المجلة العلمية التجارة والتمويل
https://caf.journals.ekb.eg

أثر تجزئة السهم على سيولة الأسهم :الدور الوسيط لمستوى الاحتفاظ بالنقدية دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية

سلمي علي الدين سيد أحمد

كلية الادارة ، جامعة الدلتا للعلوم والتكنولوجيا

تاريخ النشر الالكتروني: يونيو 2025

للتأصيل المرجعي: أحمد ، سلمي علي الدين سيد. أثر تجزئة السهم على سيولة الأسهم :الدور الوسيط لمستوى الاحتفاظ بالنقدية دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية(2025)، **المجلة العلمية التجارة والتمويل**، المجلد 45 (2)، 171-212.

المعرف الرقمي: 10.21608/caf.2025.432838

للتواصل مع المؤلف: Salmaali333@yahoo.com

أثر تجزئة السهم على سيولة الأسهم :الدور الوسيط لمستوى الاحتفاظ بالنقدية دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية

سلمي علي الدين سيد أحمد

كلية الادارة ، جامعة الدلتا للعلوم والتكنولوجيا

تاريخ المقالة
تم استلامه في 24 إبريل 2025 ، وتم قبوله في 20 مايو 2025، وهو متاح على الإنترنت يونيو 2025

المستخلص

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل مدى تأثير تجزئة الأسهم على سيولة الأسهم، وذلك من خلال فحص مستوى الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة الممتدة من عام 2018 وحتى عام 2023. ولتحقيق هذا الغرض، تم توظيف نموذج المعادلات الهيكلية وتحليل المسار، بهدف تقييم كل من الأثر المباشر وغير المباشر لتجزئة الأسهم – بوصفها المتغير المستقل – والمتغيرات الرقابية على سيولة الأسهم – بوصفها المتغير التابع – من خلال الدور الوسيط الذي يلعبه مستوى الاحتفاظ بالنقدية. كما سعت الدراسة إلى تحليل التأثير التفاعلي لكل من المتغير المستقل والمتغير الوسيط على المتغير التابع، اعتمادًا على تقديرات معلمات نموذج تحليل الانحدار باستخدام أسلوب المربعات الصغرى .(OLS) وقد شملت المتغيرات الرقابية كلاً من الربحية، المقاسة بمعدل العائد على الأصول، والرفع المالي، وحجم الشركة، إلى جانب قيمة الشركة، المقاسة بنسبة .Tobin's Q وأظهرت نتائج التحليل وجود تأثير مباشر موجب ذا دلالة إحصائية لكل من تجزئة الأسهم، وقيمة الشركة، والرفع المالي على سيولة الأسهم. كما اتضح أن لمستوى الاحتفاظ بالنقدية أثرًا مباشرًا موجبًا على سيولة الأسهم، وفقًا لمؤشر الفجوة السعرية بين العرض والطلب. وأوضحت النتائج كذلك أن تجزئة الأسهم تؤثر تأثيرًا مباشرًا موجبًا على المتغير الوسيط، المتمثل في مستوى الاحتفاظ بالنقدية، في حين يُسهم هذا الأخير في تشكيل علاقة غير مباشرة بين تجزئة الأسهم وسيولة الأسهم. وبناءً على هذه النتائج، توصي الدراسة بضرورة حرص الشركات على الحفاظ على مستوى متوازن من النقدية، بما يحقق توازنًا بين تكاليف الاحتفاظ بها والعوائد المتوقعة منها لتعزيز السيولة, مع الحد من استغلال المديرين إعلانات التجزئة في إصدار أسهم مبالغ في تقييمها.

الكلمات المفتاحية

تجزئة الأسهم ؛ سيولة الأسهم ؛ مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

1. 1. المقدمة

شهدت السنوات الأخيرة تناميًا ملحوظًا في اهتمام الباحثين في مجال التمويل بمفهوم مستوى الاحتفاظ بالنقدية داخل الشركات المساهمة، حيث أصبح هذا الموضوع محل تركيز متزايد من قبل المستثمرين، والمحللين الماليين، وسائر الأطراف المعنية، بالنظر إلى أهمية النقدية وما يعادلها (CashEquivalents) كعنصر استراتيجي يؤثر بصورة جوهرية في القرارات الاستثمارية والتمويلية. ويتأثر مقدار النقدية المحتفظ بها داخل الشركات بقراراتها التمويلية في ضوء نظرية ترتيب الأولويات التمويلي (Myers & Majluf, (1984 ، والتي تفترض أن الشركات تميل إلى تجنب تكاليف الاقتراض المرتفعة من خلال تفضيلها للاعتماد على مصادر التمويل الداخلية، بدءًا من الأرباح المحتجزة، يليها الأرصدة النقدية المتاحة، ثم التمويل الخارجي، وأخيرًا إصدار الأسهم
(Ferreira and Viella, 2004; Magerakis *et al.*, 2015).

من ناحية أخرى، تبرز نظرية الوكالة(Jensen & Meckling, (1976 ، لتوضح أن النقدية قد تُوظف من قبل الإدارة لخدمة مصالحها الخاصة على حساب مصالح المساهمين، وذلك عبر الاحتفاظ بها وتوجيهها نحو مشاريع تعزز من تحكم الإدارة في النقدية، بدلًا من استثمارها في مشاريع تخلق تدفقات نقدية موجبة وتدعم تعظيم ثروة الملاك.

وعلى صعيد القرارات الاستثمارية، يُعد مستوى الاحتفاظ بالنقدية متأثرًا أيضًا بنظرية التدفق النقدي الحر، والتي تشير إلى تزايد ميل الشركات نحو الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية بهدف تعزيز السيولة، وتمويل فرص النمو المحتملة، والحد من التعرض للمخاطر والأزمات المالية. ويتم تحقيق هذا التوازن من خلال ضبط مستويات الاحتفاظ بالنقدية وفقًا لمعادلة التوازن بين المنفعة الحدية والتكلفة الحدية للاحتفاظ بالنقدية
(Subramaniam *et al*., 2011; Kruja and Borici, 2016; Azmat and Iqbal, 2017 Manoel *et al.*, 2018; Jebran *et al*.,2019 Sumiati 2020; Ferandes *et al.*, 2021 Asubonteng and Kong, 2021; Dang, 2023).

ومع تصاعد اهتمام الباحثين بالآثار المالية المرتبطة بمستوى الاحتفاظ بالنقدية، خاصةً ضمن سياق تجزئة الأسهم وسيولة الأسهم، ظهرت تساؤلات بحثية حول طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية ومستوى سيولة الأسهم (Fujitani *et al.*, 2024).وقد بينت الدراسات السابقة وجود علاقة سببية بين المتغيرين، إلا أن اتجاه العلاقة من سيولة الأسهم إلى مستوى الاحتفاظ بالنقدية كان أقل وضوحًا مقارنة بالاتجاه المعاكس. وأشارت هذه الدراسات إلى أن المستثمرين يولون اهتمامًا خاصًا بحجم النقدية المحتفظ بها، لا سيما في الشركات التي تعاني من ضعف في مستوى السيولة السوقية، ويزداد هذا التأثير في الشركات ذات معدلات النمو المرتفعة، والتي تكون أكثر عرضة لمخاطر التعثر المالي أو الإفلاس(Kuzucu, (2021 ، وتميل هذه الشركات إلى زيادة حجم النقدية التي تحتفظ بها

(Opler *et al.*, 1999; Ozkan & Ozkan, 2004)، وذلك في إطار موازنتها بين تكلفة نقص الأصول السائلة وتكلفة الفرصة البديلة المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية، مما ينعكس بشكل مباشر على مستوى سيولة أسهمها.

وقد نالت العلاقة بين تجزئة الأسهم ومستوى الاحتفاظ بالنقدية اهتمامًا متناميًا ضمن الأدبيات المالية، حيث طُرحت تفسيرات متعددة لتفسير هذا الارتباط. من أبرز هذه التفسيرات "فرضية الإشارة (Signaling Hypothesis).

لتي تفترض وجود دلالة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقرارات تجزئة الأسهم، حيث يُنظر إلى النقدية كعامل محفز أساسي يدفع الشركات نحو تنفيذ عمليات التجزئة. ووفقًا لهذه الفرضية، فإن المديرين يتمتعون بميزة معلوماتية تتيح لهم فهمًا أعمق لآفاق الشركة المستقبلية بالمقارنة مع المستثمرين. وعليه، فإن إعلان الإدارة عن تجزئة الأسهم يُفسَّر كسلوك إشاري إيجابي يعكس نظرة متفائلة تجاه المستقبل المالي للشركة. وفي هذا السياق، قد تعمل الشركات على رفع مستوى الاحتفاظ بالنقدية كآلية لتقليص فجوة المعلومات بين الإدارة والمساهمين، مما يساهم في التخفيف من حدة مشكلات الوكالة.

ومن هذا المنطلق، تشير هذه الفرضية إلى أن المديرين، وخصوصًا في الشركات التي تعاني من محدودية فرص النمو على الرغم من امتلاكها فوائض نقدية، قد يلجؤون إلى توظيف تلك الفوائض في مشاريع قد لا تُحقق بالضرورة قيمة مضافة حقيقية للمساهمين. ويُعد ذلك سلوكًا يعزز من هيمنة الإدارة على الموارد والسيولة المتاحة، ولو كان على حساب الكفاءة الاستثمارية، كما أوضحت عدة دراسات(Jupta, 2012, Huang *et al.*, 2023).

في ذات الإطار، تُقدم "فرضية نطاق التداول(Trading Range Hypothesis) "، منظورًا مكملاً، يُركّز على الجانب السعري والسيولي لقرار تجزئة الأسهم، حيث ترى هذه الفرضية أن الغاية الأساسية من التجزئة هي تعديل سعر السهم بحيث يقع ضمن نطاق تداول ملائم يُيسر وصول المستثمرين الأفراد إليه(Hafner *et al.*, 2024).

وتقوم الشركة بهذه العملية من خلال زيادة عدد الأسهم المتداولة دون تغيير في إجمالي حقوق المساهمين، مما يؤدي إلى خفض السعر السوقي للسهم ليصبح أكثر جاذبية لفئة أوسع من المستثمرين. وبهذا الشكل، تسهم التجزئة في تعزيز السيولة السوقية للسهم من خلال توسيع قاعدة المتعاملين وزيادة أحجام التداول (Weston & Others, 2000).

استنادًا إلى ما سبق، تتضح أهمية دراسة مستوى الاحتفاظ بالنقدية كمتغير وسيط في العلاقة بين تجزئة الأسهم وسيولة الأسهم، حيث يُتوقع ألا تكون السيولة الناتجة عن عملية التجزئة مستقلة عن القرارات المرتبطة بإدارة النقدية داخل الشركة. ومن ثم، تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تأثير تجزئة الأسهم على سيولة الأسهم عبر الدور الوسيط لمستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك بغرض اختبار ما إذا كانت العلاقة بين المتغيرين تتأثر فعليًا بقرارات النقدية المتخذة داخل الشركات.

2.1. مشكلة البحث

يُعد قرار الاحتفاظ بالنقدية من القرارات المالية المحورية التي تتخذها الإدارة، إذ يُعبّر هذا القرار عن مدى كفاءة الإدارة في الاستعداد للفرص الاستثمارية المستقبلية، والحد من الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية، إلى جانب ضمان الوفاء بالالتزامات المالية الجارية، والتعامل مع أية احتياجات نقدية مفاجئة أو طارئة
(Huang Meier *et al.,* 2016 Chi and Su, 2016 Xie *et al.*, 2017, Habib *et al.*, 2017; Shiau *et al*., 2018 Le *et al*, 2018, Bick *et al.*, 2018; Mouline, 2021).

وفي ظل تنامي التعقيدات الاقتصادية وتزايد حالات الإفلاس التي طالت عددًا من كبرى الشركات، اتجهت العديد من المؤسسات إلى تعزيز احتياطاتها النقدية، بهدف توفير قدر كافٍ من السيولة يمكّنها من مواجهة الصدمات غير المتوقعة واقتناص فرص النمو المستقبلية.

وتُعد سيولة السهم من المحددات الجوهرية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، لا سيما في أسواق الأوراق المالية، حيث تُسهم بشكل فاعل في تعزيز كفاءة السوق. فارتفاع مستوى سيولة الأسهم يُسهم في تسهيل عمليات الدخول إلى السوق والخروج منه، ويُعزز من مرونة التداول، مما يزيد من قدرة السوق على تحويل الأصول إلى نقدية دون تكبد تكاليف مرتفعة. وقد تكون ذلك أكثر وضوحًا في الأسواق الناشئة، لا سيما عقب الأزمة المالية العالمية في عام 2008، حيث لوحظ ارتفاع معدلات الاحتفاظ بالنقدية في تلك الأسواق مقارنةً بنظيراتها من الدول المتقدمة، لسد المتطلبات المستقبلية الطارئة للسيولة
(Khan *et al.,* 2015, Moussa, 2015, Tekin, 2020, Fernandes *et al*., 2021, Dang, 2023).

وفي هذا الإطار، تناولت الأدبيات المالية العلاقة المحتملة بين تجزئة الأسهم و مستوى الاحتفاظ بالنقدية من جهة، وتجزئة السهم وسيولة الأسهم من جهة أخرى، مشيرة إلى أن النقدية المحتفظ بها قد تُعد أحد العوامل المساهمة في تعزيز سيولة الأسهم. وأظهرت بعض الدراسات أن الشركات ذات النقدية المرتفعة تتمتع بقدرة أكبر على جذب المستثمرين، وخصوصًا الجدد منهم، وذلك انطلاقًا من الفرضية التي ترى أن توافر النقدية يعزز من تداول الأسهم ويقلل من المخاطر المرتبطة بالسيولة (Gopalan *et al.*, 2012, Huang & Mazouz, 2018) . وأكدت دراسات أخرى هذه العلاقة، موضحة أن توفر النقدية يُسهم في تيسير عملية التداول، ويحد من القيود المالية، مما يجعل الشركات أكثر جاذبية للمستثمرين، وخصوصًا في أوقات الأزمات الاقتصادية والمالية
(Nyborg *et al.*, 2021, Fujitani *et al.*, 2024).

وقد أوضح(Nyborg & Wang, 2019) ، أن احتفاظ الشركات بمستويات عالية من النقدية يعزز من قدرتها على إعادة شراء أسهمها، الأمر الذي يُساهم في رفع مستوى سيولة الأسهم. في حين رأى Copeland, (1979) أن زيادة حجم النقدية المحتفظ بها يُسهم في تيسير تداول الأسهم من قبل المستثمرين الأفراد، مما يحسن سيولة الأسهم.

وعلى النقيض من ذلك، توصلت دراسات أخرى إلى نتائج مغايرة، حيث رأت أن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية قد يُؤدي إلى تأثير سلبي على سيولة الأسهم. فقد أُشير إلى أن توافر النقدية المحتفظ بها قد يُقلل من حاجة الشركات للتمويل الخارجي، سواء عبر إصدار الأسهم أو الحصول على القروض، وهو ما قد يُسهم في تقليل تكلفة نقص الأصول السائلة. إلا أن هذا التوجه قد يؤدي أيضًا إلى إضعاف حجم الموارد النقدية المتاحة للإنفاق الاستثماري عند الحاجة، خاصة خلال فترات الأزمات (Butler *et al.*, 2005, Huang *et al.*, 2015).

(Fujitani *et al.*, 2024) ، وفي ضوء نظرية الإشارة، أوضح(Edmans *et al.*, 2013) ، أن احتفاظ المديرين بالنقدية يمنحهم مرونة أكبر في اتخاذ القرارات الاستثمارية دون تحمل مخاطر انخفاض سيولة الأسهم.

أما من الناحية النظرية، فقد أشارت الأدبيات إلى وجود ارتباط إيجابي بين تجزئة الأسهم ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، استنادًا إلى فرضيتي نطاق التداول والإشارة. ووفقًا لهذا التوجه، تُسهم عملية تجزئة الأسهم في خفض القيمة الاسمية للسهم، مما يجعله في متناول شريحة أوسع من المستثمرين، ويُحفّز على زيادة حجم التداول، وبالتالي تحسين مستوى سيولة الأسهم (Huang *et al.*, 2013) ويُعزى هذا الأثر إلى انخفاض السعر السوقي للسهم بعد التجزئة، الأمر الذي يُسهّل عمليات البيع والشراء، ويُعزز من مرونة التحويل إلى النقدية. ومع ذلك، فإن النتائج التجريبية حول طبيعة هذه العلاقة جاءت متباينة؛ ما بين مؤيد ومعارض.

وفي السياق المحلي، نفذت عدة شركات مدرجة في البورصة المصرية عمليات تجزئة لأسهمها لأسباب متعددة، منها ما يهدف إلى تعزيز سيولة الأسهم، ومنها ما يرتبط بالحفاظ على مستويات معينة من النقدية. ومع ذلك، لم تحظَ العلاقة المباشرة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم بالاهتمام الكافي في الأدبيات التطبيقية ضمن بيئة الأعمال المصرية، لا سيما بين الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية. كما أن الدراسات السابقة لم تُقدّم أدلة تجريبية حاسمة بشأن ما إذا كانت قرارات تجزئة الأسهم تؤثر على سيولة الأسهم من خلال الدور الوسيط لمستوى الاحتفاظ بالنقدية. ومن هذا المنطلق، تنبثق مشكلة الدراسة الحالية، التي تسعى للإجابة عن التساؤل البحثي الآتي:

هل هناك تأثير لتجزئة السهم على سيولة الأسهم من خلال الدور الوسيط لمستوى الاحتفاظ بالنقدية.

3.1. أهداف الدراسة

3/1/1 معرفة تأثير تجزئة الأسهم على سيولة الأسهم.

3/1/2 معرفة تأثير مستوى الاحتفاظ بالنقدية على سيولة الأسهم.

3/1/3 معرفة تأثير تجزئة الأسهم على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

3/1/4 معرفة التأثيرغير المباشر لتجزئة الأسهم على سيولة الأسهم من خلال المتغير الوسيط (مستوى الاحتفاظ بالنقدية).

4.1. أهمية الدراسة

1.4.1. الأهمية العملية

تنبع الأهمية العملية للدراسة الحالية من كونها تُسهم في إثراء سلسلة الدراسات المتعلقة بالقطاعات المُدرجة في سوق رأس المال، والذي يُمثل أحد الأعمدة الأساسية في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، ومصدرًا فاعلًا في توجيه قرارات مختلف أصحاب المصلحة، وعلى رأسهم المديرون التنفيذيون، والمستثمرون، والمحللون الماليون. وتكمن أهمية هذه الدراسة في تركيزها على قرارات تجزئة الأسهم بوصفها إحدى الأدوات المؤثرة في أداء سوق رأس المال، لما لها من دور في توسيع قاعدة المستثمرين وتنشيط حركة التداول، وبالتالي تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية. ومن هذا المنطلق، يُتوقع أن تُسهم نتائج الدراسة في دعم عملية اتخاذ القرار الاستثماري لدى الجهات المعنية، من خلال توفير إطار تحليلي لقياس أثر تلك القرارات في السوق المصري.

2.4.1. الأهمية العلمية

أما من الجانب العلمي، فتسعى الدراسة إلى استكشاف الآليات التفسيرية التي تربط بين تجزئة الأسهم وسيولة الأسهم، مع التركيز على مستوى الاحتفاظ بالنقدية كمتغير وسيط محتمل في هذه العلاقة. وتُعد هذه المقاربة إضافة نوعية إلى الأدبيات المالية، التي تُسلّط الضوء على كيفية تأثير قرارات الاحتفاظ بالنقدية داخل الشركات على سيولة الأسهم المتداولة في السوق. كما تهدف الدراسة إلى سد الفجوة المعرفية من خلال تقديم تحليل نظري وتطبيقي يُسهم في تعميق الفهم العلمي لهذه العلاقة في سياق بيئة الأسواق الناشئة، لا سيما السوق المصرية.

5.1. حدود الدراسة

1.5.1. الحدود الزمانية والمكانية

اقتصرت الدراسة من حيث الإطار الزمني والمكاني على جميع الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من عام 2018 إلى عام 2023، حيث تم تركيز التحليل على الشركات التي قامت بعمليات تجزئة لأسهمها خلال هذه الفترة.

2.5.1. الحدود الموضوعية

من حيث النطاق الموضوعي، ركزت الدراسة على تحليل تجزئة الأسهم باعتبارها أحد العوامل المؤثرة في مستوى سيولة الأسهم، وذلك من خلال المتغير الوسيط المتمثل في مستوى الاحتفاظ بالنقدية. كما تم تضمين مجموعة من المتغيرات الرقابية ضمن النموذج التحليلي. ولضمان عزل الأثر الفعلي لتجزئة الأسهم، تم استبعاد أي أحداث أو إعلانات أخرى صدرت بالتزامن مع عملية التجزئة محل الدراسة.

واعتمدت الدراسة على مؤشر الفجوة السعرية بين سعري العرض والطلب (Bid-Ask Spread) كمقياس رئيس لسيولة الأسهم، استنادًا إلى دراسات (Corwin & Schultz, 2012, Lou & Shu, 2017) .

ويُعد هذا المؤشر من أبرز مؤشرات قياس سيولة الأسهم ، حيث يُعبّر عن الفارق بين سعر البيع الذي يحدده المستثمر (Ask price) وسعر الشراء الذي يكون مستعدًا لدفعه(Bid price) ، كما تم إدراج اللوغاريتم الطبيعي لحجم التداول ضمن المؤشرات الكمية لقياس سيولة الأسهم.

وقد استندت الدراسة إلى منهجية تحليل المسار (Path Analysis) لتقدير معلمات النموذج الهيكلي، بهدف قياس كل من الأثر المباشر وغير المباشر للمتغير المستقل (تجزئة الأسهم)، والمتغيرات الرقابية، على المتغير التابع (سيولة الأسهم)، من خلال الدور الوسيط الذي يؤديه مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

2 .الدراسات السابقة وصياغة الفروض

1.2. تأثير تجزئة الأسهم على سيولة الأسهم

تُعد سيولة الأصول المالية في أسواق رأس المال من العناصر الأساسية التي تُسهم في تعزيز كفاءة الأسواق، كما تُشكّل أحد العوامل الجاذبة للمستثمرين بمختلف فئاتهم. فكلما ارتفع مستوى سيولة الأسهم، ازدادت قدرة المستثمرين على تنفيذ عمليات البيع والشراء بسهولة ويسر، مما يؤدي إلى ارتفاع حجم التداول وتنشيط السوق بشكل عام. وفي هذا الإطار، يؤكد(Dennis & Strickland, (2003 ، أن ارتفاع السيولة يُعد شرطًا جوهريًا لتفعيل وظيفة السوق في تخصيص الموارد بكفاءة.

وترتبط سيولة الأسهم ارتباطًا وثيقًا بما يُعرف بفرضية "النطاق السعري المثالي"، التي تفترض أن خفض السعر السوقي للسهم إلى مستوى معين يجعله أكثر جذبًا للمستثمرين، خصوصًا الأفراد، ويُسهم في زيادة قابليته للتداول، وهو ما ينعكس على حجم التداول ومستوى سيولة الأسهم. وتدعم هذه الفرضية الرؤية التي ترى أن تجزئة الأسهم تُسهم في إعادة توجيه سعر السهم نحو قيمته الاسمية، ومن ثم تقريبه من النطاق المثالي للتداول، بما يُمكّن المستثمرين ذوي رؤوس الأموال المحدودة من الدخول إلى السوق والاستثمار في تلك الأسهم (Jupta, 2012).

وقد دعمت العديد من الدراسات هذا التوجه؛ إذ أظهرت نتائج دراسة Hafner *et al.*, (2024) ، التي تناولت مؤشرات S&P 500 و S&P 400 وS&P 600، وجود أثر إيجابي وذي دلالة إحصائية لعملية تجزئة الأسهم على سيولة الأسهم ، بما يؤكد الدور الحيوي لهذه العملية في تحسين السيولة للأسهم. وفي ذات السياق، توصلت دراستان لكل من Guo *et al.*, (2008) وHow & Tsen, (2019)، إلى نتائج مشابهة، حيث أكدت أن تجزئة الأسهم تُسهم في تقليص الفجوة السعرية بين سعري العرض والطلب، وزيادة عدد المستثمرين الأفراد، وهو ما يعزز سيولة الأسهم. وقد استندت تلك النتائج إلى تحليلات لبيانات أسهم عادية مدرجة في بورصة طوكيو للفترة من يناير 1996 إلى ديسمبر 2005، بالإضافة إلى بيانات 45 شركة ماليزية أعلنت عن تجزئة أسهمها خلال الفترة من 2011 إلى 2015.

ومن منظور فرضية الإشارة ، كان(Fama *et al.*, (1969 ، من أوائل من أشار إلى أن إعلان تجزئة الأسهم غالبًا ما يرتبط بتحقيق عوائد إيجابية. وقدّم كل من(Lamoureux & Poon, (1987 ، دعمًا تجريبيًا لهذا

الطرح، مؤكدين أن تجزئة الأسهم تُعد بمثابة إشارة إيجابية تصدر عن الإدارة التي تمتلك معلومات داخلية حول آفاق الشركة المستقبلية، مما يؤدي إلى تعزيز السيولة فور الإعلان عن التجزئة.

وفي ذات الاتجاه، أثبتت دراسة(Flowre, (2025، التي تناولت عينة من 38 شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة من 2020 إلى 2023، باستخدام منهجية دراسة الحدث، وجود تأثير إيجابي لتجزئة الأسهم على سيولة الأسهم. وأظهرت النتائج أن عملية التجزئة ساعدت في إعادة هيكلة السعر السوقي للأسهم وجعله أقرب إلى النطاق السعري الأمثل، مما أدى إلى زيادة مرونة التداول في السوق.

وعلى الرغم من تلك الأدلة الداعمة، إلا أن التطبيقات أظهرت وجهات نظر معاكسة. فقد أشار Copeland, (1979) ، إلى أن الأثر المتوقع لتجزئة الأسهم لا يكون دائمًا إيجابيًا؛ إذ يمكن في بعض الحالات أن تؤدي هذه العملية إلى انخفاض السيولة نتيجة ارتفاع تكاليف المعاملات، وزيادة عوائد شركات الوساطة، واتساع الفجوة بين سعري العرض والطلب بعد تنفيذ التجزئة.

كما أكدت دراسة(Wasenius, (2024، التي أُجريت في السوق الفنلندي، وجود علاقة سلبية بين تجزئة الأسهم والسيولة، حيث توصلت إلى أن عملية التجزئة قد تُقلص من تقلبات العائد، وتخفض سيولة الأسهم ، وذلك استنادًا إلى تحليل امتد من عام 2000 حتى عام 2023. كما توصلت كل من (Ikenberry & Ramnath, 2002; Titman *et al.*, 2022) ، إلى نتائج متقاربة، حيث أشارت إلى الأثر السلبي لتجزئة الأسهم على سيولة الأسهم في بعض الأسواق دون غيرها.

ومن منظور آخر، أوضحت دراسة(Duffy *et al.*, (2023 ، أن تجزئة الأسهم لا تُحدث تأثيرًا معنويًا في ردود فعل السوق، إذ لم تظهر الفروق بين الشركات التي نفّذت التجزئة وتلك التي لم تنفذها (بنسبة مقارنة 2 إلى 1) أي دلالة جوهرية في استجابة أسعار الأسهم للتغيرات الجوهرية عقب الإعلان. ويرجع هذا التباين إلى وجود اختلافات في القدرات الإدراكية لدى المستثمرين، مما يؤدي إلى تباين في استجابتهم تجاه عملية التجزئة.

وبناءً على ما سبق من أدبيات، يتضح أن الدراسات السابقة بشأن تأثير تجزئة الأسهم على سيولة الأسهم جاءت متباينة في نتائجها، حيث أظهرت بعضها أثرًا إيجابيًا ملموسًا، في حين أشارت أخرى إلى وجود تأثير سلبي، ويعكس هذا التباين، سواء على مستوى الأدلة التجريبية أو التفسيرات النظرية، أهمية تحليل هذه العلاقة في السوق المصري.

وعليه، يمكن اشتقاق الفرضية الأولى للدراسة على النحو الآتي:

الفر ض الأول:"ليس هناك تأثير معنوي لتجزئة الأسهم على سيولة السهم .

2.2. تأثير مستوى الاحتفاظ بالنقدية على سيولة السهم

تناولت أدبيات التمويل العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم ضمن عدد من النظريات، أبرزها نظرية الوكالة ونظرية الالتقاط التدريجي. وقد أظهرت مجموعة من الدراسات، من بينها دراسة Azinfar & Shiraseb, (2016) ، أهمية سيولة الأسهم في تحديد السياسات المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية داخل الشركات، موضحة العلاقة السببية بين المتغيرين. وعلى الرغم من هذا الاهتمام، إلا أن نتائج الدراسات جاءت متباينة؛ حيث دعمت بعضها وجود علاقة سلبية، بينما أيدت أخرى وجود علاقة إيجابية، مما يعكس اختلافات قائمة وفقًا للسياق التحليلي والمنهجية المستخدمة.

في الاتجاه المؤيد لوجود علاقة سلبية، كشفت دراسة Hu *et al.*, (2019) ، عن أن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية يؤدي إلى انخفاض ملموس في سيولة الأسهم. وقد أوضحت الدراسة أن الشركات التي تحتفظ بمستويات منخفضة من النقدية تكون أكثر قدرة على تحسين سيولة أسهمها، نظرًا لسعيها إلى تقليل المخاطر الخاصة (Idiosyncratic Risk) وتم دعم هذه النتيجة من خلال التحكم في عدة متغيرات تشمل خصائص الشركات، والاختلافات القطاعية، والعوامل الزمنية.

وفي السياق ذاته، أشارت دراسة Nguyen & Li, (2022) ، التي استهدفت شركات مقيدة في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة 2017–2021، إلى أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يؤثر سلبًا على سيولة الأسهم، حيث تم قياس النقدية كنسبة من إجمالي الأصول، بينما تم التعبير عن السيولة من خلال نسبة الأصول المتداولة إلى الخصوم المتداولة، باستخدام نموذج الانحدار التجميعي.

وقد دعمت هذه النتائج كل من(Butler *et al.*, 2005, Huang *et al.*, 2015; Hu *et al.*, 2019)، حيث بينت هذه الدراسات أن زيادة مستويات النقدية داخل الشركات يمكن أن تؤدي إلى تراجع في سيولة الأسهم، وذلك استنادًا إلى أن وفرة النقدية تقلل من الحاجة إلى الاعتماد على التمويل الخارجي، سواء عبر إصدار أسهم أو الاقتراض، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة نقص الأصول السائلة. وفي هذا الإطار، أوضح Edmans *et al.*, (2013) أن المديرين يُفضّلون الاحتفاظ بمبالغ نقدية مرتفعة لتفادي الضغوط الناتجة عن ضعف السيولة السوقية، ومن أجل الحفاظ على حرية اتخاذ القرارات الاستثمارية دون الحاجة إلى الخضوع لشروط سوق رأس المال.

وفي تأكيد إضافي لهذا التوجه، توصلت دراسة Ryosuke *et al.*, (2024) ، التي شملت 52 شركة مدرجة في بورصة طوكيو خلال الفترة من أبريل 2019 إلى مارس 2020، إلى أن العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والسيولة كانت سالبة ومعنوية، حيث تم قياس مستوى النقدية كنسبة من إجمالي الأصول، بينما تم التعبير عن سيولة الأسهم من خلال حجم التداول. وأظهر تحليل الانحدار في هذه الدراسة أن زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية يقترن بانخفاض في سيولة الأسهم.

في المقابل، تبنت بعض الدراسات منظورًا مغايرًا يشير إلى وجود علاقة موجبة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم. فقد أوضح كل من
Opler *et al.*, 1999, (Acharya *et al*, 2020; Almeida *et al.*, 2004;Bates *et al.*, 2009) أن المديرين قد يلجؤون إلى تعزيز الاحتياطيات النقدية في الشركات التي تتمتع بسيولة مرتفعة لدرء التأثيرات السلبية الناجمة عن تقلبات السوق، لا سيما في فترات الانهيارات أو التذبذبات الحادة. وفي هذا السياق، يُنظر إلى ارتفاع مستوى النقدية كأداة دفاعية تُسهم في تقليص تكلفة رأس المال، خاصةً في حالات التقلب غير المتوقع في أسعار الأسهم (Im *et al.*, 2021).

ومن الجدير بالذكر أن دراسة Ryosuke *et al.*, (2024) ، وعلى الرغم من دعمها السابق للعلاقة السالبة، أشارت أيضًا إلى وجود بعض النتائج التي تدعم وجود علاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم في سياقات محددة، ما يدل على وجود تأثيرات وسيطة محتملة واختلاف في الظروف المحيطة بالشركات قيد الدراسة. وتماشياً مع هذا الاتجاه، أشارت دراسات أخرى مثل(Nyborg *et al.*, 2021, Fujitani *et al.*, 2024) ، إلى أن ارتفاع مستويات الاحتفاظ بالنقدية يُسهم في تحسين سيولة الأسهم. وقد تم تفسير هذا الأثر على أساس أن تحسن السيولة يُقلل من القيود التمويلية المفروضة على الشركات، ويزيد من قدرتها على جذب الاستثمارات. كما أشار كل من(Bushee, 2001, Callen & Fang, 2014) ، إلى أنه عندما ترتفع تكلفة الحصول على التمويل الخارجي، تميل الشركات إلى الاحتفاظ بالنقد كوسيلة لضمان استمرارية تمويل استثماراتها، وتوفير درجة من الحماية في مواجهة المخاطر السوقية المفاجئة.

ومع ذلك، فإن معظم الأدبيات التي ناقشت العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم لا تزال محدودة نسبيًا، لا سيما في السياق المصري، كما أن نتائجها لم تحسم الاتجاه العام للعلاقة بين المتغيرين، مما يُبرز الحاجة إلى المزيد من الدراسات التي تتناول هذه العلاقة .

الفر ض الثاني :"ليس هناك تأثير معنوي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على سيولة الأسهم"

3.2 . تأثير تجزئة الأسهم على مستوى الاحتفاظ بالنقدية

تناولت الأدبيات المالية العلاقة بين تجزئة الأسهم ومستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال عدد من التفسيرات والنماذج النظرية، ومن أبرزها "فرضية نطاق التداول"، التي ترى أن الشركات تُقدم على تجزئة أسهمها عندما يرتفع سعر السهم عن النطاق السعري المثالي من وجهة نظر المستثمرين. ويُقصد من هذا الإجراء خفض السعر السوقي للسهم ليصبح أكثر جاذبية وسهولة في التداول، خصوصًا لدى المستثمرين الأفراد من ذوي رؤوس الأموال المحدودة. وقد طُرحت هذه الفرضية للمرة الأولى في أعمال Copeland, (1979) ، الذي أشار إلى أن انخفاض السعر الاسمي للسهم بعد التجزئة يسهم في تعزيز قدرة المستثمرين الصغار على اقتنائه، الأمر الذي قد يؤدي إلى زيادة الإقبال على السهم، وبالتالي يحفز الشركات على الحفاظ على مستويات مرتفعة من النقدية.

وقد تجسّد هذا الطرح في الحالة التطبيقية لشركة.Apple Inc ، التي أعلنت في عام 2014 عن تجزئة سهمها بنسبة 7 إلى 1، حيث صرّح المدير التنفيذي، Tim Cook، أن الهدف من القرار هو توسيع قاعدة المستثمرين عبر جعل السهم أكثر قابلية للوصول. وأيدت العديد من الدراسات هذا التوجه، مثل دراسات (Easley *et al.*, 2001, Goyenko & Ukhov, 2009) ، التي بيّنت أن تجزئة الأسهم تُعد وسيلة فعالة لتعزيز الوصول إلى السهم، الأمر الذي قد يؤدي إلى تعديلات في السياسات المالية، ومنها سياسة الاحتفاظ بالنقدية.

من جهة أخرى، تقدم "فرضية الإشارة" تفسيرًا بديلًا للعلاقة بين تجزئة الأسهم ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، من خلال التركيز على دور المعلومات غير المتناظرة. ووفقًا لهذه الفرضية، فإن قرار تجزئة الأسهم قد يُمثل إشارة ضمنية على تفاؤل الإدارة تجاه الأداء المستقبلي للشركة، خاصة عند اقتران القرار بإعادة توجيه السعر السوقي للسهم إلى نطاقات أكثر ملاءمة للتداول. وتُعتبر هذه التجزئة وسيلة لتقليص فجوة المعلومات بين المديرين والمستثمرين، مما يدفع الشركة نحو الحفاظ على مستوى أعلى من النقدية لدعم هذه الإشارة وتعزيز الثقة بالسهم. كما تسهم هذه الخطوة في توسيع قاعدة المساهمين، وتيسير بناء محافظ استثمارية أكثر تنوعًا، لاسيما من جانب المستثمرين الأفراد، وتشجيع الوسطاء الماليين على تنشيط التداول (أيمن كمال بكير، ومحمود صبح، 2015).

وقد دعمت العديد من الدراسات التجريبية هذه الفرضية، حيث توصل(Lakonishok & Lev, (1987 ، إلى أن الشركات التي نفّذت عمليات تجزئة سجلت معدلات نمو أعلى في الأرباح خلال الفترات التي تلت التجزئة مقارنةً بغيرها. كما أظهرت دراسة(McNichols & Dravid, (1990 ، أن التجزئة يمكن أن تعكس وجود معلومات داخلية إيجابية لدى الإدارة بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، حيث أظهر الإعلان عن التجزئة عائدًا متوسطًا بلغ 3.38%، وحققت الشركات المعنية عوائد بنسبة 7.93% في العام الأول بعد التجزئة، و12.15% خلال السنوات الثلاث اللاحقة. وعلى نفس المنوال، بينت دراسات (Ikenberry & Rankine, 2002, Rankine & Stice, 1997) ، أن قرارات التجزئة غالبًا ما ترتبط بتوقعات مستقبلية إيجابية، وأن تعديل النطاق السعري للسهم يأتي منسجمًا مع هذه التوقعات.

كما تم النظر إلى العلاقة بين تجزئة الأسهم والاحتفاظ بالنقدية من خلال منظور "نظرية الوكالة"، التي تفترض أن المديرين قد يُفضلون الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية من أجل توسيع صلاحياتهم، أو توجيهها نحو استثمارات قد لا تعود بعوائد مجدية للمساهمين، لاسيما في الشركات ذات فرص النمو المحدودة والتدفقات النقدية الكبيرة. وفي هذا الصدد، توصل(Lang *et al.*, (1991 ، إلى أن توافر النقدية قد يؤدي إلى الإفراط في الاستثمار، في حين قدمت(Harford *et al.*, (2009 ، أدلة تشير إلى أن الشركات ذات الاحتياطيات النقدية المرتفعة تميل إلى اتخاذ قرارات استثمارية قد تُسهم في تقليص القيمة السوقية، موضحة أن تفاعل السوق مع هذه القرارات قد يؤثر بدوره على مستويات النقدية المُحتفظ بها.

من ناحية أخرى، دعمت الدراسات المبكرة هذا الارتباط الإيجابي، إذ أظهرت كل من (Fama *et al.*, 1996; French & Roll, 1986)، من خلال تحليل بيانات لتجزئة الأسهم في الفترة ما بين 1927 و1959، أن الشركات التي أعلنت عن تجزئة أسهمها سجلت عوائد غير عادية بلغت في المتوسط حوالي 30% خلال العامين السابقين لعملية التجزئة. وقد أُرجعت هذه النتائج إلى توقعات بتحسن التدفقات النقدية المستقبلية.

وفي السياق ذاته، قدم Jones & Adamolekun, (2022) ، دعمًا لفرضية الإشارة، حيث قامت بتحليل تفاعل السوق مع إعلانات تجزئة الأسهم التي اقترنت بإعلانات أرباح الشركات بين عامي 1989 و2019، وتوصلت إلى أن السوق يتفاعل بصورة إيجابية أكبر عند تزامن التجزئة مع الإعلان عن أرباح، بما يعكس تعزيز ثقة المستثمرين في تحسن الأداء المالي المستقبلي.

وعلى نحو مماثل، أظهرت دراسة Ha, (2024) أن استجابة السوق تكون أقوى لدى الشركات التي تمتلك احتياطيات نقدية كبيرة، حيث استندت الدراسة إلى تحليل 4,256 إعلانًا استثماريًا في بورصة لندن بين عامي 2005 و2019، وتوصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين حجم النقدية المُحتفظ بها وقرارات التجزئة، موضحة أن هذه الاحتياطيات تمثل مؤشرًا استراتيجيًا مهمًا يُعزز من تفسير التجزئة بوصفها جزءًا من سياسات مالية تهدف إلى تحقيق استقرار واستدامة الأداء.

الفر ض الثالث " ليس هناك تأثير معنوي لتجزئة الأسهم على مستوى الاحتفاظ بالنقدية "

4.2 تأثير تجزئة الأسهم على سيولة الأسهم من خلال مستوى الاحتفاظ بالنقدية

واستناداً إلى ماسبق يتضح أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية لم يعد مكون أساسي من مكونات هيكل رأس المال فقط، بل أصبح يُمثّل أداة استراتيجية فعّالة تسهم في تعزيز قدرة الشركات على توفير السيولة المطلوبة في فترات الأزمات وعدم اليقين. وقد برز هذا المفهوم مؤخرًا كأحد المحفزات المهمة لاتخاذ قرارات تجزئة الأسهم، ولا سيما في ظل تصاعد التقلبات الاقتصادية وتكرار حالات الإفلاس بين كبرى الشركات، الأمر الذي دفع العديد من المؤسسات إلى تعزيز احتياطاتها النقدية بهدف الوفاء بالالتزامات الطارئة وتقليل احتمالات التعرض للمخاطر المالية(Ha, 2024).

وقد أدّى هذا التحول في مستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى إثارة عدد من التساؤلات في الأدبيات المالية بشأن الآثار الاقتصادية لمستوى الاحتفاظ بالنقدية، لا سيما فيما يتعلق بإمكانية قيام هذا المتغير بدور الوسيط في العلاقة بين تجزئة الأسهم وسيولة الأسهم. وفي هذا الإطار، قدّمت كل من نظرية الوكالة ونظرية الالتقاط التدريجي تفسيرًا للعلاقة السالبة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم، حيث ترى هذه النظريات أن ارتفاع النقدية المحتفظ بها داخل الشركات يؤدي إلى تقليص حاجتها إلى الأسواق المالية، وهو ما يحدّ من انسيابية التداول ويؤثر سلبًا على سيولة الأسهم. وقد دعمت هذا الاتجاه مجموعة من الدراسات التطبيقية، من بينها:

(Butler *et al.*, 2005, Huang *et al.*, 2015, Hu *et al.,* 2019) ، والتي أشارت إلى تأثير سلبي واضح لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على سيولة الأسهم.

في المقابل، برز اتجاه بحثي مغاير يرى أن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والسيولة قد تكون إيجابية، حيث يُعزز توافر النقدية من ثقة المستثمرين ويُقلّل من القيود التمويلية المفروضة على الشركات، الأمر الذي يُسهم في تحسين السيولة السوقية. وقد أيدت هذا كل من(Nyborg *et al.*, 2021, Fujitani *et al.*, 2024, Ryosuke *et al.*, 2024).

من ناحية أخرى، قدّمت فرضيتا "نطاق التداول" و"الإشارة" تفسيرات مختلفة للعلاقة بين تجزئة الأسهم ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث أشارتا إلى أن تجزئة الأسهم قد تُفسَّر في بعض الحالات على أنها إشارة إيجابية من الإدارة تعكس تفاؤلها بمستقبل الشركة ورغبتها في جذب قاعدة أوسع من المستثمرين، في حين ترتبط أحيانًا بتعديلات في السياسة النقدية للشركة. وقد دعم هذه الفرضية كل من.(Wasenius, 2024, Sormin, 2024, Copeland, 1979)

وفي المقابل، كشفت دراسات أخرى عن وجود علاقة إيجابية بين تجزئة الأسهم ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، من بينها دراسات (Hafner *et al.*, 2024, Huang *et al.*, 2013) ، والتي استندت إلى فرضية مفادها أن التجزئة تُسهم في خفض السعر الاسمي للسهم، مما يزيد من إمكانية وصول المستثمرين إليه، ويؤدي إلى اجتذاب شرائح جديدة من المستثمرين، وبالتالي تعزيز حجم التداول وتحسين سيولة السهم, كما أوضحت دراسة Flowren, (2025) أن تجزئة الأسهم تسهم بشكل ملحوظ في رفع سيولة السهم، لاسيما في ظل ما يُعرف بـ "النطاق السعري المثالي"، حيث تؤدي التجزئة إلى تخفيض القيمة الاسمية للسهم، و ارتفاع تداول الأسهم وبالتالي تحسين سيولة السهم.

وعلى الرغم من تنوع التفسيرات النظرية والتطبيقية المتعلقة بالعلاقة بين تجزئة الأسهم وسيولة الأسهم، لا تزال الآليات المحددة لتأثير مستوى الاحتفاظ بالنقدية على سيولة الأسهم نادرة, وذلك يقودنا إلى معرفة تأثير تجزئة الأسهم على سيولة الأسهم والدور الوسيط لمستوى الاحتفاظ بالنقدية وهو ما يقودنا ألى بناء الفر ض الرابع للبحث كما يلي:

الفرض الرابع: ليس هناك تأثير معنوي لتجزئة الأسهم على سيولة الأسهم من خلال المتغير الوسيط مستوى الاحتفاظ بالنقدية ".

3. الإطار النظري

1.3.الاحتفاظ بالنقدية

تُعد النقدية من بين أكثر الأصول تميزًا من حيث السيولة وأقلها من حيث الربحية، ومع ذلك فإنها تُشكل عنصرًا محوريًا في تمكين الشركات من الوفاء بالتزاماتها المالية قصيرة الأجل. ويُعد غياب مستوى كافٍ من السيولة النقدية عاملًا رئيسًا في تعرّض الشركات إلى مخاطر العجز عن سداد التزاماتها، وهو ما قد يؤدي في بعض الحالات إلى إعلان الإفلاس. كما أن الاحتفاظ بالنقدية يمثل ضرورة استراتيجية لتمويل المشروعات المستقبلية، والتعامل مع التقلبات غير المتوقعة في بيئة الأعمال، فضلًا عن دعم النمو والتفوق التنافسي. ومن جهة أخرى، يُعزز توافر السيولة من ثقة أصحاب المصالح في قدرة الإدارة على اقتناص الفرص الاستثمارية، ويُسهم في خفض تكلفة التمويل الخارجي، وتحقيق قدر من الاستقرار المالي المستدام

(Huang Meier *et al.*, 2016, Chi & Su, 2016, Lu *et al.*, 2017; Habib *et al.*, 2017, Shiau *et al.*, 2018; Le *et al*, 2018; Bick *et al.*, 2018, Mouline, 2021).

وبذلك، فإن الاحتفاظ بالنقدية لا يُعد مجرد وسيلة لتغطية المصروفات التشغيلية اليومية، بل يُمثّل أيضًا أداة وقائية تُمكّن الشركات من امتصاص الصدمات المالية المفاجئة.

وفي هذا الإطار، ناقشت العديد من الدراسات، ومنها(Rao & Thaker, 2018, Habib *et al.*, 2017)، عددًا من النظريات التي تُفسر دوافع الشركات للاحتفاظ بالنقدية، وكان من أبرزها: دافع المعاملات , دافع الوقاية , دافع المضاربة, فضلا عن دافع الوكالة.

وفي هذا االسياق، طوّرت الأدبيات المالية عددًا من النظريات لتفسير سلوك الشركات تجاه الاحتفاظ بالنقدية، وتحديد ما يُعرف بـ "المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية". ومن أبرز هذه النظريات ما يلي:

نظرية المفاضلة(Trade–off Theory) ، ووفقًا لهذه النظرية فإن المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية يُحدد من خلال الموازنة بين المنافع والتكاليف الحدية. مثل تقليل تكاليف المعاملات، وتخفيف مخاطر التعثر المالي، وتقليص تكلفة التمويل الخارجي أو النقص في البدائل التمويلية (Farinha *et al.*, 2018) ، وقد اتفقت عدد من الدراسات التطبيقية على أن المديرين يسعون إلى تحقيق توازن بين تلك التكاليف والمنافع، بما يُحقق تعظيم القيمة السوقية للشركة ويُعزز ثروة المساهمين. ولتحقيق هذا الهدف، يجب تعديل حجم النقدية المحتفظ بها باستمرار استنادًا إلى التغيرات في البيئة التشغيلية والتمويلية

(Boubaker *et al*., 2015; Bates *et al.*, 2018; Ullah & Kamal, 2018; Farinha *et al.*, 2018; Nguyen, 2019; Asubonteng and Kong, 2021).

ووفقًا لنظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل(Pecking Order Theory) يتم ترتيب مصادر التمويل وفق التسلسل التالي: الأرباح المحتجزة، الأرصدة النقدية، الديون الآمنة، الديون مرتفعة المخاطر، وأخيرًا إصدار أسهم جديدة.(Ferreira & Viella, 2004; Magerakis *et al.*, 2015; Chireka & Fakoyay, 2017) .

أما نظرية التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow Theory) ، تُفترض رغبة الإدارة في تعظيم الأصول الصافية من خلال الاحتفاظ بنسبة مرتفعة من النقدية، مما يؤدي إلى زيادة سلطتها في اتخاذ القرارات الاستثمارية. ويُعتقد أن امتلاك فائض نقدي يقلل من الضغوط الموجهة نحو تحسين الأداء، مما قد يُتيح للإدارة توجيه النقدية إلى مشاريع تحقق أهدافها الخاصة، حتى وإن لم تحقق هذه المشاريع قيمة مضافة للمساهمين، وهو ما ينعكس سلبًا على كفاءة القرارات المالية، ويُبرز جانبًا من دافع الوكالة.

أما نظرية الوكالة (Agency Theory) ، فتستند إلى فكرة أن عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين يؤدي إلى تضارب المصالح. فقد تُستخدم النقدية المتاحة من قبل المديرين في تحقيق مصالحهم الشخصية، بدلًا من تعظيم قيمة الشركة. ووفقًا لـ(1976) ,Jensen & Meckling ، فإن توزيع النقد الزائد على المساهمين يُسهم في تقليص الأصول الخاضعة لتحكم الإدارة، وبالتالي يخفض من تكاليف الوكالة. وأشار

(1986) ,Jensen إلى أنه حتى في ظل نقص النقدية، يُفضل أن تلجأ الإدارة إلى الاقتراض وتوزيع الأرباح، لتقلل من الانحرافات الإدارية وتحدّ من السلوك غير المرغوب فيه. وفي هذا الإطار، يرى (2023) ,Almagribi *et al.* أن بعض المديرين قد يسعون إلى توسيع نفوذهم داخل الشركة من خلال توجيه النقدية نحو مشاريع منخفضة الجدوى الاقتصادية، لكنها تُساهم في زيادة حجم أصول الشركة، وهو ما ينعكس في زيادة مكافآتهم وتحقيق مصالحهم الذاتية. وبذلك، فإن التركيز على تراكم الأرصدة النقدية دون توجيهها نحو استثمارات مجدية قد يُلحق الضرر بمصالح المساهمين ويُعمّق من مشكلات الوكالة.ومن المتوقع أن يكون لمستوى الاحتفاظ بالنقدية دور وسيط في تفسير العلاقة بين قرارات تجزئة الأسهم وسيولة الأسهم.

2.3.سيولة الأسهم

تُعد سيولة الأسهم عاملًا رئيسًا في قرارات تجزئة السهم من خلال حجم التداول، حيث تُسهم في تحقيق الانسيابية والفعالية داخل السوق، بينما يؤدي ضعفها إلى اضطراب في أداء السوق. يحرص مديرو الشركات على متابعة أسعار أسهمهم باستمرار لضمان بقائها ضمن نطاق سعري ملائم للتداول، وذلك لأن التغيرات المفاجئة والحادة، سواء بالارتفاع أو الانخفاض، في أسعار الأسهم قد تخلّف آثارًا سلبية على حجم التداول، كما قد تُعرض بعض الشركات ذات القاعدة المحدودة من المساهمين لخطر الاستحواذ من جهات أخرى.

وترتبط سيولة الأسهم بالقدرة على تحويل السهم إلى نقد خلال أقصر فترة ممكنة، مع أدنى تكلفة ممكنة، وبسعر يقترب من آخر سعر تداول فعلي للسهم. وقد عرّف(2018) ,Ma *et al.* ، سيولة الأسهم بأنها إمكانية تنفيذ عمليات بيع أو شراء لكميات كبيرة من الأسهم دون تكبّد تكاليف مرتفعة. في حين أوضح

(2007) ,Hachmeister ، أن السيولة تعني القدرة على تبادل الأسهم بين المتعاملين في السوق بكميات مناسبة دون أن تُحدث تأثيرًا ملحوظًا على سعر السهم. ويؤكد(2012) ,Brennan *et al.* ، أن سيولة سوق الأسهم تتمثل في قدرة السوق على تنفيذ أحجام كبيرة من التداول بتكاليف منخفضة وخلال فترات قصيرة، دون أن تُحدث

تقلبات ملحوظة في الأسعار. أما(2022) ,.Amihud *et al* ، فقد أوضح أن السيولة تعكس قدرة المشترين والبائعين على التوافق فيما بينهم لإتمام تبادل الأوراق المالية بالسعر المحدد وبدون تأخير زمني يُذكر. نظرًا لما تمثله في تحديد مستويات العائد، وهو ما ينعكس على استراتيجيات استثمارية مناسبة. وقد تناولت دراسات متعددة مثل (Amihud & Mendelson, 2005; Bradrania *et al.*, 2015; Chang *et al*, 2010 Lam & Tam, 2011) العلاقة بين سيولة الأسهم والعوائد السوقية، بينما ركزت دراسات أخرى مثل

(Lee, 2011 ; Bradrania & Peat, 2014 ; Cao & Petrasek, 2014) على تأثير التغيرات في سيولة الأسهم على قرارات تجزئة السهم.

ومن جهة أخرى، كشفت بعض الأدبيات عن الجانب السلبي للسيولة حيث أن ارتفاع السيولة قد يكون مصحوبًا ببعض المخاطر. و توصل(2017) ,.Chang *et al* ، إلى أن زيادة السيولة قد تؤدي إلى احتمالية أكبر لانهيار أسعار الأسهم، خاصةً في ظل تزايد الأخبار السلبية. ويُعزى هذا إلى عاملين رئيسيين، الأول كما أوضح (2014) ,.Fang *et al* ، يتمثل في أن السيولة المرتفعة تجذب المستثمرين أصحاب الأفق الزمني القصير، الذين يسعون لتحقيق مكاسب سريعة، ما يُحدث تقلبات كبيرة في الأسعار. أما العامل الثاني، فيتعلق بقدرة كبار المساهمين على تصفية استثماراتهم بسرعة وبأقل تكلفة عند الإعلان عن أخبار سلبية، مما يدفع المديرين إلى حجب هذه الأخبار.

وفي هذا السياق، أشار كل من

(Opler *et al.*, 1999; Almeida *et a.l*, 2004; Bates *et al.*, 2009; Acharya *et al.*, 2020)

إلى أن المديرين، حين يدركون أن سيولة الأسهم المرتفعة قد تؤدي إلى ردود فعل مفرطة في السوق أو إلى انهيار في الأسعار، فإنهم يلجأون إلى زيادة مستويات الاحتفاظ بالنقدية لتقليل التأثيرات السلبية المترتبة على ارتفاع تكلفة رأس المال، بما يحافظ على أداء الشركة التشغيلي. كما أشار(2021) ,.Im *et al* ، إلى أن هذا التوجه في السياسة المالية قد يُسهم في تحسين مستوى سيولة الأسهم.

وعلى الجانب الآخر، يرى كل من

(Amihud & Mendelson, 1986; Diamond & Verrecchia, 1991) ، أن زيادة السيولة في سوق الأسهم تؤدي إلى خفض تكلفة حقوق الملكية، مما ينعكس بشكل إيجابي على قيمة الشركة ويُقلل من مستوى الرفع المالي. ويستند هذا الرأي إلى فرضية مفادها أن ارتفاع السيولة يجعل الأسهم أكثر جاذبية للمستثمرين، وخصوصًا إذا كانت مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، مما يدفع الشركات إلى الاحتفاظ بالنقدية لدعم قدرتها على إعادة شراء أسهمها(Peyer & Vermaelen, 2005; Dittmar, 2007) ، ويُعزى هذا الاتجاه إلى أن الشركات، في ظل توفر السيولة المرتفعة، يمكنها استخدام النقدية لشراء أسهمها المقيمة بأقل من قيمتها العادلة، أو للمساهمة في استقرار السعر السوقي بما يعكس القيم الجوهرية لتلك الأسهم.

وبناءً على ذلك، فإن توجه الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية يتزايد كلما ارتفعت سيولة الأسهم، إذ يمكنها من إعادة شراء الأسهم في توقيت مناسب، أو الاستفادة من فرص السوق لإعادة تقييم الأصول على نحو يعكس قيمتها الفعلية. وبالتالي، من المتوقع أن يرتفع مستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركات التي تتمتع بمستويات عالية من سيولة الأسهم، مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.

وعلى الرغم من أن سيولة الأسهم كانت موضوعًا رئيسًا في أدبيات التمويل، كما هو الحال في (Amihud & Mendelson, 1986; Grossman & Miller., 1988 ; Chordia *et al*., 2001)، إلا أن أهميتها تنامت بعد الأزمة المالية العالمية عام 2008، بوصفها عنصرًا محوريًا لا يقتصر أثره على المستثمرين والشركات فحسب، بل يمتد ليشمل الجهات الرقابية والاقتصاد الكلي. ولهذا السبب، شهدت مرحلة ما بعد الأزمة تسارعًا ملحوظًا في الأبحاث التي تناولت سيولة الأسهم، وخصوصًا في ظل ما تلعبه من دور مؤثر في ديناميكيات السيولة من منظور القرارت المرتبطة بتجزئة الأسهم والاحتفاظ بالنقدية .

3.3. تجزئة الأسهم

تُعرف تجزئة الأسهم بأنها قرار تتخذه الشركة بهدف زيادة عدد أسهمها المتداولة في السوق من خلال خفض القيمة الاسمية لكل سهم، بحيث يتم تعديل هذه القيمة وفقًا لنسبة التجزئة المحددة، والتي قد تكون 1 إلى 2، أو 1 إلى 3، أو نسبًا أعلى(Nelson *et al.,* (2009 ، وتُعد هذه العملية من القرارات المؤسسية التي يتم بموجبها تقسيم الاسهم إلى عدد أكبر من الأسهم، دون أن يُحدث ذلك أي تغيير في إجمالي حقوق المساهمين أو القيمة الحقيقية للسهم. وبالتالي فإن تجزئة الأسهم تؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المدرجة في السوق ، و تخفيض القيمة الاسمية للسهم بما يتناسب مع نسبة الزيادة في عدد الأسهم.

ويرى بعض المستثمرين أن التجزئة لا تُضيف قيمة حقيقية، بل تُعتبر مجرد تغيير شكلي يتمثل في زيادة عدد الأوراق المالية المتداولة. ومع ذلك، قد يُقابل هذا الحدث بارتفاع في سعر السهم إذا رافقه نمو في الأرباح أو زيادات في التوزيعات النقدية. أما إذا لم تترافق عملية التجزئة مع تحسن في العوائد أو التوزيعات، فقد يؤدي ذلك إلى تراجع القيمة السوقية للسهم بنسبة تعادل نسب التجزئة (Gitman, (2000.

وعلى الرغم من أن تجزئة الأسهم لا يُفترض، من الناحية النظرية، أن تؤثر على القيمة الفعلية لثروة المساهمين، إلا أن العديد من الدراسات التطبيقية أظهرت ارتباط هذا الحدث غالبًا بعوائد غير طبيعية موجبة عند الإعلان عنه (Grinblatt *et al.,*1984; Lamoureux & Poon, 1987; Desai & Jain, 1997; Byun & Rozeff, 2003).

وقد سعت النظريات المالية إلى تفسير دوافع تجزئة الأسهم من خلال فرضيتين رئيسيتين، هما فرضية السيولة ونظرية الإشارة .حيث تشير فرضية السيولة كما أشار(Easley *et al*., (2001 ، إلى أن وجود نطاق سعري مثالي لتداول الأسهم يدفع الشركات إلى تجزئة أسهمها في حال تجاوز السعر هذا النطاق، وذلك بغرض الحفاظ على مستوى سعر مناسب يفضله المستثمرون، الأمر الذي يساهم في تعزيز سيولة السهم.

من ناحية أخرى، تقدم نظرية الإشارة تفسيرًا سلوكيًا لتجزئة الأسهم، مفاده أن هذا القرار يمثل رسالة ضمنية من إدارة الشركة تحمل دلالات إيجابية عن الأداء المستقبلي المتوقع. وتفترض هذه النظرية أن المديرين يتمتعون بمعلومات أكثر دقة وعمقًا من المستثمرين بشأن آفاق الشركة، وبالتالي، فإن إعلان تجزئة الأسهم يُعد بمثابة مؤشر على ثقة الإدارة في تحقيق نتائج مستقبلية جيدة، وخصوصًا ما يتعلق بالتدفقات النقدية المتوقعة. ووفقًا لهذا المنظور، فإن التجزئة قد تؤثر على كل من سيولة الأسهم ومستوى الاحتفاظ بالنقدية في آنٍ واحد، من خلال تقليص فجوة المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، بما يعكس شفافية أكبر في التوقعات المستقبلية. ومن المتوقع أن تجزئة السهم يؤثر على سيولة الأسهم من خلال الاحتفاظ بالنقدية.

4 . منهجية الدراسة

1.4. مجتمع وعينة الدراسة

يتكوَّن مجتمع الدراسة الحالي من جميع الشركات غير المالية المُدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة التي تتوافر فيها البيانات الممتدة من عام 2018 وحتى عام 2023، حيث بلغ عدد هذه الشركات 218 شركة. أما عينة الدراسة فقد تم اختيارها فى ضوء المحددات التالية:

- أن تكون الشركة محل الدراسة مقيدة بالبورصة المصرية خلال السنوات المالية المشمولة بفترة الدراسة، وألا تكون قد خضعت لإجراءات الشطب الإجباري أو الاختياري خلال تلك الفترة، وذلك لضمان استمرارية القيد وتوافر البيانات.
- استبعاد الشركات العاملة في قطاع البنوك، وكذلك شركات الخدمات المالية غير المصرفية، وذلك لتحقيق درجة مناسبة من التجانس داخل العينة.
- أن تتوافر البيانات المتعلقة بقياس متغيرات البحث.
- استبعاد الشركات التي تقوم بإعداد قوائمها المالية بعملة غير الجنيه المصري.
- أن يكون اعلان تجزئة الأسهم غير متزامن مع اعلانات أخرى لنفس تاريخ الحدث.

وقد اسفر تطبيق الشروط السابقة عن احتيار 72 شركة بما يعادل 33%من إجمالي الشركات بمجتمع الدراسة وباجمالي عدد مشاهدات 350 مشاهدة ,ويوضح الجدول التالي عدد شركات عينة البحث و الشركات التي قامت بالتجزئة طبقا لنوع القطاع:

جدول 1: عدد الشركات عينة البحث و الشركات التي قامت بالتجزئة

القطاع	عدد شركات العينه	عدد الشركات التي قامت بالتجزئة	النسبة
موارد أساسية	10	1	10.0%
أغذية ومشروبات وتبغ	23	3	13.04%
مواد البناء	10	1	10.0%
مقاولات وانشاءات هندسية	10	4	40%
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	4	1	25%
طاقة وخدمات مساندة	2	0	0%
منسوجات وسلع معمرة	7	0	0%
عقارات	2	1	50%
ورق وتعبئة وتغليف	4	1	25%
الإجمالي	72	12	100%

2.4. مصادر البيانات ومتغيرات الدراسة

اعتمدت الدراسة في جمع البيانات على القوائم والتقارير المالية المنشورة للشركات محل الدراسة، والتي تم الحصول عليها من مصادر ، شملت الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية، وموقع "مباشر"، إلى جانب شركة "مصر لنشر المعلومات"، وذلك لضمان دقة وشمولية البيانات المستخدمة في التحليل.

1.2.4. مستوى الاحتفاظ بالنقدية المتغير الوسيط

يمثل هذا المتغير نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول ,استنادًا إلى ما ورد في دراسات كل من (Opler *et al.*, 1999; Huang et al, 2015; Hu *et al.*, 2019; Ryosuke *et al*., 2024).

2.2.4. سيولة الأسهم المتغير التابع

تم الاعتماد على مقياسين مختلفين لقياس سيولة الأسهم على النحو التالي:

- **حجم التداول** يعتمد هذا المقياس على دراسة(Amihud, (2002 ، والذي أستخدم على نطاق واسع لقياس سيولة السهم، حيث يُفترض أن تزداد سيولة الأسهم بازدياد حجم التداول. يتميز هذا المقياس بقدرته على التقاط الأثر السعري الناتج عن حركة التداول.
- **مؤشر الفجوة السعرية بين العرض والطلب Bid–Ask Spread**

وللتغلب على محدودية مقياس حجم التداول ، اعتمدت الدراسة كذلك على مؤشر الفرق بين سعر العرض وسعر الطلب، وهو أحد المؤشرات الدقيقة لقياس سيولة السهم.و تم استخدام هذا المؤشر بناءً على ما ورد في دراسات كل من(Corwin & Schultz, 2012; Lou & Shu, 2017) .

وتعبر عن تكلفة الفرق بين سعر الطلب (وهو السعرالمطلوب لبيع السهم ويسمى Ask price) وسعر العرض (وهو السعر الذي يكون المستثمر على استعداد لشراء السهم في السوق ويسمى Bid price) , ويشير إلى حجم

تكلفة المعاملات وتكلفة التداول التي يتحملها المستثمر لاتمام عملية التداول , من خلال المعادلة التالية – Bid :
Ask Spread = Ask price - Bid price / (Ask price - Bid price) / 2

3.2.4 تجزئة الأسهم المتغير المستقل

، ويأخذ قيمة 1 إذا قامت الشركة بتجزئة السهم , ويأخذ قيمة (Dummy Variable)
صفر إذا لم تقم الشركة بتجزئة السهم.

4.2.4. المتغيرات الحاكمة المتغيرات الرقابية

تم تضمين مجموعة من المتغيرات التي قد تؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بجانب المتغير الرئيسي الخاص بتجزئة الأسهم، وهي كالتالي:

1.4.2.4. قيمة الشركة

تم استخدام نسبة Tobin's Q وتمثل القيمه السوقية لحقوق الملكية و القيمة الدفترية للديون على اجمالي الإصول.
وتستند الدراسة في ذلك إلى أدبيات متعددة ، مثل دراسات:
(Myers & Majluf, 1984 ; Jensen, 1986; Greenwood, 2004).

2.4.2.4. الربحية لقياس ربحية الشركات، تم استخدام معدل العائد على الأصول(ROA) ، استنادًا إلى دراسة Dittmar *et al.*, (2003)، التي أكدت وجود علاقة إيجابية بين ربحية الشركات ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، من منظور نظرية التدفق النقدي الحر ونظرية الوكالة.

3.4.2.4. مخاطر السوق لقياس مخاطر السوق من خلال نموذج انحدار عائد السهم على عائد السوق باستخدام بيانات شهرية. وقد أوضحت دراسة(2022) Khatib *et al.*, ، أن هناك علاقة موجبة بين مستوى المخاطر و الاحتفاظ بالنقدية، حيث تلجأ الشركات إلى بناء احتياطات نقدية لمواجهة التقلبات غير المتوقعة.

4.4.2.4. الرفع المالي تم قياس الرفع المالي بنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول، بما يعكس درجة اعتماد الشركة على التمويل الخارجي. وتشير نظرية الالتقاط التدريجي إلى وجود علاقة سلبية بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وهو ما أيدته دراسات متعددة مثل (Dittmar *et al*., 2003; Bates *et al*., 2009):

5.4.2.4 الحجم لقياس حجم الشركة، تم استخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول. وتشير الأدبيات إلى أن الشركات الأكبر حجمًا غالبًا ما تكون لديها قدرة أعلى على الوصول إلى التمويل الخارجي، مما يدفعها إلى الاحتفاظ بنسبة أعلى من النقدية كإجراء احترازي. استنادا إلى دراسة Habib & Hasan, (2018) .

ويوضح الجدول التالي جميع المتغيرات المعتمدة في الدراسة إلى جانب أدوات وأساليب قياسها :

جدول 2: متغيرات البحث وكيفية قياسها

التصنيف	المتغير	اسم المتغير	طرق القياس	رمز المتغير	المصدر
المتغير الوسيط Mediator	الاحتفاظ بالنقدية	الاحتفاظ بالنقدية	النقدية وما في حكمها علي إجمالي الأصول	Y	;Huang et al., ;Opler 2015) et al., 1999
المتغير التابع (الداخلي) Endogenous Variables	سيولة السهم	مؤشر الفجوة السعرية بين العرض والطلب	أعلى سعرللسهم – أقل سعر)على (أقل سعر + أعلى سعر)/2	Z1	(Corwin and Schultz 2012) (Lou and Shu, 2017)
		حجم التداول	اللو غاريتم الطبيعي لحجم التداول trade value	Z2	Amihud, (2002)
المتغير المستقل		تجزئة الأسهم	متغير وهمي يساوي 1 إذا كانت الشركة قد قامت بتجزئة الأسهم و0 إذا كانت الشركة لم تقم بالتجزئة	X1	Stice (1996) Ikenberry & Rankine(2002)
المتغيرات الرقابية (الخارجية) Exogenous Variables	قيمة الشركة	Tobin's Q	القيمه السوقية لحقوق الملكية + القيمة الدفترية للديون على اجمالي الاصول	X2	Ameer، (2012) مليجى،2018)
	الربحية	معدل العائد على الأصول	صافي الربح على اجمالي الأصول	X3	Dittmar et al.,(2003)
	المخاطر	مخاطر السوق	من خلال نموذج إنحدار عائد السهم (عائد الشركة إلى عائد السوق) باستخدام بيانات شهرية	X4	Khatib et al.,(2022)
	الرفع المالي		إجمالي الإلتزامات على إجمالي الأصول	X5	Ali ,(2014); Fosu, (2013) ; Asante et al., (2014) (Gong et al., 2022,2024)
	الحجم		اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي (الأصول(الحجم	X6	Ullah and Kamal,(2018) Habib et al. ,(2018) ;

المصدر : اعداد الباحث

5. التحليل الإحصائي ونتائج البحث

يتناول هذا الجزء عرض نتائج التحليل الإحصائي الوصفي وكذلك نتائج اختبار الفروض البحثية لقياس الأثر المباشر وغير المباشر لتجزئة الأسهم والمتغيرات الرقابية على سيولة الأسهم في ضوء المتغير الوسيط مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد تم توظيف الأدوات الإحصائية التالية:

1.5. مصفوفة ارتباط بيرسون Pearson Correlation Matrix استخدمت هذه الأداة لقياس قوة ومعنوية العلاقات بين المتغيرات الخارجية (مثل تجزئة الأسهم والمتغيرات الرقابية) والمتغيرات الداخلية (مستوى الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم)، بهدف الكشف عن مدى الترابط بين هذه المتغيرات قبل التقدم إلى نماذج التحليل السببي.

2.5. تحليل المسار Path Analysis تم استخدام تحليل المسار كأداة إحصائية لتحديد الأثر المباشر وغير المباشر لمتغيرات الدراسة، بما في ذلك تجزئة الأسهم والمتغيرات الرقابية، على متغير سيولة الأسهم من خلال المتغير الوسيط (مستوى الاحتفاظ بالنقدية). وقد استند التقييم إلى مجموعة من مؤشرات جودة التوفيق التي تُستخدم للتحقق من مدى ملاءمة النموذج لبيانات العينة.

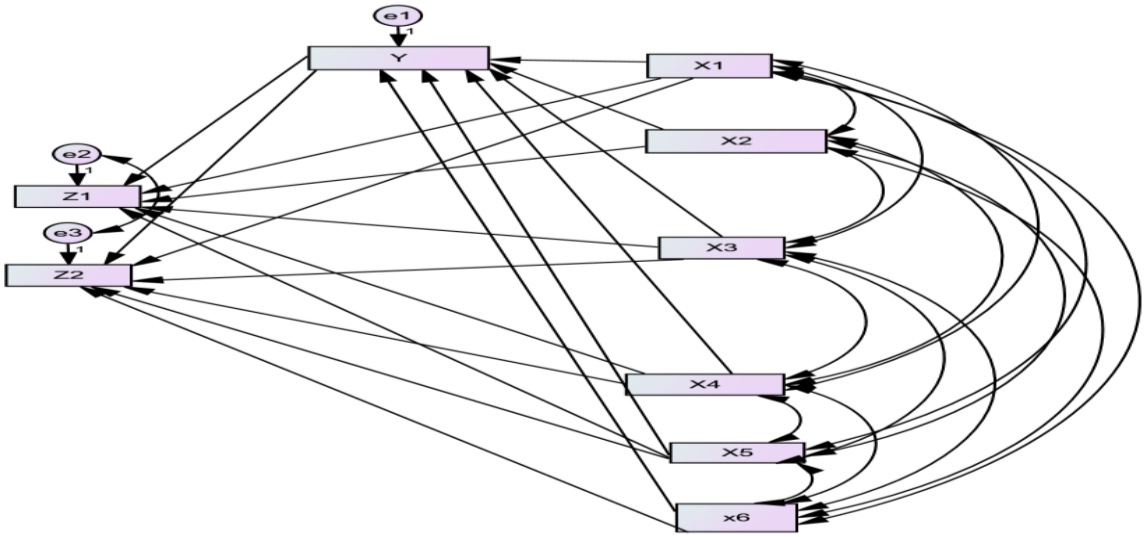
3.5. تحليل الانحدار Regression Analysis من أجل اختبار الدور الوسيط الذي يلعبه مستوى الاحتفاظ بالنقدية في العلاقة بين تجزئة الأسهم والمتغيرات الرقابية من جهة، وسيولة الأسهم من جهة أخرى، فقد تم توظيف منهجية (Andrew F. Hayes) باستخدام برنامج PROCESS الإصدار 3. وقد تم التمييز بين التوسط الجزئي (Partial Mediation) والتوسط الكامل (Full Mediation) على النحو التالي:

- في حالة استمرار وجود أثر معنوي للمتغير المستقل حتى بعد إدخال المتغير الوسيط، فإن العلاقة تمثل توسطًا جزئيًا.
- أما إذا اختفى الأثر المباشر للمتغير المستقل بعد إدخال المتغير الوسيط، فإن هذا يشير إلى وجود حالة من التوسط الكامل.

6. اختبار صحة الفروض البحثية

1.6. تقييم معاملات النموذج الهيكلى المقترح لتفسير العلاقات للفروض البحثية

تم تقييم معلمات النموذج الهيكلى لقياس تأثير تجزئة الأسهم والمتغيرات الرقابية على سيولة الأسهم ، عبر المتغير الوسيط المتمثل في مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك على النحو التالى:



المصدر : نتائج التحليل الإحصائي

شكل 1: النموذج الهيكلي لقياس تأثير تجزئة الأسهم والمتغيرات الرقابية على سيولة الأسهم

عبر المتغير الوسيط المتمثل في مستوى الاحتفاظ بالنقدية

2.6. مصفوفة إرتباط بيرسون Pearson Correlation Matrix

لقياس معنوية العلاقة بين المتغيرات الخارجية المتعلق بتجزئة الأسهم والمتغيرات الرقابية ، وبين الأبعاد الداخلية المتعلقة بكل من: مستوى الاحتفاظ بالنقدية، سيولة الأسهم كما في الجدول التالي:

جدول 3: مصفوفة إرتباط بيرسون لقياس معنوية العلاقة بين متغيرات البحث

الأبعاد	X1 تجزئة الأسهم	X2 Tobin's Q	معدل X3 العائد على الاصول	X4 مخاطر السوق	X5 الرفع المالي	الحجمx6	مستوى Y الاحتفاظ بالنقدية	الفجوة Z1 السعرية بين العرض والطلب	Z2
تجزئة الأسهمX1	1								
X2 Tobin's Q	.733**	1							
معدل العائد على X3	.667**	.820**	1						
مخاطر السوقX4	.673**	.748**	.783**	1					
X5	.563**	.630**	.677**	.615**	1				
الحجمx6	.727**	.806**	.798**	.772**	.655**	1			
مستوى الاحتفاظ بالنقديةY	.697**	.743**	.746**	.771**	.671**	.759**	1		
الفجوة السعرية بين Z1 العرض والطلب	.685**	.717**	.724**	.752**	.616**	.757**	.736**	1	
حجم التداولZ2	.617**	.686**	.741**	.711**	.626**	.716**	.679**	.780**	1

*** دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.001).

- يتضح من الجدول رقم (3) ما يلي:
- توجد علاقة دالة إحصائيًا وموجبة بين تجزئة الأسهم وبين سيولة الأسهم، وذلك وفقًا لمؤشر الفجوة السعرية بين العرض والطلب، وحجم التداول. عند مستوى دلالة أقل من 0.001، مما يشير إلى أن تجزئة الأسهم تسهم في تعزيز سيولة السهم في السوق المالي.
- كما تبين وجود علاقة موجبة ومعنوية بين تجزئة الأسهم وجميع المتغيرات الرقابية المستخدمة في النموذج، والتي تشمل: قيمة الشركة المقاسة من خلال نسبةTobin's Q ، ومعدل العائد على الأصول كمؤشر للربحية، إضافة إلى كل من مخاطر السوق، الرافعة المالية، وحجم الشركة. وقد كانت جميع هذه العلاقات ذات دلالة إحصائية عند مستوى أقل من 0.001، مما يعكس وجود تفاعل إيجابي بين عملية تجزئة الأسهم وهذه الخصائص الهيكلية للشركات.
- كذلك، أظهرت النتائج وجود علاقة معنوية موجبة بين تجزئة الأسهم والمتغير الوسيط المتمثل في مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك عند مستوى دلالة إحصائية أقل من 0.001، ما يعزز فرضية أن تجزئة الأسهم قد ترتبط بزيادة السيولة النقدية المحتفظ بها داخل الشركات كإجراء احترازي أو استراتيجي.
- هناك علاقة دالة إحصائيًا وموجبة بين المتغير الوسيط (مستوى الاحتفاظ بالنقدية) وسيولة الأسهم، سواء تم قياسها من خلال الفجوة السعرية بين العرض والطلب أو من خلال حجم التداول، وهو ما يشير إلى أن ارتفاع مستويات النقدية المحتفظ بها يرتبط بزيادة السيولة السوقية لأسهم الشركة.
- وبناءً على تحقق علاقات الارتباط بين المتغيرات المختلفة، فقد أصبح بالإمكان تطبيق نموذج المعادلات الهيكلية المتزامنة (SEM) من أجل فحص التأثيرات السببية المباشرة وغير المباشرة للمتغيرات المستقلة والرقابية على المتغيرات الوسيطة والتابعة، بصورة شاملة ومنهجية.

3.6. صياغة معادلات النموذج الهيكلى Structural Model

1.3.6.اختبار صحة الفرض الأول والثاني والثالث

ولاختبار هذه الفروض تم استخدام النموذج الهيكلى المقترح بطريقة الإمكان الأعظم لقياس تأثير تجزئة الأسهم والمتغيرات الرقابية على سيولة الأسهم من خلال مستوى الاحتفاظ بالنقدية كما يلي :

النموذج الأول (الفرض الأول) "ليس هناك تأثير معنوي لتجزئة الأسهم على سيولة الأسهم "

مؤشر الفجوة السعرية بين العرض والطلب (السيولة)(السيولة):Z1 = β1 تجزئة الأسهم + β2 قيمة الشركة + β3 معدل العائد على الأصول + β4 مخاطر السوق + β5 الرافعة المالية + β6اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول(الحجم)
اللوغاريتم الطبيعي لحجم التداول :Z2 = β1 تجزئة الأسهم + β2 قيمة الشركة + β3 معدل العائد على الأصول + β4 مخاطر السوق + β5 الرافعة المالية + β6 اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول(الحجم)

النموذج الثاني (الفرض الثاني) "ليس هناك تأثير معنوي للإحتفاظ بالنقدية على سيولة الأسهم"

مؤشر الفجوة السعرية بين العرض والطلب (السيولة)(السيولة):Z1 = β1 مستوى الاحتفاظ بالنقدية
اللوغاريتم الطبيعي لحجم التداول :Z2 = β1 مستوى الاحتفاظ بالنقدية

النموذج الثالث (الفرض الثالث) " ليس هناك تأثير معنوي لتجزئة الأسهم على مستوى الاحتفاظ بالنقدية "

مستوى الاحتفاظ بالنقدية :Y = β1تجزئة الأسهم + β2 قيمة الشركة + β3 معدل العائد على الأصول + β4
مخاطر السوق + β5 الرافعة المالية + β6 اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول(الحجم)

ويوضح الجدول التالي تقديرات معاملات النموذج الهيكلى المقترح ومستوى معنويتها بطريقة الإمكان الأعظم لقياس تأثير تجزئة الأسهم والمتغيرات الرقابية على سيولة الأسهم من خلال مستوى الاحتفاظ بالنقدية :

جدول 4: تقديرات معاملات النموذج الهيكلى

بيان المسار			المسار المعيارى	الخطأ المعيارى	قيمة اختبار"ت"	مستوى المعنوية
X1 تجزئة الأسهم	←	Yمستوى الاحتفاظ بالنقدية	.156	.034	4.502	***
X4مخاطر السوق	←	Yمستوى الاحتفاظ بالنقدية	.297	.033	7.598	***
X3معدل العائد على الاصول	←	Yمستوى الاحتفاظ بالنقدية	.085	.044	1.869	.062
X2Tobin's Q	←	Y مستوى مستوى الاحتفاظ بالنقدية	.107	.041	2.400	.016
X5الرفع المالي	←	Yمستوى الاحتفاظ بالنقدية	.182	.037	5.881	***
X6الحجم	←	Yمستوى الاحتفاظ بالنقدية	.142	.041	3.209	.001
Yمستوى الاحتفاظ بالنقدية	←	سيولة الأسهمZ1: الفجوة السعرية بين العرض والطلب	.191	.053	4.432	***
X1تجزئة الأسهم	←	سيولة الأسهمZ1: الفجوة السعرية بين العرض والطلب	.176	.043	4.812	***
Tobin's Q X2	←	سيولة الأسهمZ1: الفجوة السعرية بين العرض والطلب	.081	.048	1.890	.059
X3 معدل العائد على الاصول	←	سيولة الأسهمZ1: الفجوة السعرية بين العرض والطلب	.122	.055	2.602	.009
X1تجزئة الأسهم	←	سيولة الأسهم :Z2 حجم التداول	.081	.039	2.109	.035
X3معدل العائد على الاصول	←	سيولة الأسهم :Z2 حجم التداول	.309	.048	6.440	***
X4مخاطر السوق	←	سيولة الأسهمZ2: حجم التداول	.208	.041	4.476	***
X5الرفع المالي	←	سيولة الأسهمZ1: الفجوة السعرية بين العرض والطلب	.084	.050	2.483	.013
X5الرفع المالي	←	سيولة الأسهمZ2: حجم التداول	.140	.045	3.853	***
X4مخاطر السوق	←	سيولة الأسهمZ1: الفجوة السعرية بين العرض والطلب	.279	.045	6.478	***
X6الحجم	←	سيولة الأسهم :Z2 حجم التداول	.075	.044	1.643	.100
Yمستوى الاحتفاظ بالنقدية	←	سيولة الأسهم :Z2حجم التداول	.122	.048	1.782	.075
Normed Chi-Square=35.49 RMR= .012 GFI=0.982 AGFI= .180 NFI=.994 RFI=.955 IFI=.995 TLI=963 CFI=0.995 RMSEA=.090 ECVI=0.220 HOELTER (1%)=288						

*** دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.001).

يتضح من الجدول رقم (4) مايلى:

- أشارت تقديرات معاملات النموذج الهيكلى بالفرض الأول المتعلق بالمتغير المستقل الأساسى إلى وجود تأثير معياري موجب مباشر دال إحصائياً عند مستوى معنوية اقل من (0.05) لتجزئة الأسهم على سيولة الأسهم, فالشركات التي قامت بتجزئة الأسهم يرتفع بها سيولة الأسهم , وقد يرجع ذلك إلى أن تجزئة الأسهم يقلل من فروق العرض والطلب ويجذب عدد كبير من المتداولين الصغار لانخفاض الأسعار بعد التجزئة, وبالتالي ارتفاع سيولة الأسهم.
- أما المتغيرات الحاكمة: فقد أوضح النموذج وجود تأثير معياري موجب مباشر دال إحصائياً عند مستوى معنوية اقل من (0.05) للمتغيرات الرقابية المتمثلة في قيمة الشركة ،والعائد على الأصول , ومخاطر السوق، والرفع المالي على سيولة الأسهم المقاسة بمؤشرات كل من: الفجوة السعرية بين العرض والطلب، واللوغاريتم الطبيعي لحجم التداول، وبمعاملات تحديد R2 قدرة (66.9%)، (62.3% ،على الترتيب.
- أشارت تقديرات معاملات النموذج الهيكلى بالفرض الثاني إلى وجود تأثير معياري موجب مباشر دال إحصائياً عند مستوى معنوية اقل من (0.05) للمتغير الوسيط المتعلق بمستوى الاحتفاظ بالنقدية على سيولة الأسهم المقاسة بمؤشرات كل من: الفجوة السعرية بين العرض والطلب، واللوغاريتم الطبيعي لحجم التداول، ، وبمعاملات تحديد R2 قدرة (66.9%)، (62.3%) ،على الترتيب, فكلما ارتفع مستوى الاحتفاظ بالنقدية ارتفعت سيولة الأسهم , وقد يرجع ذلك إلى تفضيل المديرون بناء احتياطيات نقدية للتخفيف من الآثار السلبية لتكلفة رأس المال الناتجة عن الانهيار, أو لضمان قدرتهم على مواصلة الاستثمار, وهو ما توضحه المعادلات التالية:

مؤشر الفجوة السعرية بين العرض والطلب (السيولة) :Z1 = 0.176 تجزئة الأسهم + 0.081 قيمة الشركة + 0.122 معدل العائد على الأصول + 0.279 مخاطر السوق + 0.084 الرافعة المالية +0.191 مستوى الاحتفاظ بالنقدية	R2=67%

اللوغاريتم الطبيعي لحجم التداول (السيولة) :Z2 = 0.081 تجزئة الأسهم + 0.309 معدل العائد على الأصول + 0.208 مخاطر السوق + 0.140 الرافعة المالية + 0.075 الحجم + 0.082 مستوى الاحتفاظ بالنقدية	R2=62%

- أظهرت تقديرات معاملات النموذج الهيكلي فيما يتعلق بالفرض الثالث، والمرتبط بالمتغير المستقل الأساسي، وجود تأثير مباشر موجب ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من (0.05) لتجزئة الأسهم على المتغير الوسيط المتمثل في مستوى الاحتفاظ بالنقدية. وتشير هذه النتيجة إلى أن الشركات التي قامت بعمليات تجزئة لأسهمها تسجل مستويات أعلى من الاحتفاظ بالنقدية. وقد يرجع ذلك إلى أن تجزئة الأسهم قد تؤدي إلى زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال تقليص فجوة المعلومات بين الإدارة والمستثمرين،

بالإضافة إلى دورها في توسيع قاعدة المساهمين عبر استقطاب صغار المستثمرين وزيادة حجم التداول على أسهم الشركة.

- وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة، فقد اتضح وجود تأثير معياري موجب مباشر دال إحصائياً عند مستوى معنوية اقل من (0.05) للمتغيرات الرقابية المتمثلة في قيمة الشركة ،والعائد على الأصول , ومخاطر السوق، والرفع المالي على المتغير الوسيط المتعلق بمستوى الاحتفاظ بالنقدية وبمعامل تحديد R2 قدرة (71.1%) .وهذا يعني أن تجزئة الأسهم والمتغيرات الرقابية تفسر حوالي (71.1%)من التغيرات في مستوى الاحتفاظ بالنقدية , وأن حوالي 29% من التغيرات يرجع إلى الخطأ العشوائي في المعادلة, أو ربما لإغفال إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من المفروض إدراجها ضمن النموذج ,أو لاختلاف طبيعة تقديرات معاملات النموذج الهيكلى عن نماذج أخرى, وذلك على النحو التالي،

مستوى الاحتفاظ بالنقدية Y = 0.156 تجزئة الأسهم + 0.107 قيمة الشركة + 0.085 معدل العائد على الأصول + 0.297 مخاطر السوق + 0.182 الرافعة المالية + 0.142 اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (الحجم)	%71.1R2=

- جميع مؤشرات جودة التوفيق بالحدود المقبولة لنقاط القطع (0.90) لكل من: جودة التوفيقGFI، جودة التوفيق المصححAGFI، جودة التوفيق المعياريNFI، جودة التوفيق النسبيRFI، جودة التوفيق المتزايدIFI، جودة التوفيق توكر لويسTL، جودة التوفيق المقارنCFI، وأن مؤشر كا2 المعياري تقترب من القيمة (5)، ومن ثم إمكانية مطابقة النموذج الفعلي للنموذج الهيكلي المقدر.
- بلغت قيم الجذر التربيعي لمتوسط مربعات البواقي RMR، والجذر التربيعي لمتوسط مربع خطأ التقدير RMSEA (0.012)، (0.090) على الترتيب، وهي قيمة أقل من دليل القطع للبواقي (أقل من 0.08)، خاصةً لمؤشر (RMR)، بينما قيمة مؤشر (RMSEA) تقترب من نقطة القطع المثلى، مما يدل على تدنى أخطاء النموذج الهيكلي المقدر ومن ثم جودة توفيقه.
- بلغت قيمة التباين المشترك للخطأ بالنموذج الأساسي ECVI (Expected Cross-Validation Index)، (0.220)، حيث كلما انخفضت قيمة هذا المؤشر واقتربت من القيمة الصفرية، كلما دل ذلك على جودة ملائمة النموذج لتفسير سلوك البيانات، كذلك يشير إلى النموذج المقترح هو الأكثر قابلية للتعميم ويمتلك أفضل قوة تنبؤية بين النماذج محل الدراسة، مما يدل على أن نموذج المعادلات الهيكلية لا يعاني من مشكلة التقدير المبالغ فيه، ومن المرجح أن يؤدي بشكل جيد على البيانات الجديدة.
- تستخدم إحصائية HOELTER لقياس كفاية حجم العينة لإجراء التحليل العاملي التوكيدي، أو عند اجراء نمذجة المعادلات الهيكلية، حيث تشير إلى ان أكبر حجم للعينة يكون عنده النموذج مقبولاً وملائماً ومحافظاً

على استقراره الإحصائي، عند مستوى معنوية اقل من 0.01 هو 288 مفردة، بينما عينة الدراسة (350) مشاهدة، الأمر الذي يدل على كفاية العينة لإجراء المنهجية المستهدفة بالبحث.

وبناءً على النتائج السابقة يتضح ما يلي :

- رفض صحة الفرض البحثي الأول الذى ينص على أنه "ليس هناك تأثير معنوي لتجزئة الأسهم على سيولة السهم " .
- رفض صحة الفرض البحثي الثاني الذى ينص على أنه "ليس هناك تأثير معنوي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على سيولة الأسهم",
- رفض صحة الفرض البحثي الثالث القائل بأنه " ليس هناك تأثير معنوي لتجزئة الأسهم على مستوى الاحتفاظ بالنقدية "

2.3.6. اختبار صحة الفرض الرابع

ولاختبار هذا الفرض تم استخدام طريقة العينات الممكنة Bootstrap Bias-Corrected (BC) المشتقة من العينة الأساسية للبحث بعدد (200) عينة فرعية، من خلال التأثير المعياري الكلى، والمباشر، وغير المباشرونموذج تحليل الانحدار الخطي كما يلي:

1.2.3.6. التأثير المعياري الكلى المباشر وغير المباشر

ويوضح الجدول التالي التأثير المعياري الكلى، والمباشر، وغير المباشر:

جدول5: التأثير المعياري الكلى، والمباشر، وغير المباشر

نوع التأثير	العوامل	x6 الحجم	X5 الرفع المالي	X3 معدل العائد على الاصول	X2 Tobin's Q	X4 مخاطر السوق	X1 تجزئة الأسهم	Y مستوى الاحتفاظ بالنقدية
كلي	**Y مستوى الاحتفاظ بالنقدية**	.142	.182	.085	.107	.297	.156	-
	Z2 سيولة السهم (حجم التداول)	.086	.155	.316	.009	.233	.094	.082
	Z1 سيولة السهم (مؤشر الفجوة السعرية بين العرض والطلب)	.027	.119	.138	.102	.335	.206	.191
مباشر	**Y مستوى الاحتفاظ بالنقدية**	.142	.182	.085	.107	.297	.156	-
	Z2 سيولة السهم (حجم التداول)	.075	.140	.309	.000	.208	.081	.082
	Z1 سيولة السهم (مؤشر الفجوة السعرية بين العرض والطلب)	-	.084	.122	.081	.279	.176	.191
غير مباشر	**Y مستوى الاحتفاظ بالنقدية**	-	-	-	-	-	-	-
	Z2 سيولة السهم (حجم التداول)	.012	.015	.007	.009	.024	.013	-
	Z1 سيولة السهم (مؤشر الفجوة السعرية بين العرض والطلب)	.027*	.035**	.016	.020*	.057**	.030**	-

*** دالة عند مستوي معنوية أقل من (0.01).

- لم يظهر وجود تأثير معياري غير مباشر دال إحصائيًا عند مستوى معنوية أكبر من (0.05) للمتغيرات الخارجية المتمثلة في تجزئة الأسهم، وكذلك المتغيرات الرقابية المتمثلة في قيمة الشركة، ومعدل العائد على الأصول، ومخاطر السوق، والرافعة المالية، والحجم، على سيولة السهم المقاسة بمؤشر حجم التداول، وذلك عبر المتغير الوسيط الخاص بمستوى الاحتفاظ بالنقدية. وقد تراوحت القيم المعيارية غير المباشرة بين (0.007) و(0.024)، باستخدام منهجية العينات الممكنة (Bootstrap Bias-Corrected – BC) المشتقة من (200) عينة فرعية.
- في المقابل، أظهرت النتائج وجود تأثير معياري غير مباشر دال إحصائيًا عند مستوى معنوية أقل من (0.05) لكل من المتغيرات الخارجية (تجزئة الأسهم)، والمتغيرات الرقابية الأخرى (قيمة الشركة، والعائد على الأصول، ومخاطر السوق، والرافعة المالية، والحجم) على سيولة الأسهم بشكل عام، وذلك عبر المتغير الوسيط المرتبط بمستوى الاحتفاظ بالنقدية. وقد تراوحت القيم المعيارية لتلك التأثيرات غير المباشرة بين (0.037) و(0.131)، باستخدام الطريقة ذاتها لعدد (200) عينة.
- كما أظهرت النتائج وجود تأثير غير مباشر دال إحصائيًا عند مستوى معنوية أقل من (0.05) لتلك المتغيرات نفسها (تجزئة الأسهم والمتغيرات الرقابية: قيمة الشركة، العائد على الأصول، مخاطر السوق، الرافعة المالية، والحجم) على سيولة الأسهم، عند قياسها بمؤشر الفجوة السعرية بين العرض والطلب، من خلال المتغير الوسيط مستوى الاحتفاظ بالنقدية. وقد تراوحت القيم المعيارية في هذه الحالة بين (0.016) و(0.057)، وذلك وفقًا لنتائج العينات الممكنة لعدد (200) عينة فرعية باستخدام طريقة Bootstrap Bias-Corrected (BC).

4.6. نموذج تحليل الانحدار الخطي

(الإصدار Process 2018 باستخدام Andrew F. Hayes) بالإضافة إلى ذلك، تم توظيف منهجية لقياس نمط العلاقة بين المتغير المستقل (تجزئة الأسهم) والمتغير التابع (سيولة الأسهم)، كما تم قياس تأثير المتغير المستقل ذاته على المتغير الوسيط (مستوى الاحتفاظ بالنقدية)، وكذلك التأثير المشترك لكل من المتغير المستقل والمتغير الوسيط على المتغير التابع. وقد تم الاعتماد على تقديرات معلمات نموذج تحليل الانحدار باستخدام أسلوب المربعات الصغرى (OLS) في تقدير تلك العلاقات.

جدول 6: نموذج تحليل الانحدار الخطي

أولاً: قياس تأثير المتغير المستقل (تجزئة الأسهم) على المتغير الوسيط (مستوى الاحتفاظ بالنقدية)					
المتغيرات المستقلة	β_i	**t. test**	**Sig.**	**LLCI**	**ULCI**
الجزء الثابت	.4166	4.4350	***0.001	.2321	.6011
تجزئة الأسهم	.9207	37.9533	***0.001	.8730	.9683
R^2=70.4% F-test= 1440.5 sig=0.001*** MSE=0.253					
ثانياً: قياس تأثير المتغير المستقل والمتغير الوسيط معاً على المتغيرات التابعة					
الجزء الثابت	.0273	.355	0.722	-.1234	.1780
تجزئة الأسهم: التأثير المباشر	.7308	20.395	***0.001	.6605	.8012
مستوى الاحتفاظ بالنقدية	.2450	7.5016	***0.001	.1808	.3091
R^2=80.3% F-test= 1230.9 sig=0.001*** MSE=.1637					
ثالثاً : قياس تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع					
الجزء الثابت	.1294	1.640	0.1015	-.0256	.2843
تجزئة الأسهم: التأثير الكلي	.9564	46.95	***0.001	. .9163	.9964
R^2=78.4% F-test= 2204.3 sig=0.001*** MSE=0.178					
رابعاً: التأثير غير المباشر المعياري الكامل					
التأثير غير المباشر	**Effect**	**BootSE**	**Boot t-**	**BootLLCI**	**BootULCI**
الإجمالي	0.2255	.0339	6.652	.1581	.2911

***دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.001).

يتبين من نتائج الجدول رقم (6) ما يلي:

- تشير النماذج الثلاثة إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته ما بين 70% إلى 80% من إجمالي التباين في المتغير التابع، سواء عند فحص تأثير تجزئة الأسهم على سيولة الأسهم، أو عند تحليل الأثر المشترك لكل من المتغير المستقل والمتغير الوسيط على المتغير التابع، وكذلك عند قياس التأثير المباشر للمتغير المستقل على المتغير التابع.

- أظهرت نتائج اختبار معنوية النموذج ككل باستخدام قيمة اختبار (F test) أنها تتراوح ما بين (1230 إلى 2204)، وجميعها ذات دلالة إحصائية قوية عند مستوى معنوية أقل من (0.001)، مما يعكس التأثير الإحصائي الملحوظ للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع.
- كذلك، كشفت نتائج اختبار (t-test) في إطار نموذج الانحدار الخطي عن وجود تأثير معنوي للمتغير المستقل، المتمثل في تجزئة الأسهم، على المتغير الوسيط، وهو مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (0.001)، كما ورد في النموذج الموضح بالبند "ثالثاً."
- وأكدت نتائج التحليل أن كلاً من تجزئة الأسهم ومستوى الاحتفاظ بالنقدية لهما تأثير معنوي مباشر على سيولة الأسهم، وفقاً للنموذج المقدم في البند "ثانياً"، وذلك عند مستوى معنوية أقل من.(0.001)
- كما تم التحقق من وجود علاقة معنوية مباشرة بين تجزئة الأسهم ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، بناءً على النموذج الوارد في البند "أولاً"، عند نفس مستوى الدلالة الإحصائية (أقل من 0.001).
- إضافة إلى ذلك، تبين من نتائج اختبار Bootstrap أن التأثير غير المباشر لمستوى الاحتفاظ بالنقدية كمتغير وسيط في العلاقة بين تجزئة الأسهم وسيولة الأسهم دال إحصائياً؛ حيث إن القيمة الصفرية لا تقع ضمن حدود فاصل الثقة الأدنى (BootLLCI) والأعلى .(BootULCI) كما أن القيمة المحسوبة لاختبار Boot t-testتجاوزت القيمة الجدولية (3.2)، مما يدعم الدلالة الإحصائية عند مستوى أقل من(0.001)

وبناءً على مجمل هذه النتائج، يتضح أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يلعب دوراً وسيطاً في العلاقة بين كل من تجزئة الأسهم والمتغيرات الرقابية، وبين سيولة السهم، وذلك عند القياس باستخدام مؤشر الفجوة السعرية بين العرض والطلب. إلا أن هذا التأثير الوسيط لم يظهر بوضوح عند استخدام مؤشر حجم التداول. وعليه، يمكن رفض الفرض البحثي الرابع جزئياً، والذي ينص على أنه "ليس هناك تأثير معنوي غير مباشر لتجزئة الأسهم على سيولة الأسهم من خلال المتغير الوسيط مستوى الاحتفاظ بالنقدية."

7. النتائج النهائية

- وجود تأثير معياري موجب مباشر دال إحصائياً لتجزئة الأسهم على سيولة الأسهم, مما قد يفسر أن تجزئة الأسهم يقلل من فروق العرض والطلب ويجذب عدد كبير من المتداولين الصغار وبالتالي ارتفاع حجم التداول و زيادة سيولة السهم.(2013) ,.Huang et al , وتتفق النتائج مع النظرية التقليدية التي ترى أن تجزئة الأسهم تؤدي إلى تحسن في السيولة , كما تتفق مع فرضية النطاق السعري حيث أن التجزئة هى التى ستقود السهم نحو السعر الحقيقي والحجم الامثل لتداوله,وتدعم هذه النتائج دراسة كل من

(Guo *et al.*, 2008; How & Tsen, 2019; Hafner *et al.*, 2024)، حول التأثير الموجب لتجزئة الأسهم على سيولة الأسهم, و دراسة (2025) ,Flowren حول التأثيرالموجب لتجزئة الأسهم على سيولة الأسهم,كما تتفق مع دراسة كل من (Amihud &Mendelson, 1986) ; Diamond, & Verrecchia, 1991

حول التأثير الموجب للمتغيرات الرقابية الخاصة بقيمة الشركة والرفع المالي على سيولة السهم, بينما تختلف مع دراسة,Wasenius (2024)، حول التأثير السالب لتجزئة الأسهم على سيولة الأسهم,ودراسة Duffy *et al*, (2023) حول عدم وجود ردود الفعل السوقية تجاه تجزئة الأسهم , كما تختلف مع صحة الفرض الأول القائل " ليس هناك تأثير معنوي لتجزئة الأسهم على سيولة السهم " .

- وجود تأثير معياري موجب مباشر دال إحصائياً للمتغير الوسيط المتعلق بمستوى الاحتفاظ بالنقدية على سيولة الأسهم المقاسة بمؤشرالفجوة السعرية بين العرض والطلب, وقد يرجع ذلك إلى أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يجذب المستثمرين لتداول الأسهم وبالتالي ارتفاع سيولتها , وتتفق هذه النتيجة مع دراسة كل من (Nyborg *et al*., 2021; Fujitani *et al*., 2024).

حول التأثير الموجب لمستوى مستوى الاحتفاظ بالنقدية على سيولة الأسهم, بينما تختلف مع دراسة كل من (Butler *et al*, 2005; Huang *et al*, 2015; Hu *et al*, 2019)، ونظرية الوكالة حول تفضيل المديرون بناء احتياطيات نقدية مرتفعة يؤدي إلى انخفاض سيولة الأسهم , كما تختلف مع الفرض البحثي الأول القائل:"ليس هناك تأثير معنوي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على سيولة الأسهم".

- وجود تأثير معياري موجب مباشر دال إحصائياً لتجزئة الأسهم على المتغير الوسيط المتعلق بمستوى الاحتفاظ بالنقدية, وقد يرجع ذلك إلى أن تجزئة الأسهم قد يجذب المستثمرين على شراء الأسهم وبالتالي قد يزيد من الاحتفاظ بالنقدية, كما تتفق مع فرضية الإشارة لتقليل التفاوت المعلوماتي بين المديرين والمستثمرين ودراسة كل من(Hafner *et al.*, 2024;Huang *et al.*,2013) .

بينما تختلف مع دراسة (Greenwood, 2007; Sormin, 2024)، استنادا إلى استغلال المديرين التدوال واصدار أسهم مغالى في قيمتها , كما تختلف مع الفرض البحثي الثالث القائل :"ليس هناك تأثير معنوي لتجزئة الأسهم على مستوى الاحتفاظ بالنقدية".

- وجود تأثير معياري موجب مباشر دال إحصائياً للمتغيرات الرقابية المتمثلة في قيمة الشركة ،والعائد على الأصول , ومخاطر السوق، والرفع المالي على المتغير الوسيط المتعلق بمستوى الاحتفاظ بالنقدية وقد يرجع ذلك إلى أن إرتفاع الرفع المالي ومخاطر السوق تؤدي إلى الاحتفاظ بمزيد من النقدية لضمان قدرتها على سداد إلتزاماتها فى الوقت المحدد و توزيع الأرباح ومواجهة المخاطر والتقلبات المفاجئة غير المتوقعة واستغلال الفرص الإستثمارية المتاحة طبقا لدوافع مستوى الاحتفاظ بالنقدية , وتتفق هذه النتيجه مع دراسة Dittmar *et al.*, 2003؛ (Habib & Hasan,2018) ، حول التأثيرالموجب للحجم والرفع المالي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية , استنادا إلى أن الشركات كبيرة الحجم تسطيع الوفاء بالتزاماتها وتمويل المشروعات دون الشركات صغيرة الحجم مما يدفعها إلى زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية , و تتفق هذه النتائج مع دراسة(Khatib *et al.*,2022)، حول التأثيرالموجب لمخاطر السوق على مستوى الاحتفاظ بالنقدية .

- وجود تأثير معياري غير مباشر دال إحصائياً لمستوى الاحتفاظ بالنقدية كمتغير وسيط على شكل العلاقة بين تجزئة الأسهم وسيولة الأسهم, مما يعني أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يلعب دوراً وسيطاً للعلاقة فيما بين تجزئة الأسهم والمتغيرات الرقابية، وبين سيولة الأسهم المقاسة بكل من مؤشري الفجوة السعرية بين العرض والطلب، دون حجم التداول, وتختلف هذه النتيجة جزئيا مع صحة.
- **الفرض البحثي الرابع القائل :**" ليس هناك تأثير معنوي لتجزئة الأسهم على سيولة الأسهم من خلال المتغير الوسيط مستوى الاحتفاظ بالنقدية ".

8. توصيات البحث

- توصي الدراسة بمتابعة النطاق السعري المفضل من قبل المستثمرين، بهدف تعزيز جاذبية السهم وتحفيز التداول النشط، ما ينعكس إيجابًا على مستوى سيولة السوق وكفاءته
- حث مديري الشركات على الحفاظ على مستوى نقدي أمثل، لتجنب الآثار السلبية للانحراف عنه، مثل انخفاض السيولة أو فقدان الفرص الاستثمارية المتاحة، مما يعزز من قدرة الشركة على التفاعل بمرونة مع السوق.
- اتخاذ قرارات التجزئة ضمن إطار استراتيجي يراعي تأثيرها على هيكل المستثمرين وقيمة السهم السوقية، ويحد من احتمالات التلاعب أو الاستخدام غير الرشيد لهذه الإجراءات في إصدار أسهم مبالغ في تقييمها.
- بتحليل عوامل إضافية التي قد يكون لها أثر على سيولة أسهم الشركات مثل هيكل الملكية، مستوى عدم تماثل المعلومات، وجودة الحوكمة، وذلك باستخدام عينات أكبر وأكثر تنوعًا من الشركات والقطاعات.
- أهمية استخدام مؤشرات متعددة، لا سيما الفجوة السعرية بين العرض والطلب، بجانب حجم التداول، لتكوين صورة أكثر دقة عن سيولة الأسهم وتحسين قرارات المستثمرين والإدارة على حد سواء.

9. بحوث مستقبلية

- تحليل الأثر المعدل لتجزئة الأسهم على العلاقة بين أنماط هيكل الملكية (مثل الملكية المؤسسية، والملكية الإدارية، وملكية المستثمرين الأفراد) وكفاءة قرارات الاستثمار داخل الشركات.
- دراسة العلاقة بين قرارات تجزئة الأسهم التي تتم بالتزامن مع توزيع أرباح نقدية، وسلوك المستثمرين في السوق المالي. مع المقارنة بين المستثمرين الأفراد والمؤسسيين.
- استخدام منهجية "دراسة الحدث (Event Study) "لتحليل استجابات السوق المالي المصري للأحداث الجوهرية المرتبطة بالشركات المدرجة، مثل تجزئة الأسهم المصحوبة بتوزيع أرباح نقدية، إعلانات إصدار حقوق اكتتاب، أو قرارات الاندماج والاستحواذ.
- دراسة العلاقة التفاعلية بين سيولة الأسهم ومستوى احتفاظ الشركات بالنقدية، وتحليل مدى تأثير هذه العلاقة على قيمة المنشأة

المراجع

المراجع العربية

أيمن كمال بكير، و محمود صبح. (2015). أثر تجزئة الأسهم على القيمة السوقية وحجم التداول للأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية. *المجلة العلمية للاقتصاد ةالتجارة*، ع 2 , 40:9.

حسين رياض حسين, دعاء، مدحت عبد الرشيد سالم، و حمدي عبد التواب. (2023). قياس أثر غموض الأرباح على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، 14(3), 648–683.

محمد عبد الحكيم مليجي. (2018). تحليل العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والمسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة. *الفكر المحاسبي, كلية التجارة , جامة عين شمس*، المجلد الثاني والعشرون , العدد الرابع,ص. 330–401.

هلال عبد الفتاح عفيفي. (2015). أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية. *المجلة المصرية للدراسات التجارية, كلية التجارة ,جامعةالمنصورة*، 39 (4),51:118.

References

Acharya, V. V., & Steffen, S. (2020). The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID. *The Review of Corporate Finance Studies, .*, 9(3), 430-471.

Adel, R., & Zaki, H. (2023). A reference study to rooting the cost of capital. *Journal of Business and Environmental Sciences*, Volume: 2(2): Page: 390-430.

Almagribi, M. K., Lukviarman, N., & Setiany, E. (2023). Financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from property and real estate companies in Indonesia. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 12(3), 251-260.

Almagribi, M. K., Lukviarman, N., & Setiany, E. (2023). Financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from property and real estate companies in Indonesia. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 12(3), 251-260.

Almeida, H., M, Campello, & Weisbach, M. S. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *Journal of Finance*, 59 , 1777–1804.

Alnori, F., & Bugshan, A. (2022). Cash holdings and firm performance: empirical analysis from Shariah-compliant and conventional corporations. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, .*, 16(3), 498-515.

Amihud, Y., & Levi, S. (2022). The effect of stock liquidity on the firm's investment and production. *Review of Financial Studies*, forthcoming.

Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. . *Journal of Financial Economics*, 17, 223–249.

Amihud, Y., Mendelson, H., & Pedersen, L. H. (2005). Liquidity and asset prices. *Foundations and Trends in Finance*, 1(4), pp.269-364.

Angel, J. (1997). Tick Size, Share Prices and Stock Splits. *Journal of Finance*, 52(2), 655-681.

Apergis, N., Artikis, P. G., & Kyriazis, D. (2015). Does stock market liquidity explain real economic activity? New evidence from two large European stock markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 38, 42–64.

Asubonteng, S., & Kong, Y. (2021). The role of bank value in cash holdings of banks in Ghana. *European journal of business and management research*, 6(1), 57-62.

Bates, W., Thomas, M, K., Kathleen, M., S., & Rene. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance*, 64, 1985-2021.

Bick, P., Orlova, S., & Sun, L. (2018). Fair value accounting and corporate cash holdings. *Advances in Accounting*, 40, 98-110.

Bradrania, M. R., & Peat, M. (2014). Characteristic liquidity, systematic liquidity and expected returns. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 33(1), 78–98.

Bradrania, M. R., Peat, M., & Satchell, S. (2015). Liquidity costs, idiosyncratic volatility and expected stock returns. *International Review of Financial Analysis*, 42, 394-406.

Brennan, M. J., Chordia, T., Subrahmanyam, A., & Tong, Q. (2012). Sell-order liquidity and the cross-section of expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, 105(3), pp.523-541.

Bushee, B. (2001). Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value? . *Contemporary Accounting Research*, 18, 207–246.

Butler, P, J., Grullon, G., W., A., & Weston. (2005). Can Managers Forecast Aggregate Market Returns? *Journal of Finance*, 60 (2), 963-986.

Byun, J., & Rozeff, M. S. (2003). Long-run performance after stock splits: 1927 to 1996. *Journal of Finance*, 58, 1063-1085.

Callen, J., & Fang, X. (2014). "Religion and Stock Price Crash Risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Forthcoming.

Cao, C., & Petrasek, L. (2014). Liquidity risk in stock returns: An event-study perspective. *Journal of Banking and Finance*, 45(1), 72–83.

Chang, X., Chen, Y., & Zolotoy, L. (2017). Stock liquidity and stock price crash risk. *Journal of financial and quantitative analysis*, 52(4), 1605-1637.

Chang, Y. Y., Faff,R, & H. C. (2010). Liquidity and stock returns in Japan: New evidence. l. *Pacific-Basin Finance Journa*, 18(1), 90-115.

Chi, J., & Su, X. (2016). Product market threats and the value of corporate cash holdings. *Financial Management*, 45(3), 705-735.

Chordia, T., Subrahmanyam, A., & Anshuman, V. R. (2001). Trading activity and expected stock returns. *Journal of financial Economics*, 59(1), 3-32.

Copeland, T. E. (1979). Liquidity changes following stock splits. . *The Journal of Finance* , 34.1, pp. 115–141.

de Almeida, D. W., Júnior, T. P., Gaio, L. E., & Lima, F. G. (2024). Stock splits and reverse splits in the Brazilian capital market. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*.

Dennis, P., & Strickland, D. (2003). The effect of stock splits on liquidity and excess returns: Evidence from shareholder ownership composition. *Journal of Financial Research*, 26(3), 355-370.

Desai, H., & Jain, P. C. (1997). Long-run common stock returns following stock splits and reverse splits. *the Journal of Business*, 70(3), 409-433.

Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.

Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate Governance and the Value of Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 83 (2007), 599–634.

Easley, D., O'hara, M., & Saar, G. (2001). How stock splits affect trading: A microstructure approach. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 36(1), 25-51.

Edmans, A, Fang, V. W, & Zur, E. (2013). The effect of liquidity on governance. *The Review of Financial Studies*, 26(6), 1443-1482.

Ellington, M. (2018). Financial market illiquidity shocks and macroeconomic dynamics: Evidence from the UK. *Journal of Banking & Finance*, 89, 225–236.

Fama, E. F, Fisher, L., Jensen, M. C, & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International economic review*, 10(1), 1-21.

Fang, V. W., Tian, X., & Tice, S. (2014). Does stock liquidity enhance or impede firm innovation? . *The Journal of finance*, 69(5), 2085-2125.

Fernandes, G., dos Santos Mendes, L., & de Oliveira Leite, R. (2021). Cash holdings and profitability of banks in developed and emerging markets. *International review of economics & finance*, 71, 880-895.

Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.

Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.

Fitzpatrick, J, & Yi, T. D. (2018). Stock Splits and Cash Flows: A New Test of the Signaling Hypothesis. *The BRC Academy Journal of Business*, 1-22.

Flowren, E. (2025). Capital Market Reaction: Stock Return, Abnormal Return, and Stock Trading Volume Before and After Stock Split (Case Study on Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *Economics and Digital Business Review*, 6(1), 671-679.

French, K. R., & Roll, R. (1986). Stock return variances: The arrival of information and the reaction of traders. *Journal of financial economics*, 17(1), 5-26.

Fujitani, R., Iwata, K., & Yasuda, Y. (2024). How does stock liquidity affect corporate cash holdings in Japan?: A pre-registered report. *Pacific-Basin Finance Journal*, 83, 102205.

Gitman, L. J., & Vandenberg, P. A. (2000). Cost of capital techniques used by major US firms1997-1980. *Financial Practice and Education*, 10, 53-68.

Gopalan, R., Kadan, O., & Pevzner, M. (2012). Asset liquidity and stock liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(2), 333-364.

Goyenko, R., & Ukhov, A. (2009). . and , 2009, "Stock and Bond Market Liquidity: A Long-Run Empirical Analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 189-212.

Greenwood, R. (2007). *Corporate Cash Holdings and Aggregate Stock Returns, working paper.* Harvard Business School.

Grinblatt, M. R., Marsulis, & S. Titman. (1984). The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends. *Journal of Financial Economics*, 13, 461-490.

Grossman, S. J., & Miller, M. H. (1988). Liquidity and market structure. *the Journal of Finance*, 43(3), 617-633.

Guo, S., & Song, W. (2008). Stock splits as a manipulation tool: Evidence from mergers. *Financial Management* , 37, 695-712.

Gupta, A., & Arya, P. K. (2020). Impact of splits on stock splits ratios around announcement day: empirical evidence from India. *Investment Management & Financial Innovations*, 17(3), 345.

Gupta, J., Wilson, N., Gregoriou, A., & Healy, J. (2014). The value of operating cash flow in modelling credit risk for SMEs. *Applied Financial Economics*, 24(9), 649-660.

Ha, J. (2024). The Information Content of Stock Splits: In the Context of Stock Splits Concurrently Announced with Earnings. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(4), 169.

Habib, A., Hasan, M. M., & Al-Hadi, A. (2017). Financial statement comparability and corporate cash holdings. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(3), 304-321.

Hachmeister, A. (2007). *Research Design. Informed Traders as Liquidity Providers: Equity Market,.* Evidence from the German.

Hafner, C. M., Linton, O. B., & Wang, L. (2024). The effect of stock splits on liquidity in a dynamic model. *SSRN 4744376*.

Harford, J., Klasa, S., & Walcott, N. (2009). Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 1-14.

Hayes, A. F. (2009). Beyond Baron and Kenny: Statistical mediation analysis in the new millennium. *Communication Monographs*, 76 (4): 408–420.

How, C. C., & Tsen, W. H. (2019). The effects of stock split announcements on the stock returns in bursa Malaysia. *Jurnal Ekonomi Malaysia* , 53(2), 41–53.

Hu, Y., Li, Y., & Zeng, J. (2019). Stock liquidity and corporate cash holdings. *Finance Research Letters*, 28, 416-422.

Huang, B., Zhang, X., & Bi, Q. (2022). The nonlinear effect of shareholder ownership structure on a firm's cash holdings: Type I and Type II agency problem perspectives in China's split-share reform. *International Review of Economics & Finance*, 77, 493-50.

Huang, G. C., Liano, K., & Pan, M. S. (2015). The effects of stock splits on stock liquidity. *Journal of Economics and Finance*, 39, 119-135.

Huang, W., & Mazouz, K. (2018). Excess cash, trading continuity, and liquidity risk. *Journal of Corporate Finance*, 48, 275-291.

Huang, Y. L. (2023). Can Shareholders Benefit from Cash Refund Capital Reduction? The Analysis via the Value of Cash Holdings. *Management Review*, 42, 37-56.

Huang, Y., Elkinawy, S., & Jain, P. K. (2013). Investor protection and cash holdings: Evidence from US cross-listing. *Journal of banking & finance*, 37(3), 937-951.

Huang-Meier, W., Lambertides, N., & Steeley, J. M. (2016). Motives for corporate cash holdings: the CEO optimism effect. *Review of quantitative finance and accounting*, 47, 699-732.

Ikenberry, D. L., & Ramnath, S. (2002). Underreaction to self-selected news events: The case of stock splits. *The Review of Financial Studies*, 15(2), 489-526.

Ikenberry, D., & Ramnath, S. (2002). Underreaction to self-selected news events: The case of.

Im, H., & Shon, J. (2019). The effect of technological imitation on corporate innovation: Evidence from US patent data. *Research Policy*, 48, 103802.

Iqbal, A. M. (2017). The role of financial constraints on precautionary cash holdings: evidence from Pakistan. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 30(1), 596-610.

Jebran, K., Chen, S., Tauni, M. Z., & Ahmad, H. (2019). Corporate Governance, ultimate owner, and target cash holdings: evidence from China. *Sage Open*, 9(4), 2158244019894293.

Jones, E. L., & Adamolekun, O. (2022). Excess cash holdings, stock returns, and investment organicity . *evidence from UK investment announcements. Abacus,*, 58(4), 603-647.

Khan, J., Belk, R. W., & Craig-Lees, M. (2015). Measuring consumer perceptions of payment mode. *Journal of Economic Psychology*, 47, 34-49.

Kruja, A., & Borici, A. (2016). Determinants of firm's cash holding. *International Journal of Economics, Commerce and Management,*, 4(4), 41-52.

Kusuma, A. R., Paramu, H., & Utami, E. S. (2025). MARKET REACTIONS ON CORPORATE. *ACTIONS IN INDONESIAN STOCK EXCHANGE*.

Kuzucu, N. (2021). Causality relationship between stock liquidity and corporate cash holdings. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 17(1), 102-114.

Lakonishok, J., & Lev, B. (1987). Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who, and When. *The Journal of Finance*, 42(4), 913–932.

Lam, K. S., & Tam, L. H. (2011). Liquidity and asset pricing: Evidence from the Hong Kong stock market. *Journal of banking & finance*, 35(9), 2217-2230.

Lamoureux, C. G., & Poo, P. (1987). How the Market Reacts to a Stock Split? *Journal of Finance*, 42,1347-1370.

Lang, L. H., Stulz, & Walkling, R. A. (1991). test of the free cash flow hypothesis: The case of bidder returns. *Journal of Financial Economics*, 29, pp. 315–335.

Le, H., Tran, P. L., Ta, T. P., & Vu, D. M. (2018). Determinants of corporate cash holding: evidence from UK listed firms. *Business and Economic Horizons*, 14(3), 561-569.

Lee, K. H. (2011). The world price of liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 136–161.

Ma, R, Anderson, H.D, & Marshall, B.R. (2018). Market volatility, liquidity shocks, and stock returns: Worldwide evidence. *Pacific-Basin Finance Journa*, Vol. 49, pp. 164-199.

Magerakis, E., Tsagkanos, A., & Siriopoulos, C. (2015). Cash holdings and firm characteristics: Evidence from UK market. *Journal of Risk & Control,*, 2(1), 19-43.

Manoel, A. A. S, da Costa Moraes, M. B, Santos, D. F. , & Neves, M. F. (2018). Determinants of corporate cash holdings in times of crisis: insights from Brazilian

sugarcane industry private firms. *International Food and Agribusiness Management Review*, 21(2), 201-218.

McNichols, M., & Dravid, A. (1990). Stock dividends, stock splits, and signaling. *he Journal of finance*, 45(3), 857-879.

Mouline, B., & Sadok, H. (2021). Corporate cash holdings and agency conflicts: Evidence from Moroccan developing market. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 9(1), 24-32.

Moussa, M. A. (2015). The determinants of bank liquidity: Case of Tunisia. *International journal of economics and financial issues*, 5(1), 249-259.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). WHEN FIRMS HAVE INFORMATION THAT INVESTORS. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.

Nadarajah, S., Ali, S., Liu, B., & Huang, A. (2018). Stock liquidity, corporate governance and leverage: New panel evidence. *Pacific Basin Finance Journa*, 50, 216–234.

Nadarajah, S., Ali, S., Liu, B., & Huang, A. (2018). Stock liquidity, corporate governance and leverage: New panel evidence. *Pacific Basin Finance Journal*, 50, 216–234.

Næs, R., Skjeltorp, J. A., & Ødegaard, B. A. (2011). Stock market liquidity and the business cycle. *The Journal of Finance*, 66(1), 139–176.

Nelson, K. K., Price, R. A., & Rountree, B. R. (2009). *Why do investors pay attention to stock spam. Jones Graduate School of Management.* HoustonTX, 77005.: Rice University.

Nguyen, N. H., & Li, W. H. (2022). Peer Effects on Corporate Cash Holdings: Evidence from Vietnam. Forthcoming. *Asian Review of Finance Research*.

Nneji, O. (2015). Liquidity shocks and stock bubbles. . *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 35, 132–146.

Nyborg, K. G., & Wang, Z. (2021). The effect of stock liquidity on cash holdings: The repurchase motive. *Journal of Financial Economics*, Nyborg, K. G., & Wang, Z. (2021). The effect of stock liquidity on ca 142(2), 905-927.

Opler, T., Pinkowitz, L., M, R., Stulz, & Williamson, R. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3–46.

Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of banking & finance,*, 28(9), 2103-2134.

Pandey, J., Kandpal, V., & Nautiyal, N. (2021). An Analysis Of Abnormal Returns Associated with Stock Split. *The Singapore Economic Review*, 1-14.

Peyer, Urs, & Vermalen, T. (2005). The Many Facets of Privately Negotiated Stock Repurchases. *Journal of Financial Economics,*, 75, 361-395.

Prabodinl, M., & Rathnaslngha, P. M. (2022). The impact of stock split announcements on stock prices: Evidence from Colombo Stock Exchange. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 9(5), 41-51.

Rankine, G., & Stice, E. K. (1997). The market reaction to the choice of accounting method for stock splits and large stock dividends. *Journal of financial and quantitative analysis*, 32(2), 161-182.

Shiau, H. L., Chang, Y. H., & Yang, Y. (2018). The cash holdings and corporate investment surrounding financial crisis: The cases of China and Taiwan . *The Chinese Economy*, 51(2), 175-207.

Smimou, K. (2014). Consumer attitudes, stock market liquidity, and the macro economy: A Canadian perspective. *International Review of Financial Analysis*, 33, 186–209.

Sormin, R. T. (2024). Analysis of the Influence of the Announcement of Stock Splits on Insider Trading Indicators in the Indonesian Stock Exchange Environment for the 2013-2023 Period. *Syntax Idea*, 6(2), 690-707.

Subramaniam, V., Tang, T. T., Yue, H., & Zhou, X. (2011). Firm structure and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 759-773.

Sumiati, S. (2020). Effect of Cash Holding on Firm Value with Ownership Structure as A Moderating Variable in Indonesia Company. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 18(1), 122-129.

Suwaidan, M. S. (2022). Determinants of Corporate Cash Holding: Evidence from an Emerging Market. Montenegrin. *Journal of Economics*, 18(3), 109-119.

Tekin, H. (2020). How optimal cash changed by the global financial crisis?: a multi-country analysis . *Economics and Business Letters*, 9(2), 114-123.

Titman, S. (2002). Discussion of "Underreaction to self-selected news events. *Review of Financial Studies* , 15, 527-532.

Wasenius, J. (2024). Market Reaction to Stock Splits. *Evidence from Finland*.

Weston, J. P. (2000). Competition on the Nasdaq and the impact of recent market reforms. *The Journal of Finance*, 55(6), 2565-2598.

Xie, X., Wang, Y., Zhao, G., & Lu, W. (2017). Cash holdings between public and private insurers–a partial adjustment approach. *Journal of banking & finance*, 82, 80-97.

Yilmaz, I., & Samour, A. (2024). The effect of cash holdings on financial performance: evidence from middle eastern and North African countries. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(2), 53.

Yun, J., Ahmad, H., Jebran, K., & Muhammad, S. (2021). Cash holdings and firm performance relationship: Do firm-specific factors matter? *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 34(1), 1283-1305.

Abstract

This study aimed to analyze the impact of stock splits on stock liquidity by examining the level of cash holdings among non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period from 2019 to 2023. To achieve this objective, the study employed Structural Equation Modeling (SEM) and path analysis to assess both the direct and indirect effects of stock splits (independent variable) and control variables on stock liquidity (dependent variable), through the mediating role of cash holdings (mediating variable). Furthermore, the study sought to explore the joint impact of the independent and mediating variables on the dependent variable, based on parameter estimates derived from regression analysis using the Ordinary Least Squares (OLS) method. The control variables included profitability (measured by return on assets), financial leverage, firm size, and firm value (measured by Tobin's Q). The findings revealed a statistically significant positive direct effect of stock splits, firm value, and financial leverage on stock liquidity. Additionally, cash holdings exhibited a significant positive direct impact on stock liquidity, as measured by the bid-ask spread index. The results also indicated a significant positive direct effect of stock splits on the mediating variable, cash holdings, while an indirect effect of cash holdings was observed in the relationship between stock splits and stock liquidity. In light of these findings, the study recommended that firms maintain an optimal level of cash holdings that balances the costs and expected benefits, This would help enhance liquidity and reduce the risk of managers exploiting stock split announcements to issue overvalued shares.

Keywords

Stock Split ;Stock Liquidity ;Cash Holdings .