠١٧). أثر جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المصرية المسجلة بالبورصة. *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية. الإسكندرية*. مج ٥٤. ١٤.
- مجدي مليجي عبدالحكيم. (٢٠١٨). تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية. *الفكر المحاسبي*. مج ٢٢. ٤٤.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Abdioglu, N. (2016). Managerial ownership and corporate cash holdings: Insights from an emerging market. *Business and Economics Research Journal*. Vol. 6 (2). 29–41.
- Ağca, Ş., and A. Mozumdar. (2008). The impact of capital market imperfections on the investment cash flow sensitivity. *Journal of Banking and Finance*. 32. pp. 207–216.
- Ahiadorme, J., Gyeke–Dako, A., Abor, J. (2018). Debt holdings and investment cash flow sensitivity of listed firms. *International Journal of Emerging Markets*. Vol. 13 Issue: 5. PP: 943–958.
- Ahrends, M., Drobetz, W., Puhan, T. (2018). Cyclicity of growth opportunities and the value of cash holdings. *Journal of Financial Stability*. Vol. 37. PP: 74–96.
- Aktas, N., Louca, C., Petmezas, D. (2019). CEO overconfidence and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 54. PP: 85– 106.
- Al–Najjar, B., Belghitar, Y., (2011). Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis. *Managerial and Decision Economics*. Vol. 32. (4). PP. 241– 231.
- Amess, K., Banerji, S., & Lampousis, A. (2015). Corporate cash holdings: Causes and consequences. *International Review of Financial Analysis*. 42. pp: 421–433.
- Asante–Darko, D., Bonsu, B., Famiyeh, S., Kwarteng, A., Goka, Y. (2018). Governance structures, cash holdings and firm value on the Ghana Stock Exchange. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. Vol. 18 Issue: 4. PP: 671–685.

- Azmat, Q. (2014). Firm value and optimal cash level: evidence from Pakistan. *International Journal of Emerging Markets*. Vol. 9 Issue: 4. PP: 488–504.
- Baker, S., Bloom, N., and Davis, S. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*. 131. pp. 1593–1636.
- Bates, T., Kahle, K., & Stulz, R. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?. *Journal of Finance*. Vol. 64. PP. 1985–2021.
- Begley, T. (2015). The Real Costs of Corporate Credit Ratings. Working Paper. University of Michigan.
- Beuselinck, C., and Du, Y. (2017). Determinants of cash holdings in US multinational corporation's foreign subsidiaries: Subsidiaries in China. *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 25(2). pp.100–115.
- Bick, P., Orlova, S., and Sun, L., (2018). Fair value accounting and corporate cash holdings. *Advances in Accounting*. Vol. 40. PP. 110–98.
- Biddle, G. C., Hilary, G., and Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Journal of Accounting and Economics*. 48 (2). pp. 112–131.
- Caprio, L., Faccio, M., McConnell, J.J. (2013). Sheltering corporate assets from political extraction. *J. L. Econ. & Org.* 29 (1240), 689–697.
- Chen, F., O. Hope, Q. Li, and Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *Accounting Review*. 86 (4). 1255–1288.
- Cheung, Y., Stouraitis, A. and Tan, W. (2011). Corporate Governance, Investment, and Firm Valuation in Asian Emerging Markets, *Journal of*

International Financial Management & Accounting. 22 (3) pp. 246–273.

- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J.M., and Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holding. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***. Vol. 38 (1). pp. 111–133.
- D'Mello, R., Krishnaswami, S., and Larkin, P. (2008). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Spin-offs. ***Journal of Banking & Finance***. Vol. 32.(7). pp. 1209–1220.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R.G. and Petersen, B.C. (1988). Financing constraints and corporate investment. ***Brookings Papers on Economic Activity***. Vol. 1988 (1). pp. 141–195.
- Ferreira, M.A. and Vilela, A.S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. ***European Financial Management***. Vol. 10. (2). pp. 295–319.
- Gao, H., Harford, J. and Li, K. (2013). Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms. ***Journal of Financial Economics***. vol. 109 (3) pp. 623–639.
- García Lara, J. M., B. García Osma, and Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. ***Journal of Accounting and Economics***. 61 (1). 221–238.
- Gogineni, S., Linn, S., and Yadav, P. (2012). Evidence on the determinants of cash holdings by private and public companies. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2022689
- Gomariz, F. C., & Ballesta, J. P. S. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. ***Journal of Banking & Finance***. (40): 494–506.

- Guizani, M. (2017). The financial determinants of corporate cash holdings in an oil rich country: Evidence from Kingdom of Saudi Arabia. ***Bursa Istanbul Review***. Vol. 17. (3). pp. 133–143.
- Gulen, H., and Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. ***Review of Financial Studies***. 29. pp. 523–564.
- Guney, Y., Ozkan, A. & Ozkan, N. (2007). International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings. ***Journal of Multinational Financial Management***. Vol. 17. (1). PP. 45–60.
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. ***Journal of Financial Economics***. 87: 535–555.
- Heaton, J.B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. ***Financ. Manag.*** 31. 33–45.
- Joe, D., Oh, F. (2018). Credit ratings and corporate cash holdings: Evidence from Korea's corporate reform after the 1997 Asian financial crisis. ***Japan and the World Economy***. Vol. 45. PP: 9–18.
- John, T. (1993). Accounting measures of corporate liquidity, legerage, and costs of financial distress. ***Financial management***. Vol. 22. (3). PP. 91–100.
- Kim, J., and Quinn, P. (2011). The Choice of corporate liquidity and accounting conservatism. ***Working paper***. University of Iowa.
- Kusnadi, Y., Yang, Z., Zhou, Y. (2015). Institutional development, state ownership, and corporate cash holdings: Evidence from China. ***Journal of Business Research***. Vol. 68. PP. 351–359.
- Lai, V., Nguyen, D., Sodjahn, W., Soumaré, I. (2018). Discretionary Idiosyncratic Risk, Firm Cash Holdings, and Investment. ***Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance***. Vol. 6. Emerald Publishing Limited, pp.51 – 75.

- Lei, J., Qiu, J., Wan, C. (2018). Asset tangibility, cash holdings, and financial development. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 50. 223–242.
- Liu, X. (2016). Corruption culture and corporate misconduct. *J. Finan. Econ.* 122 (2), 307–327.
- Longjie, X. and Anfeng, Z. (2017). The impact of managers' overconfidence on corporate investment. *International Journal of Social Science and Humanity*. Vol. 7(2). pp. 109–114.
- Malmendier, U., Tate, G., Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *J. Financ.* 66. 1687–1733.
- Megginson, W., Ullah, B., Wei, Z. (2014). State ownership, soft-budget constraints, and cash holdings: Evidence from China's private firms. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 48. pp: 276–291.
- Moyen, N. (2004). Investment-cash flow sensitivities: constrained versus unconstrained firms. *Journal of Finance*. Vol. 59. (5). pp. 2061–2092.
- Myers, S. C. and Rajan, R. G. (1998). The paradox of liquidity. *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 113 (3). pp. 733–771.
- Pacheco, L. (2017). Investment determinants at the firm-level: the case of Portuguese industrial SMEs. Int. *Journal of Business Science and Applied Management*. Vol. 12.
- Phan, H., Nguyen, N., Hegde, S. (2019). Policy uncertainty and firm cash holdings. *Journal of Business Research*. Vol. 95. PP: 71–82.
- Rocca, M., Cariola, A. and Rocca, T. (2005). Overinvestment and underinvestment problems: Determining factors, consequences and solutions. Available at: **SSRN 835364**.

- Safdar, M., (2017). **Impact of ownership structure on cash holding and debt maturity structure**. Master Thesis. Faculty of Management & Social Sciences, Capital University of Science and Technology, 'Islamabad, Pakistan.
- Seifert, B. & Gonenc, H. (2018). The effect of country and firm-level governance on cash management. **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**. Vol. 2. PP. 1– 16.
- Sheikh, N. & Khan, M. (2015). The impact of board attributes and insider ownership on corporate cash holdings: Evidence from Pakistan. **Pakistan Journal of Commerce and social Sciences**. Vol. 9. (1). PP. 52 – 68.
- Singh, N. (2018). Effect of cash holding policy of financially constrained firms on their market performance. **Management and Labor Studies**. Vol. 43(1&2). pp. 31–45.
- Smith, J.D. (2016). US political corruption and firm financial policies. **J. Finan. Econ**. 121 (2). 350–367.
- Stein, J. C. (2003). Agency, information and corporate investment. **Handbook of the Economics of Finance**. 1: 111–165.
- Tayem, G., (2017). The determinants of corporate cash holdings: The case of a small emerging market. **Internadonal Journal of Financial Research**. Vol. 8. (1). PP. 143– 154.
- Thakur, B., Kannadhasan, M. (2019). Corruption and cash holdings: Evidence from emerging market economies. **Emerging Markets Review**. Vol. 38. PP: 1–17.