

أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الإستثمار للمنشأة فى إطار حوكمة الشركات : دراسة نظرية  
عمرو إبراهيم صالح محب الفتاح

أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الإستثمار للمنشأة فى إطار حوكمة الشركات :  
دراسة نظرية

**The impact of the level of cash holdings on the investment  
efficiency of the firm in the context of corporate governance:**

**Theoretical Study**

عمرو إبراهيم صالح عبدالفتاح

المدرس المساعد بقسم المحاسبة كلية التجارة - جامعة القاهرة

تحت إشراف

د. / عماد سيد عبدالغفار

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة القاهرة

أ.د. / مدحت عبد الرشيد سالم

أستاذ المحاسبة المالية

كلية التجارة - جامعة القاهرة

### ملخص البحث:

يهدف هذا البحث الى التأصيل النظرى لأثر مستوى الإحتفاظ بالنقدية على كفاءة الإستثمار للمنشأة ، وأثر تطبيق حوكمة الشركات على قوة واتجاه تلك العلاقة، وتم تحقيق هذا الهدف من خلال استقراء وتحليل الدراسات السابقة التى تناولت تلك العلاقات.

وقد توصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج أهمها : ان النقدية المحتفظ بها تعتبر احد المصادر الهامة لتمويل استثمارات الشركة ، كما يساعد احتفاظ الشركات بمستوى مناسب من النقدية على تحقيق الكفاءة الاستثمارية للمنشأة ، ولكن تلك النتائج مرهونة بوجود بعض العوامل مثل مدى وجود نظم حوكمة قوية مطبقة بالمنشأة، وانخفاض مشاكل الوكالة بين الإدارة والمساهمين ، حيث تساعد تلك العوامل على الإستغلال الأمثل للنقدية المحتفظ بها وبما يحقق كفاءة استثمارات المنشأة و الإبتعاد عن حالات عدم الكفاءة الإستثمارية.

الكلمات الدالة: الاحتفاظ بالنقدية ، كفاءة الإستثمار ، حوكمة الشركات

### **Abstract:**

The aim of this study is to provide a comprehensive theoretical framework about the impact of the level of cash holdings on firm's investment efficiency, and also the impact of applying corporate governance on the strength and direction of that relationship. This goal was achieved through discussing and analyzing of previous literature related to that relationship.

results of the study reveals that cash holdings are considered one of the important sources for financing the company's investments, holding an appropriate level of cash helps achieving firm's investment efficiency, however, these results are dependent on some factors such as the extent of strong governance systems applied in the firm, and Reduction in agency problems between management and shareholders, as These factors help in making optimal use of the cash holdings in a way that achieves the efficiency of the firm's investments and avoids cases of investment inefficiency.

**Key Words:** Cash Holdings, Investment Efficiency, Corporate Governance.

### **١/١ : المقدمة وطبيعة المشكلة**

ان الهدف الرئيسي لإدارة الشركات هو تعظيم قيمة الشركة وتعظيم ثروة الملاك ومراعاة حقوق أصحاب المصالح ، وبالتالي فإن أى قرارات تتخذها الإدارة يجب تكون متوافقة مع تحقيق هذا الهدف ، وتعتبر القرارات الخاصة بتحديد مصادر التمويل - ومنها قرار الاحتفاظ بالنقدية- وقرارات استثمار موارد الشركة من أهم

القرارات التي تتخذها الإدارة ، حيث تعد بمثابة شريان الحياة للشركة ، حيث أن كفاءة تلك القرارات تعتبر عاملاً أساسياً في تحقيق الأهداف الرئيسية للشركة ومن ثم تطورها واستمراريتها وتحقيق قيمة مضافة وتعظيم ثروة الملاك. (Aksar, 2022) فمن جانب، تعتبر النقدية أكثر الأصول المتداولة سيولة وأقلها تحقياً للعائد ويعتبر قرار الاحتفاظ بالنقدية وتحديد المستوى الأمثل لها من القضايا الهامة التي تواجه أى شركة ، حيث يساعد هذا المستوى على زيادة قدرتها على الوفاء بالتزاماتها وحمايتها من التعثر من ناحية ، كما يساعدها على اغتنام الفرص الاستثمارية من ناحية أخرى. (الغندور، ٢٠٢١)

هنا ويلاحظ ان نقص النقدية المحتفظ بها عن المستوى الأمثل قد يؤدي الى عدم قدرة الشركة على مواجهة التزاماتها التشغيلية والاستثمارية وبالتالي قد تلجأ الى المصادر الخارجية للحصول على التمويل اللازم والذي عادة ما يكون بتكلفة مرتفعة ، كما ان زيادة النقدية المحتفظ بها عن المستوى الأمثل قد يؤدي الى تحمل الشركة لأعباء إضافية تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة والتي تتمثل في الفرق بين الأرباح التي كان من الممكن تحقيقها باستغلال النقدية المحتفظ بها وبين الفوائد التي ستدفعها الشركة للحصول على التمويل الخارجي وكذلك زيادة مشاكل وتكاليف الوكالة ، ويتضح من ذلك أن الاحتفاظ بالمستوى الأمثل للنقدية من اهم القرارات التي تتخذها إدارة الشركة. (الغندور، ٢٠٢١)

على جانب اخر، تمثل الاستثمارات التي تقوم بها الشركات موضع اهتمام المستثمرين واصحاب المصالح الآخرين ، حيث تعد مصدراً رئيسياً في نمو الشركات وبقائها ، وتعكس مدى كفاءة استخدام الموارد المتاحة لديها ، وتساهم في اكتساب فرصاً اكبر في السوق مما يؤدي الى زيادة القدرة التنافسية لتلك الشركات ، ولا تتوقف نتائج تلك القرارات على مستوى الشركة فقط ، بل تتعداها، حيث تعد تلك الإستثمارات احد أهم مقومات الإقتصاد القومي وجزء من عملية التنمية الإقتصادية والإجتماعية وان كفاءة تلك الإستثمارات تساعد على حل كثير من المشكلات التي تعاني منها الدول خاصة الدول النامية، مثل توفير فرص العمل ومكافحة البطالة

وزيادة الناتج القومي وتوفير العملة الصعبة ورفع مستوى التكنولوجيا وغيرها من الاهداف. (Ding et al., 2020)

كما تتحقق الكفاءة الإستثمارية عندما تقوم الشركة بالإستثمار في جميع المشروعات التي يتوقع يكون صافي القيمة الحالية لها موجب ، مع عدم توجيه الإستثمار للمشروعات التي يكون صافي القيمة الحالية لها سالب ، كما توصف القرارات الإستثمارية بالكفاءة أيضا عندما يكون حجم الإستثمار الفعلي في سنة معينة مساوياً لحجم الإستثمار المتوقع في تلك السنة في ضوء فرص النمو المتاحة للشركة. (Chen et al.,2017).

الا ان الوضع السابق قد يكون نادراً في الواقع العملي ، حيث عادة ما يكون هناك إستثمار أكبر من اللازم ( Over-investment ) أو إستثمار أقل من اللازم ( Under-investment ) وهو ما يعنى الدخول في استثمارات ذات قيمة حالية سالبة ، وهو ما يطلق عليه عدم كفاءة القرارات الإستثمارية ، كما تؤدي عدم كفاءة القرارات الإستثمارية الى إهدار الموارد، وزيادة في مخاطر الأعمال ، فضلاً عن تأثيرها السلبى على قيمة الشركة ، وبما ينعكس سلباً على موارد المجتمع وعلى التنمية الاقتصادية للدولة. ( Biddle et al.,2009 ).

نتيجة لما سبق ، فقد زاد الإهتمام بدراسة العوامل التي يمكن ان يكون لها دور في تحقيق الكفاءة الإستثمارية للشركات ، ومن هذه العوامل النقدية المحتفظ بها لدى الشركة - كأحد وسائل تمويل تلك الإستثمارات - ولقد توصلت الدراسات التي تناولت تلك العلاقة الى نتائج مختلفة ، فمثلاً توصلت دراسة ( Cohen,2014 ) الى وجود علاقة طردية بين مستوى النقدية المحتفظ بها وبين استثمارات الشركة ، فكلما زادت النقدية المحتفظ بها زاد مستوى استثمارات الشركة ، وكلما انخفض مستوى النقدية المحتفظ بها انخفضت استثمارات الشركة وهو ما يعنى ان النقدية المحتفظ بها تعتبر عامل رئيسى ومؤثر على القرارات الإستثمارية للشركة. بينما أشارت دراسة ( Huang.2015 ) الى ان تزايد النقدية المحتفظ بها تحت تصرف المديرين قد تؤدي

الى حدوث مشاكل الوكالة من خلال قيام الإدارة بعمليات إستثمار أكثر من اللازم وبما يحقق مصلحة الإدارة وليس مصلحة المساهمين.

أما دراسة (Aksar et al.,2022) فقد أشارت الى أن وجود نظم حوكمة قوية مطبقة في الشركة يساعد على التخفيف من مشاكل الوكالة المرتبطة باستخدام النقدية المحتفظ بها. فآليات الحوكمة توفر وسائل للرقابة على الإدارة و تساعد على الحد من مشاكل الوكالة المرتبطة باستخدام النقدية المحتفظ بها ، ومن ثم تساعد على تحقيق كفاءة الإستثمار والابتعاد عن حالات عدم كفاءة الإستثمار.

من هنا برزت أهمية البحث عن النظم التي من شأنها الرقابة على أداء إدارة الشركة ، وكيفية استغلالها للموارد المتاحة بكفاءة وفعالية و ضمان حقوق أصحاب المصالح ، ومنها نظم حوكمة الشركات والتي يمكن تعريفها على انها مجموعة من الآليات والإجراءات والقواعد التي يتم من خلالها إدارة وتوجيه وتنظيم ومراقبة أداء الشركة وبما يضمن تحقيق الأهداف المنشودة وتحقيق المنفعة لجميع الأطراف ذات المصلحة .

**هذا وبناء على ما سبق فإن مشكلة البحث** تتمثل في أن موضوع النقدية المحتفظ بها والقرارات الخاصة بها وكيفية استغلالها، وكذلك كيفية تحقيق الكفاءة للإستثمارات التي تقوم بها الشركة يعتبر من الموضوعات الهامة التي يجب دراستها من جوانبها المختلفة لما لها من تأثير سواء على مستوى الشركات أو على مستوى الإقتصاد القومي ككل ، فالامر لا يقتصر على مدى وجود موارد وفوائض نقدية فقط ، ولكن تمتد المشكلة لبحث وسائل الرقابة على كيفية استغلال المديرين لهذه الموارد، وهو ما توفره الآليات المختلفة لحوكمة الشركات وبما يضمن استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة بما يؤدي لتحقيق الكفاءة الاستثمارية وتحقيق قيمة إيجابية للشركة والمجتمع، وبالتالي، يمكن للباحث تلخيص مشكلة البحث في التساولين التاليين ؛

- ما هو أثر مستوى الإحتفاظ بالنقدية على كفاءة الإستثمار للمنشأة ؟
- ما هو أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية و كفاءة الإستثمار للمنشأة ؟

### ٢/١ : أهمية البحث

يستمد هذا البحث أهميته من كونه يتناول قرارين من أهم القرارات التي تتخذها إدارة الشركة ، وهما قرار الاحتفاظ بالنقدية – كأحد قرارات التمويل – وكذلك قرار الإستثمار لموارد الشركة، وبالتالي تتمثل أهمية البحث فيما يلي :

● **الأهمية العلمية :** يعد هذا البحث امتداداً للدراسات السابقة التي تناولت أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الإستثمار للشركة ، وبيان أهمية تطبيق آليات حوكمة الشركات في تحسين نتائج هذه العلاقة .

● **الأهمية العملية :** بيان أهمية الإستغلال الأمثل للموارد النقدية المتاحة للشركة ، وكيفية تحقيق الكفاءة للإستثمارات التي تقوم بها الشركة ، وبما يساعد على تحقيق استدامة الشركات ، وتحقيق قيمة مضافة للشركة واصحاب المصالح والاقتصاد ككل.

### ٣/١ : هدف البحث

يتمثل الهدف الرئيس للبحث في تحليل " أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الإستثمار للمنشأة في إطار حوكمة الشركات "، وينبثق من هذا الهدف، الأهداف الفرعية التالية:

- دراسة وتحليل أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الإستثمار للمنشأة .  
- دراسة وتحليل أثر آليات حوكمة الشركات على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الإستثمار للمنشأة.

### ٤/١ : منهج البحث

يتمثل المنهج المستخدم في تحقيق هدف البحث، في **التحليل النظري** للدراسات السابقة ذات الصلة، وفقاً لما أسفرت عنه جهود الباحث، بهدف استعراض أهم النتائج التي توصلت إليها تلك الدراسات، ثم تحليلها، لإستبيان أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الإستثمار للمنشأة ، وبيان أهمية تطبيق آليات حوكمة الشركات في تحسين نتائج هذه العلاقة نظرياً.

## ٥/١ : خطة البحث

- في ضوء هدف الدراسة ، سوف يقوم الباحث بتقسيم البحث الى عدة نقاط كما يلي:
- ١/٥/١ : الإطار النظري للإحتفاظ بالنقدية في الشركات .
  - ٢/٥/١ : الإطار النظري لكفاءة الإستثمار للشركات .
  - ٣/٥/١ : الإطار النظري لحوكمة الشركات.
  - ٤/٥/١ : العلاقة بين النقدية المحتفظ بها وكفاءة الإستثمار للمنشأة وأثر حوكمة الشركات على تلك العلاقة .
  - ٥/٥/١ : الدراسات السابقة
  - ٦/٥/١ : خلاصة البحث ونتائجه.
  - ٧/٥/١ : مراجع البحث.

## ١/٥/١ : الإطار النظري للإحتفاظ بالنقدية في الشركات

أصبحت النقدية المحتفظ بها موضع إهتمام أصحاب المصالح ، المساهمين ، الدائنين، حيث تساعدهم على تقييم مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها ، ومدى قدرتها على مواجهة مخاطر التقلبات غير المتوقعة ومواجهة الأزمات المالية واستغلال الفرص الإستثمارية ، وبالتالي فإن الإحتفاظ بالنقدية يعتبر قراراً مهماً لأي شركة ، وفي ظل المنافسة الشديدة التي تواجهها الشركات في السوق أصبحت الإدارة الفعالة للنقدية المتاحة لديها امرأ ضرورياً لبقاءها واستمراريتها. (Bick et al., 2018)

ولقد زاد الاهتمام الأكاديمي أيضاً بمفهوم الاحتفاظ بالنقدية في الشركات Cash Holdings، واستكشاف النظريات التي تفسر دوافع الاحتفاظ بالنقدية ، والعوامل التي تؤثر على قرار الإحتفاظ بالنقدية، وغيرها من النقاط المرتبطة بهذا الموضوع والتي سيتناولها الباحث كما يلي:

## ١/١/٥/١ : المفاهيم المرتبطة بالإحتفاظ بالنقدية

عرف معيار المحاسبة المصري رقم (٤) لسنة ٢٠١٩ بعنوان ( قائمة التدفقات النقدية)، النقدية وما في حكمها بأنها "النقدية بالصندوق والودائع تحت الطلب، الإستثمارات المالية قصيرة الأجل عالية السيولة، والتي يمكن تحويلها بسهولة إلى

نقدية، والتي يكون تعرضها لمخاطر التغير في قيمتها ضئيلاً." وفي هذا الصدد فقد أكد المعيار على أن الاستثمارات التي تكون آجالها ثلاثة أشهر فأقل هي التي تعتبر ما في حكم النقدية.

كما عرفها (Rahmawati, 2019) بأنها النقدية المتاحة والمحفظ بها في الشركة بغرض تمويل الإحتياجات التشغيلية ، وتمويل الفرص الإستثمارية غير المتوقعة.

اما (الغندور، ٢٠٢١) فقد عرف النقدية المحفظ بها بأنها تتمثل في الأصول النقدية مثل النقدية بالخزينة والنقدية بالبنك في شكل حسابات جارية وودائع تحت الطلب ، وكذلك الأصول شبه النقدية مثل الاستثمارات قصيرة الأجل التي يمكن تحويلها الى نقدية بسهولة في الأجل القصير والتي تتصف بثبات قيمتها ولا تتأثر بمخاطر انخفاض القيمة نسبياً .

في هذا الصدد ، يرى (عامر، ٢٠٢١) انه يجب التفرقة بين عدة مصطلحات مرتبطة بالنقدية المحفظ بها ، ومنها مصطلح الحد الأدنى للنقدية والمستوى الأمثل للنقدية. حيث ان **الحد الأدنى للاحتفاظ بالنقدية** يتحدد بناء على حجم المدفوعات اللازمة للمعاملات التشغيلية و سداد الالتزامات التعاقدية قصيرة الأجل، ويعتبر الحد الأدنى للنقدية عنصراً هاماً عند إعداد الموازنة النقدية للشركة لفترة قصيرة الأجل وفقاً للتدفقات النقدية الخارجة والداخلة للشركة، بينما يكون الهدف من الاحتفاظ **بالمستوى الأمثل للنقدية** هو تلبية احتياجات المعاملات التشغيلية للشركة ومواجهة الأحداث الطارئة غير المتوقعة وكذلك استغلال الفرص الاستثمارية المستقبلية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة (Cai et al, 2016).

تأسيساً على ما سبق **يمكن للباحث** تعريف الاحتفاظ بالنقدية على أنه ( قيام المنشأة بالاحتفاظ بقدر ملائم من الأصول النقدية وما في حكمها ، وبما يساعدها على تغطية احتياجاتها التشغيلية والتمويلية ومعاملاتها قصيرة الاجل، وكذلك بما يساعدها على استغلال الفرص الإستثمارية ذات القيمة الحالية الموجبة ، وكل ذلك في ضوء المقارنة بين تكلفة الاحتفاظ بهذه الأصول النقدية وبين العوائد المترتبة عليها وبما يحقق مصلحة المنشأة ) .



### ٢/١/٥/١ : منافع وتكاليف الاحتفاظ بالنقدية

تعتبر النقدية أحد أهم الأصول المتداولة بالشركات والتي اذا احسنت الإدارة استغلالها فسيؤدي ذلك الى تحسن قيمة الشركة ، كما أن اساءة استغلالها قد يؤدي الى التأثير السلبي على قيمة الشركة ، ويعتبر قرار الاحتفاظ بالنقدية قراراً تقديرياً للإدارة ، حيث أن الإدارة هي التي تحدد نسبة النقدية المحتفظ بها في ضوء ما تراه مناسباً لظروف الشركة.(شوشة وسيد، ٢٠٢٠)

ولهذا فإن قرار الاحتفاظ بالنقدية ينطوي على كثير من المنافع للشركة ، كما قد يترتب عليه بعض التكاليف والآثار السلبية كما يلي :

#### أولاً: منافع الاحتفاظ بالنقدية

ان احتفاظ الشركة بالقدر الملائم من النقدية قد يحقق لها العديد من المنافع ومنها :  
ضمان قدرة الشركة على القيام بأنشطتها التشغيلية بصورة مستمرة ، زيادة قدرة الشركة على سداد التزاماتها في مواعيدها المناسبة وبالتالي الاستفادة من الخصومات النقدية عند السداد لتوافر السيولة .(حداد، ٢٠١٧)

كذلك يشير ( حسين، ٢٠١٩) الى أن الشركات التي تمتلك ارصدة نقدية مرتفعة فإنها تعبر بذلك عن قدرتها على تحسين وضعها الإقتصادي من خلال قدرتها على تمويل وتنفيذ الصفقات الإستثمارية المتوقعة ذات صافي القيمة الحالية الموجبة وهو ما يؤثر بالإيجاب على تعظيم قيمة الشركة، وبالتالي كسب ثقة المستثمرين في ظل المنافسة الشديدة التي تشهدها بيئة الأعمال.

هذا وتشير دراسة (Manoel & Moraes,2022) الى أن الاحتفاظ بالنقدية يحقق العديد من المنافع للشركات في أسواق المال الناشئة ، ففي ظل عدم تماثل المعلومات يكون الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية اقل تكلفة من مصادر التمويل الخارجية ، كما ان الاحتفاظ بالنقدية يساعد الشركات على مواجهة مخاطر السيولة خاصة في اوقات الأزمات وزيادة مخاطر انخفاض التدفقات النقدية.

كما ان الاحتفاظ بالنقدية يساعد الشركات على دعم مركزها الإئتماني للشركة من خلال اظهار نسب سيولة جيدة وبالتالي اكتساب ثقة المقرضين والممولين وبالتالي

امكانية الحصول على تمويل خارجي بتكلفة منخفضة ، وكذلك زيادة قدرة الشركة على مواجهة الأحداث الطارئة والأزمات غير المتوقعة وبالتالي تجنب مخاطر التعثر المالي وبما يحافظ على بقاء الشركات واستمراريتها.(مجاور، ٢٠٢٠).

### **ثانياً: تكاليف الاحتفاظ بالنقدية**

على الرغم من منافع ومزايا الاحتفاظ بالنقدية ، إلا أن هناك العديد من التكاليف التي قد تتحملها الشركة نتيجة هذا القرار والتي يمكن تناولها كما يلي :

#### **- تكلفة الفرصة البديلة**

تعتبر تكلفة الفرصة البديلة عن العوائد التي كان من المتوقع الحصول عليها في حالة استثمار النقدية المحتفظ بها في مشروعات اخرى ذات عائد ، أو هي تعبر عن الفرق بين العوائد التي كان من الممكن تحقيقها من خلال استثمار النقدية المحتفظ بها ، وبين الفوائد التي ستدفعها الشركة للحصول على التمويل الخارجي .( عبدالرحيم، ٢٠٢٠)

#### **- تكاليف الوكالة:**

وفقاً لنظرية الوكالة فإن احتفاظ الشركة بأرصدة نقدية كبيرة قد يكون مؤشراً على رغبة الإدارة في تحقيق مصالح شخصية على حساب المساهمين ، وبدلاً من أن تقوم الإدارة باستخدام الفوائض النقدية في اجراء توزيعات أرباح على المساهمين ، فإن المديرين قد يستخدمون تلك الأرصدة في مشروعات مهيرة للقيمة مثل: الإسراف في عمليات الاستحواذ والاستثمارات الأخرى الخاسرة والتي تؤدي إلى حالة من عدم الثقة بين المساهمين والإدارة وبالتالي زيادة تكاليف الوكالة المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية مثل أتعاب المراجع الخارجي ، تكاليف لجان المراجعة داخل الشركة ، تكاليف تصميم وتنفيذ نظم الرقابة الداخلية ، وغيرها من التكاليف المرتبطة بتنفيذ مبادئ حوكمة الشركات في الشركة. (عامر، ٢٠٢١)

بالإضافة الى ما سبق، أشارت دراسة (عثمان، ٢٠٢٢) الى أن زيادة مستوى النقدية المحتفظ بها واستغلالها في مشروعات غير مربحة قد يدفع المديرين الى التلاعب بالبيانات المالية لمحاولة اخفاء ذلك ، وهو ما يؤدي الى زيادة مخاطر عملية المراجعة سواء المخاطر الحتمية أو مخاطر الرقابة ، وبالتالي زيادة الجهد المبذول من

قبل المراجع وهو ما يؤدي الى زيادة اتعاب عملية المراجعة التي تتحملها الشركة . كما أوضحت دراسة (الباز والتمامي، ٢٠٢٠) أن احتفاظ الشركة بأرصدة نقدية مبالغ فيها قد يعطى صورة سلبية لدى اصحاب المصالح خاصة حملة الأسهم حول عدم قدرة الإدارة على استثمار هذه الأموال بشكل فعال .

كما أشارت دراسة (مجاور، ٢٠٢٠) الى أن زيادة مستوى النقدية المحتفظ بها عن حد معين قد يؤدي الى انخفاض الأرباح نتيجة لعدم توظيف تلك الأموال في استثمارات مربحة تعود بالنفع على المنشأة والمساهمين ، وبالتالي يمكن القول ان الاحتفاظ بالنقدية قد يتعارض مع هدف الربحية. وأخيراً، فقد أشارت دراسة ( Chen et al.,2020) الى أن الإحتفاظ بأرصدة نقدية كبيرة دون إستغلالها في استثمارات ذات عوائد قد يعرضها لإنخفاض قوتها الشرائية خاصة في ظل الإقتصاديات التي تعاني من ارتفاع معدلات التضخم ، وهو الأمر الذي يعنى انخفاض ثروة الشركة والمساهمين نتيجة انخفاض القوة الشرائية للنقود.

مما سبق يتضح أن قرار الإحتفاظ بالنقدية ليس قراراً سهلاً بل هو قرار متعدد الأبعاد ، فهناك منافع للإحتفاظ بالنقدية وتقابلها تكاليف مرتبطة بها وينبغي دراسة كل منها عند إدارة النقدية ، واتخاذ القرار المناسب للشركة .

### ٣/١/٥/١ : دوافع الإحتفاظ بالنقدية

لقد أصبح احتفاظ الشركات بالأرصدة النقدية ظاهرة ملحوظة بالقوائم المالية للشركات ، حيث تضاعف متوسط الاحتفاظ بالنقدية للشركات حول العالم خلال العقود الثلاثة الماضية (Amess et al.,2015) وهناك العديد من الدوافع التي تفسر اسباب سعى الشركات نحو الاحتفاظ بالمزيد من الأرصدة النقدية منها دافع المعاملات ، دافع التحوط ضد المخاطر ، ودافع المضاربة ، وغير ذلك من الدوافع التي سيتناولها الباحث بمزيد من التفصيل فيما يلي:

#### **- دافع المعاملات :**

يعنى هذا الدافع ان الشركات تحتفظ بالنقدية بغرض توفير السيولة اللازمة لتمويل احتياجات الأنشطة التشغيلية مثل شراء المواد الخام وسداد الأجور والإلتزامات

والمدفوعات العادية اليومية وقصيرة الأجل وبالتالي تخفيض احتمالات تعرض الشركات لضغوط مالية نتيجة عجز السيولة ، وتختلف الحاجة للنقدية باختلاف طبيعة النشاط والقطاع الإقتصادي الذي تنتمي اليه الشركة. كما تميل الشركات الى الاحتفاظ بالنقدية لتحقيق كفاية مصادر التمويل الداخلية وتجنب تكاليف التمويل الخارجي وكذلك تجنب تصفية الأصول عند الحاجة للنقدية (Opler et al.,2009).

#### - الدافع الوقائي أو دافع التحوط ضد المخاطر :

يعنى هذا الدافع أن الشركات تحتفظ بالنقدية كعامل أمان للتحوط ضد مخاطر التقلبات غير المتوقعة والصدمات السلبية في أسواق المال، وكذلك التحوط ضد مخاطر عجز التدفقات النقدية المستقبلية وتجنب حالات التعثر والإفلاس خاصة في حالات الركود والأزمات المالية (الغندور ، ٢٠٢١ ) ، وفي هذا الصدد، فقد توصلت دراسة (Sayed and Khalil,2022) في بيئة الأعمال المصرية ، الى وجود علاقة عكسية بين ارتفاع مستوى النقدية المحفوظ بها - نسبة الى إجمالي أو صافي الأصول - وبين مخاطر الإفلاس التي يمكن ان تتعرض لها الشركات والتي تم قياسها من خلال مؤشر Z-Score ، فالشركات التي تحتفظ بمستوى عالي من النقدية تنخفض لديها احتمالية التعرض لمخاطر الإفلاس ، وبالتالي تزيد قدرتها على مواجهة الضغوط المالية ، وسداد التزاماتها في الوقت المناسب.

- **دافع المضاربة** : ويعنى هذا الدافع ان الشركات تحتفظ بالنقدية من أجل استغلال الفرص الإستثمارية والصفقات غير المتوقعة وتحقيق عوائد اضافية للشركة. (السيد ، ٢٠١٨) ، كما يرى (مليجي ، ٢٠١٨) ان الشركات التي لديها نقص في النقدية قد تقلل من استثماراتها او تتخلى عن بعض الفرص الإستثمارية نتيجة عدم توافر التمويل اللازم لها ، وهو ما يظهر أهمية النقدية المحفوظ بها كأحد العوامل التي تساهم في تعزيز كفاءة السياسات الإستثمارية للشركة.

- **دوافع انتهازية بمرتبطة بمشاكل الوكالة** : تعتبر الدوافع الانتهازية من الدوافع القوية للاحتفاظ بالنقدية، حيث يفضل بعض المديرين الاحتفاظ بالمزيد من النقدية بدلاً من إجراء توزيعات أرباح على المساهمين بهدف استغلالها في اتخاذ قرارات سيطرة

واستحواذ وتمويل مشروعات قد تكون غير مربحة وبما يحقق مصلحتهم الشخصية على حساب مصلحة الملاك وهو ما يؤدي إلى زيادة مشاكل الوكالة.

(Bick et al. 2018)

- **الدافع الضريبي** : ويظهر هذا الدافع في الشركات متعددة الجنسية ، حيث تفضل فروع الشركات الإحتفاظ بالنقدية في البلد المضيف تجنباً للضرائب المرتفعة التي قد تتحملها على تحويلات الأرباح في بلد الشركة الأم خاصة اذا كان معدل الضريبة في بلد الشركة الأم أكبر من معدل الضريبة في البلد المضيف حيث يمكن استغلال الفوائض النقدية في استثمارات اخرى مضيفة للقيمة في البلد المضيف.(الجوهري وسليمان، ٢٠٢٣)

يرى الباحث ان ذلك يعتبر احد اساليب التخطيط الضريبي الدولي ، التي تقوم بها الشركات متعددة الجنسية من خلال استغلال الإختلافات بين النظم الضريبية المطبقة بين دولة واخرى ، وبما يساعدها على تحقيق وفورات ضريبية تؤدي الى زيادة قيمة الشركة وزيادة ثروة المساهمين .

- **دافع الإشارة** : ويقصد بهذا الدافع ان الشركات تحتفظ بالنقدية لإرسال إشارات ايجابية للمستثمرين حول وضعها المالي، وقدرتها على مواجهة مخاطر السيولة وهو ما يدعم سمعة المنشأة ، وبالتالي يعطى انطباعاً ايجابياً لدى المستثمرين والممولين وانخفاض درجة احساسهم بالمخاطر عن التعامل مع المنشأة.(مجاور ، ٢٠٢٠)

ويرى الباحث انه لا يوجد دافعاً واحداً فقط يمكن الاعتماد عليه لتفسير الإحتفاظ بالنقدية ، وانما قد يكون هناك اكثر من دافع لدى المديرين ، وبالتالي يجب النظر الى تلك الدوافع بصورة شاملة لتكوين صورة مكتملة حول الظروف المحيطة بمتخذ القرار والمديرين عند اتخاذ قرار الإحتفاظ بالنقدية.

#### ٤/١/٥/١ : النظريات المفسرة للإحتفاظ بالنقدية

تناول الأدب المحاسبي العديد من النظريات التي يمكن الإعتماد عليها في تفسير دوافع قيام منشآت الأعمال بالإحتفاظ بالنقدية ، ويمكن توضيح تلك النظريات كما تناولتها الدراسات السابقة كما يلي :

### - نظرية المفاضلة الساكنة **Static Trade-off Theory** -

تقوم هذه النظرية على أن هناك مستوى أمثل من النقدية وما في حكمها يجب الاحتفاظ به يتم تحديده بناءً على احتياجات الشركة التشغيلية ومن خلال التخطيط الجيد للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة للشركة ، وبالشكل الذي يضمن عدم وجود نقص في النقدية وامكانية استغلال الفرص الإستثمارية المتاحة، وبما يؤدي الى تعظيم قيمة الشركة وثروة المساهمين من خلال تحقيق التوازن بين منافع وتكاليف الاحتفاظ بالنقدية. (عامر، ٢٠٢١)

وتتمثل منافع الاحتفاظ بالنقدية كما سبق عرضها في: تخفيض تكاليف المعاملات و تكاليف الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية ، وتجنب البيع الاضطراري للأصول أو تصفيته لتوفير السيولة، بجانب المرونة في اتخاذ قرارات الإستثمار وامكانية استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة وتحقيق ارباحاً اضافية ، وانخفاض احتمالات التعثر والإفلاس المالي في حالات التقلبات والمخاطر غير المتوقعة، أما عن تكاليف الاحتفاظ بالنقدية فتتضمن: تكلفة الفرصة البديلة الناتجة عن انخفاض العائد على النقدية كأصل محتفظ به مقارنة بالعائد على الأصول الأخرى ، وفي حالة سعي المديرين لتحقيق مصالحهم وزيادة الأصول الخاضعة لسيطرتهم سوف يؤدي ذلك الى زيادة تكاليف الاحتفاظ بالنقدية وارتفاع تكاليف الوكالة. (Guizani, 2017).

### - نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل **Pecking Order Theory** -

طبقاً لهذه النظرية فإن الشركات تقوم بالإعتماد على تدرج هرمي عند الحاجة للتمويل ، ووفقاً لهذا التدرج ، فإن الشركات تفضل تمويل مشروعاتها أولاً باستخدام مصادر التمويل الداخلية وهي الأرباح المحتجزة والإحتياطيات ( والتي يجب أن يقابلها رصيد محتفظ به من النقدية)، وفي حالة عدم كفايتها يتم اللجوء الى التمويل الخارجي عن طريق الديون ، بداية بالديون الأقل تكلفة بالنسبة للشركة مثل القروض المصرفية، ثم الديون الأعلى منها تكلفة مثل اصدار السندات ، وفي حالة عدم كفاية التمويل بالطرق السابقة يأتي التمويل عن طريق الملكية بإصدار أسهم جديدة ، وذلك بغرض تدنية تكاليف عدم تماثل المعلومات وغيرها من تكاليف التمويل حيث أنه في

حالة التمويل الداخلي لا تتحمل الشركة تكاليف إصدار كما انها تكون غير ملزمة بمشاركة معلوماتها مع الأطراف الخارجية. (شوشة وسيد، ٢٠٢٠)

### - نظرية التدفق النقدي الحر Free Cash Flow Theory:

يمكن تعريف التدفقات النقدية الحرة بأنها التدفقات النقدية المتبقية بعد قيام المنشأة بالإستثمار في الأصول الثابتة الضرورية ورأس المال العامل اللازم للمحافظة على استمرارية الأنشطة التشغيلية، وهذه التدفقات الحرة من المفترض ان يتم توزيع جزء منها على المساهمين وكذلك استخدامها في سداد جزء من الديون ، ويمكن حساب التدفقات النقدية الحرة بأنها = صافي التدفق النقدي التشغيلي (-) توزيعات الارباح (-) مدفوعات شراء اصول ثابتة + مقبوضات بيع اصول ثابتة . (مجاور، ٢٠٢٠)

وطبقاً لهذه النظرية يوجد عدة اسباب لتفسير الإحتفاظ بالنقدية ، منها رغبة الإدارة في تجنب المخاطر، حيث ان الإدارة المتجنبة للمخاطر تميل الى الإحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية لمواجهة ظروف عدم التأكد والمخاطر المرتبطة بذلك ، وكذلك عدم رغبة الإدارة في اجراء توزيعات على المساهمين والاحتفاظ بهذه الاموال داخل الشركة، واخيراً السماح للإدارة بمرونة أكثر في الوصول لأهدافها الخاصة حتى لو تعارضت مع اهداف المساهمين والأطراف الأخرى. (Opler et al., 1999)

### - نظرية الوكالة The Agency Theory:

تعتبر مشاكل الوكالة من المحددات الرئيسية للإحتفاظ بالنقدية في الشركات ، حيث تفترض النظرية ان ارتفاع مستوى الإحتفاظ بالنقدية يرجع الى دافع الوكالة، حيث يميل المديرون الى الإحتفاظ بمستويات اعلى من النقدية بغرض توسيع نفوذهم الإداري وانفاق النقدية في مشروعات استثمارية قد تكون غير مجدية إقتصادياً للشركة ولكنها قد تحقق مصالحهم الشخصية مما قد يؤثر بالسلب على كفاءة قرارات الإستثمار ومن ثم التأثير سلباً على قيمة الشركة وعلى ثروات المساهمين. (حسين، ٢٠١٩)

مما سبق يتضح تعدد النظريات المفسرة لدوافع الإدارة عند الإحتفاظ بالنقدية ، ويلاحظ ان كل نظرية قد ركزت على دوافع معينة، فنجد ان:

- **نظرية المفاضلة الساكنة** : ركزت على دافع التحوط ضد المخاطر ودافع تخفيض تكلفة المعاملات.

- **نظرية ترتيب مصادر التمويل** : ركزت على دافع التحوط ضد المخاطر والوكالة، فهي تفضل النقدية كمصدر تمويل داخلي خاصة في ظل عدم تماثل المعلومات وضعف القدرة على اكتساب تمويل خارجي بتكلفة مناسبة.

- **نظرية التدفق النقدي الحر**: ركزت على التحوط ضد المخاطر وكذلك دوافع الوكالة.

- **نظرية الوكالة** : ركزت على دوافع الوكالة التي ترتبط بالاستخدام الانتهازي للنقدية المترجمة لتحقيق منافع خاصة للمديرين.

**ويرى الباحث** ان معظم النظريات قد ركزت على دافع التحوط ضد المخاطر كأحد الدوافع الرئيسية للإحتفاظ بالنقدية ، وهو ما يعني ان ادارة الشركات تنظر للنقدية المحتفظ بها كأداة لإدارة المخاطر في ظل ظروف عدم التاكيد المحيطة بالشركة.

#### ٢/٥/١ : الإطار النظري لكفاءة الإستثمار في الشركات

يمثل الإستثمار بجوانبه المختلفة اهمية كبيرة للشركات ، حيث يحتاج الى جزء كبير من موارد الشركة والتي قد يتم تمويلها من خلال التمويل الداخلي أو الخارجي ، وما يترتب على ذلك من تكلفة على الشركة ، وبالإضافة لذلك فان الإستثمار يترتب عليه معظم التدفقات الداخلة الى الشركة في المستقبل، وبالتالي فإنه يمثل مقياساً لأداء الشركة في ضوء ان ارتفاع كفاءة هذه الإستثمارات يعني استخداماً أكثر فعالية لموارد الشركة وبالتالي أداء أفضل.(عبدالمجيد، ٢٠٢٠)

كما تعتبر هذه الإستثمارات مدخلات جوهرية لدعم النمو طويل الاجل للشركات وان كفاءتها تعنى زيادة انتاجية الشركة وبالتالي زيادة قدرتها التنافسية ، ومن ثم زيادة قدرة الشركة على البقاء والإستمرارية وزيادة قيمتها وتعظيم ثروة الملاك.(عبدالمجيد، ٢٠٢٠ - عامر، ٢٠٢١)



وسوف يقوم الباحث في هذا الجزء من البحث بعرض المفاهيم المتعلقة بالاستثمار وأهميته ومفهوم الكفاءة الاستثمارية وحالات عدم الكفاءة الاستثمارية وأسبابها، وبعض العوامل المحددة المؤثرة على تحقيقها.

### ١/٢/٥/١: مفهوم الإستثمار والقرار الإستثماري

لقد أصبح مفهوم الإستثمار من المفاهيم التي تحتل مكانة هامة وأساسية في المحاسبة والتمويل والإقتصاد، لما له من آثار جوهرية على الشركات وعلى الإقتصاد الوطني ككل خاصة في الدول النامية، ويرى (الصايغ وعبدالمجيد، ٢٠١٥) ان مفهوم الإستثمار يشير الى اقتناء أصل او مورد معين بغرض الإستفادة منه في تحقيق دخل في المستقبل ، ولذلك فإن الإستثمار قد يشير الى شراء الأصول الثابتة او الأستثمارات المالية مثل الأسهم والسندات .

يرى (عشوش، ٢٠١٨) ان الإستثمار هو أى استخدام للأموال سواء في اقامة مشروعات استثمارية جديدة ، او في تطوير وتحسين منشآت قائمة بالفعل وبما يساعد على زيادة قدرة المنشأة على الانتاج والإستمرار وبالتالي تحقيق عوائد إضافية ، ومن ثم تحقيق معدل العائد المطلوب على الأموال المستثمرة.

كما تناولت دراسة (يوسف، ٢٠٢٢) مفهوم الاستثمار على انه تخلى المنشأة عن اموالها في توقيت معين ولمدة معينة من الزمن وبغرض الحصول على عوائد و تدفقات مالية مستقبلية تعوض القيمة الحالية للاموال المستثمرة و المخاطر المرافقة للإستثمار و النقص المتوقع في القيمة الشرائية للأموال المستثمرة .

وفيما يتعلق بالقرار الإستثماري ، فقد عرف (الصايغ وعبدالمجيد، ٢٠١٥) القرارات الإستثمارية الرأسمالية بأنها تلك القرارات التي تتعلق بالحصول على ( أو التخلص من ) الأصول الثابتة والإستثمارات طويلة الأجل ، وهى القرارات التي تمثلها الأنشطة الإستثمارية في قائمة التدفقات النقدية.

أما ( بن صوشة، ٢٠١٩) فقد تناول عدة تعريفات ملخصها أن القرار الإستثماري هو القرار الذي ينطوي على تخصيص قدرأ كبيراً من أموال المنشأة في الوقت الحالي، ويترتب عليه تكاليف ثابتة إضافية وبمجرد تنفيذه لا يمكن الرجوع فيه بدون

تحمل خسائر، ويتم اتخاذه بهدف تحقيق عوائد مستقبلية، وهذه العوائد قد تتعرض لدرجات مختلفة من الخطر وعدم التأكد.

**وفيما يتعلق بأنواع الإستثمارات التي يمكن ان تقوم بها الشركات:** فيمكن التفرقة بين نوعين من الإستثمارات حسب طبيعتها ، فهناك **الإستثمار المادي** وهو يشير الى استخدام الأموال في تكوين أصول مادية مثل الأراضى والمباني والألات وغيرها من الأصول وهذه الاستثمارات قد يترتب عليها طاقات جديدة أو التوسع في الطاقات الحالية ، او احلال وتجديد الطاقات الحالية ، وهناك **الإستثمار المالي** ويعنى استخدام الأموال في الاستثمارات المالية مثل الأسهم والسندات وغيرها من الاوراق المالية .  
(عشوش، ٢٠١٨)

#### ١/٥/٢: الأهمية الإقتصادية لإستثمارات المنشآت .

ان للإستثمارات التي تقوم بها منشآت الأعمال أهمية كبيرة للمنشأة وللإقتصاد ككل حيث تساهم هذه الإستثمارات فيما يلي:(يوسف ، ٢٠٢٢)

- زيادة الدخل القومي وذلك لأن الإستثمار يمثل نوعا من الإضافة إلى الموارد المتاحة أو تعظيم هذه الموارد أو تعظيم درجة المنفعة التي تنجم عن الموارد المتاحة.
- زيادة الإعتداع على التكنولوجيا الحديثة والمتطورة ، وهو ما يساعد على تخفيض تكلفة الإنتاج او الخدمات وزيادة جودتها .
- مكافحة البطالة وتشغيل الأيدي العاملة من خلال توفير فرص العمل وبالتالي محاربة الفقر ورفع مستوى المعيشة للأفراد.
- دعم البنية التحتية للمجتمع، لأن الإستثمار في مشروع ما قد يتطلب تحسين البنية التحتية مثل تحسين الطرق وتوفير المرافق المختلفة.
- توفير العملة الأجنبية الصعبة، وهذا يساهم أيضا في دعم ميزان المدفوعات خاصة إذا تمكن المستثمر من إنتاج سلع بنوعية جيدة وتمكن من تصديرها إلى الأسواق الخارجية .

- دعم الموارد المالية للدولة وذلك من خلال سداد ما يترتب على المنشأة من ضرائب والتزامات اخرى تجاه الجهات الحكومية ، وهو ما يساعد على تنفيذ خطة الدولة الاقتصادية .

### ٣/٢/٥/١ : مفهوم كفاءة الإستثمار للمنشأة .

تضمن الفكر المحاسبى بعض الجهود التى استهدفت تعريف كفاءة الإستثمار للمنشأة ، فقد تم تعريفها من وجهة نظر ( Biddle et al, 2009 ) بأنها: قيام الشركة بالإستثمار في جميع المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة في ظل عدم وجود مشكلتى الوكالة وهما مشكلة الإختيار العكسى ومشكلة الخطر الأخلاقى ، كما عرفها (عبدالرازق، ٢٠١٩) بأنها: قدرة الإستثمارات التى تقوم بها المنشأة على توليد الأرباح ، من خلال الإستثمار السليم الذى يوازن بين المخاطر والعوائد ومراعاة قواعد إدارة المخاطر والإفصاح والشفافية وبما يحقق أهداف المستثمرين والدائنين وأصحاب المصلحة الآخرين .

وأخيراً، فقد عرفها (عامر، ٢٠٢١) بأنها : قدرة الشركة على توفير الموارد النقدية اللازمة لتمويل كافة المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة فقط، وتحقيق مستوى الاستثمار الأمثل المتوقع دون إفراط (الاستثمار اكثر من اللازم) ، أو تفريط (الإستثمار أقل من اللازم)، ونجاحها بكافة الآليات الرقابية الفعالة في الحدّ من صراعات الوكالة التي تؤدي لارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات وتؤثر سلباً على الكفاءة الاستثمارية للشركة."

يتضح للباحث مما سبق تعدد التعريفات الخاصة بمفهوم كفاءة الإستثمار للمنشأة ، وبالتالي يمكن للباحث تعريف كفاءة الإستثمار للمنشأة بأنها ( قدرة الشركة على تمويل وتنفيذ كافة الفرص الإستثمارية ذات القيمة الحالية الموجبة، والتي تتوافق مع فرص النمو للشركة فى السوق ، وتجنب الفرص الإستثمارية ذات صافي القيمة الحالية السالبة، وذلك فى اطار مجموعة من الأساليب الرقابية التى تضمن التخصيص الامثل للموارد وبما يعمل على تحقيق اكبر عائد من تلك الإستثمارات ومن ثم تعظيم قيمة الشركة وزيادة ثروة الملاك ) .

### ٤/٢/٥/١ : حالات عدم الكفاءة الإستثمارية للمنشأة وأسبابها.

أشارت العديد من الدراسات، ان كفاءة الإستثمار تتحقق في حالة توافر الموارد المالية اللازمة لتنفيذ الإستثمار بالمشروعات ذات صافى القيمة الحالية الموجبة، وذلك في ظل عدم وجود حالة عدم تماثل المعلومات وما قد ينتج عنها من مشاكل الوكالة خاصة مشكلتى الخطر الاخلاقي ومشكلة الإختيار العكسى ، ولكن في حالة وجود تلك المخاطر فليس هناك ما يضمن استخدام تلك الموارد بشكل فعال ، وبالتالي قد تتحقق عدم الكفاءة الإستثمارية وذلك بوجود حالة زيادة الإستثمار او نقص الإستثمار عن الوضع الأمثل، ويمكن توضيح هذه الحالات كما يلي : (فودة، ٢٠١٩- عامر، ٢٠٢١)

أ- حالة الإفراط في الإستثمار أو (الإستثمار أكثر من اللازم) : والتي تحدث عندما يزيد الإستثمار الفعلي عن الإستثمار الأمثل، وذلك من خلال الإستثمار في مشروعات غير مربحة وذات صافى قيمة عالية سالبة وبهدف تحقيق مزايا خاصة للمديرين مثل: زيادة المرتبات والمكافآت، وخلق صورة ذهنية مضللة عن مدى قدراتهم، وترسيخ النفوذ الإداري لهم ، وهى في النهاية قرارات إستثمارية خاطئة قد تؤثر بالسلب على قيمة المنشأة وتهدد استدامتها بسبب اهدار موارد المنشأة في إستثمارات غير مربحة .

ب- حالة التفريط في الإستثمار أو (الإستثمار أقل من اللازم) : وتحدث هذه الحالة عندما يقل الإستثمار الفعلي عن الإستثمار الأمثل ، وتخلى الإدارة عن بعض الفرص الإستثمارية المربحة، وذلك بسبب ضعف موارد المنشأة الداخلية وصعوبة الحصول على موارد خارجية بسبب ارتفاع مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات وما قد يترتب عليها من وجود فجوة بين ما تحتاجه وبين ما تحصل عليه فعلا من مصادر التمويل.

الجدير بالذكر أن عدم تماثل المعلومات هي حالة تنشأ في ظل تعارض المصالح بين الملاك والمديرين ومن ثم يعجز المستثمرون ومقدمو رأس المال عن الحصول على المعلومات الكاملة اللازمة لتقييم إستثماراتهم ، وهذه الحالة تؤدي الى وجود مشكلتين أساسيتين هما مشكلة الخطر الأخلاقي ومشكلة الإختيار العكسى وما قد ينتج عنهما من عدم الكفاءة لإستثمارات المنشأة كما يلي :

**أولاً : مشكلة الخطر الاخلاقي Moral hazard** تنشأ من خلال سعى الطرف الذى يمتلك المعلومات الى الإدارة الى تحقيق مصالح شخصية على حساب الأطراف الأخرى ، وبالتالي تقدم معلومات مضللة وغير دقيقة وبغرض تحسين صورة الإدارة أمام الأطراف الخارجية ومقدمى رأس المال ، ونظراً لعدم ادراك تلك الأطراف لهذا التلاعب فانهم يقدمون على توفير المال اللازم ، وهو ما يوفر اموالاً اضافية للإدارة قد تستخدمها في تمويل استثمارات ذات صافى قيمة حالية سالبة ، وبالتالي تظهر مشكلة الإستثمار أكثر من اللازم ، اما اذا ادركت الاطراف الخارجية ومقدمو رأس المال هذا التضليل فإنهم لن يقوموا بتوفير التمويل اللازم لإستثمارات المنشأة حتى لو كانت ذات صافى قيمة حالية موجبة وبالتالي هنا تظهر مشكلة الإستثمار أقل من اللازم. (Bimo et al.,2021)

**ثانياً : مشكلة الإختيار العكسى Adverse Selection**، فتحدث بسبب عدم قدرة مقدم التمويل على التقييم السليم لاداء الشركة بسبب نقص المعلومات المتاحة ، فقد يعتقد ان أداء الشركة ضعيفاً على خلاف الحقيقة وبالتالي يمتنع عن تقديم التمويل اللازم لإستثمارات الشركة، ومن ثم لا يتم استغلال تلك الاستثمارات وتحدث حالة الإستثمار أقل من اللازم ، والعكس قد يحدث اذا اعتقد مقدم التمويل ان أداء الشركة جيد على خلاف الحقيقة ، وبالتالي يقدم التمويل اللازم للإدارة ، وبالتالي قد تحدث مشكلة الاستثمار الأكثر من اللازم. (Lai et al.,2014)

### ٣/٥/١ : الإطار النظرى لحوكمة الشركات

اكتسب موضوع حوكمة الشركات أهمية كبيرة منذ حدوث الأزمة المالية العالمية وما ترتب عليها من اكتشاف الكثير من حالات التلاعب والغش المالى والفساد الإدارى ، الأمر الذى أدى الى انهيار الكثير من الشركات والبنوك مثل شركتى Enron، Worldcom وبنك Lehman Brothers فى الولايات المتحدة ، وقد تبين أن أحد الأسباب الرئيسية وراء هذا الفشل يرجع الى عدم فعالية أليات الرقابة والمتابعة من قبل أصحاب المصالح على أداء إدارة الشركات وكيفية استغلالها لموارد الشركة ، وبالتالي زاد الإهتمام بحوكمة الشركات لما لها من تأثير كبير فى زيادة فعالية الدور الرقابى على أداء الإدارة وللدور الذى

يمكن ان تقوم به في مجال الإصلاح المالى والإدارى ولما يمكن أن تحققه من منفعة لكافة الأطراف ذات المصلحة بالشركة. (الزمر، ٢٠١١)

### ١/٣/٥/١ : مفهوم حوكمة الشركات

على الرغم من زيادة الإهتمام بحوكمة الشركات فى السنوات الأخيرة ، إلا انه يلاحظ عدم وجود مفهوم موحد متفق عليه للحوكمة ، فقد عرفتھا منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية (OECD) بأنها : نظام لتوجيه ورقابة الشركات من خلال مجموعة من الآليات والإجراءات التى تتضمن التحديد الواضح لحقوق وواجبات كافة أصحاب المصالح فى الشركة مثل المديرين ، والمساهمين ، والدائنين وغيرهم ، كما توفر الهيكل الذى يتم من خلاله وضع اهداف الشركة ووسائل تحقيق هذه الأهداف والرقابة على الأداء ، والحد من الفساد المالى والإدارى وتحقيق الشفافية والنزاهة ، وبما ينعكس ايجاباً على أداء وقيمة الشركة. (أحمد، ٢٠٢٠)

اما (الدليل المصرى لحوكمة الشركات، ٢٠١٦) فقد عرف حوكمة الشركات بأنها: عبارة عن مجموعة من النظم والمبادئ والأسس التى تنظم العلاقة بين مجلس إدارة الشركة من ناحية وبين الملاك والأطراف الأخرى المتعاملة معها من ناحية أخرى، بغرض تحقيق افضل توازن وحماية لمصالح جميع الاطراف.

ويرى الباحث أنه يمكن تعريف حوكمة الشركات على انها : نظام متكامل يتضمن مجموعة من الآليات والمبادئ والإجراءات التى تهدف الى احكام الرقابة على أداء ادارة الشركة وكيفية استغلالها لموارد الشركة بكفاءة وفعالية وإدارة المخاطر بشكل صحيح وتحقيق الإفصاح والشفافية فى التقارير الصادرة عنها ، وبما يساعد على تحقيق أهداف الشركة وضمن حقوق المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح .

### ٢/٣/٥/١ : مبادئ حوكمة الشركات

تعتبر مبادئ الحوكمة الصادرة عن منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية (OECD) فى عام ١٩٩٩ وتعديلاتها فى عام ٢٠٠٤ بمثابة الركائز الأساسية التى استندت إليها معظم دول العالم فى صياغة نظام حوكمة الشركات لديها ، وتتضمن هذه المبادئ ما يلى : (الزمر، ٢٠١١)

- التحقق من وجود إطار فعال لحوكمة الشركات يحقق الإفصاح والشفافية ويضمن الإلتزام بالقوانين واللوائح ويعمل على تحقيق أهداف كافة الأطراف ذات المصلحة.
  - **ضمان حقوق المساهمين** ، من حيث حقهم في الحصول على كافة المعلومات الهامة عن الشركة ، وحقهم في حضور الجمعيات العمومية للشركة ، وحقهم في تعيين وعزل اعضاء مجلس الإدارة ، وحقهم في المشاركة في اتخاذ القرارات الإستراتيجية الخاصة بالشركة وغيرها من الحقوق .
  - **ضمان نفس المعاملة العادلة بين كافة المساهمين** ، سواء كبار المساهمين او صغار المساهمين، وكذلك المساواة بين المساهمين المحليين او الأجانب .
  - **ضمان حقوق كافة أصحاب المصالح** ، مثل الدائون والموردون والعملاء والعاملين بالشركة وكافة الجهات ذات المصلحة ، وحقهم في الحصول على المعلومات اللازمة لهم بصورة دورية وفي الوقت المناسب، وحقهم في اخطار مجلس الإدارة بأى تصرفات أو مخالفات قد يترتب عليها الإضرار بحقوقهم تجاه الشركة.
  - **ضمان الإفصاح والشفافية** عن كافة المتغيرات المتعلقة بالشركة والتي قد تؤثر على حقوق أصحاب المصالح ، وبما يضمن حصولهم على معلومات حقيقية وبالقدر الملائم وفي التوقيت المناسب الذي يساعدهم على اتخاذ قراراتهم بصورة سليمة .
  - **ضمان التزام مجلس الإدارة بمسئولياته** المتعلقة بتحقيق مصالح الشركة والمساهمين ، بجانب ضمان مساءلته في حالة الإخلال بالمسئوليات الملقاه على عاتقه.
- ٣/٣/٥/١ : أليات حوكمة الشركات**

تعتمد الحوكمة في تحقيق أهدافها على مجموعة من الأليات الداخلية مثل : مجلس الإدارة ، لجنة المراجعة ، لجنة المخاطر ، المراجعة الداخلية ، هيكل ملكية الشركات ، وكذلك مجموعة من الأليات الخارجية مثل: القوانين والتشريعات التي تضعها الجهات التنظيمية والرقابية المختلفة ، المراجعة الخارجية ، المتابعة والرقابة من قبل الأطراف ذات المصلحة مثل المحليين الماليين والمستثمرين المرتقبين والبنوك ، ويمكن توضيح أهم تلك الأليات كما يلي : ( أحمد، ٢٠٢٠ )

- **مجلس الإدارة**: يعتبر مجلس الإدارة من أهم الأليات الداخلية لحوكمة الشركات، فهو

المسئول عن النجاح طويل الأجل للشركة من خلال وضع استراتيجية الشركة والتأكد من توافر الموارد المادية والبشرية اللازمة لتحقيق أهداف الشركة، كما يلعب دوراً رئيسياً في الرقابة على أعمال الإدارة التنفيذية، وهناك عدة خصائص لمجلس الإدارة يمكن أن تؤثر على نجاحه في أداء مهامه مثل تضمينه عدد من الأعضاء المستقلين ممن تتوافر فيهم الخبرات الكافية، فصل منصب رئيس مجلس الإدارة عن منصب المدير التنفيذي للشركة، وأن يتكون من عدد الأعضاء يتلائم مع حجم وطبيعة نشاط الشركة.

- **لجنة المراجعة:** هي لجنة منبثقة من مجلس الإدارة وتتكون من عدد لا يقل عن ثلاثة من الأعضاء المستقلين ممن لديهم الخبرة الكافية في مجال نشاط الشركة وكذلك الخبرة القانونية وفي مجال المحاسبة والمراجعة، وتتلخص أهم المهام التي تقوم بها لجنة المراجعة في المساعدة في تعيين المراجع الخارجي، دعم استقلاليته، وضمان موضوعية وفعالية عملية المراجعة، الإشراف على عملية إعداد التقارير المالية، فحص السياسات المحاسبية الهامة والتأكد من الأحكام والتقديرات التي تجريها الإدارة، ومناقشة ذلك مع الإدارة والمراجع الخارجي، الإشراف على فعالية وظيفة المراجعة الداخلية في الشركة والتأكد من استقلاليته.

- **المراجعة الداخلية:** يمكن تعريف المراجعة الداخلية بأنها "نشاط رقابي ومستقل وموضوعي واستشاري من شأنه تقديم التأكيدات اللازمة وإبداء التوصيات التي تحقق قيمة مضافة وتزيد من فعالية الشركة، وتؤدي إلى تحسين أدائها، ويساعد هذا النشاط على تحقيق أهداف الشركة من خلال أساليب منهجية منظمة لتقييم وتحسين فعالية إجراءات كل من إدارة المخاطر والرقابة وحوكمة الشركات، وتتمثل أهم المهام التي يجب أن تقوم بها إدارة المراجعة الداخلية فيما يلي: فحص نظم الرقابة الداخلية المطبقة والتأكد من فعاليتها في حماية الأصول، التحقق من قيام المستويات الإدارية بتنفيذ الإجراءات الإدارية والسياسات المحاسبية الخاصة وفقاً لنظم ولوائح الشركة، تقييم وتحسين كفاءة إدارة المخاطر والرقابة وحوكمة الشركات

- **لجنة المخاطر:** وهي لجنة تابعة لمجلس الإدارة، تختص بتحديد وتقييم المخاطر التي يمكن أن تواجه الشركة، وتحديد المستوى المقبول لهذه المخاطر والتأكد من عدم



تجاوز الشركة لهذا المستوى ، والتحقق من فاعلية ادارة المخاطر بالشركة فى حدود اختصاصاتها، واعداد تقرير دورى عن نتائج اعمالها وتوصياتها ، للعرض على مجلس الإدارة لاتخاذ اللازم ، وبما يؤدى الى تحسين اداء الشركات من خلال تخفيض احتمالات حدوث المخاطر وتجنب أثارها السلبية. (الغندور ، ٢٠٢١)

- **هيكل الملكية** : يعبر هيكل الملكية عن هوية حملة الأسهم والمستثمرين فى الشركة ، وهناك عدة اشكال للملكية فى الشركات المساهمة مثل : الملكية المركزة ، الملكية الإدارية ، الملكية المؤسسية ، ولهيكل الملكية تأثير هام على نتائج اعمال الشركة من خلال الدور الرقابى والإشرافى الذى يقوم به الملاك على أداء إدارة الشركة . (الغندور ، ٢٠٢١)

يرى (الزمر ، ٢٠١١) أن التطبيق الجيد لأليات حوكمة الشركات يعمل على تدعيم الدور الرقابى الفعال على الأداء الإدارى ، وتدعيم المساءلة والشفافية وتمكين اصحاب المصالح من التعرف بوضوح على الكيفية التى تدار بها الشركة وخطتها التشغيلية ، وتوجهاتها الإستراتيجية ، وتحقيق الموثوقية فى التقارير المالية، والتأكد من إدارة المخاطر بشكل فعال ، وبما يساعد على الإستغلال الأمثل لموارد الشركة وتحقيق قيمة مضافة للشركة ولأصحاب المصالح.

٤/٥/١ :- العلاقة بين النقدية المحتفظ بها وكفاءة الإستثمار للمنشأة وأثر حوكمة الشركات على تلك العلاقة .

تحتاج القرارات الإستثمارية عادة الى مبالغ ضخمة، ويحتاج تنفيذها الى فترة زمنية طويلة، و يتم تمويلها بالإعتماد على مصادر تمويل داخلية وخارجية ، وبالتالي فإن تحديد المصادر اللازمة لتمويل الإستثمارات يعتبر من اهم العوامل المؤثرة على تنفيذ تلك الإستثمارات بكفاءة .

ويرى (فودة ، ٢٠١٩) ان تحقيق كفاءة الإستثمار وتعظيم قيمة الشركة يتوقف على قدرة الشركة على توفير الاموال اللازمة لتمويل فرص الإستثمار الجديدة ذات صافى القيمة الحالية الموجبة ، وكذلك القدرة على تحمل تكلفة مصادر التمويل المختلفة ،

حيث ان عدم قدرة الشركة على توفير التمويل اللازم قد يدفعها الى التخلي عن بعض الإستثمارات ذات صافى القيمة الحالية الموجبة.  
وطبقاً لنظرية ترتيب اولويات مصادر التمويل فإن المديرين يفضلون الإعتماد على مصادر التمويل الداخلية مثل الأرباح المحتجزة وما يقابلها من نقدية محتفظ بها فى تمويل الإستثمارات ، وفى حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية يلجأ المديرين لمصادر التمويل الخارجية مثل القروض البنكية واصدار السندات واخيراً اصدار ادوات الملكية مثل الأسهم العادية والممتازة. (Batuman et al., 2022)  
غير أن توافر التمويل اللازم لا يعنى بالضرورة تحقيق الكفاءة لإستثمارات المنشأة ، فقد تكون الاموال المتاحة لدى الإدارة كبيرة وبالتالي تظهر مشكلة الإستثمار الأعلى من اللازم ، حيث تميل الإدارة الى الإفراط فى الإستثمار اذا توافرت لديها موارد كبيرة. (شرف، ٢٠١٩)

اتضح من خلال النقاط السابقة أن مشاكل الوكالة وارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات ينشأ عنهما مشكلتي الاختيار العكسي و الخطر الأخلاقي والتي قد تسبب عدم الكفاءة الاستثمارية في شكل استثمار أقل من اللازم أو استثمار أكثر من اللازم. وبالتالي يرى الباحث اهمية دراسة الوسائل التي يمكن ان تساعد على الإستغلال الأمثل للموارد المتاحة وبما يؤدي الى تحسين كفاءة استثمارات المنشأة **ومن هذه الوسائل تطبيق نظم حوكمة الشركات** وبما تتضمنه من آليات تساعد على الرقابة على أداء إدارة المنشأة ، وكذلك تقليل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وبين الأطراف الاخرى ذات المصلحة خاصة مقدمى رأس المال .

إن توافر هيكل حوكمة شركات قوي وفعال يؤدي إلى الحد من السلوك الانتهازي للإدارة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية المختلفة. حيث تعمل على توفير الرقابة عند اختيار المشروعات الاستثمارية من خلال الاكتفاء بالمشروعات الجيدة فقط وعدم إهدار الموارد في مشروعات توسعية غير مربحة، ومن ثم تقل مشكلة الإستثمار الأكثر من اللازم ، ومن ناحية اخرى، 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 الإستثمار الأقل من اللازم (Cheu et al., 2020).

كما توصلت دراسة دراسة (Chen et al., 2017) الى وجود علاقة معنوية موجبة بين الإفصاح عن المعلومات غير المالية و كفاءة قرارات الإستثمار، وذلك في الشركات التي تطبق نظم حوكمة قوية ، ففي تلك الشركات تؤدي نظم الحوكمة القوية الى زيادة موثوقية وموضوعية المعلومات المفصح عنها وبالتالي يؤدي ذلك الى انخفاض درجة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وبين جهات التمويل الامر الذي يؤدي حصول الشركة على التمويل المناسب لفرصها الاستثمارية المتاحة بتكلفة منخفضة ، ومن ناحية اخرى فان نظم الحوكمة القوية تقلل من مشاكل الوكالة و تفرض على الإدارة قيودا تجعلها تتصرف في تلك الاموال بطريقة سليمة وبصورة غير انتهازية وبما يحقق مصلحة المساهمين .

كما توصلت دراسة (Chen et al., 2020) الى ان تطبيق نظم الحوكمة القوية يساعد على تعزيز مصداقية ومنفعة المعلومات الاستثمارية المفصح عنها وبالتالي تخفيف القيود المالية على الشركة ووصولها لمصادر التمويل المختلفة وبالتالي تقليل مستوى (الاستثمار اقل من اللازم) ليقترب من مستوى الاستثمار المطلوب، اما في حالة الشركات التي لا تعاني من قيود مالية ، فان وجود نظم الحوكمة القوية يساعد على تخفيض درجة (الاستثمار اعلى من اللازم).

وفي ذات السياق ، توصلت دراسة (Salin et al., 2018) ان هناك علاقة طردية بين تطبيق بعض آليات حوكمة الشركات مثل (حجم مجلس الإدارة ، واستقلالية أعضاءه ، الملكية الإدارية) وتحقيق الكفاءة الاستثمارية للشركة ، وذلك بالتطبيق على ٢٠٠ شركة في بورصة ماليزيا.

يتضح مما سبق انه يمكن تحسين الكفاءة الاستثمارية بتفعيل آليات حوكمة الشركات وبما يساعد على الحد من مشاكل الوكالة وانخفاض درجة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح ، وبالتالي انخفاض درجة المخاطر عند التعامل مع الشركة وهذا يؤدي الى : (Bimo et al., 2021)

- زيادة الثقة في الشركة من جانب جهات التمويل ، الامر الذي يؤدي حصول الشركة على التمويل المناسب لفرصها الاستثمارية المتاحة بتكلفة منخفضة ، كما تعمل على مراقبة الإدارة وحثها على اتخاذ قرارات الاستثمار في المشروعات الجيدة ذات صافي القيمة الحالية الموجبة وعدم تضييع هذه الفرص وبالتالي الحد من مشكلة الإستثمار الأقل من اللازم .

- ان نظم الحوكمة القوية تعمل على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تفعيل الرقابة على السلوك الانتهازي للإدارة عند استخدام الموارد المتاحة وبما يضمن الاستغلال الأمثل لها بدلاً من إهدارها في مشروعات توسعية غير مجدية ، وبالتالي الحد من مشكلة الإستثمار الأكثر من اللازم.

#### ١/٥/٥ :- الدراسات السابقة

يعتبر توافر قدرأ مناسباً من النقدية المتاحة سواء من مصادر داخلية او خارجية أحد العوامل التي تساعد الشركة على القيام بالاستثمارات المطلوبة ، وفيما يتعلق بالعلاقة بين مستوى النقدية المحتفظ بها وبين كفاءة استثمارات الشركة ، وأثر حوكمة الشركات على تلك العلاقة ، فقد قامت عدة دراسات بتناول تلك العلاقة ، ويمكن توضيح أهم تلك الدراسات كالتالي :

#### - دراسة ( Denis and Sibilkof.,2010 )

هدفت هذه الدراسة الى اختبار العلاقة بين النقدية المحتفظ بها وبين الاستثمارات التي تقوم بها المنشأة ، ومن خلال بيانات ٧٤٣٤٧ مفردة لمجموعة من الشركات الامريكية خلال الفترة من ١٩٨٥ الى عام ٢٠٠٦ ، وقد توصلت الدراسة الى ان هناك علاقة معنوية موجبة في الشركات ذات المستوى العالي من النقدية المحتفظ بها وبين قيام تلك الشركات بمشروعات استثمارية مضيئة للقيمة ، حيث تستخدم الشركات النقدية المحتفظ بها في تنفيذ النفقات الإستثمارية المطلوبة وبما يؤدي الى زيادة قيمة المنشأة ، كما أن الشركات ذات النقدية المحتفظ بها المنخفضة او لديها تكلفة تمويل خارجي مرتفعة لا تستطيع القيام بالنفقات الاستثمارية الضرورية او الانفاق على مصروفات البحوث والتطوير بالصورة المطلوبة .

### - دراسة ( Sheu and Lee.,2012 )

هدفت هذه الدراسة الى اختبار أثر زيادة النقدية المحتفظ بها على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات التايوانية ، ومن خلال بيانات للشركات خلال الفترة من ٢٠٠٠ الى ٢٠٠٦ توصلت الدراسة الى وجود علاقة معنوية موجبة بين تراكم النقدية المحتفظ بها وبين النفقات الرأسمالية التي تقوم بها الشركات ، وانه في ظل نظم حوكمة قوية مع وجود إدارة مستقرة للشركة فان زيادة النقدية المحتفظ بها يؤدي الى زيادة في مستوى استثمارات الشركة خاصة في البحث والتطوير وبما يحقق اضافة للشركات ، اما في حالة ضعف نظم الحوكمة وعدم استقرار الإدارة تبين وجود (إستثمار اقل من اللازم ) في تلك الشركات، وهو ما يوضح أهمية التفاعل بين توافر الأموال واستقرار الإدارة في ظل وجود ضوابط حوكمية على نجاح القرارات الاستثمارية للشركة .

### - دراسة ( Cohen,2014 )

هدفت هذه الدراسة الى اختبار اثر تذبذب التدفقات النقدية وكذلك النقدية المحتفظ بها على القرارات الاستثمارية للشركات الأمريكية خلال الفترة من ١٩٨٠ الى ٢٠١١ ، وقد توصلت الدراسة الى النتائج التالية : وجود علاقة سلبية بين تذبذب التدفقات النقدية للشركة وبين قدرتها على القيام بالاستثمارات المطلوبة ، وان هذه العلاقة السلبية تتحسن بارتفاع مستوى النقدية المحتفظ بها لدى الشركة ، وكذلك وجود علاقة طردية بين مستوى النقدية المحتفظ بها و مستوى استثمارات الشركة ، فكلما زادت النقدية المحتفظ بها زاد مستوى استثمارات الشركة ، وكلما انخفض مستوى النقدية المحتفظ بها انخفضت مستوى استثمارات الشركة وهو ما يعنى ان النقدية المحتفظ بها تعتبر عامل رئيسي ومؤثر على القرارات الاستثمارية للشركة خاصة في ظل المخاطر المتعددة في أسواق المال .

### - دراسة ( Huang,2015 )

اختبرت هذه الدراسة وجهة نظر أخرى ، وهي تقييم المستثمرين للعلاقة بين النقدية المحتفظ بها ومستوى استثمارات الشركة في الشركات التايوانية ، ومن خلال الاعتماد

على بيانات ٨٦٦٩ مفردة خلال الفترة من ١٩٩٨ الى ٢٠٠٨ فقد توصلت الدراسة الى ان المستثمرين ينظرون نظرة غير ايجابية الى تزايد النقدية المحتفظ بها اذا كانت مرتبطة باعلان الشركة عن مشروعات استثمارية مستقبلية ، حيث يرى المستثمرون ان تزايد النقدية المحتفظ بها تحت تصرف المديرين قد تؤدي الى حدوث مشاكل الوكالة من خلال قيام الإدارة بعمليات إستثمار أكثر من اللازم وبما يحقق مصلحة الإدارة وليس مصلحة المساهمين ، غير أن وجود نظم حوكمة قوية مطبقة في الشركة يساعد على التخفيف من مشاكل الوكالة المرتبطة باستخدام النقدية المحتفظ بها من خلال ما توفره من رقابة على الإدارة ، وهو ما يوضح اهمية وجود نظم الرقابة والحوكمة والتي تساعد على ضبط أداء الإدارة عند استخدام الأموال في تنفيذ استثمارات الشركة وبما يساعد على تحسين قيمة الشركة وزيادة ثروة المساهمين .

#### **- دراسة (Yang et al.,2017)**

هدفت هذه الدراسة الى اختبار تأثير السياسات النقدية الإنكماشية التي تتخذها الدولة على العلاقة بين النقدية المحتفظ بها وكفاءة الاستثمارات التي تقوم بها الشركات في بيئة الاعمال الصينية ، ومن خلال الاعتماد على بيانات ١٣٧٦٦ مفردة للشركات الصينية خلال الفترة من ٢٠٠٣ الى ٢٠١٣ ، وقد توصلت الدراسة الى انه في ظل السياسات النقدية الانكماشية فان الشركات تزيد من النقدية المحتفظ بها من اجل الاستمرار في مشروعاتها الإستثمارية ، كما ان السياسة النقدية الإنكماشية قد ادت الى تخفيض كبير في استثمارات الشركات ، ولكن هذه التأثير كان ضعيفاً في الشركات الى كان لديها مستوى مرتفع من النقدية المحتفظ بها .

#### **- دراسة (Thuy et al.,2019)**

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين مستوى النقدية المحتفظ بها وبين كفاءة قرارات الإستثمار للشركات الفيتنامية ، وبالتطبيق على ٤١٠ من الشركات المدرجة ببورصة فيتنام خلال الفترة من ٢٠١٢ الى ٢٠١٦ ، وقد توصلت الدراسة الى وجود علاقة معنوية موجبة بين توافر النقدية لدى الشركات وبين كفاءة قراراتها الاستثمارية ، وان هذه الكفاءة تتحسن من سنة الى أخرى في شكل انخفاض للإستثمار الأكثر من

اللازم أو الإستثمار أقل من اللازم وأوصت الدراسة الشركات بأن تحسن من مستوى النقدية المحتفظ بها من خلال تنظيم ورقابة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة ، والعمل استخدام تلك الاموال بكفاءة وبما يساعد على تحسين قيمة المنشأة

**- دراسة ( مطاوع، ٢٠٢١ )**

هدفت هذه الدراسة الى اختبار العلاقة بين الإحتفاظ بالأصول النقدية وكفاءة الإستثمار، وأثر القيود المالية كمتغير محفز على هذه العلاقة ، بالتطبيق على عينة تتكون من ١٤٩ شركة مقيدة في بورصة الأوراق المالية السعودية خلال الفترة من ٢٠١٢ الى ٢٠١٨، وقد توصلت الدراسة الى وجود علاقة ايجابية بين الإحتفاظ بفائض من النقدية وكفاءة الإستثمار للمنشأة ، حيث أن الإحتفاظ بفائض من الأصول النقدية يساعد الشركات على الاستجابة السريعة للفرص الإستثمارية المربحة ومن ثم ينعكس ذلك ايجابياً على ربحية وأداء المنشآت، وأن هذه النتيجة تكون أكثر وضوحاً في المنشآت ذات القيود المالية، حيث تظهر أهمية الأصول النقدية وتأثيرها على كفاءة الإستثمار في تلك المنشآت والتي تعاني من ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي مما قد يدفعها الى التخلي عن العديد من الفرص الإستثمارية بسبب عدم توافر السيولة وصعوبة الحصول على التمويل، وهو ما يدعم الفرض الذي يرى ان النقدية المحتفظ بها تدعم قدرة المنشأة على استغلال الفرص الإستثمارية المتاحة ويجنبها البحث عن مصادر التمويل الخارجية التي قد تكون مرتفعة التكلفة.

**- دراسة ( Aksar et al.,2022 )**

هدفت هذه الدراسة الى اختبار الدور المحفز لحوكمة الشركات على العلاقة بين النقدية المحتفظ بها وكفاءة الإستثمار ، بالتطبيق على ٤٠٠ شركة من الشركات المسجلة في سوق الاوراق المالية في الهند وباكستان ، وقد توصلت الدراسة الى أن النقدية المحتفظ بها تدعم قدرة الشركة على استغلال الفرص الإستثمارية ، وان تطبيق آليات حوكمة الشركات مثل ( حجم مجلس الإدارة وتنوع خبراته ، عدد اجتماعاته ، عدد الأعضاء المستقلين فيه ) تساعد على تحسين تلك العلاقة خاصة في الشركات المتعثرة مالياً ، فأليات الحوكمة توفر وسائل للرقابة على الإدارة و تساعد على الحد

من مشاكل الوكالة المرتبطة باستخدام النقدية المحتفظ بها ، ومن ثم تساعد على تحقيق كفاءة الإستثمار والابتعاد عن حالات عدم كفاءة الإستثمار .

### ٦/٥/١ : خلاصة البحث ونتائجه

بناء على ما ورد فى البحث وعرض الدراسات السابقة فإنه يمكن للباحث استخلاص النتائج التالية :

- اتفقت اغلب الدراسات على اهمية النقدية المحتفظ بها كأحد مصادر تمويل استثمارات الشركة ، وان احتفاظ الشركات بمستوى مناسب من النقدية يتناسب مع احتياجاتها التشغيلية والاستثمارية يساعد على تحقيق الكفاءة الاستثمارية للشركة .
- تتأثر العلاقة بين النقدية المحتفظ بها وتحقيق كفاءة استثمارات الشركة بوجود بعض العوامل الاخرى مثل مدى وجود نظم حوكمة قوية مطبقة بالشركة ، ومدى استقرار الإدارة ، وانخفاض مشاكل الوكالة بين الادارة والمساهمين ، فوجود هذه العوامل تساعد على الاستغلال الامثل للنقدية المحتفظ بها وبما يحقق كفاءة استثمارات الشركة .
- يؤدي زيادة النقدية المحتفظ بها عن الحدود المناسبة وفى ظل وجود سلوك انتهازى للإدارة الى اهدار تلك الموارد وعدم كفاءة استثمارات الشركة من خلال القيام باستثمارات اكبر من اللازم أو الدخول فى استثمارات قد تحقق قيمة حالية سالبة للشركة .
- تعمل اليات حوكمة الشركات على تقليل درجة التعارض فى المصالح وكذلك تقليل درجة عدم تماثل المعلومات ، بين الإدارة والأطراف الاخرى ذات المصلحة ، وهو ما يؤدي الى تقليل درجة المخاطر عند التعامل مع الشركة .
- تساعد اليات حوكمة الشركات على تحقيق الكفاءة الإستثمارية للشركات من ناحيتين هما :  
- زيادة الثقة فى الشركة من جانب جهات التمويل ، الأمر الذى يؤدي حصول الشركة على التمويل المناسب لفرصها الاستثمارية ذات القيمة الحالية الموجبة وبتكلفة منخفضة ، وبالتالي الحد من مشكلة الإستثمار الأقل من اللازم .



- الحد من مشاكل الوكالة من خلال تفعيل الرقابة على أداء الإدارة عند استخدام الموارد المتاحة وبما يضمن الإستغلال الأمثل لها وعدم إهدارها في مشروعات قد تكون غير مجدية ، وبالتالي الحد من مشكلة الإستثمار الأكثر من اللازم.
- أن الهدف الرئيسي من نظم حوكمة الشركات ليس فقط توفير إطار للرقابة على الأداء ، وإنما تهدف أيضاً الى تطوير وتحسين الأداء الاستراتيجي للشركة ، والاستخدام الكفاء للموارد المتاحة ، وبما يساعد على نمو الشركات وتطورها ، وبالتالي جذب الإستثمارات وتنشيط سوق المال ، ومن ثم تحقيق النمو للإقتصاد ككل .
  - يخلص الباحث مما سبق ان النقدية المحتفظ بها لدى الشركات تعتبر عنصراً رئيسياً لتحقيق كفاءة القرارات الاستثمارية ، خاصة في حالة وجود قيود تمويلية على الشركة ، ولا يمكن اتخاذ أى قرار استثماري بدون توافر التمويل اللازم للقيام به، كما يتضح أيضاً أهمية نظم الحوكمة في الرقابة وترشيد قرارات الإدارة عند انفاق تلك الاموال وبما يساهم في تحقيق قيمة مضافة للشركة.

٧/٥/١- المراجع:-

### أولاً: المراجع العربية.

- أحمد ، عماد محمد رياض ، ٢٠٢٠، العلاقة بين آليات حوكمة الشركات ومستوى الإفصاح الإختياري وتأثيرها التفاعلي على الأداء بالشركة – دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في سوق الأسهم السعودي ، مجلة الفكر المحاسبي ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، العدد ٤ ، المجلد ٢٤ ، ص ٣٥٨-٤٠٩.
- الباز ، ماجد مصطفى على و التمامي ، أسامة على ، ٢٠٢٠، أثر الإحتفاظ بالنقدية على توقيت إصدار تقرير المراجعة في ضوء المحددات المالية والإقتصادية : أدلة دولية مقارنة ونظام معلوماتي مقترح ، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية ، كلية التجارة ، جامعة قناة السويس ، العدد ١- الجزء- ١ ، المجلد ٢ ، ص ٣٧٣-٤٥٦.
- الجوهري ، ابراهيم السيد محمد ابراهيم و سليمان ، حامد نبيل حامد ، ٢٠٢٣، أثر التحفظ المحاسبي وأنماط الملكية على الإحتفاظ بالنقدية ودورها في الحد من مخاطر انخفاض التدفقات النقدية التشغيلية : دراسة تطبيقية ، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية و التجارية ، كلية التجارة ، جامعة دمياط، العدد ١- الجزء-٢ ، ص ١٥١-١٩٧.

- الزمر، عماد سعيد، ٢٠١١، تأثير جودة آليات حوكمة الشركات في مستويات التحفظ المحاسبي في التقارير المالية : دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة السعودية ، مجلة المحاسبة والمراجعة المصرية ، كلية التجارة ، جامعة القاهرة ، العدد ١، السنة الأولى، ص ١٤٩-١٨٥ .
- السيد ، محمد صابر حمودة ، ٢٠١٨، أثر أنماط هيكل الملكية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية : دراسة تطبيقية ، مجلة الفكر المحاسبي ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، العدد ٤ ، المجلد ٢٢ .
- الصايغ ، عماد سعد محمد و عبدالمجيد ، حميدة محمد ، ٢٠١٥، قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية ، مجلة المحاسبة والمراجعة ، كلية التجارة ، جامعة بنى سويف ، العدد ٣ .
- الغندور، محمد مصطفى، ٢٠٢١، الدور المعدل لآليات حوكمة الشركات فى العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر ومستوى الإحتفاظ بالنقدية : دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرى ، المجلة المصرية للدراسات التجارية ، كلية التجارة ، جامعة المنصورة ، العدد ١، المجلد ٤٥، ص ١-٧٠ .
- بن صوشة ، ثامر ، ٢٠١٩، دور الإفصاح المحاسبي فى ترشيد القرار الإستثمارى ، مجلة دراسات اقتصادية ، مركز البصيرة للبحوث والإستشارات- الجزائر، العدد ٣٠ ، ص ٩٩-١٢٢ .
- حداد ، رويده حنا ابراهيم ، ٢٠١٧، أثر الحاكمية المؤسسية وهيكل الملكية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية وانعكاسها على قيمة الشركة ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية الدراسات العليا ، جامعة العلوم الإسلامية العالمية – الأردن .
- حسين ، علاء على أحمد ، ٢٠١٩، تأثير جودة المستحقات وخطر الضوابط المالية على العلاقة بين مستويات الإحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية : أدلة تطبيقية من سوق المال المصرى ، مجلة البحوث المحاسبية ، كلية التجارة ، جامعة طنطا ، العدد ٢ .
- شرف ، ابراهيم أحمد ابراهيم ، ٢٠١٩، أثر ممارسات إدارة الارباح على كفاءة الإستثمار بالشركات- دراسة تطبيقية ، مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية ، كلية التجارة ، جامعة الاسكندرية، العدد ٢، المجلد ٣ .
- شوشة ، أمير على المرسى و سيد ، محمد نور الدين ، ٢٠٢٠، الأثر التفاعلى للروابط السياسية وحوكمة الشركات على الإحتفاظ بالنقدية فى الشركات غير المالية المدرجة فى البورصة المصرية ، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية و التجارية ، كلية التجارة ، جامعة دمياط ، العدد ١، المجلد ١ ، ص ٢٨٩-٣١٨ .

- عامر، شريف محمد محمود عبد الحميد، ٢٠٢١، قياس أثر الأداء المستدام على الإحتفاظ بالموارد النقدية بهدف تحقيق الكفاءة الإستثمارية فى الشركات المسجلة بالبورصة المصرية ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة القاهرة .
- عبدالرازق، أحمد يسين ، ٢٠١٩، أثر معايير بازل على كفاءة الإستثمار بالبنوك التجارية : دراسة تطبيقية ، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة ، كلية التجارة ، جامعة كفر الشيخ ، العدد ٧، ص ٦٢٥-٦٥١.
- عبدالرحيم ، أسماء ابراهيم ، ٢٠٢٠، أثر الملكية الإدارية والثقة الإدارية المفرطة للمدير التنفيذى على مستوى الإحتفاظ بالنقدية فى الشركات المساهمة المصرية : دراسة اختبارية على الشركات المسجلة فى البورصة المصرية ، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، العدد ١ ، المجلد ٤ .
- عبدالمجيد ، حميدة محمد ، ٢٠٢٠، قياس أثر القدرة الإدارية على الإستثمار – دراسة تطبيقية على الشركات السعودية ، مجلة الإدارة العامة ، معهد الإدارة العامة- السعودية، العدد ١ ، المجلد ٦١ .
- عثمان ، محمد احمد عبدالعزيز، ٢٠٢٢، أثر جودة المراجعة المدركة على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وجهد مراقب الحسابات : دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة بالبورصة المصرية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية و التجارية ، كلية التجارة ، جامعة دمياط ، العدد ٢- الجزء ٢ ، المجلد ٣ .
- عشوش، محمد أيمن عبداللطيف، ٢٠١٨، الأصول العلمية لدراسات جدوى مشاريع الإستثمار، كلية التجارة ، جامعة القاهرة .
- فودة، السيد أحمد محمود، ٢٠١٩، تحليل العلاقة بين التفاؤل الإدارى وكفاءة الإستثمار وأثرها على قيمة الشركة وتكلفة رأس المال : دراسة اختبارية ، مجلة المحاسبة المصرية ، كلية التجارة ، جامعة القاهرة ، العدد ١٦، ص ٤٨٣-٣٦٩ .
- مجاور، أسماء كمال ، ٢٠٢٠، نموذج مقترح لقياس تأثير جودة المراجعة الخارجية والرقابة الداخلية على قيمة الإحتفاظ بالأصول النقدية وما فى حكمها وانعكاسها على قيمة المنشأة ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة القاهرة .
- مطاوع ، السعيد السيد ، ٢٠٢١، الأثر التفاعلى للإحتفاظ بالأصول النقدية والقيود المالية على كفاءة الإستثمار : دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة السعودية ، مجلة الفكر المحاسبى ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، العدد ٣ ، المجلد ٢٥ ، ص ٣٤-١ .

- مليجي ، مجدى مليجى عبدالحكيم ، ٢٠١٨ ، تحليل العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية والمسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة : أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية ، مجلة الفكر المحاسبى ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، العدد ٤ ، المجلد ٢٢ .
- يوسف ، أمانى أحمد وهبة، ٢٠٢٢ ، واقع الإفصاح عن تقرير إدارة مخاطر الأمن السيبراني وأثره على قرارات الاستثمار ومنح الائتمان في البورصة: دراسة تطبيقية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية ، جامعة قناة السويس ، العدد ٢ ، المجلد ١٣ ، ص ٢٨ - ١٠٩ .

### ثانياً : المراجع الأجنبية.

- Aksar, M., Hassan, S., Kayani, M., Khan, S., & Ahmed, T. (2022). Cash holding and investment efficiency nexus for financially distressed firms: The moderating role of corporate governance. *Management Science Letters*, 12(1), 67-74.
- Amess, K., Banerji, S. and Lampousis, A., 2015. Corporate cash holdings: Causes and consequences. *International Review of Financial Analysis*, 42, pp.421-433.
- Batuman, B., Yildiz, Y., & Karan, M. B. (2022). The impact of the global financial crisis on corporate cash holdings: Evidence from Eastern European countries. *Borsa Istanbul Review*, 22(4), 678-687.
- Bick, P., Orlova, S., & Sun, L. (2018). Fair value accounting and corporate cash holdings. *Advances in Accounting*, 40, 98-110.
- 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), pp.112-131.
- 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.
- Cai, W., Zeng, C. C., Lee, E., & Ozkan, N. (2016). Do business groups affect corporate cash holdings? Evidence from a transition economy. *China Journal of Accounting Research*, 9(1), 1-24.

- Chen, J. J., Cheng, X., Gong, S. X., & Tan, Y. (2017). Voluntary non-financial disclosure, corporate governance, and investment efficiency. working paper.
- Chen, J., Cheng, X., Gong, S.X. and Tan, Y., 2020. Project-level disclosure and investment efficiency: Evidence from China. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*.
- Chiu, T.T., Kim, J.B. and Wang, Z., 2020. Customers' risk factor disclosures and suppliers' investment efficiency. *Contemporary Accounting Research*, 36(2), pp.773-804.
- Cohen, S., 2014. *Cash Flow Volatility and Corporate Investment* (Doctoral dissertation, Columbia University).
- Denis, D.J. and Sibilkov, V., 2010. Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *The Review of Financial Studies*, 23(1), pp.247-269.
- Ding, Y.-F., Liu, D., and Zhu, F.-X. (2020). Research on the Impact of Equity Concentration Degree on Investment Efficiency. *International Conference on Education, Culture, Economic Management and Information Service*.
- Guizani, M. (2017). The financial determinants of corporate cash holdings in an oil rich country: Evidence from Kingdom of Saudi Arabia. *Borsa Istanbul Review*, 17(3), 133-143.
- Huang, C.J., Liao, T.L. and Chang, Y.S., 2015. Over-investment, the marginal value of cash holdings and corporate governance. *Studies in Economics and Finance*.
- Lai, S.M., Liu, C.L. and Wang, T., 2014. Increased disclosure and investment efficiency. *Asia-Pacific journal of accounting & economics*, 21(3), pp.308-327.
- Manoel, A. A. S., & Moraes, M. B. D. C. (2022). Accounting conservatism and corporate cash levels: Empirical evidence from Latin

- America. Corporate Governance: An International Review, 30(3), 335-353.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R., 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. Journal of financial economics, 52(1), pp.3-46.
  - Rahmawati, S. D. R. (2019). Share liquidity and cash holdings of the company (*Doctoral dissertation, University Airlangga*).
  - Salin, A. S. A. P., Nor, N. H. M., & Nawawi, A. (2018, September). Corporate governance and investment efficiency: Malaysian Evidence. In Proceeding of INSIGHT 2018 1st International Conference on Religion, Social Sciences and Technological Education (pp. 31-40).
  - Sayed, E., & Khalil, M. (2022). Cash holding and bankruptcy risk in Egyptian firms: the moderating effect of corporate social responsibility. Journal of Economic and Administrative Sciences.
  - 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, pp.287-310.
  - Thuy,H.T ., Nhan,D.T and MiaoJian,C.,2019, Cash Holdings and Investment Levels: An Empirical Study from Listed Companies on Viet Nam's Stock Exchange International Journal of Business and Management; Vol. 14, No. 3.
  - Yang, X., Han, L., Li, W., Yin, X. and Tian, L., 2017. Monetary policy, cash holding and corporate investment: Evidence from China. China Economic Review, 46, pp.110-122.

### ثالثاً : مراجع اخرى.

- الدليل المصري لحوكمة الشركات- الإصدار الثالث، ٢٠١٦، الصادر عن مركز المديرين المصري ، الهيئة العامة للرقابة المالية.