

## التدفقات النقدية، دورها وأهميتها في تمويل استثمارات الشركات المصرية: دراسة ميدانية

لمياء أوضايفية أ. د/ الشريف ربحان

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

جامعة باجي مختار - عنابة

## ملخص

تحاول هذه الدراسة توضيح دور التدفقات النقدية وأهميتها في تمويل استثمارات الشركات المصرية، ثم إسقاط النتائج المتوصل إليها على الشركات المدرجة في بورصة الجزائر. الدراسة استخدمت عينة مكونة من خمس وأربعين (45) شركة مصرية خلال الفترة (1998-2007). اعتمدنا في دراستنا أسلوب الانحدار المتعدد لمعرفة مدى تأثير التدفقات النقدية على استثمارات الشركات في وجود متغيرين رقابيين: الفرص الاستثمارية ومعدل نمو المبيعات. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين التدفقات النقدية واستثمارات الشركة. ويعود ذلك إلى توجه الشركات المصرية للتوسع وزيادة استثماراتها ومنها زيادة الاعتماد على مصادر التمويل.

الكلمات المفاتيح: مصادر التمويل، استثمارات، تدفقات نقدية، شركات، بورصة.

*Les flux de trésorerie, leur rôle et leur importance dans le financement des investissements des entreprises égyptiennes: une étude empirique*

## Résumé

L'étude tente de montrer le rôle et l'importance des flux de trésorerie dans le financement des investissements des entreprises en Egypte. Les résultats obtenus sont appliqués sur les entreprises cotées en Bourse d'Alger. Notre étude a été réalisée sur un échantillon de 45 entreprises Égyptiennes au cours de la période [1998 à 2007]. Nous avons utilisé le modèle de régression multiple pour définir l'effet des flux de trésorerie sur les investissements réalisés par les entreprises, en y ajoutant deux variables de contrôle : (i) les opportunités d'investissement (ii) la croissance des ventes. Les résultats obtenus ont montré qu'il existe une relation positive entre les flux de trésorerie et les investissements des entreprises. Cette relation positive est due à l'orientation des entreprises Égyptiennes vers l'expansion et l'accroissement des investissements, ce qui a causé plus de dépendance à l'égard des ressources de financement.

**Mots-clés:** Ressources de financement, investissements, flux de trésorerie, entreprises, bourse.

*The cash flow, its role and importance in financing Egyptian firm's investments: empirical study*

## Abstract

The study attempts to show the role and the importance of cash flow in financing the investment of Egyptian firms then try to overturn the results obtained on firms that are listed in the Algerian Stock Exchange. A sample of 45 Egyptian firms during the period from 1998 to 2007 were used, the multiple regression model was also used to define the effect of cash flow on firms investments, by adding two control variables: (i) the investment opportunities (ii) sales growth. The study showed that there is a positive relationship between cash flow and firms investments. This positive relationship is due to the orientation of the Egyptian firms towards expansion and increased investments, that were behind increasing the dependence on financing resources.

**Key words:** Financing resources, investments, cash flow, firms, stock exchange.

## 1. تقديم:

## 1.1. مقدمة:

يعتبر الاستثمار وسيلة الشركة لتحقيق أهدافها والمتمثلة في: تعظيم الربح، وتعظيم العائد على رأس المال، والنمو والبقاء، والاستقرار طويل الأجل، وتعظيم ثروة الملاك. كما يعتبر الاستثمار من المحددات الهامة لقيمة الشركة، إضافة إلى ذلك فهو من أهم العوامل الأكثر تأثيراً في الاقتصاد.

وللقيام بالاستثمار تلجأ الشركات إلى البحث عن مصادر لتمويلها. ومن أهم مصادر التمويل التقليدية هي أموال الملكية، والتي تكون عن طريق إصدار أسهم رأس المال عند إنشاء الشركة، أو زيادة رأس المال أثناء تواجدها، وأيضاً من خلال احتجاز قدر مما تحققه الشركة من أرباح سواء في صورة احتياطات أو أرباح محتجزة<sup>(1)</sup>.

ورغم أن التمويل بالأرباح المحتجزة لا ينتج عنه أي تدفقات نقدية داخلية، إلا أن الأرباح المحتجزة تمثل مصدراً جيداً لتمويل الاستثمارات، ولا تعرض الشركة لمخاطر الاقتراض. وبالتالي فإن دراسة تأثير مصادر التمويل والتي من أهمها التدفقات النقدية على الاستثمار يعد من الموضوعات الأساسية في التمويل.

وفقاً لمودجيانى وميلر Modigliani and Miller، في ظل أسواق رأس المال الكاملة التي تتميز بعدم وجود الضرائب أو تكاليف الوكالة والإفلاس، السياسة التمويلية للمنشأة، ليس لها تأثير ولا علاقة لها بالقرارات الاستثمارية، فالسياسة الاستثمارية تعتمد فقط على مدى توافر الفرص الاستثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة<sup>(2)</sup>. أما في ظل أسواق رأس المال غير الكاملة، فإن هيكل التمويل يمكن أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للشركات التي تواجه ظروف غير مؤكدة، حيث قد تتجاوز تكلفة رأس المال الخارجي، أي الاعتماد على الاقتراض تكلفة الأموال الداخلية والمتمثلة في الأرباح المحتجزة<sup>(3)</sup>.

وتعتبر أسواق رأس المال في الواقع أسواقاً غير كاملة، ويرجع ذلك إلى عدة عوامل، مثل وجود مشاكل عدم تماثل المعلومات بين المشاركين في السوق<sup>(4)</sup>. أو وجود تكاليف الوكالة التي تنشأ بين الدائنين والمالكين<sup>(5)</sup>. في ظل أسواق رأس المال غير الكاملة، فإن السياسة التمويلية للشركة لها تأثير فعال على استثماراتها<sup>(6)</sup>. وقد تناولت العديد من الدراسات تأثير التدفقات النقدية على الاستثمار، لكنها اختلفت حول طبيعة العلاقة التي تجمع بينهما في ظل وجود القيود التمويلية، فهناك من يرى أنها طردية وهناك من يرى أنها عكسية. كما أن أغلب الدراسات كانت على شركات لدول متقدمة، والدراسة الحالية تحاول دراسة هذه العلاقة على شركات تنتمي إلى سوق ناشئة لمعرفة مدى تأثير التدفقات النقدية على الاستثمار في الشركات الناشئة.

## 2.1. إشكالية الدراسة:

تعتبر التدفقات النقدية المصدر الأول لتمويل استثمارات الشركة نظراً لغياب التكاليف المرتبطة بها أي عدم وجود تدفقات نقدية خارجية، وهذا ما يجعل من الضروري دراسة الدور الذي تلعبه في تمويل الاستثمارات، خاصة في شركات الأسواق الناشئة والتي من بينها الشركات المصرية. فبالنسبة للشركات المصرية، وحيث إن قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992 ينص على أن رأس مال الشركة المسجلة بالبورصة يقدر بثلاثة ملايين جنيه لا يقل المدفوع منه عن النصف، وحسب إحصائيات البنك المركزي المصري فإن استثمارات القطاع الخاص قد ارتفعت من 43445 مليون جنيه عام 1999 إلى 96123.4 مليون جنيه عام 2007، أي بنسبة زيادة تقدر بـ121.25%.

بالإضافة إلى ارتفاع استثمارات الشركات المصرية بأكثر من 60% من 96.5 مليار جنيه خلال العام المالي 2005/2004 إلى 155.3 مليار جنيه خلال العام المالي 2007/2006. كما حققت الاستثمارات الأجنبية المباشرة قفزة كبيرة نسبتها 428 % من 2.1 مليار دولار خلال العام المالي 2004/2003 إلى 11.1 مليار دولار خلال العام المالي 2007/2006 حسب تقرير أداء وزارة الاستثمار للعام المالي 2007/2006.

وكما هو ملاحظ فإن استثمارات الشركات المصرية عرفت زيادة كبيرة مع بداية القرن الحالي، وهذا ما يدفعنا لمحاولة معرفة دور مصادر التمويل في ذلك والتي من بينها التدفقات النقدية، وذلك من خلال طرح السؤال الآتي: ما مدى تأثير التدفقات النقدية على استثمارات الشركات المصرية وما نوع العلاقة التي تجمعهما؟

### 3.1. هدف وأهمية الدراسة:

تهدف الدراسة الحالية إلى معرفة العلاقة ومدى تأثير التدفقات النقدية على الاستثمار في الشركات مع دراسة خاصة بالشركات المصرية. كما تكتسب هذه الدراسة أهمية من الناحية الأكاديمية وأهمية من الناحية التطبيقية. فمن الناحية الأكاديمية تعتبر الدراسة الحالية استكمالاً وإثراء للبحوث السابقة المتعلقة بالعلاقة بين قرارات الاستثمار وقرارات التمويل، والتي قامت بدراسة أثر التدفقات النقدية على استثمارات الشركة، حيث إن هذه العلاقة لم يتم تناولها بشكل كاف وبصفة خاصة على الدول النامية. كما أنه لم يتم التوصل إلى علاقات واضحة أو محددة لنوعية هذا التأثير.

أما أهميتها من الناحية التطبيقية فمنذ أن اتجه الفكر المالي لدراسة استثمارات الشركة كانت جميع الدراسات تدور حول شركات لدول متقدمة خاصة الشركات الأمريكية والكندية في الدرجة الأولى والشركات الأوروبية في الدرجة الثانية، ولم يتم القيام بدراسات من هذا النوع على شركات دول نامية إلا في نهاية القرن الماضي وبداية القرن الحالي، وذلك على إثر الأزمات التي شهدتها بعض الأسواق الناشئة في نهاية التسعينيات. وعلى اعتبار أن سوق رأس المال المصري يعد من الأسواق الناشئة، فهو يعتبر مجالاً للقيام بدراسات على الشركات المسجلة به لمعرفة العوامل المؤثرة على الاستثمار فيها، والتي من أهمها التدفقات النقدية. كما أنه ونظراً لأهمية الاستثمار بالنسبة للشركة من حيث إنه الوسيلة الرئيسية لتحقيق أهدافها، فإن معرفة العوامل التي تؤثر على استثمارات الشركات، والتي من بينها مصادر التمويل والمتمثلة هنا أساساً في التدفقات النقدية، يساعد هذه الشركات على اختيار أحسن الاستثمارات التي تدر عوائد أكبر في ظل موارد التمويل المتاحة لديها.

### 4.1. الإطار العام للدراسة:

تنقسم الدراسة الحالية إلى خمسة أقسام. يتضمن القسم الأول المقدمة، إشكالية الدراسة وهدفها وأهميتها. ويتناول القسم الثاني أهم الدراسات السابقة التي تطرقت للعلاقة بين التدفقات النقدية والاستثمار. أما القسم الثالث فقد خصص لتصميم منهج الدراسة الميدانية، ويتعرض القسم الرابع لتحليل البيانات وعرض نتائج الدراسة. وأخيراً يتضمن القسم الخامس مناقشة نتائج الدراسة وعرض مقترحات.

### 2. الدراسات السابقة:

#### 1.2. العلاقة في ظل الأسواق الكاملة وغير الكاملة:

تعرف التدفقات النقدية لشركة ما على أنها صافي الدخل مضافاً إليه قيم كل من الإهلاك والتكاليف الاستثنائية، والتي تعتبر اقتطاعات دفترية. ولكنها لم تدفع فعلياً، أي لم يترتب عليها تدفقات نقدية خارجة.

وبالتالي فإن معرفة هذه العناصر يساعد في تحديد قدرة الشركة على دفع التوزيعات<sup>(7)</sup>. ولكن إذا قررت الشركة عدم دفع التوزيعات، فإن هذه التدفقات النقدية ستساهم في تمويل الاستثمارات.

أما عن مفهوم الاستثمار، فيقسم وفقاً لأكسفورد إلى نوعين رئيسيين<sup>(8)</sup>: النوع الأول هو استثمار رأس المال: ويقصد به شراء سلع رأسمالية مثل الآلات والمعدات من قبل شركة ما، وذلك بغرض إنتاج سلع للاستهلاك المستقبلي. وكلما ارتفع مستوى استثمار رأس المال في اقتصاد ما، ارتفع معدل نمو هذا الاقتصاد. أما النوع الثاني فهو الاستثمار المالي: ويتمثل في شراء أصول مثل: أوراق مالية وودائع بنكية وغيرها مع الأخذ بالاعتبار عائدها المالي سواء كان عائداً أو مكاسب رأسمالية. هذا النوع من الاستثمار المالي يمثل وسيلة للادخار. والدراسة الحالية تركز على الاستثمار الحقيقي وليس الاستثمار المالي.

ترجع دراسة العلاقة بين مصادر التمويل واستثمارات الشركة إلى النظرية المالية الحديثة لموديليان وميلر Modigliani and Miller، والتي يمكن تأريخها منذ نشر أول سلسلة من مقالاتهما عام 1958<sup>(9)</sup>. حيث قدم موديليان وميلر Modigliani and Miller نظريتهما التي تقترض وجود أسواق رأس المال الكاملة في ظل عدد من الفروض، وقد قسما دراستهما إلى ثلاث نظريات أساسية تتعلق الأولى بالقيمة السوقية للمنشأة والثانية بمعدل العائد المطلوب، والثالثة تضع قاعدة أساسية لقرارات الاستثمار.

وكما هو ملاحظ فإن النظريتين الأولى والثانية لا تخصان الدراسة الحالية، أما النظرية الثالثة التي تتعلق بقرارات الاستثمار فهي تقضي بأن معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أي اقتراح استثماري، لا يخرج عن كونه في جميع الحالات دون استثناء متوسط تكلفة الأموال، والذي لا يتأثر بالمرّة بالمصدر الذي استخدم في تمويل ذلك الاقتراح.

من خلال ما سبق ذكره، يتضح جلياً أنه في ظل أسواق رأس المال الكاملة فإن القرارات الاستثمارية للمنشأة لا علاقة لها بمصادر التمويل.

لكن الأسواق الكاملة لا تتواجد في الواقع، فالمنشآت تعمل في عالم تفرض فيه ضرائب على الدخل، كما أنه بسبب الاقتراض تتعرض المنشأة لمخاطر الإفلاس التي ينشأ عنها تكاليف أخرى إلى جانب تكلفة الوكالة<sup>(10)</sup>. كما أن عدم تكامل الأسواق يرجع إلى عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمتعاملين في السوق، وفي ظل أسواق رأس المال غير الكاملة تعتبر التدفقات النقدية الداخلية المصدر الأرخص للتمويل مقارنة بالاقتراض وإصدار أسهم جديدة. فسعر السهم والمكاسب الرأسمالية يمكن أن تؤثر على سياسة التوزيعات، والتي فيما بعد تؤثر على الهيكل المالي للمنشأة عن طريق تحديد نسبة الأرباح المحتجزة، والتي تحدد حجم الاستثمارات الممولة ذاتياً. ومن هنا نجد أن نسبة الأرباح المحتجزة تؤثر على الهيكل المالي، والهيكل المالي بدوره يؤثر على تكلفة الأموال والتي بناء عليها يتحدد معدل الخصم الذي يؤثر على القرارات الاستثمارية للمنشأة<sup>(11)</sup>.

وعليه فإن القرارات التمويلية للمنشأة تؤثر على قراراتها الاستثمارية في ظل الأسواق الواقعية التي هي أسواق غير كاملة.

## 2.2. الدراسات التي تناولت العلاقة بين التدفقات النقدية والاستثمار:

بعد القيام بمسح للدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين التدفقات النقدية والاستثمار، وجد أن هناك اختلافاً بين هذه الدراسات حول طبيعة هذه العلاقة. فقد توصلت معظم الدراسات إلى وجود علاقة موجبة بينهما، وتوصل

القليل منها إلى وجود علاقة سالبة. أما بعضها الآخر فتوصل إلى نتائج مختلطة. وفيما يلي عرض لهذه الدراسات:

توصلت غالبية الدراسات إلى وجود علاقة موجبة بين التدفقات النقدية واستثمارات الشركة، ولكنها اختلفت في تفسير سبب هذه العلاقة، حيث ظهرت العديد من التفسيرات المختلفة مثل القيود التمويلية، أو عدم تماثل المعلومات، أو طبيعة السوق، أو خصائص الشركة، أو مشكلة زيادة الاستثمارات.

فالمجموعة الأولى ترجع العلاقة الموجبة بين التدفقات النقدية واستثمارات الشركة إلى وجود القيود التمويلية التي تواجه الشركة، من أهمها دراسة فازاري وآخرون<sup>(12)</sup> Fazzari et al والتي تناول فيها تحليل الاختلافات في السلوك الاستثماري للشركات المصنفة حسب نسبة الأرباح المحتجزة. فالشركات تكون مقيدة عندما يكون التمويل الخارجي ذا تكلفة مرتفعة، وفي هذه الحالة يجب على الشركات أن تستخدم الأموال الداخلية لتمويل استثماراتها بدلا من دفع التوزيعات. وتعرف الشركات ذات التوزيعات المنخفضة بأنها الأكثر تقييدا، والشركات ذات التوزيعات المرتفعة بأنها الأقل تقييدا. إذ أن الشركات ذات نسب الاحتفاظ المرتفعة، وذات توزيعات منخفضة تواجه مشاكل عدم تماثل المعلومات وتكون مقيدة ماليا. أما استثمارات الشركات التي تستخدم جميع أموالها الداخلية، فهي أكثر حساسية للتدفقات النقدية مقارنة بالشركات ذات التوزيعات المرتفعة والتي لم تستحق بعد. وهذه النتائج راجعة إلى تدرج التمويل financing hierarchy حيث تكون للأرباح المحتجزة ميزة تكاليفية على الأسهم والديون. وتعتبر هذه الدراسة الأساس الذي نهجت عليه أغلب الدراسات اللاحقة والتي توصلت إلى وجود علاقة طردية بين التدفقات النقدية والاستثمار، وذلك باعتبار أن الشركات التي تعاني قيودا تمويلية تكون ذات حساسية مرتفعة لمدى توافر التدفقات النقدية مقارنة بنظيرتها التي لا تواجه قيودا تمويلية<sup>(13, 14)</sup>.

أما جورج ورينيبوغ<sup>(15)</sup> Goergen and Renneboog فقد أثبتنا أنه لا يوجد دليل على العلاقة الموجبة بين مستويات الأموال الداخلية والإنفاق الاستثماري الناتج عنها ضمن مجموعة الشركات التي لا تعاني قيودا تمويلية. بينما الشركات التي تعاني قيودا تمويلية تعاني من تدني الاستثمارات، بسبب ارتباط إنفاقها الاستثماري ارتباطا طرديا بحجم الأموال الداخلية.

وعلى اعتبار أن استخدام الأصول كضمانات يمكن أن يدعم الاقتراض أكثر، مما يسمح باستثمار أكثر في الأصول الثابتة، فقد قام الميدا وكومبيلو<sup>(16)</sup> Almeida and Compello بمقارنة تأثير استخدام الأصول الثابتة كضمان للاقتراض على العلاقة بين الاستثمار والتدفقات النقدية في ظل وجود قيود تمويلية مختلفة. توصلت الدراسة إلى أن استخدام الأصول الثابتة كضمان للاقتراض يزيد من حساسية التدفقات النقدية للاستثمار بالنسبة للشركات التي تواجه قيودا تمويلية، ولا يوجد هذا التأثير في الشركات التي لا تواجه قيودا تمويلية. فالأصول الثابتة تؤثر على الوضع الائتماني للشركة، إذ أن الشركات ذات الأصول الثابتة الأكثر، من المحتمل أن تكون ذات قيود تمويلية أقل.

وبناء على القيود التمويلية التي تواجه الشركات قامت بعض الدراسات بتقسيم عينة الدراسة إلى قسمين حسب درجة القيود التي تواجهها. الأولى تمثل التكتلات وهي الشركات التي لا تواجه قيودا تمويلية، إذ يمكنها الحصول على التمويل الخارجي. أما المجموعة الثانية فتمثل الشركات التي لا تنتمي إلى تكتلات اقتصادية مما يجعلها معرضة أكثر للقيود ويصعب عليها الحصول على التمويل الخارجي<sup>(17,18)</sup>. وقد توصلت كلتا الدراستين إلى أن

الشركات التي لا تنتمي إلى التكتلات التي تعاني قيوداً تمويلية أكثر، تعتمد بدرجة أكبر على التدفقات النقدية الداخلية لتمويل مشاريعها، أما حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية أي مدى اعتماد الاستثمار على التدفقات النقدية للشركات العضو في التكتلات فهي منخفضة وذلك لسهولة حصولها على التمويل الخارجي.

في حين أن كونغ<sup>(19)</sup> Kong لم يتوصل إلى نفس النتيجة عندما قام بإجراء دراسة على عينة مكونة من 171 شركة كورية صناعية. فقد أظهرت دراسته أن التدفقات النقدية لها تأثير معنوي وكبير بالنسبة لجميع الشركات سواء الشركات التي لا تعاني قيوداً تمويلية، أي التي لها علاقة بالبنوك والشركات المالية أو التي تعاني قيوداً تمويلية. وقد أرجع هذه النتيجة إلى كون تدفق الأموال الداخلية هو المحدد الرئيسي لقرارات الاستثمار للشركة، وذلك بسبب وجود أسواق رأس المال غير الكاملة.

أما المجموعة الثانية من الدراسات فقد أرجعت العلاقة الطردية بين التدفقات النقدية والاستثمار إلى مشكلة عدم تماثل المعلومات. فقد أوضح مايرز وماجلوف<sup>(20)</sup> Myers and Majluf أن السبب الكامن وراء ارتفاع تكلفة الأموال الخارجية مقارنة بالأموال الداخلية هو مشكلة عدم تماثل المعلومات. فالعلاقة الطردية بين التدفقات النقدية والاستثمار هي مؤشر على مشكلة تدني الاستثمارات underinvestment problem. تفضل الشركات الاستغناء عن بعض المشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة، وذلك لأن تكلفة رأس المال الخارجي أكبر بكثير مقارنة بتكلفة رأس المال الداخلي<sup>(21)</sup>. ويرى هوبارد<sup>(22)</sup> Hubbard أن مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المقترضين والمقرضين تؤدي إلى فجوة بين تكلفة التمويل الخارجي والتمويل الداخلي. هذا يعني أن الشركات التي لا تواجه تكاليف معلومات والشركات التي تملك أموالاً كافية لتمويل استثماراتها لا تتأثر استثماراتها بالتدفقات النقدية، بينما الشركات التي تواجه تكاليف معلومات كبيرة وتعاني من نقص الأموال الداخلية تظهر علاقة موجبة بين مدى توفر الأموال الداخلية ومستويات الاستثمار. كما توصل اسويوجلو وآخرون<sup>(23)</sup> Ascioğlu et al إلى أن الشركات التي تواجه مشكلة عدم تماثل المعلومات بنسبة كبيرة، تكون حساسية استثماراتها للتدفقات النقدية مرتفعة. وأثبت إسلام<sup>(24)</sup> Islam أن الاستثمار أكثر حساسية للتدفقات النقدية في الشركات التي تنتمي إلى دول تتميز بكونها أقل تطوراً مالياً، أي تفتقر إلى أدوات التمويل الحديثة، والتي بها تكاليف مرتفعة لمشاكل المعلومات، وتوافر أقل لرأس المال الخارجي في هذه الدول.

وتوصل كاربنتر وغارغليا<sup>(25)</sup> Carpenter and Guariglia إلى أنه بسبب وجود مشكلة عدم تماثل المعلومات، فإنه من المحتمل أن توجد فجوة بين المعلومات المتاحة للعاملين داخل الشركة والمتعاملين الماليين خارجها. وقد توصلوا إلى أنه من الممكن أن تحتوي التدفقات النقدية على معلومات حول الفرص الاستثمارية غير منضمة في مقياس الفرص الاستثمارية. حيث إن مقياس الفرص الاستثمارية للشركة الذي يتضمن فقط تقديرات المتعاملين الماليين لهذه الفرص هو مقياس غير كفاء. ولتحسين قياس الفرص الاستثمارية، قاما بإدخال الالتزامات التعاقدية للشركة المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية الجديدة في المستقبل كعامل إضافي. وقد أوضحت النتائج تراجع وانخفاض القوة التفسيرية للتدفقات النقدية بالنسبة لعدد كبير من الشركات، لكنها تبقى على حالها ولا تتغير لعدد قليل من الشركات.

وأرجعت المجموعة الثالثة أهمية العلاقة الموجبة بين التدفقات النقدية والاستثمار إلى طبيعة السوق الذي تعمل به الشركات. فقد قام أولينير وروديباش<sup>(26)</sup> Olinea and Rudebush بدراسة عينة مكونة من 99 شركة

مسجلة بـ NYSE و 21 شركة مسجلة في الأسواق غير المنظمة، خلال الفترة الممتدة من 1977 إلى 1983 ووجدوا أن الاستثمار يرتبط أكثر بالتدفقات النقدية في شركات الأسواق الناشئة، والتي تتداول أسهماها في أسواق غير منظمة. كما يرى **بوند وآخرون** <sup>(27)</sup> Bond et al أن حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية تكون مرتفعة ضمن الشركات التي تعمل في ظل الأنظمة التمويلية التي تعتمد على السوق Market-oriented financial systems إذ تواجه صعوبات أكثر في التمويل، مقارنة بالشركات التي تعمل في ظل الأنظمة التمويلية التي تعتمد على العلاقات Relationship-oriented systems والتي تواجه صعوبات تمويلية أقل.

على العكس من ذلك، فقد توصل **ميزن وفيرمولين** <sup>(28)</sup> Mizen and Vermeulen بناء على دراسة قاما بها امتدادا لدراسة **بوند وآخرون** <sup>(29)</sup> Bond et al إلى عدم وجود أي اختلاف بين النظامين وبالتالي لا يمكن إرجاع الاختلاف في حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية إلى نوع الأنظمة التمويلية السائدة. كما قام **أنجل وميداندورف** <sup>(30)</sup> Engel and Middendorf بدراسة لمحاولة معرفة سبب الاعتماد الضعيف لاستثمارات الشركات الألمانية على الأموال الداخلية. وذلك من خلال التركيز على مجموعتين من البنوك التي تمول هذه الشركات: المجموعة الأولى هي البنوك الادخارية والبنوك التعاونية، وتتميز هذه البنوك بهيمنتها على المشاريع الألمانية صغيرة ومتوسطة الحجم وقدرتها على التحكم في المقترض. وبالتالي فإن استثمارات الشركات التي تقترض من هذه البنوك، تعتمد بدرجة منخفضة على التدفقات النقدية مقارنة بالشركات المرتبطة بالبنوك التجارية التي تمثل المجموعة الثانية. وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير موجب لكنه ضعيف للأموال الداخلية على الاستثمار. وليس هناك اختلافات ذات دلالة إحصائية لتأثير الأموال الداخلية على الاستثمار للشركات المرتبطة بالبنوك التجارية، أو الشركات المرتبطة بالبنوك التعاونية أو تلك المرتبطة بالبنوك الادخارية.

ولاختبار واحدة من أسرع الصناعات نموا في الوقت الحالي ألا وهي صناعة تكنولوجيا الاتصال والمعلومات Information and Communication Technology (ICT)، قام **آون وهوانغ** <sup>(31)</sup> Aoun and Hwang بدراسة عينة من الشركات الأمريكية المسجلة ضمن سوق NASDAQ للأوراق المالية، خلال فترة 11 عاما ممتدة من 1995 إلى غاية 2005 وذلك لاختبار حساسية استثمار الشركات لمجموعة من المحددات المالية. وقد دعمت النتائج التي تم التوصل إليها البحوث السابقة، حيث إن القرارات الاستثمارية للشركة ذات حساسية مرتفعة لمدى توافر التدفقات النقدية.

كما قام **يانغ وآخرون** <sup>(32)</sup> Yang et al بدراسة تأثير تحويل تسجيل الشركة من سوق أسهم إلى آخر على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية وذلك على عينة مكونة من 304 شركة أمريكية حولت تسجيلها من NASDAQ إلى NYSE خلال الفترة الممتدة من 1992 إلى 2002 مع أخذ 4 سنوات قبل التحويل و 4 سنوات بعد التحويل. وقد توصلت الدراسة إلى أنه رغم أن التحويل لا يؤثر على حساسية الشركة للفرص الاستثمارية بمقارنة قبل وبعد التحويل، فإن التحويل يؤدي إلى انخفاض حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية. مما يعني أن الشركات أصبحت تعتمد بدرجة أقل على التمويل الداخلي بعد تحويل التسجيل إذ أصبح الحصول على التمويل الخارجي سهلا. أي أن الشركات استفادت من التحويل من خلال انخفاض تكلفة رأس المال الخارجي وذلك راجع إلى زيادة السيولة وتحسن سمعة الشركة.

وبالنسبة للمجموعة الرابعة التي أرجعت أهمية العلاقة الموجبة بين التدفقات النقدية والاستثمار إلى خصائص

تتعلق بالشركة، فإن شالر<sup>(33)</sup> Schaller توصل إلى أن الاستثمار في الشركات الصناعية الناشئة المستقلة مع تشتت تركيز الملكية هو الأكثر حساسية للتدفقات النقدية. بينما توصل ميزن وفيرمولين<sup>(34)</sup> Mizen and Vermeulen إلى أنه لا الحجم المطلق للشركة ولا حجمها النسبي في الصناعة له دور في العلاقة بين الاستثمار والتدفقات النقدية. بل توصلنا إلى أن الصناعات التي تكون فيها النسبة الأكبر من الشركات ذات نمو مبيعات مرتفعا وأرباح تشغيلية كبيرة تكون غير حساسة للتدفقات النقدية. بينما الصناعات التي تكون فيها النسبة الأكبر من الشركات فيها ذات أداء منخفض تكون أكثر حساسية للتدفقات النقدية. أي أن الشركات ذات الأداء المالي الجيد تواجه صعوبات أقل في الحصول على التمويل الخارجي وبالتالي تكون أقل حساسية لمدى توافر التمويل الداخلي عند الشروع في الاستثمار.

ولمعرفة دور حجم الشركة في التأثير على العلاقة بين التدفقات النقدية والاستثمار فقد قامت اوغيتو<sup>(35)</sup> Ughetto باختبار العلاقة بين التمويل والنفقات الاستثمارية من خلال تقسيم العينة حسب درجة العوائق التمويلية التي تتعرض لها إلى شركات صغيرة، ومتوسطة، وكبيرة الحجم. وأوضحت النتائج أن التمويل الداخلي internal equity finance يلعب دورا مهما في تفسير النفقات الاستثمارية، خاصة للشركات الصغيرة التي تتعرض لعوائق أكثر من غيرها. هذا يعني بأن استثمارات الشركات الكبيرة هي أقل تقييدا للحصول على التمويل الخارجي، بينما الشركات الصغيرة أكثر حساسية للتغيرات في التمويل الداخلي. وأخيرا توصلت إلى أن حجم الشركة له تأثير معنوي على مدى إتاحة وجود مصادر التمويل الخارجية لتمويل النفقات الاستثمارية.

وقد قام جوجن ورينيوبوغ<sup>(36)</sup> Goergen and Renneboog بالتركيز على تأثير قوة التصويت النسبية والسيولة على النفقات الاستثمارية في الشركات البريطانية. وقد توصلنا إلى أنه على مستوى الشركات التي تملك فيها المؤسسات نسبة كبيرة من حق التصويت، تتخفف حدة العلاقة بين الإنفاق الاستثماري والتدفقات النقدية. فالملكية المؤسسية لها تأثير كبير على سياسة الاستثمار أكثر من الملكية الفردية. كما أن الشركات ذات المستويات المنخفضة من تملك الإدارة تعاني من مشكلة تدني الاستثمارات، وذلك على عكس الشركات التي تمتلك الإدارة فيها نسبة كبيرة من حقوق الملكية.

وأخيرا فالمجموعة الخامسة أرجعت أهمية وجود علاقة موجبة بين التدفقات النقدية والاستثمار إلى مشكلة زيادة الاستثمارات. حيث ركز جنسن<sup>(37)</sup> Jensen على تكاليف الوكالة لصافي التدفقات النقدية free cash flow (وهي الكمية النقدية المتبقية لدى الشركة بعد دفع كافة النفقات بما فيها النفقات الاستثمارية). حيث أوضح أن المديرين لديهم ميل لإنفاق صافي التدفقات النقدية على مشاريع غير مربحة وذلك لتحقيق أرباح خاصة بهم، أو لتوسيع حجم نشاطات الشركة. فالعلاقة الطردية بين التدفقات النقدية والاستثمار هي مؤشر على مشكلة زيادة الاستثمارات overinvestment problem، فالشركات تفضل زيادة الاستثمار، ليس لأن تكلفة رأس المال الخارجي مرتفعة، بل لأن رأس المال الداخلي غير مكلف.

كما قام ريتشاردسون<sup>(39)</sup> Richardson باستخدام بيانات سنوية لعينة مكونة من 58053 شركة أمريكية خلال الفترة من 1988 إلى 2002، وذلك لمعرفة كيفية استخدام الشركة لتدفقاتها النقدية. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي يكون لديها فائض تدفقات نقدية تعاني من مشكلة زيادة الاستثمار. فالنتائج أوضحت أن زيادة الاستثمار هو مشكلة شائعة لدى الشركات الأمريكية. بالنسبة للشركات غير المالية خلال الفترة من 1988 إلى



2002، فإن متوسط زيادة الاستثمار هو 20% من التدفقات النقدية الفائضة المتوفرة، حيث إن أغلبية التدفقات النقدية الفائضة يتم الاحتفاظ بها في شكل أصول مالية. كما توصلت الدراسة إلى أن التدفقات النقدية الفائضة لا يتم توزيعها على الملاك الخارجيين (غير أعضاء في مجلس الإدارة) وبالتالي هناك احتمال أن تكون هذه التدفقات النقدية الفائضة سببا في مشكلة زيادة الاستثمار في المستقبل.

في حين أن واي وزانغ<sup>(39)</sup> Wei and Zhang استخدموا عينة مكونة من 994 شركة في ثماني دول آسيوية هي: هونغ كونغ وأندونيسيا وكوريا وماليزيا والفلبين وسنغافورة وتايوان وتايلاند خلال الفترة الممتدة من 1993-1996. وتوصلا إلى أن حساسية التدفقات النقدية للاستثمار تنخفض بزيادة حقوق كبار المساهمين في الحصول على التدفقات النقدية. وهذه النتائج تتوافق مع فرضية زيادة الاستثمارات والتي سببها تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الفائضة. وهذا ما يثبت تأثير كبار المساهمين على ملكية ومراقبة استثمارات الشركة.

وعلى الجانب الآخر من العلاقة بين التدفقات النقدية والاستثمار، فهناك العديد من الدراسات التي أثبت وجود علاقة عكسية بين التدفقات النقدية والاستثمار. وأول هذه الدراسات هي دراسة كابلان وزينغالس<sup>(40)</sup> Kaplan and Zingales التي تعتمد في تفسير العلاقة العكسية على القيود التمويلية، فهما يختلفان مع فازاري وآخرون<sup>(41)</sup> Fazzari et al. لأنهما يحددان درجة التقييد التمويلي بكمية ونوعية المعلومات الموجودة في التقارير المختلفة للشركات. فالشركات التي لا تستطيع الحصول على أموال أكثر من الأموال التي تحتاجها لتمويل استثماراتها يحتمل تعرضها للتقييد المالي *likely constrained*، والشركات التي يمكنها الحصول على أموال أكثر مما تحتاجه لتمويل استثماراتها تكون "غير مقيدة" *never constrained*. وتوصلا إلى أن استثمارات الشركات المعرضة للتقييد المالي أقل حساسية للتدفقات النقدية مقارنة باستثمارات الشركات غير المقيدة.

وهناك من أرجع أهمية العلاقة العكسية بين التدفقات النقدية والاستثمار إلى حجم الشركة. فقد قام كاداباكبان وآخرون<sup>(42)</sup> Kadapakkan et al باختبار تأثير التدفقات النقدية وحجم الشركة على الاستثمار. وذلك باستخدام بيانات ستة دول هي: كندا وفرنسا وألمانيا وبريطانيا واليابان والولايات المتحدة الأمريكية. وقد توصلوا إلى نتائج تدعم دراسة كابلان وزينغالس Kaplan and Zingales - والتي أوضحت أن الشركات ذات نسب التوزيعات المنخفضة لا تواجه قيودا تمويلية كبيرة- حيث إن الشركات الكبيرة لها مداخل أحسن لدخول أسواق رأس المال. حيث نسبوا وجود الحساسية المرتفعة بين الاستثمار والتدفقات النقدية لأسباب أخرى، وليس لأي قيود تمويلية حقيقية. بينما الحساسية المنخفضة بين الاستثمار والتدفقات النقدية للشركات الصغيرة لا تسمح بسهولة دخولها إلى أسواق رأس المال. وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين مستويات الاستثمار والأموال المتاحة داخليا.

أما كليري<sup>(43)</sup> Cleary فقد أرجع أهمية العلاقة العكسية بين التدفقات النقدية والاستثمار إلى سيولة الشركة، من خلال دراسة لاختبار العلاقة بين استثمارات الشركة وهيكلها المالي، وذلك باستخدام عينة مكونة من 1317 شركة أمريكية خلال الفترة الممتدة من 1987 إلى 1994. وخلصت الدراسة إلى أن القرارات الاستثمارية في كل الشركات حساسة جدا لسيولة الشركة، حيث إن الشركات ذات نسبة الديون العالية تواجه حساسية مرتفعة بين الاستثمارات والسيولة مقارنة بالشركات المصنفة على أنها ذات نسبة ديون منخفضة.

وأخيرا قام مينتون وشراند<sup>(44)</sup> Minton and Schrand باستخدام عينة مكونة من 1287 شركة صناعية

خلال فترة 7 سنوات من 1989 إلى 1995. وذلك لدراسة تأثير تقلب التدفقات النقدية على الاستثمار الرشيد وتكاليف التمويل بالدين وحقوق الملكية. وخلصت الدراسة إلى أن تقلب التدفقات النقدية يرتبط بانخفاض مستويات الاستثمار والمعبّر عنها بالتدفقات الاستثمارية، وتكاليف البحوث والتطوير، وتكاليف الإعلان. كما أن تقلب التدفقات النقدية يبقى محددا عكسيا قويا للاستثمار، حتى بعد مراقبة تكاليف الحصول على رأس المال الخارجي (الاقتراض)، بل إن تقلب التدفقات النقدية يزيد من هذه التكاليف.

ولقد أظهرت بعض الدراسات وجود علاقة غير خطية بين التدفقات النقدية والاستثمار. فقد قام **موين** (45) Moyen باستخدام عدة معايير لتحديد درجة القيود التمويلية التي تتعرض لها الشركات. عند استخدام النموذج المقيد - حيث لا يمكن للشركات زيادة التمويل الخارجي - فإن النتائج توافق ما توصل إليه **كابلان وزينغاليس Kaplan and Zingales** بأن استثمارات الشركات التي تواجه قيودا تمويلية تظهر وجود حساسية منخفضة للتدفقات النقدية مقارنة بالشركات التي لا تواجه قيودا. وعند استخدام النموذج غير المقيد - حيث يمكن للشركات زيادة التمويل الخارجي - فإن النتائج توافق ما توصل إليه **فازاري وآخرون Fazzari et al** بأن استثمارات الشركات التي تعرف على أنها تواجه عوائق تمويلية تظهر حساسية مرتفعة للتدفقات النقدية.

أما **كليري، بوفيل ورايث** (46) Cleary, Povel and Raith فقاموا بتحليل تأثير مدى توافر الأموال الداخلية (التمويل الداخلي) على استثمارات الشركة. وقد قدموا نموذجا أثبتوا من خلاله أن العلاقة بين التمويل الداخلي واستثمارات الشركة هي على شكل حرف "U". الاستثمار يتناقص بتناقص التدفقات النقدية إذا كان حجمها كبيرا، أما إذا كان حجم التدفقات النقدية صغيرا فإن زيادة انخفاض هذا الحجم سيؤدي إلى زيادة الاستثمار. على اعتبار أن الشركة ذات الأموال الداخلية المنخفضة ستحتاج أكثر لزيادة الأموال الخارجية وبالتالي زيادة الاستثمار لتغطية تكلفة هذه الأموال. أما عند مستويات مرتفعة من الأموال الداخلية ولكنها غير كافية لتمويل أحسن الاستثمارات (ذات تكلفة مرتفعة و تدر أكبر العوائد)، فإن الشركة سوف تقترض جزءا صغيرا وبالتالي تعرضها لمخاطر التصفية liquidation loss يكون صغيرا عند حدوث انخفاض صغير في أموالها الداخلية. وللحصول على نفس درجة الاستثمار فإن الشركة ستحتاج للاقتراض أكثر مما يعني دفعات فائدة أكبر وتوقع حدوث خطر تصفية أكبر. وعن طريق تقليص استثماراتها فإن الشركة يمكنها تقادي هذه التكاليف حيث إن العائد الضائع صغير طالما أن الاستثمار قريب من أحسن مستوى استثماري. وبالتالي عند مستويات عالية من التدفقات النقدية فإن انخفاض في الأموال الداخلية سيؤدي إلى انخفاض الاستثمار.

كما قام **هوفاكيميان** (47) Hovakimian بتصنيف الشركات حسب درجة حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية إلى مجموعات: ذات حساسية مرتفعة ومنخفضة أو منعدمة. بعدها قام باختبار محددات حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة غير رتيبة بين التدفقات النقدية والاستثمار، حيث إن عددا كبيرا من الشركات أثبت وجود علاقة طردية قوية معنويا بين الاستثمار والتدفقات النقدية، بينما جزء صغير فقط أثبت وجود علاقة عكسية قوية معنويا بين الاستثمار والتدفقات النقدية. وأوضحت النتائج أن الشركات ذات الحساسية السالبة للتدفقات النقدية، لديها مستويات منخفضة من السيولة الداخلية ونسب أكبر من الفرص الاستثمارية وتعتبر هي الشركات الأكثر تقييدا من ناحية التمويل. فالشركات غير الحساسة للتدفقات النقدية، والتي لديها نسب أعلى من السيولة الداخلية ونسب أقل من الفرص الاستثمارية، تعتبر الأقل تقييدا من حيث التمويل.

وقد وافق لياندرس<sup>(48)</sup> Lyandres كليري، بوفيل ورايث<sup>(49)</sup> Cleary, Povel and Raith على أن العلاقة بين حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية والأصول السائلة على مستوى الشركة لا تكون في نفس الاتجاه. وذلك من خلال اختبار تأثير التمويل الخارجي المكلف على التوقيت الأمثل لاستثمارات الشركة. وأهم ما توصل إليه هو أن العلاقة بين تكلفة التمويل الخارجي وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية لا تكون في نفس الاتجاه. فحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية تظهر أنها تتخفض بزيادة التمويل الخارجي للشركات التي يسهل عليها الحصول على التمويل الخارجي بتكلفة منخفضة نسبياً. لكن عندما يصبح التمويل الخارجي مكلفاً إلى درجة كافية، تبدأ حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في التزايد بزيادة تكلفة التمويل الخارجي. والنتيجة هي علاقة على شكل حرف "U" بين تكلفة التمويل الخارجي وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية الداخلية. وسبب هذه العلاقة هو أن التدفقات النقدية تخفف من القيود التمويلية للشركة عن طريق تقليص اعتمادها على التمويل الخارجي المكلف.

كما أن غارغليا<sup>(50)</sup> Guariglia وجد أنه عند تقسيم العينة حسب مستوى الأموال الداخلية المتاحة للشركات، فإن العلاقة بين الاستثمار والتدفقات النقدية تكون على شكل حرف "U". على الجانب الآخر تتجه هذه العلاقة للزيادة تدريجياً مع زيادة قيود التمويل الخارجية التي تواجه الشركات. كما وجد أنه باتحاد قيود التمويل الخارجية مع الداخلية، فإن حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية هي الأعلى للشركات التي تواجه قيوداً تمويلية خارجية ولديها بالمقابل مستوى مرتفع من الأموال الداخلية.

نلاحظ من العرض السابق للدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين التدفقات النقدية والاستثمار، أن هذه العلاقة لم تأخذ شكلاً واحداً. فقد تكون العلاقة موجبة أو سالبة، أو غير خطية أي تأخذ شكل حرف "U". وقد ترجع أهمية العلاقة الموجبة إلى القيود التمويلية التي تواجهها الشركة، أو إلى عدم تماثل المعلومات، أو إلى طبيعة السوق، أو لخصائص الشركة وأخيراً لمشكلة زيادة الاستثمارات.

وعموماً فقد وجد تفسيران يتنافسان حول سبب وجود علاقة طردية بين التدفقات النقدية واستثمارات الشركة. التفسير الأول يركز على تكاليف الوكالة لصافي التدفقات النقدية free cash flow (وهي الكمية النقدية المتبقية لدى الشركة بعد دفع كافة النفقات بما فيها النفقات الاستثمارية)، حيث إن المديرين لديهم ميل لإنفاق صافي التدفقات النقدية على مشاريع غير مربحة، وذلك لتحقيق أرباح خاصة بهم أو لتوسيع حجم نشاطات الشركة. فالعلاقة الطردية بين التدفقات النقدية والاستثمار هي مؤشر على مشكلة زيادة الاستثمارات overinvestment problem. فالشركات تفضل زيادة الاستثمار، ليس لأن تكلفة رأس المال الخارجي مرتفعة، بل لأن رأس المال الداخلي غير مكلف. أما التفسير الثاني فهو يعتمد على عدم تماثل المعلومات. إذ أن السبب الكامن وراء ارتفاع تكلفة الأموال الخارجية مقارنة بالأموال الداخلية هو مشكلة عدم تماثل المعلومات. فالعلاقة الطردية بين التدفقات النقدية والاستثمار هي مؤشر على مشكلة تدني الاستثمارات underinvestment problem. فالشركات تفضل الاستغناء عن بعض المشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة، وذلك لأن تكلفة رأس المال الخارجي أكبر بكثير مقارنة بتكلفة رأس المال الداخلي.

أما العلاقة السالبة فقد ترجع أهميتها إلى وجود قيود تمويلية، أو إلى حجم الشركة، أو لدرجة سيولة الشركة، وذلك على اعتبار أن الشركة ذات الأموال الداخلية المنخفضة ستحتاج أكثر لزيادة الأموال الخارجية وبالتالي زيادة

الاستثمار لتغطية تكلفة هذه الأموال. وأخيرا فإن العلاقة غير الخطية بين التدفقات النقدية والاستثمار ترجع إلى أن الاستثمار يتناقص بتناقص التدفقات النقدية إذا كان حجمها كبيرا، أما إذا كان حجم التدفقات النقدية صغيرا فإن زيادة انخفاض هذا الحجم سيؤدي إلى زيادة الاستثمار. وهي تظهر عند تقسيم العينة إلى مستويات حسب درجة حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

### 3. تصميم منهج الدراسة الميدانية:

يتضمن هذا القسم تصميم منهج الدراسة التجريبية، إذ يتناول عرض مجتمع وعينة الدراسة بالإضافة إلى متغيرات الدراسة وفرضياتها، ثم جمع البيانات وأساليب تحليلها.

### 1.3. مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المقيدة في السوق المصرية للأوراق المالية والتي تتداول أسهمها خلال فترة الدراسة الممتدة من 1998 إلى 2007. ويوضح الجدول رقم (1) بعض الإحصائيات عن الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.

جدول رقم(1): بعض الإحصائيات عن الشركات المسجلة بالبورصة المصرية

للسنوات من 1998 إلى 2007

2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	
436	595	744	795	978	1151	1110	1076	1033	870	المقيدة
337	407	441	500	540	671	643	659	663	551	
77	68	59	63	55	58	58	61	64	63	المقيدة (%)
768	534	456	234	172	122	112	121	112	82	السوقي نهاية العام بالمليار جنيه
105	73	74	53	41	32	31	36	36	29	(%)

المصدر: تقرير البورصة السنوي لعامي 2004 و2007

نلاحظ من خلال الجدول أن كلا من عدد الشركات المقيدة قد ازداد من 870 شركة عام 1998 إلى 1151 شركة عام 2002 أي بنسبة زيادة تقدر بـ32%، ثم بدأ في التناقص ليصل إلى 436 شركة عام 2007 محققا بذلك نسبة تراجع تقدر بـ62%، وهو نفس حال عدد الشركات المتداولة، حيث بلغ 551 شركة عام 1998 ثم بدأ في التزايد ليصل إلى 671 شركة في عام 2002 بنسبة زيادة بلغت 22%، ثم بدأ العدد في التناقص ليبلغ 337 شركة في عام 2007 محققا نسبة تراجع تقدر بـ50%. وسبب ذلك هو قيام مجلس إدارة هيئة سوق المال في 25 يونيو 2002 باعتماد قواعد القيد الجديدة بالبورصة، والتي تم سريان نصوصها في بداية أغسطس 2002. أما عن نسبة الشركات المتداولة إلى إجمالي الشركات المقيدة فقد تراوحت ما بين 63% إلى 77% خلال فترة الدراسة

الممتدة من 1998 إلى 2007، مما يدل على أن أغلبية الشركات المقيدة يتم تداول أسهمها في البورصة. كما أن نسبة رأس المال السوقي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي قد كانت 29% سنة 1998، لتصبح 105% عام 2007 مما يدل على تزايد دور البورصة في الاقتصاد المصري، نظرا للدور الذي تقوم به كل من وزارة الاستثمار وهيئة سوق المال من خلال إصدار القوانين والتشريعات المنظمة.

ونظرا لصعوبة الحصول على التقارير المالية لجميع شركات مجتمع الدراسة ولاعتبارات تتعلق بأغراض الدراسة (التركيز على شركات تقوم باستثمارات حقيقية فقط) فقد تم اختيار عينة من بين الشركات المسجلة بالبورصة المصرية. إضافة إلى أن الدراسات السابقة لم تضع حدا معيناً لحجم العينة، ولا لمدة الدراسة، وكان أساس اختيار العينة هو مدى توافر البيانات، ومدى إمكانية تطبيق الأسلوب الإحصائي المستخدم في تحليلها.

وتم اختيار العينة على أساس المائة شركة الأكثر نشاطاً خلال الفترة الممتدة من 1998 إلى 2007. إلا أن الشركات الأكثر نشاطاً تتغير من سنة إلى أخرى. لهذا تم اختيار الشركات التي سجلت ضمن الشركات النشطة خمس مرات على الأقل خلال هذه الفترة. حيث تمت مراعاة الشروط الآتية عند اختيار العينة:

- أن تكون أسهم شركات العينة من الأسهم المتداولة. وضمن الأسهم النشطة، وفقاً للبيانات الصادرة عن البورصة المصرية.

- أن تكون أسهم الشركات المختارة في العينة يتم تداولها بالجنيه المصري وليس بالعملة الأجنبية.

- ألا تكون الشركات المختارة في العينة ذات طابع مالي (بنوك أو شركات تأمين). وذلك نظراً لكون هذه الشركات لا تقوم باستثمارات حقيقية، إذ أن أغلبية أصولها تتمثل في القروض وأصول مالية ولا تحتوي على أصول ثابتة، ووصل الحجم النهائي للعينة إلى 45 شركة تنتمي إلى 11 قطاعاً مختلفاً. و يوضح الجدول رقم 2 العدد الإجمالي لشركات العينة في كل قطاع.

جدول رقم (2): تقسيم شركات العينة حسب القطاعات

القطاع	عدد شركات العينة	نسبة القطاع إلى الإجمالي (%)
موارد أساسية	3	7
منتجات شخصية ومنزلية	5	12
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	2	4
كيماويات	3	7
التشييد ومواد البناء	9	20
أغذية ومشروبات	9	20
رعاية صحية وأدوية	2	4
اتصالات	2	4
إعلام	1	2
العقارات	7	16
سياحة وترفيه	2	4
الإجمالي	45	100

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على قائمة الشركات المصرية محل الدراسة ملحق رقم 1

### 2.3. متغيرات وفرضية الدراسة:

تتضمن الدراسة الحالية ثلاثة أنواع من المتغيرات: المتغير المستقل والمتغير التابع والمتغيرات الرقابية. تم

استنباط جميع طرق قياس المتغيرات من الدراسات السابقة.

**أولاً: المتغير المستقل :** بما أن الدراسة الحالية تقوم على اختبار أثر التدفقات النقدية على استثمارات المنشأة فإن المتغير المستقل هو :

**التدفقات النقدية:** بما أنه من الصعب تحديد مكونات التدفقات النقدية من القوائم المالية فإننا سنستخدم التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية. وعليه يتم قياس التدفقات النقدية بالنسبة الآتية:

التدفقات النقدية = التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية / إجمالي الأصول

**ثانياً: المتغير التابع:** وهو استثمارات الشركة ويتم قياسه كما يأتي:

**حجم استثمارات الشركة:** يقاس من خلال النفقات الرأسمالية مطروح منها الإهلاك ونظراً لعدم توفر هذه البيانات ضمن القوائم المالية للشركات، فإنه يتم استبدال هذا المقياس بصافي الأصول الثابتة.

نسبة الاستثمار في الأصول الثابتة = صافي الأصول الثابتة / إجمالي الأصول

**ثالثاً: المتغيرات الرقابية:** استرشادا بالدراسات السابقة، ونظراً لاحتمال تأثير بعض المتغيرات على العلاقة المباشرة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع فإنه سيتم إضافة متغيرين رقابين في معادلة الانحدار، وذلك لمراقبة فرص النمو للشركات. وهما:

**1. مجموعة الفرص الاستثمارية:** وتقاس من خلال نسبة القيمة السوقية لإجمالي الأصول إلى القيمة الدفترية لها، لكنه نظراً لصعوبة الحصول على القيمة السوقية لإجمالي أصول كل منشأة فإنه سيتم استبدالها بالنسبة السوقية إلى الدفترية والتي هي:

الفرص الاستثمارية = (القيمة الدفترية لإجمالي الأصول - القيمة الدفترية لحقوق الملكية + القيمة السوقية لحقوق الملكية) / القيمة الدفترية لإجمالي الأصول

**2. معدل نمو المبيعات:** ويقاس من خلال نسبة الفرق بين مبيعات السنة الحالية ومبيعات السنة الماضية إلى مبيعات السنة الماضية.

معدل نمو المبيعات = (مبيعات السنة الحالية - مبيعات السنة الماضية) / مبيعات السنة الماضية.

أما عن فرضية الدراسة ومن خلال ما توصلت إليه الدراسات السابقة فإن فرضية الدراسة تكون كما يأتي: يوجد تأثير موجب للتدفقات النقدية على حجم استثمارات الشركة، فالشركات ذات النسبة المرتفعة من التدفقات النقدية تقوم باستثمارات أكثر مقارنة بنظيرتها ذات النسبة المنخفضة من التدفقات النقدية.

### 3.3. جمع البيانات وأساليب التحليل:

تم جمع البيانات من خلال القوائم المالية للشركات محل الدراسة. وقد تم الحصول على هذه البيانات من مصدرين أساسيين هما: القوائم المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية من كل من كتاب الإفصاح، وشركة مصر لنشر المعلومات والتي تعتبر شركة مملوكة بالكامل من قبل البورصة المصرية. ولتحليل البيانات لاختبار فرضية الدراسة تم استخدام الأساليب الآتية:

- حساب قيم المتغيرات لكل شركة من شركات الدراسة لمدة خمس سنوات، ثم حساب المتوسط لكل متغير بالنسبة لكل شركة.

- استخدام مقاييس الإحصاء الوصفي لوصف خصائص متغيرات الدراسة.

- استخدام معاملات ارتباط بيرسون ومعامل زيادة التباين VIF لاختبار مشكلة الارتباط المتعدد بين المتغير المستقل والمتغيرين الرقابيين.
  - استخدام أسلوب الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS: Ordinary Least Square) لتحديد العلاقة بين المتغير التابع وهو استثمارات الشركة والمتغير المستقل والذي هو التدفقات النقدية، إضافة إلى المتغيرين الرقابيين.
- 4. نتائج الدراسة:**

يتناول هذا القسم تحليل نتائج الدراسة إحصائياً وذلك من خلال الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة وتحليل مصفوفة معاملات الارتباط وتحليل نموذج الانحدار المتعدد.

#### 1.4. الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة:

يوضح الجدول رقم 3 الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة، وهي: استثمارات الشركة، والتدفقات النقدية، والفرص الاستثمارية ومعدل نمو المبيعات:

جدول رقم (3) : الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

المتغير	الحد الأدنى (%)	الحد الأقصى	المتوسط (%)	الانحراف المعياري (%)
استثمارات الشركة	0.08	83.02	36.55	25.34
التدفقات النقدية	-2.48	36.52	9.50	8.84
الفرص الاستثمارية	75.78	592.72	196.70	118.50
معدل نمو المبيعات	-1928.94	375.59	-19.28	297.03

المصدر: من إعداد الباحثين حسب مخرجات SPSS ملحق رقم 2

نلاحظ من خلال الجدول 3 أعلاه أن نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول كمقياس لاستثمارات الشركة قد تراوحت بين 8% و 83.02%، وبمتوسط قدره 36.55% مما يعني أن استثمارات الشركات المصرية تتميز بمدى كبير من التنوع واختلاف قيمها، ويرجع ذلك إلى برامج تشجيع وتحفيز الاستثمار التي وضعتها كل من الحكومة المصرية ووزارة الاستثمار. أما عن حجم التدفقات النقدية فقد تراوحت نسبتها بين -2.48% و 36.52% وبمتوسط قدره 9.5% مما يعني انخفاض حجم التدفقات النقدية في الشركات المصرية مقارنة بحجم أصولها. أما نسبة القيمة السوقية لأصول الشركة إلى قيمتها الدفترية والتي هي مقياس للفرص الاستثمارية فقد تراوحت ما بين 75.78% و 592.72% وبمتوسط قدره 196.70% مما يعكس مدى اختلاف الفرص الاستثمارية المتاحة للشركات المصرية، والذي قد يؤثر على العلاقة بين التدفقات النقدية واستثمارات الشركات المصرية. في حين أن معدل نمو المبيعات للشركات المصرية قد تراوح ما بين -1928.94% و 375.59% وبمتوسط قدره -19.28%.

**2.4. مصفوفة معاملات الارتباط ومعامل زيادة التباين:**

تستخدم مصفوفة الارتباط للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط المتعدد multicollinearity، بالإضافة إلى استخدام معامل زيادة التباين Variance Inflation Factor (VIF). والجدول رقم 4 يوضح معاملات ارتباط بيرسون (Pearson's correlation coefficient) بين متغيرات الدراسة وقيم VIF والمتغيرات المستقلة.

جدول رقم (4): مصفوفة الارتباط وقيم معاملات (VIF) للمتغيرات المستقلة

المتغير	VIF	التدفقات النقدية	الفرص الاستثمارية	معدل نمو المبيعات
التدفقات النقدية	1.020	1		
الفرص الاستثمارية	1.045	0.116	1	
معدل نمو المبيعات	1.042	0.100	0.184	1

المصدر: من إعداد الباحثين حسب مخرجات SPSS ملحق رقم 2

نلاحظ من خلال مصفوفة الارتباط أن جميع معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة أقل من 0.5 إذ تتراوح بين (0.100 و 0.184) بغض النظر عن طبيعة إشارة العلاقة، مما يعني عدم وجود أي علاقة قوية بين أي اثنين من متغيرات الدراسة.

أما عن معامل (VIF)، فنلاحظ أن جميع قيم معاملات (VIF) تقترب من الواحد الصحيح، مما يعني عدم وجود مشكلة الارتباط بين المتغيرات المستقلة، وذلك لأنه إذا كانت قيمة معامل (VIF) للمتغير المستقل تساوي الواحد الصحيح (1)، دل ذلك على عدم وجود مشكلة ارتباط بين هذا المتغير والمتغيرات المستقلة الأخرى<sup>(51)</sup> وهذا يعني استيفاء نموذج الانحدار وخلوه من مشكلة الارتباط المتعدد.

#### 3.4. تحليل نموذج الانحدار المتعدد:

لقد تم تقدير نموذج الدراسة باستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد multiple regression، لأنه يأخذ في الاعتبار تأثير المتغيرات المستقلة المفسرة على المتغير التابع، وعليه تكون معادلة الانحدار كما يأتي:

$$I = S_0 + S_1(CF) + S_2(IO) + S_3(SG)$$

حيث إن: (I) تمثل المتغير التابع والمتمثل في الاستثمار. أما (CF): فهي تمثل التدفقات النقدية Cash Flow، في حين أن (SG)، (IO)، تمثل المتغيرات الرقابية، حيث: (IO): تمثل الفرص الاستثمارية Investment Opportunities، أما (SG): فتمثل معدل نمو المبيعات Sales Growth.

أما (S<sub>0</sub>)، فهي تمثل الجزء الثابت في معادلة الانحدار (Constant). وتشير الرموز (S<sub>1</sub>)، (S<sub>2</sub>)، (S<sub>3</sub>) إلى معاملات الانحدار Regression Coefficients الخاصة بكل متغير من المتغيرات المستقلة، وتعبّر عن مدى التغير في المتغير التابع الناجم عن تغير أحد المتغيرات المستقلة المفسرة بوحدة واحدة، بافتراض ثبات قيم بقية المتغيرات المستقلة المفسرة للعلاقة في المعادلة، ويوضح الجدول رقم 5 نتائج تحليل الانحدار.

جدول رقم (5): نتائج تحليل الانحدار

متغيرات الدراسة	معامل الانحدار	قيمة (t)	مستوى المعنوية
ثابت الانحدار	50.602	7.102	0.000
التدفقات النقدية	0.754	2.014	0.051
الفرص الاستثمارية	-0.106	-3.740	0.001
معدل نمو المبيعات	0.021	1.893	0.065
قيمة (F)		6.253	0.001
معامل التحديد المعدل (adjusted R <sup>2</sup> )			0.264

المصدر: من إعداد الباحثين حسب مخرجات SPSS ملحق رقم 2



من خلال الجدول رقم 5 أعلاه نستخلص معادلة الانحدار كالاتي:

$$I = 50.602 + 0.754CF - 0.106IO + 0.021SG$$

يوضح الجدول معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة. بالنسبة لمعامل التدفقات النقدية فهو موجب وذو دلالة إحصائية، مما يدل على وجود علاقة طردية بين التدفقات النقدية للشركة وحجم استثماراتها، أي ثبات صحة فرضية الدراسة. وهذا ما يتوافق مع ما توصلت إليه الكثير من الدراسات من أنصار فزازي وزملائه ويختلف مع ما توصلت إليه دراسات أخرى كانت قد أثبتت وجود علاقة عكسية بين التدفقات النقدية للشركة وحجم استثماراتها.

كما نلاحظ من خلال الجدول السابق أيضا أن معامل الفرص الاستثمارية وعلى عكس المتوقع ظهر بإشارة سالبة وذو دلالة معنوية، وهو ما يخالف الكثير من الدراسات. وربما يعود ذلك إلى كون استثمارات الشركات المصرية تعتمد على مدى توافر الأموال الحالية أكثر من الفرص الاستثمارية المستقبلية. أو إلى كون شركات العينة والتي هي من أكثر الشركات نشاطا في السوق تتميز بقدما وبعراققتها في السوق وبالتالي فهي تتميز بانخفاض نسبة الفرص الاستثمارية. أما عن معدل نمو المبيعات وكما هو متوقع فقد ظهر موجبا وذا دلالة معنوية مما يعني وجود علاقة طردية بين معدل نمو المبيعات واستثمارات الشركة. فالشركات التي تحقق زيادة في مبيعاتها وبالتالي زيادة الأموال الداخلية تقوم بالاستثمار أكثر.

أما عن نتائج الانحدار ككل فإننا نلاحظ من خلال الجدول أن معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع يقدر بـ 56%، أما معامل التحديد المعدل، والذي يقيس مدى تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع فهو يقدر بـ 26.4%. مما يعني أن كل من التدفقات النقدية والفرص الاستثمارية ومعدل نمو المبيعات قد ساهمت في تفسير 26.4% من التغير في حجم استثمارات الشركة. وفيما يخص معنوية نموذج الانحدار فإنه وبمقارنة قيمة اختبار (F) بالقيمة الموافقة لها في الجدول نجد أنها أكبر منها (3.99 < 6.253). مما يعني معنوية نموذج الانحدار عند مستوى معنوية 99.99%.

## 5. مناقشة النتائج وعرض مقترحات:

### 1.5. مناقشة نتائج الدراسة الحالية:

قامت الدراسة الحالية بدراسة تأثير التدفقات النقدية على استثمارات الشركة. وقد أجريت على عينة مكونة من 45 شركة مسجلة ضمن السوق المصرية للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 1998 إلى 2007. وقد توصلت الدراسة إلى قبول فرضية وجود علاقة طردية بين التدفقات النقدية للشركات المصرية وحجم استثماراتها. وهذا ما يوافق ما توصل إليه الفريق الأول من أتباع فزازي وآخرون<sup>(52)</sup> Fazzari et al وهو وجود علاقة طردية بين التدفقات النقدية واستثمارات الشركة، على اعتبار أن الشركات ذات التدفقات النقدية المرتفعة تقوم باستغلال هذه التدفقات النقدية لزيادة حجم استثماراتها. على خلاف الفريق الثاني من أتباع كابلان وزينغالس<sup>(53)</sup> Kaplan and Zingales والذي أثبت وجود علاقة عكسية بين التدفقات النقدية للشركة وحجم استثماراتها. فالشركات التي تعاني قيودا في التمويل (ذات تدفقات نقدية منخفضة) تلجأ إلى زيادة حجم استثماراتها وذلك بغرض زيادة الإيرادات الناتجة عن الاستثمار. وقد يرجع سبب وجود علاقة طردية بين التدفقات النقدية واستثمارات الشركات المصرية إلى اعتبار التدفقات النقدية مصدرا غير مكلف للتمويل، كما أن مشكلة عدم تماثل المعلومات تؤدي بالشركات للاستغناء عن بعض المشاريع التي لها صافي قيمة حالية موجبة، وذلك لأن تكلفة رأس المال الخارجي

أكبر بكثير مقارنة بتكلفة رأس المال الداخلي.

رغم الوصول إلى النتيجة المرجوة من هذه الدراسة، فإن هذه الأخيرة تعتبر محدودة بالبيانات وأساليب القياس المستخدمة. فقد اعتمدت الدراسة الحالية على البيانات الواردة في الميزانية العمومية وقائمة الدخل لحساب المعدلات، وقيم المتغيرات التي استخدمت في الدراسة. بالإضافة إلى أنها بيانات تاريخية، فقد يكون هناك نقص في بعض البنود أو تحيز في بعضها الآخر مما قد يؤثر في دقة النتائج.

يشرح أسلوب الانحدار المستخدم في التحليل نسبة معينة فقط من التباين في حجم استثمارات الشركة. أي أن هناك عناصر أخرى تؤثر على حجم استثمارات الشركة في حاجة إلى الدراسة والاختبار. بالإضافة إلى أن القرارات المالية ليست منفصلة عن بعضها بعضاً. وبذلك إذا تم التحليل باستخدام معادلات آنية يمكن الرقابة على هذه المتغيرات، ومن ثم الوصول إلى نتائج مختلفة أكثر دقة.

## 2.5. توصيات الدراسة:

استخلاصاً من هذه الدراسة يمكن اقتراح عدد من التوصيات متمثلة في:

1. نظراً للعلاقة الموجبة بين التدفقات النقدية واستثمارات الشركة، توصي الدراسة الحالية متخذي القرار في الشركات المصرية أو غيرها كالشركات الجزائرية المدرجة في البورصة بإيجاد السبل اللازمة لزيادة أحجام التدفقات النقدية لزيادة أحجام استثماراتها، وذلك من خلال الموازنة بين الأرباح المحتجزة والموزعة على حملة الأسهم، حيث إن احتجاز الأرباح يعتبر أفضل بالنسبة للشركات من توزيعها في حالة توجيهها لزيادة الاستثمار.

2. على الرغم من الجهود التي اتخذتها بورصة الأوراق المالية المصرية في مجالي الإفصاح والشفافية، إلا أنها غير كافية لتحقيق نضج وكفاءة السوق، ومن ثم صعوبة القيام بأبحاث ودراسات سواء على السوق ككل أو على الشركات العاملة به. ونفس الشيء بالنسبة للجهود المبذولة من طرف بورصة الجزائر في المجالات نفسها والمتعلقة بالإفصاح والشفافية، لذا توصي الدراسة بضرورة توفير ظروف ملائمة أكثر في هذه البورصات للقيام بالأبحاث والدراسات.

3. لاحظ الباحثان من خلال تفحصهما للقوائم المالية بغرض جمع البيانات أن هناك عدة أشكال للقوائم المالية (بعض الشركات تقوم بالإفصاح حسب معايير المحاسبة المصرية وأخرى حسب معايير دولية للمحاسبة)، مما يعيق أو يصعب من مهمة الباحث في جمع البيانات، لذا توصي الدراسة على ضرورة الاتفاق على معيار واحد مشترك للإفصاح. كما تقوم بعض الشركات بإصدار قوائم مالية مختصرة، تغيب عنها الكثير من المعلومات الضرورية مما يقيد الباحث في دراسته ويعرضه للأخطاء. لذا توصي الدراسة بضرورة قيام بورصة الأوراق المالية في مصر أو بورصة الجزائر بوضع قوانين صارمة تجبر الشركات المقيدة فيها على تقديم قوائم مالية مفصلة ودقيقة. كما تلجأ بعض الشركات القابضة في بعض الأحيان إلى إصدار قوائم مالية مجمعة فقط تتضمن معلومات عن الشركة الأم وفروعها، وهذا ما يعيق الحصول على بيانات دقيقة تخدم أغراض البحث. لذا توصي الدراسة بضرورة إجبار الشركات المصرية والشركات الجزائرية المدرجة في البورصة على إصدار تقارير مالية منفصلة.

4. وأخيراً، يجب التأكد من أن أية نصيحة أو توصية مقدمة إلى إدارة الشركة بشأن سياسات التمويل والاستثمار

يجب أن تفسر في ظل تفهم الإدارة لخصائص الشركة التي تميزها عن غيرها في السوق المالي مثل: درجة المخاطر المحتمل أن تتعرض لها وحجم الفرص الاستثمارية المتوقعة وأنماط الملكية السائدة ومستوى ومدى استقرار الأرباح.

### 3.5. اقتراحات لدراسات مستقبلية:

خلصت الدراسة الحالية إلى اقتراح العديد من التوصيات للدراسات المستقبلية أهمها ما يأتي:

1. اتضح من خلال الدراسة أن معامل التحديد قدرت قيمته بـ 0.264 مما يعني أن المتغيرات المستقلة والمتماثلة في: التدفقات النقدية والفرص الاستثمارية ومعدل نمو المبيعات قد ساهمت في تفسير 26.4% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع والذي يتمثل في استثمارات الشركة. بينما تظل 73.6% من التغيرات مجهولة المصدر. لهذا تقترح الدراسة الحالية القيام بالمزيد من الدراسات المستقبلية حول الشركات الجزائرية المسجلة في بورصة الجزائر و هذا للتعرف أكثر على مختلف العوامل الأخرى التي تؤثر على استثمارات الشركة.
2. اقتصرت الدراسة الحالية فقط على عينة من الشركات المصرية والتي تتميز بنشاطها في البورصة المصرية. لهذا نقترح القيام بدراسات مستقبلية تكون على شركات مختلفة ومتنوعة من حيث النشاط والدرجة في بورصة الجزائر، أي شركات لا تصنف على أنها شركات نشطة، ويمكن الحصول على بيانات هذه الشركات من خلال الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر أو من خلال مراكز البحوث الاقتصادية.
3. أجريت الدراسة الحالية على عينة مكونة من 45 شركة، وهو عدد صغير نسبياً مقارنة بعدد الشركات المسجلة والمتداولة في البورصة المصرية، كما أنها لم تميز بين الشركات من حيث انتمائها إلى قطاعات مختلفة. لذا توصي الدراسة الحالية بإجراء دراسات في المستقبل على عينات تكون ذات حجم أكبر حتى تعبر أحسن عن مجتمع الدراسة، مع أخذ متغير الصناعة في الاعتبار. بالإضافة إلى دراسة العلاقة بين مصادر التمويل والاستثمار على فترات لاحقة لفترة الدراسة الحالية، خاصة مع التطورات والمستجدات التي تحدث في الأسواق المالية ومنها بورصة الجزائر وتأثيرها على الشركات العاملة فيها والتي يمكن أن تؤدي إلى علاقات أو نتائج مختلفة.
4. لخدمة أغراض البحث أكثر، توصي الدراسة الحالية بالقيام بدراسات مستقبلية تقوم على المقارنة بين عينتين أو أكثر من الشركات. وذلك لمقارنة سلوك وخصائص الشركات المصرية بشركات أخرى جزائرية أو شركات تنتمي إلى دول عربية أو إلى أسواق مالية لدول ناشئة.

### الهوامش:

1- هندي، منير ابراهيم، (2003)، "الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات"، سلسلة الفكر الحديث في الإدارة المالية (2)، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.

2- Modigliani, F., and Miller, M. H. (1958). "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment". **American Economic Review**, 48, 261-297.

3- Cleary, S. (1999). "The relationship between firm investment and financial status". **Journal of Finance**, 54, 673-692.

4- Myers and Majluf, N. (1984). "corporate financing and investment Decisions when firms have information that investors do not have". **Journal of Financial Economics**, 13, 187-221.

5- Gertler, M. (1992). "Financial capacity and output fluctuation in an economy with multi-period financial relationship". **Review of Economic Studies**, 59, 455-472.

- 6- Aivazian, V.A., Ge, Y., and Qiu, J. (2005) "The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence". **Journal of Corporate Finance**, 11, 277-291.
- 7- Rosenberg, J. M. (1993). "Dictionary of business and management". John Wiley and sons, INC. P :20.
- 8- Oxford Dictionary of Business. (2003). Market house books LTD. (Third Edition). P-P: 279-280.
- 9- Modigliani, F., and Miller, M. H. (1958). Op.
- 10- هندی، منیر إبراهيم، (1998)، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، سلسلة الفكر الحديث في مجال الإدارة المالية (2)، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر. ص.: 223.
- 11- Mazzoli, M. (2005). "Investments, financial structure and imperfect financial markets: an intertemporal discrete-time framework". **The European Journal of Finance**, 11, 247-258.
- 12- Fazzari, S., Hubbard, R. G., and Petersen, B. (1988). "Financial constraints and corporate investment". **Brooking Papers on Economic Activity**, 19, 141-195.
- 13- Chapman, D. R., Junor, C. W., and Stegman, T.R. (1996). "Cash flow constraints and firm' investment behavior". **Applied Economics**, 28, 1037-1044.
- 14- Ughetto, E. (2007). "Does internal finance matter for R & D? new evidence from a panel of Italian firms". **Innovation Studies Working Paper**, 10.
- 15- Goergen, M., and Renneboog, L. (2001). "Investment policy, internal financing and ownership concentration in the UK". **Journal of Corporate Finance**, 7, 257-284.
- 16- Almeida, H., and Campello, M. (2007). "Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment". **Review of Financial Studies**, 20, 1429-1460.
- 17- Hoshi, T., Nnil, K.K., and David, S. (1991). "Corporate structure liquidity and investment: evidence from Japanese panel data". **Quarterly Journal of Economics**, 106, 33-60.
- 18- Shin, H. H., and Park, Y. S. (1999). "Financing constraints and internal capital markets: evidence from Korean chaebols". **Journal of Corporate Finance**, 5, 169-191.
- 19- Kong, M. (1998). "Stock market development, liquidity constraint and investment: A case of Korean Jaebol and non-Jaebol manufacturing firms in the 1980s". **Asian Economic Journal**, 12, 1-22.
- 20- Myers and Majluf, N. (1984). Op.
- 21- Degryse, H., and Jong, A. D. (2006). "Investment and internal finance: Asymmetric information or managerial discretion?". **International Journal of Industrial Organization**, 24, 125-147.
- 22- Hubbard, R. G. (1998). "Capital market imperfections and investment". **Journal of Economic Literature**, 36, 193-225.
- 23- Ascioğlu, A., Hegde, S. P., and McDermott, J. B. (2008). "Information asymmetry and investment cash flow sensitivity". **Journal of Banking and Finance**, 32, 1036-1048.
- 24- Islam, S. S. (2002). "Investment cash flow sensitivity: international evidence". **PHD Thesis**, Faculty of Virginia Polytechnic Institute and State University.
- 25- Carpenter, R. E., and Guariglia, A. (2008). "Cash flow, investment, and investment opportunities: New tests using UK panel data". **Journal of Banking and Finance**, 32, 1894-1906.
- 26- Olinear, S.D., and Rudebush, G.D. (1992). "Sources of financing hierarchy for business investment". **Review of Economics and Statistics**, 74, 643-654.
- 27- Bond, S., Elston, J. A., Mairesse, J., and Mulkay, B. (2003). "Financial factors and investment in Belgium, France, Germany and the United Kingdom: a comparison using company panel data". **Review of Economics and Statistics**, 85, 153-165.
- 28- Mizen, P., and Vermeulen, P. (2005). "Corporate investment and cash flow sensitivity: What drive the relationship?". **European central bank: Working Paper series**, 485.
- 29- Bond, S., Elston, J. A., Mairesse, J., and Mulkay, B. (2003). Op.
- 30- Engel, D., and Middendorf, T. (2009). "Investment, internal funds and public banking in Germany". **Journal of Banking and Finance**, article in press.
- 31- Aoun, D., and Hwang, J. (2008). "The effects of cash flow and size on the investment decisions of ICT firms: A dynamic approach". **Information Economics and Policy**, 20, 120-134.
- 32- Yang, C. C., Baker, H. K., Chou, L. C., and Lo, B. W. (2009). "Does switching from NASDAQ to the NYSE affect investment-cash flow sensitivity?" **Journal of Business Research**, 62, 1007-1012.
- 33- Schaller, H. (1993). "Asymmetric information, liquidity constraints, and Canadian investment". **Canadian Journal of Economics**, 26, 552-574.
- 34- Mizen, P., and Vermeulen, P. (2005). Op.

- 35- Ughetto, E. (2007). "Does internal finance matter for R & D? new evidence from a panel of Italian firms". **Innovation Studies Working Paper**, 10.
- 36- Goergen, M., and Renneboog, L. (2001). Op.
- 37- Jensen, M.C., (1986). "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and take-overs". **American Economic Review**, 76, 323-329.
- 38- Richardson, S. (2006). "Over investment and free cash flow". **Review of Accounting Studies**, 11, 159-189.
- 39- Wei, K. C. J., and Zhang, Y. (2008). "Ownership structure, cash flow, and capital investment: Evidence from East Asian economics before the financial crisis". **Journal of Corporate Finance**, 14, 118-132.
- 40- Kaplan, S. N., and Zingales, L. (1997). "Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow?". **Quarterly Journal of Economics**, 112, 169- 215.
- 41- Fazzari, S., Hubbard, R. G., and Petersen, B. (1988). Op.
- 42- Kadapakkan, P, R., Kumer, P, C., and Riddick, L., A. (1998). "The impact of cash flows and firm size on investment: the international evidence". **Journal of Banking and Finance**, 22, 293-320.
- 43- Cleary, S. (1999). Op.
- 44- Minton, B. A., and Schrand, C. (1999). "The impact of cash flow volatility on discretionary investments and the costs of debt and equity financing". **Journal of Financial Economics**, 54, 423-460.
- 45- Moyer, N. (2004). "Investment–Cash Flow Sensitivities: Constrained versus Unconstrained Firms". **Journal of Finance**, 59, 2061-2092.
- 46- Cleary, Povel, P., and Raith, M. (2007). "The U-shaped investment curve: theory and evidence". **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 42, 1-40.
- 47- Hovakimian, G. (2009). "Determinants of investment cash flow sensitivity". **Financial Management**, 38, 161-183.
- 48- Lyandres, E. (2007). "Costly external financing, investment timing, and investment-cash flow sensitivity". **Journal of Corporate Finance**, 13, 959-980.
- 49- Cleary, Povel, P., and Raith, M. (2007). Op.
- 50- Guariglia, A. (2008). "Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: choice from a panel of UK firms". **Journal of Banking and Finance**, 32, 1795-1809.
- 51- Webster, A. L. (1995). "Applied statistics for business and economics". Richard D. Irwin, INC. (Second Edition). P: 179.
- 52- Fazzari, S., Hubbard, R. G., and Petersen, B. (1988). Op.
- 53- Kaplan, S. N., and Zingales, L. (1997).Op.

1  
القائمة الإسمية لعينة الشركات المصرية

N°	Firms	Investment (Y)	التدفقات النقدية Cash Flow (X1)	الفرص الإستثمارية Investment Opportunities (X4)	نمو المبيعات Sales growth (X5)
1	OCIC.CA	6,235558	0,43678	487,8607205	9,8810553
2	ORTE.CA	0,84101	9,32773	512,8687415	152,41448
3	OCDI.CA	18,87359	-0,9059	257,0792868	375,59442
4	HELI.CA	1,125046	6,93341	344,9273271	20,953911
5	ESRS.CA	28,22285	-2,4812	176,2216864	24,525262
6	ACGC.CA	43,40735	4,74255	222,8382941	-7,406957
7	EMOB.CA	61,85143	36,5162	301,0886817	25,253433
8	MNHD.CA	0,933993	8,52756	300,1577012	30,251575
9	ELEC.CA	66,78333	-1,1784	84,46136114	1,8221812
10	EFIC.CA	47,53377	5,69815	134,1649332	16,884194
11	MPRC.CA	83,02004	3,58966	108,7748004	11,766843
12	APSW.CA	49,64604	-1,312	79,67232977	-3,462401
13	UNIT.CA	3,115863	8,87517	390,8888042	13,130146
14	CSAG.CA	5,382458	6,56032	592,7256826	5,7246305
15	KABO.CA	45,25223	-1,4948	140,8056377	-1,872185
16	IRAX.CA	69,49819	25,7004	179,7797719	26,876473
17	ELKA.CA	8,307038	2,90851	116,6226134	20,953911
18	EAST.CA	43,49094	17,0375	230,5031617	9,6313201
19	MCQE.CA	78,23516	21,5368	201,4256754	51,331095
20	ECAP.CA	44,99374	3,9251	133,8182508	12,187525
21	ORWE.CA	6,465024	5,29473	178,7164043	20,340155
22	MICH.CA	64,16766	4,96657	138,1026784	7,6311952
23	ABUK.CA	31,8311	21,7562	234,2898557	13,193448
24	SUCE.CA	17,85312	10,0985	200,5161537	16,690417
25	ZEOT.CA	39,74996	7,63339	137,0049536	-6,673645
26	SCEM.CA	78,02122	23,2838	183,3174983	25,075109
27	SUGR.CA	48,88732	27,3525	251,5881004	23,865933
28	ELSH.CA	1,50799	3,53513	217,6016927	12,263945
29	PHAR.CA	22,57957	12,1039	137,3712689	24,548001
30	MBSC.CA	78,48006	-2,1086	210,0729777	45,335251
31	PACH.CA	4,119665	14,9694	184,5345588	12,467594
32	IRON.CA	57,62769	4,5594	174,1131063	20,443129
33	TORA.CA	23,42534	23,7513	207,3073047	12,284783
34	NCEM.CA	44,41944	15,1102	312,9420356	11,814749
35	WCDF.CA	45,81946	4,14608	107,0793969	2,6323712
36	UBFM.CA	36,37749	17,7029	102,5379928	3,1680354
37	EDFM.CA	37,54467	14,4262	102,9995438	2,9553125
38	MILS.CA	48,75887	11,3116	128,129185	-2,647977
39	ORHC.CA	0,084167	2,29389	91,03976556	-1928,937

40	SCFM.CA	52,81724	10,7862	88,33169202	-2,407423
41	CPCI.CA	14,29985	5,80506	75,77620538	2,0135522
42	NHOT.CA	69,48102	9,06795	100,0741836	6,5490274
43	DAPH.CA	12,78208	3,57176	100,6391117	-4,047729
44	CEFM.CA	48,21429	11,0203	94,23208473	3,4268454
45	AFMC.CA	52,55124	9,90287	96,43352424	14,054867

المصدر: القوائم المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية  
( كتاب الإفصاح و شركة مصر لنشر المعلومات المملوكة من قبل البورصة المصرية )

الملحق رقم 2

SPSS

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Investment (Y)	45	.084167	83.020036	36.54700	25.342141644
Cash Flow (X1)	45	-2.481234	36.516237	9.495212	8.840129186
Investment Opportunities (X4)	45	75.776205	592.7257	196.6986	118.5006201
Sales growth (X5)	45	-1928.94	375.5944	-19.2782	297.0290724
Valid N (listwise)	45				

Correlations

		Cash Flow (X1)	Investment Opportunities (X4)	Sales growth (X5)
Cash Flow (X1)	Pearson Correlation	1	.116	.100
	Sig. (1-tailed)		.224	.257
	N	45	45	45
Investment Opportunities (X4)	Pearson Correlation	.116	1	.184
	Sig. (1-tailed)	.224		.113
	N	45	45	45
Sales growth (X5)	Pearson Correlation	.100	.184	1
	Sig. (1-tailed)	.257	.113	
	N	45	45	45

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	50.602	7.125		7.102	.000		
	Cash Flow (X1)	.754	.375	.263	2.014	.051	.980	1.020
	Investment Opportunities (X4)	-.106	.028	-.495	-3.740	.001	.957	1.045
	Sales growth (X5)	.021	.011	.250	1.893	.065	.960	1.042

a. Dependent Variable: Investment (Y)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.560 <sup>a</sup>	.314	.264	21.7455182

a. Predictors: (Constant), Sales growth (X5), Cash Flow (X1), Investment Opportunities (X4)

**ANOVA <sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8870.292	3	2956.764	6.253	.001 <sup>a</sup>
	Residual	19387.570	41	472.868		
	Total	28257.862	44			

a. Predictors: (Constant), Sales growth (X5), Cash Flow (X1), Investment Opportunities (X4)

b. Dependent Variable: Investment (Y)

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	50.602	7.125		7.102	.000
	Cash Flow (X1)	.754	.375	.263	2.014	.051
	Investment Opportunities (X4)	-.106	.028	-.495	-3.740	.001
	Sales growth (X5)	.021	.011	.250	1.893	.065

a. Dependent Variable: Investment (Y)