

تأثير المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد الاقتصادي على الاحتفاظ بالنقدية: أدلة من سوق الأوراق المالية المصري

د/ أيمن عطوه عزازى سليم

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة - جامعة الزقازيق - مصر

الكلية التطبيقية - جامعة المجمعة - السعودية

Aymanatwa1975@gmail.com

ملخص البحث:

الهدف: تهدف هذه الدراسة إلى اختبار تأثير المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على مستوى احتفاظ منشآت الأعمال المصرية بالنقدية، وما إذا كانت القيود المالية تؤثر على العلاقة بين كل من المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية واحتفاظ الشركات النقدية.

التصميم والمنهجية: اعتمد الباحث على عينة مكونة من (93) شركة غير مالية مسجلة بسوق الأوراق المالية المصري بإجمالي مشاهدات (1209) مشاهدة خلال السلسلة الزمنية الممتدة من عام 2011 إلى عام 2023، وذلك لاختبار أربعة فروض بحثية من خلال ثماني نماذج احصائية، من خلال استخدام طريقة المربعات الصغرى، وطريقة المربعات المعممة.

النتائج: أوضحت نتائج البحث وجود أدلة تدعم فرضية الدافع الاحترازي (الوقائي) للإحتفاظ بالنقدية في مواجهة التمويل الخارجي المكلف الناجم عن التوترات الجيوسياسية وعدم التأكد المتعلق بالسياسة الاقتصادية، كما أن الشركات المصرية تميل إلى مراكمة النقدية كحاجز صد ضد الصدمات السلبية لتدفقاتها النقدية، حيث يعتبر الاحتفاظ بالنقدية الزائده أداة تحوط ضد البيئة الاقتصادية المضطربة. من ناحية أخرى، ونظرًا لأن الشركات المقيدة ماليًا تواجه تكاليف أعلى في سبيل الحصول على التمويل الخارجي، فقد أوضحت نتائج البحث أن الاحتفاظ بالنقدية لدى هذه الشركات يتأثر بشكل كبير بمتغيرات عدم اليقين الجيوسياسي والاقتصادي. بالإضافة إلى ذلك، تُعدل الشركات حيازاتها النقدية بشكل أسرع خلال فترات المخاطر الجيوسياسية وعدم اليقين الاقتصادي المرتفع بشكل أساسي لتجنب التمويل الخارجي المكلف.

الآثار العملية: إن هذه الدراسة لها آثار مهمة بالنسبة للمديرين وصناع السياسات والجهات التنظيمية. فبالنسبة للمديرين، ينبغي عليهم أن يولوا المزيد من الاهتمام لفترات التوترات الجيوسياسية وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية التي يقل فيها توافر الأموال. وبالنسبة لصناع السياسات والجهات التنظيمية، قد تكون هذه الدراسة مفيدة في تقييم تأثير عدم الاستقرار الاقتصادي على قرار الشركة فيما يتعلق بالاحتفاظ بالنقدية.

الأصالة والإضافة: تعتبر هذه الدراسة هي الأولى من نوعها في البيئة المصرية التي تسلط الضوء على تأثير المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد الاقتصادي على الاحتفاظ بالنقدية، وبذلك تُعد بمثابة مساهمة وإضافة علمية لإثراء أدبيات الفكر المحاسبي والتمويلي.

الكلمات المفتاحية: المخاطر الجيوسياسية، عدم التأكد (اليقين) الاقتصادي، الاحتفاظ بالنقدية.

The Impact of Geopolitical Risks and Economic Uncertainty on Cash Holding: Evidence from the Egyptian Stock Market

Abstract:

Purpose – This study aims to investigate the Impact of geopolitical risk (GPR) and economic policy uncertainty (EPU) on corporate cash holding in Egyptian companies, it also investigates whether financial constraints affect the relationship between both EPU and GPR and corporate cash holdings.

Design/methodology/approach – The researcher relied on a sample of (93) non-financial companies listed in the Egyptian Stock Exchange with a total of (1209) observations during the time series extending from 2011 to 2023, in order to test four research hypotheses through eight statistical models, by using the Ordinary Least Squares (OLS) method, and the Generalized Least Squares (GLS) method.

Findings – The results indicated evidence to support the hypothesis of the precautionary (protective) motive to hold cash in the face of costly external financing resulting from geopolitical tensions and economic policy uncertainty. Egyptian firms tend to accumulate cash as a buffer against negative shocks to their cash flows, as holding excess cash is considered a hedge against a turbulent economic environment. On the other hand, since financially constrained firms face higher costs in obtaining external financing, the results indicated that holding cash in these firms is significantly affected by geopolitical and economic uncertainty variables. In addition, firms adjust their cash holdings faster during periods of geopolitical risk and high economic uncertainty mainly to avoid costly external financing.

Practical implications – This study has important implications for managers, policymakers and regulators. For managers, they should pay more attention to periods of heightened geopolitical tensions and economic policy uncertainty in which the availability of funds is reduced. For policymakers and regulators, this study may be useful in assessing the effect of economic instability on firm's cash holding decision.

Originality/value – This study is the first of its kind in the Egyptian environment that sheds light on the impact of geopolitical risks and economic uncertainty on cash holdings, and thus it is considered as a contribution and scientific addition to enriching the literature of accounting and financial thought.

Keywords - Geopolitical risk, Economic uncertainty, Cash holdings.

1. الإطار العام للبحث

1/1- مشكلة البحث

في السنوات الأخيرة، أدت العديد من الأحداث العالمية، مثل جائحة كوفيد-19، والحرب التجارية بين الولايات المتحدة والصين، والحرب الروسية الأوكرانية، والتوترات المتصاعدة بالشرق الأوسط إلى زيادة كبيرة في عدم التأكد في السياسة الاقتصادية. كما هددت قضايا أخرى (مثل زيادة البطالة، وعدم الكفاءة وعدم المساواة في الدخل، والهجرة، والتضخم وتقلب أسعار النفط) الاستقرار الاقتصادي العالمي. ونتيجة لذلك، قامت الحكومات في جميع أنحاء العالم بتعديل سياساتها الاقتصادية والسياسية استجابة لهذه التحديات، مما أدى إلى زيادة عدم التأكد في بيئة الأعمال (Baker et al., 2016; Gulen and Ion, 2016). ويركز الباحثون جهودهم في محاولة فهم كيفية تأثير عدم التأكد على السياسات المالية التي تتبعها الشركات، مع العلم أن مثل هذه التأثيرات تبدو غير متجانسة فيما يتعلق بسياقات مختلفة من صدمات عدم التأكد. وقد أوضحت بعض الأدبيات السابقة أن حالة عدم التأكد تمارس تأثيرات عميقة وواسعة ومتنوعة على الاقتصاد (Baker et al., 2016; Korsah & Mensah, 2024) وعلى السياسات المالية للشركات (Phan et al., 2019; Akron et al., 2022; Tran et al., 2024).

وفي السنوات الأخيرة أيضاً، تعرض عدد كبير من الشركات في جميع أنحاء العالم للإفلاس بسبب نقص السيولة النقدية. لذلك، قامت الشركات في مختلف أنحاء العالم بتكوين احتياطات نقدية ضخمة لتجنب حالة عدم التأكد في البيئة الاقتصادية (Phan et al., 2019). وأصبحت حالة عدم التأكد بشأن البيئة الاقتصادية والمخاطر الجيوسياسية من المخاوف الجوهرية في حقبة ما بعد الأزمة المالية، وقد زادت بالفعل حالة عدم التأكد بشأن السياسات المالية والاقتصادية في الاقتصادات العالمية، وخاصة في الاقتصادات الناشئة، إلى مستويات عالية بشكل ملحوظ (Li, 2022). كما إن فهم تأثير عدم التأكد بشأن السياسات المالية والاقتصادية والمخاطر الجيوسياسية على الاحتفاظ بالنقدية يُعد أمر هاماً، لأن الاحتفاظ بالنقدية لا يمكن أن يعمل كشبكة أمان في ظل وجود تمويل خارجي مُكلف فحسب، بل قد تؤثر أيضاً على مخاوف المستثمرين بشأن الانتهازية الإدارية (Managerial Self-Dealing، ومن المرجح أن يزداد كلاهما مع عدم ازدياد المخاطر الجيوسياسية (Javadi et al., 2021).

ويرى البعض (Phan et al., 2019) أن عدم التأكد فيما يتعلق بالاقتصادي الكلي (Macro-Economic Uncertainties) يشكل مخاوف مهمة تؤثر على البيئة التي

تعمل فيها الشركات، والتي يمكن ربطها بشكل مباشر بالقرارات المالية. وقد قدمت بعض الأدبيات المحاسبية (Al-Najjar, 013; Demir and Ersan, 2017) أدلة قوية على دور التغيرات الاقتصادية الكلية في زيادة حالة عدم التأكد في الاقتصادات الناشئة. ومن المرجح أن يؤدي هذا إلى زيادة تكاليف التمويل الخارجي للشركات العاملة في هذه الاقتصادات (Demir et al., 2019).

وقد استحوذ احتفاظ الشركات بالنقدية على اهتمام متزايد من قبل الأدبيات المحاسبية وذلك لتقديم إجابات علمية عن الأسباب التي قد تدفع الشركات نحو الاحتفاظ بالمزيد من الأرصدة النقدية، بالإضافة إلى البحث عن الخصائص التي قد تمتلكها تلك الشركات وتكون مسئولة عن اختلاف مستوى النقدية المحتفظ بها، وكذلك تحديد ما إذا كانت حالة عدم اليقين الاقتصادي تؤثر على المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية أم لا (Subing & Yalin, 2023).

بينما كان يعتقد في الماضي، أن الاحتفاظ بأرصدة نقدية كبيرة يعتبر خياراً إدارياً غير فعال ينطوي على قدر كبير من الإنتهازية الإدارية، ويتم ربط الموضوع بمشاكل حوكمة الشركات، وفي الوقت الحاضر، فإن أعداد متزايدة من الشركات قررت تكديس الاحتياطات النقدية كأداة لدعم عمليات نمو وتطوير الأعمال وضمان مستويات أعلى من المرونة المالية من أجل اقتناص فرص النمو دون التعرض لخطر القيود المالية. حيث يعطى المديرون الأولوية لسياسات التمويل، مع الحفاظ على المرونة المالية، معتقدين أن هذه السمة أكثر أهمية من المزايا الضريبية. لذلك، في ضوء العمليات الحالية لتدويل الشركات وعولمة الأسواق المالية وتكاملها، والتنافسية المفرطة في الأسواق الدولية، هناك تسامح منخفض مع عدم كفاءة إدارة الشركات في اقتناص فرص النمو المتاحة، والتي قد تكون السبب المباشر لعدم الاستقرار والإفلاس (أبوسالم، 204). فهناك حاجة للاستجابة الفورية حتى لا تفقد الشركة أي فرصة للنمو. كل هذه الأمور جعلت من الاحتفاظ باحتياطات نقدية كبيرة أداة مرونة مالية ذات أهمية بالغة من أجل المنافسة بنجاح خاصة في ظل حالة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والمخاطر الجيوسياسية (La Rocca & Cambrea, 2019).

من بين السياسات المالية للشركات، يعد الاحتفاظ بالنقدية أحد أكثر القرارات تعقيداً التي تواجه الشركات في ظل حالة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والمخاطر الجيوسياسية. ووفقاً لكينز، تعدل الشركات حيازاتها النقدية وفقاً لدوافع المعاملات أو لدوافع التحوط من المخاطر (الدافع الإحترازي) أو لدوافع المضاربة. ومن بين هذه الدوافع، تكون حيازة النقدية بدوافع التحوط من المخاطر (التحوط من الأحداث المستقبلية غير المتوقعة واستغلال الفرص الاستثمارية) حساسة للنشاط العام للنظام الاقتصادي ومستوى الدخل

النقدي، وليس للتغير في سعر الفائدة (Keynes, 1937)، مما يعني أن عدم التأكد فيما يتعلق بالسياسة الاقتصادية قد يكون له تأثير معين على سلوك الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركة. ويشير دافع التحوط من المخاطر إلى أن الشركات تعطي الأولوية لتجميع المزيد من النقدية عند مواجهة احتكاكات أكبر في الوصول إلى أسواق رأس المال الخارجية (Jensen, 1996) أن الشركات يجب أن تقلل من الاحتفاظ بالنقدية عندما تواجه درجة أكبر من عدم اليقين للتخفيف من مخاوف المستثمرين حول مشاكل الوكالة التي تحدث نتيجة تفضيل الإدارة لمصالحها الذاتية (Javadi et al., 2021) أو قيامها بالإفراط في الاستثمار (Harford et al., 2008) والتي يمكن أن تؤثر سلباً على هدف تعظيم الثروة بالنسبة للمساهمين Shareholders' Value.

وتشير الأدبيات السابقة إلى وجود وجهتي نظر لتفسير اتخاذ القرارات المتعلقة بالسيولة في الشركات خاصة في ظل سيادة ظروف عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والمخاطر الجيوسياسية وهما: دوافع التحوط من المخاطر (الدافع الاحترازي) Precautionary Motive ومشاكل الوكالة Agency Problems (Phan et al., 2019; Javadi et al., 2021; Tut, 2022). ويتعلق الدافع الاحترازي بالاحتياجات النقدية غير المتوقعة. حيث تميل الشركات إلى الاحتفاظ بمزيد من النقدية تحسباً لتقلب التدفقات النقدية المستقبلية وإرتفاع تكلفة التمويل الخارجي (Gao et al., 2017). ويصبح الدافع الاحترازي وراء الاحتفاظ بالنقدية من جانب الشركات أكثر أهمية خلال أوقات عدم التأكد المرتفعة، حيث يرتبط عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والتوترات الجيوسياسية باحتكاكات التمويل Frictions Financing وزيادة تكلفة رأس المال الخارجي. وأشار (Phan et al., 2019) إلى أن الشركات تتحمس لزيادة احتياطاتها النقدية لمواجهة حالة عدم التأكد التي يمكن أن تحدث في السنوات القادمة.

بينما تشير نظرية للوكالة إلى وجود ارتباط سلبي بين كل من عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والمخاطر الجيوسياسية وحيازة النقدية. وفي ظل هذا المنظور، يكون لدى المديرين، الذين يواجهون مجموعة من فرص الاستثمار منخفضة العائد (استثمارات رديئة)، الحافز للاحتفاظ بالنقدية لتحقيق مصالحهم الشخصية وبناء إمبراطوريتهم في المستقبل على حساب رفاهية حملة الأسهم (Lin et al., 2018). ومن خلال الاحتفاظ بالتدفق النقدي الزائد، يقلل المديرون من حاجتهم للحصول على الأموال من المصادر الخارجية، مما يمنحهم بدوره بعض الحرية من القيود التي تفرضها أسواق رأس المال

للحصول على الأموال (Guizani & Abdalkrim, 2021). كما أشار (Attig et al., 2021) إلى أن الشركات من المرجح أن تكون أكثر عرضة لمشاكل الوكالة خلال فترات عدم التأكد العالية لأن هذه الفترات تكون مرتبطة بانخفاض الأنشطة الاقتصادية الحقيقية (Baker et al., 2016) وانخفاض الاستثمار الرأسمالي للشركات (Javadi et al., 2021). وسيؤدي هذا بدوره إلى زيادة الاحتياطي النقدية، والتي قد يُساء استخدامها من جانب إدارة الشركات لخدمة مصالحهم الذاتية والقيام بعمليات التريح الإداري.

وفي حين تؤكد بعض الدراسات التجريبية أن دافع التحوط من المخاطر هو الدافع الأساسي للاحتفاظ بالنقدية (Demir & Ersan, 2017; Phan et al., 2019; Duong et al., 2020; Liu et al., 2021)، فإن دراسات أخرى تدعم وجهة نظر نظرية الوكالة (Javadi et al., 2021; El Ghouli et al., 2023). وتشير النتائج المختلطة التي توصلت إليها الدراسات السابقة إلى أن تأثير عدم التأكد فيما يتعلق بالسياسة الاقتصادية والمخاطر الجيوسياسية على الاحتفاظ بالنقدية من جانب الشركات هي مسألة تحتاج إلى المزيد من الدراسات.

ويرى (Gaio et al., 2022) أن النقدية تُعد أكثر الأصول الاستراتيجية قيمة حيث تساعد الشركات على اغتنام فرص الاستثمار المستقبلية وتلبية الطوارئ غير المتوقعة في أوقات عدم اليقين. فهي تتيح للشركات فرصة الحفاظ على حافز ضد ظروف عدم التأكد والحد من الاعتماد على الأموال الخارجية.

وتُعتبر حالات عدم اليقين الجيوسياسي والاقتصادي ذات أهمية حيوية لأنها تغير البيئة الاقتصادية وتؤثر على عمليات صنع القرار لدى الحكومات والأسر والشركات والمستثمرين. كما أن عدم اليقين الجيوسياسي والاقتصادي يزيد من مستويات المخاطر التي يدركها المشاركون في السوق، مما يعطل الأنشطة المخطط لها للشركات ويؤدي إلى تفاقم الاحتكاكات (exacerbate frictions). بالإضافة إلى إن عدم اليقين له تأثير مباشر على قرارات التمويل والاستثمار للشركات. (Khoo and Cheung, 2021).

وتؤثر الأحداث الجيوسياسية ليس فقط على سلوك الاستثمار لدى الشركات بل وأيضاً على سلوك الحكومات. كما أن التهديدات للعلاقات الاقتصادية والسياسية والعسكرية بين البلدان تؤدي إلى نشوء مخاطر جيوسياسية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة التقلبات المالية وعدم اليقين السياسي ويسبب تغييرات مفاجئة في التجارة وتدفقات رأس المال (Yilanci and Kilci, 2021; Khoo and Cheung, 2021). ومن الناحية النظرية، تتسبب المخاطر الجيوسياسية في انكماش اقتصادي كبير، وهو ما يتضح من الانخفاضات

الممتدة والمستمرة لفترات طويلة في الإنتاج الصناعي والتجارة الدولية (Caldara and Iacoviello, 2022).

وتؤثر المخاطر الجيوسياسية على اقتصاديات وسياسات الدول، مما يؤدي إلى اضطرابات كبيرة في الأسواق المالية وبيئات الأعمال، مما يؤثر على تخصيص الموارد ويخلق احتكاكات في سياسة الشركات. وتؤكد أدبيات المحاسبة والتمويل أن المخاطر الجيوسياسية لها تأثير كبير على بيئة الأعمال. وهي تعتبر عاملاً خارجياً يؤثر على سلوك الشركات فيما يتعلق بقرار الاحتفاظ بالنقدية، ومن المتوقع أن يؤدي التعرض للمخاطر الجيوسياسية إلى زيادة احتفاظ الشركات بالنقدية لحماية الاستثمارات ضد صدمات التمويل (Demir et al., 2019b; Aksoy-Hazır & Tan, 2023).

يتضح مما تقدم، أنه عادة ما يؤثر ارتفاع وتيرة المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على كل من الأسواق المالية وسلوك إدارة منشآت الأعمال وأولويات إنفاقها ومدى تعرضها للكثير من القيود المالية بسبب ظروف سوق رأس المال التي قد لا تعمل بكفاءة وما يترتب على ذلك من صعوبة الحصول على التمويل اللازم وارتفاع تكلفتة بالإضافة إلى مخاطر التخلف عن السداد.

لذلك يرى الباحث أن كيفية تأثير المخاطر الجيوسياسية (GPR) وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) على الأنشطة المالية والاستثمارية سؤال مهم جذب اهتمام عدد كبير من الأكاديميين وصانعي السياسات. بمعنى آخر هل عدم التأكد في السياسة الاقتصادية المصحوب بارتفاع وتيرة المخاطر الجيوسياسية يشكل قيداً على إدارة المنشآت فيما يتعلق بقرارات الاحتفاظ بالنقدية؟

وبالنسبة للبيئة المصرية، يرى الباحث أن ارتفاع وتيرة المخاطر الجيوسياسية المحيطة بمصر (حرب غزة، الحرب الأهلية بالسودان، والتهديد المستمر للملاحة بالبحر الأحمر، والحرب الروسية الأوكرانية، وغيرها) بالإضافة إلى الظروف الاقتصادية غير المستقرة نسبياً التي يمر بها الاقتصاد المصري حالياً، وما نتج عنها من وجود حالة عدم تأكد في السياسة الاقتصادية، يُمكن أن يؤثر على الشركات التي تعتمد في هيكل تمويلها على القروض بشكل كبير؛ نظراً لارتفاع معدلات الفائدة على هذه القروض (زيادة تكلفتها)، وعليه فإن المخاطر الجيوسياسية وحالة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية قد يكون لهما تأثير واضح على قرار إدارة المنشآت بالاحتفاظ بالنقدية.

يتضح جلياً مما تقدم كيف أن المخاطر الجيوسياسية ببيئة الأعمال وعدم التأكد المتعلق بسياسات الاقتصاد الكلي لهما تأثير كبير على منشآت الأعمال وقراراتها المالية

والاقتصادية والاجتماعية. وبالتالي تتلخص طبيعة مشكلة هذا البحث في دراسة واختبار تأثير المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية (محدد خارجي) على قرار الاحتفاظ بالنقدية في منشآت الأعمال المصرية.

2/1- هدف البحث

يهدف هذا البحث إلى دراسة مدى تأثير المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على قرار الشركات بالاحتفاظ بالنقدية في بيئة الاعمال المصرية.

3/1- أهمية البحث

1- يستمد البحث أهميته من الناحية الأكاديمية كونه امتداداً للأدبيات المحاسبية التي تناولت الجدل القائم حول ما إذا كان زيادة احتفاظ الشركات بالنقدية يرتبط بزيادة ظروف عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والمخاطر الجيوسياسية وزيادة القيود المالية للشركات من عدمه.

2- ندرة الدراسات السابقة التي اختبرت تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والمخاطر الجيوسياسية على قرار الشركات بالاحتفاظ بالنقدية بشكل عام، وفي البيئة المصرية بشكل خاص، وهو ما يضيف أهمية على البحث الحالي.

3- في حدود علم الباحث، لم تسلط أي دراسات سابقة الضوء على تأثير المخاطر الجيوسياسية على احتفاظ الشركات المصرية غير المالية بالنقدية. وبالتالي هناك فجوة في الأدبيات المحاسبية التي تتناول آثار المخاطر الجيوسياسية على احتفاظ الشركات المصرية بالنقدية وهو ما يبرز أهمية هذه الدراسة.

4- تضارب نتائج الدراسات السابقة - التي تمت في بيئات خارجية - التي تناولت العلاقة بين المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية والنقدية المحتفظ بها، مما يعني الحاجة إلى القيام بمزيد من الدراسات عن الدوافع والمحددات الخارجية لإحتفاظ الشركات بالنقدية.

5- يُعد البحث الحالي إحدى الدراسات المنهجية المتعلقة بقرار الاحتفاظ بالنقدية، والتي تُعد واحدة من أهم القرارات المالية التي باتت تلعب دوراً محورياً ومؤثراً في تعظيم ثروة الملاك، فضلاً عما قد تسببه تلك القرارات من ارتفاع لتكاليف الوكالة في حالة إساءة إدارة الشركة استخدام النقدية المحتفظ بها بإهدارها في مشاريع غير مربحة (فرط الاستثمار).

6- من المتوقع أن يستفيد من نتائج البحث الحالي المستخدمون الخارجيون للقوائم المالية عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وذلك انطلاقاً من أن عدم التأكد في السياسة

الاقتصادية والمخاطر الجيوسياسية وعلاقتها المتوقعة بالاحتفاظ بالنقدية تعتبر أحد العوامل المؤثرة على قرارات هؤلاء المستخدمين.

4/1- خطة البحث

في ضوء مشكلة البحث وأهميتها وتحقيقاً لأهدافه، فقد قام الباحث بتقسيم البحث على النحو التالي:

القسم الأول: التأسيس النظري للعلاقات البحثية.

القسم الثاني: مراجعة الأدبيات السابقة وتحديد الفجوة البحثية وتطوير الفروض.

القسم الثالث: المنهجية ونماذج البحث.

القسم الرابع: الدراسة التطبيقية لاختبار الفروض.

القسم الخامس: الخلاصة والتوصيات والاتجاهات البحثية المستقبلية.

القسم الأول: التأسيس النظري للعلاقات البحثية.

1/1: المخاطر الجيوسياسية

يُمكن أن تشكل المخاطر الجيوسياسية، التي تزايدت مؤخراً، تهديداً للاستقرار المالي. فقد أثار الصراع المستمر في الشرق الأوسط، والمخاوف من تصاعد التوترات بين الولايات المتحدة والصين بشأن تايوان، والغزو الروسي لأوكرانيا، مخاوف بشأن الاستقرار الجيوسياسي. ويمكن أن تؤدي الأحداث الجيوسياسية المعاكسة Adverse Geopolitical Events إلى تحولات سريعة في معنويات السوق وزيادة حادة في حالة عدم التأكد، مما يكشف نقاط الضعف الحالية في المؤسسات المالية والأسواق. وعلاوة على ذلك، فإنها من الممكن أن تؤثر على خطط الاستهلاك والاستثمار، مع تأثيرات غير مباشرة على النمو الاقتصادي، وتنشيط حلقات ردود الفعل السلبية بين الاقتصاد الحقيقي والعالم المالي.

فقد أصبحت المخاطر الجيوسياسية إحدى التهديدات والتحديات الرئيسية التي تواجه بيئة الأعمال وإدارة الشركات في عصر العولمة، حيث أصبح دورها أكثر وضوحاً خاصة بعد التأثير الهائل لهجمات الحادي عشر من سبتمبر 2001 الإرهابية في مدينة نيويورك، وتتمثل الأحداث الجيوسياسية في الحروب والهجمات الإرهابية والنزاعات الدولية، وقد عرف (Pringpong et al., 2023) المخاطر الجيوسياسية بأنها تلك المخاطر المرتبطة بالحروب والأعمال الإرهابية والتوترات بين الدول التي تؤثر على المسار الطبيعي والسلمي للعلاقات الدولية. بينما يرى (Caldara & Iacoviello, 2022) أن المخاطر الجيوسياسية تشير إلى حالة عدم اليقين المرتبطة بالحروب والإرهاب والتوترات بين الدول التي قد تؤدي إلى زعزعة الحالة المعتادة والسلمية للعلاقات الدولية.

ومن الممكن أن تؤثر المخاطر الجيوسياسية سلباً على الاقتصاد العالمي وأن تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي من خلال مجموعة متنوعة من القنوات. فعلى جانب الاقتصاد الحقيقي Real-Economy Side ، يمكن للمخاطر الجيوسياسية أن تؤثر على الاقتصاد من خلال التأثير سلباً على نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي Real GDP Growth، والتضخم، والتبادل التجاري، والاستثمار، والاستهلاك والادخار. وعلى الجانب المالي Financial Side، يمكن للمخاطر الجيوسياسية أن تؤثر على تدفقات رأس المال وأسعار الأصول، وتؤدي إلى التقلبات في أسواق السلع الأساسية، وأسعار الصرف، وأسعار الأسهم، وأسعار الفائدة وشروط منح الائتمان. ونظراً للارتباطات بين الاقتصاد الحقيقي والقطاعات المالية، فإن عمليات التغذية الراجعة قد تعزز التأثيرات المباشرة. حيث يمكن أن يكون لهذه التأثيرات السلبية على الاقتصاد الحقيقي والأسواق المالية عواقب سلبية على التمويل والإقراض والملاءة المالية وجودة الأصول وربحية المؤسسات غير المالية والبنوك (Dieckelmann et al., 2024).

وقد أشار (Qi et al., 2022) إلى أن المخاطر الجيوسياسية قد يكون لها تأثيرات سلبية على الاقتصاد، فقد تؤدي المخاطر الجيوسياسية إلى زعزعة استقرار الأسواق المالية من خلال زيادة حالة عدم التأكد والتأثير على التوقعات الاقتصادية الكلية، مما يتسبب في تدهور معنويات المستثمرين والمستهلكين، الأمر الذي ينعكس سلباً على النمو الاقتصادي. بالإضافة إلى ذلك، قد يتم تقليص التجارة الدولية أيضاً مع تضرر الثقة أو زيادة القيود التجارية والعقوبات. وعلاوة على ذلك، فإن الاضطرابات في سلاسل التوريد العالمية وأسواق السلع الأساسية، يكون لها أيضاً تأثير سلبي على النمو.

وفى ذات السياق، أشار (Xiang, 2022) إلى أن المخاطر الجيوسياسية الناشئة عن الأحداث والتوترات الجيوسياسية أصبحت تشكل مصدر قلق كبير سواء على مستوى الشركات المحلية أو الدولية وذلك من خلال تأثير الشركات بالشكوك المحيطة بعملياتها، ويضر تصاعد المخاطر الجيوسياسية بنتائج الاقتصاد الكلي، من خلال زيادة حالات عدم التأكد الاقتصادي والسياسي والتي تؤدي إلى استثمار ثابت دون المستوى الأمثل فوفقاً لنظرية الخيارات الحقيقية يؤدي عدم التأكد السياسي إلى قيام الشركات بإتباع منهج "الانتظار والترقب" وتأخير أو تأجيل قراراتها الاستثمارية حتى يتم حل حالة عدم التأكد هذه، كما يؤدي تزايد حالات عدم التأكد إلى خلق حالة من عدم تماثل المعلومات بين الشركات والمستثمرين أو المقرضين في السوق، مما يجعل من الصعب على الشركات القيام بتوفير رأس مال خارجي لتمويل استثماراتها (عبدالله، 2024).

ويري الباحث أن التهديدات والمخاطر الجيوسياسية من شأنها أن تزيد من حالة عدم التأكد في الأسواق المالية على نطاق واسع، وهو ما يقوض الثقة بين المستثمرين ويزيد من رغبة إدارة الشركات على تجنب المخاطر المحتملة ومن ثم تلجأ إدارة الشركات للاحتفاظ بالمزيد من النقدية نتيجة لزيادة مخاطر الائتمان أو ارتفاع أسعار الفائدة التي تفرضها البنوك على القروض، أو تشديد شروط التمويل للشركات غير المالية.

2/1: عدم التأكد في السياسة الاقتصادية

تشكل القرارات الخاصة بالسياسة الاقتصادية البيئة التي تعمل الشركات فيها، لهذا يرى (Demir & Ersan, 2017) أن الخيارات المالية والتشغيلية عرضة للتأثر بعدم التأكد المرتبط بالسياسة الاقتصادية، أي عدم التأكد المتعلق بسياسات الضرائب والإنفاق الحكومي والسياسات النقدية (Bonaime et al., 2018). ويشير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) إلى حالة عدم قدرة الكيانات الاقتصادية على التنبؤ بما إذا كانت الحكومة ستغير سياساتها الاقتصادية ومتى وكيف سيتم ذلك (Gulen & Ion, 2016). كذا أشار (Baker et al., 2016) إلى أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يعود بشكل أساسي إلى احتمال حدوث اختلاف في السياسات الاقتصادية المستقبلية عن السياسات الحالية وكيف يمكن أن تؤثر هذه التغيرات على الاقتصاد ككل وبالتبعية التأثير وبشكل كبير على خيارات الشركات فيما يتعلق بفرص الاستثمار وقرارات الاحتفاظ بالنقدية.

ويرى (Kang et al., 2014) أن الشركات تعمل في بيئة ديناميكية تتشكل من خلال قرارات السياسيين والمؤسسات التشريعية. وبالتالي، فإن التغيرات في السياسة الاقتصادية ستؤثر على البيئة الاقتصادية التي تواجه الشركة. ومن المرجح أن يؤثر عدم التأكد بشأن السياسات الحكومية المستقبلية وآثارها المحتملة على القرارات المالية للشركات. إذ وجد أن التقلبات التي تحدث في السياسة الاقتصادية عادةً ما تؤدي إلى قدر كبير من عدم التأكد نتيجة لعمليات صنع القرار السياسي وتنفيذه. وقد يؤثر عدم التأكد هذا في السلوك المالي والإداري لمنشآت الأعمال؛ حيث يشير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) في جوهره إلى المخاطر المرتبطة بالتغيرات المحتملة في السياسة الاقتصادية، إضافة إلى أنه لكي تظل المنشآت قادرة على المنافسة في بيئة الأعمال شديدة التنافسية، فإنها تحتاج إلى القيام بمشاريع ذات خطورة مرتفعة، ولكنها تعزز قيمتها (عمارة، 2023)، ومن ثم تعتبر المخاطرة جزءاً أساسياً في بيئة الأعمال وفي عملية صنع القرار في منشآت الأعمال (Gupta & Krishnamurti, 2018).

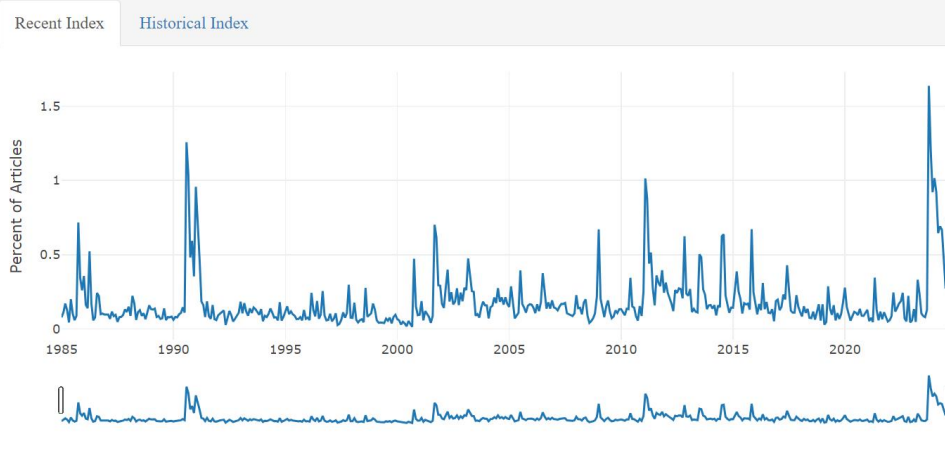
ويرى (عبدالناصر، 2024) أن استقرار السياسات الاقتصادية يعتبر عاملاً جوهرياً في تحقيق استقرار الأسواق المالية وأداء الشركات واستمراريتها. وعلى العكس من ذلك، فإن التقلبات المتتالية والمستمرة في السياسات الاقتصادية خلال فترة زمنية معينة قد تؤدي إلى وجود حالة من عدم التأكد فيما يتعلق بالسياسة الاقتصادية للدولة، وهو ما قد يترتب عليه وجود حالة من عدم التوازن في الأسواق المالية والتذبذب وعدم الاستقرار في أداء الشركات. وأشار (Liu & Dong, 2020; El Ghouli et al., 2021) إلى اختلاف حالة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية عن حالة عدم التأكد على مستوى الشركات؛ حيث إن عدم التأكد الاقتصادي ينتج عن وجود تغيرات أو تقلبات في السياسات الاقتصادية التي تُنفذها الحكومة، وبالتالي فإنه يخرج عن سيطرة وتحكم إدارة الشركة إلى حد كبير، ويكون أكثر صعوبة في التحوط منه وإدارة المخاطر الناشئة عنه، وذلك على العكس من حالة عدم التأكد على مستوى الشركة والتي يُمكن أن تخضع لسيطرة وتحكم الإدارة بشكل أكبر. هذا، ويُعد عدم التأكد في السياسة الاقتصادية من ضمن العوامل ذات الأثر السلبي على الاقتصاد ككل، كما أنه يُعد أحد أكثر المتغيرات أهمية في عملية اتخاذ القرارات في الشركات وخاصة القرارات التمويلية؛ حيث يؤدي إلى تقييد قدرتها على الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة، وخاصة الاقتراض من البنوك؛ نظراً لزيادة مخاطر الائتمان خلال فترات عدم التأكد الاقتصادي، ومن ثم قد تلجأ الشركات إلى الاحتفاظ بالنقدية كمصدر تمويل بديلاً عن الاقتراض الخارجي وهو ما يتفق مع فرضية الاستبدال أو الإحلال.

وبناءً على ما سبق، تقوم الشركات بمواءمة قراراتها المالية والاستثمارية بناءً على التغيرات في السياسة الاقتصادية لتجنب الآثار السلبية على كفاءة الشركة من حيث خسارة الفرص الاستثمارية وارتفاع تكلفة التمويل. ونظراً لأن السياسة الاقتصادية في بلد ما تلعب دوراً حيوياً في الأنشطة التجارية والقرارات التشغيلية والمالية للشركة ومن ثم تصبح معرضة لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية (Gulen & Ion, 2016; Phan et al., 2019).

وفي ضوء ما سبق، يُمكن للباحث أن يُعرف عدم التأكد في السياسة الاقتصادية بأنه حالة من عدم اليقين بخصوص السياسات الاقتصادية التي قد تتبناها الحكومة في المستقبل مقارنة بالسياسات الاقتصادية الحالية، وتوقيت تنفيذ هذه السياسات، وكيفية تنفيذها، والآثار المترتبة عليها. ويوضح الشكل التالي رقم (1) ارتفاع مؤشر المخاطر الجيوسياسية التي تتعرض لها مصر خاصة خلال السنوات الأخيرة.

شكل رقم (1) مؤشر المخاطر الجيوسياسية التي تتعرض لها مصر

Egypt GPR Index



المصدر: <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>

3/1: الاحتفاظ بالنقدية

1/3/1: دوافع الاحتفاظ بالنقدية في الأدب المحاسبي:

تعتبر النقدية من الأصول الاستراتيجية التي حظيت باهتمام كبير خاصة بعد الأزمة المالية العالمية واتجاه العديد من الشركات لتكوين أرصدة نقدية متراكمة وذلك لمواجهة الأحداث الطارئة غير المتوقعة واستغلال الفرص الاستثمارية التي قد تنشأ في المستقبل، فنتيجة للتقلبات التي تحدث في أسواق المال تواجه الشركات مخاطر التعثر المالي نتيجة عدم توافر النقدية الكافية للتشغيل وهو ما يمثل عائقاً أمام بقاء الشركة ونموها، الأمر الذي ينعكس سلباً على قيمتها السوقية، وتقوم الشركات بالاحتفاظ بالنقدية من أجل التعامل بنجاح مع هذه المخاطر. فقد أشارت بعض الأدبيات المحاسبية (بلال، 2017؛ حداد، 2017) أن أسواق المال مهما بلغت درجة كفاءتها فإنها لن تخلو من الأحداث التي تحمل بين طياتها الحاجة للاحتفاظ بالنقدية. لذا يمثل سوق المال غير الكفاء أساساً للاحتفاظ بالنقدية بسبب عدم تماثل المعلومات وتكاليف المعاملات (Opler et al., 1999; Sheikh et al., 2018).

وقد توصلت بعض الأدبيات في مجال المحاسبة والتمويل (مليجي، 2018؛ عبد الرحيم، 2020؛ Nguyen et al., 2016) إلى أن هناك عدة دوافع لإحتفاظ الشركات بالنقدية، وتتمثل أهم هذه الدوافع في:

(1) دافع تخفيض تكاليف المعاملات The Transaction Costs Motive

تحتفظ الشركات بالنقدية بهدف توفير السيولة التي تمكنها من الوفاء بأنشطتها التشغيلية والقيام بسداد مدفوعات اليوم وتلبية احتياجاتها المستقبلية وبالتالي فإن الاحتفاظ بالنقدية يساهم في تجنب الشركة لتكاليف التمويل المرتفعة أو تجنب تسيل بعض الأصول عند الحاجة العاجلة إلى النقدية (أبوسالم، 2024؛ مليجي، 2018).

(2) دافع الوقاية من المخاطر The Precautionary Motive

يقترح الدافع الوقائي أن الشركات من المحتمل أن تخفض من استثماراتها عندما تواجه عجزاً في النقدية المتاحة (Opler et al, 1999)، لذا تحتفظ الشركة بالأرصدة النقدية كدافع وقائي لمواجهة الأزمات المحتملة وتجنب اللجوء لأسواق رأس المال، وتجنب خسارة فرص استثمارية فيما يعرف بنقص الإستثمار (عيسى، 2018). بالإضافة لذلك تساعد النقدية المحتفظ بها الشركة على مواجهة ظروف عدم التأكد، ومواجهة الأزمات المالية الخارجية، وتحسين التصنيف الائتماني للشركة، وبالتالي تخفيض مخاطر التعرض للإفلاس (عبدالعال، 2020). وقد أشارت دراسة كل من (محمد، 2017؛ Etemad, 2016) إلى أن الدافع الوقائي يهدف إلى تعزيز كفاءة إدارة الشركات لسياساتها الاستثمارية.

(3) دافع المضاربة The Speculative Motive

يرتبط دافع المضاربة بفرص الاستثمار المستقبلية المربحة، ففي سياق الفرص الاستثمارية القيمة Valuable Investment Opportunities يعتبر الاحتفاظ بالنقدية مصدراً مهماً لرأس المال الداخلي الذي يمكّن الشركات من الاستفادة من فرص النمو، وتجنب التكاليف المرتفعة لجمع الأموال، وزيادة المرونة المالية (Rapp et al., 2014).

(4) دافع الوكالة The Agency Motive

في ظل وجود نزاعات الوكالة، لا يمكن ضمان حسن استخدام النقدية المحتفظ بها نظراً لمخاطر التحول المرتبطة بسوء سلوك الوكيل Agent Misbehavior فيما يتعلق باستخدام موارد الشركة (Myers & Rajan, 1998). ويشير دافع الوكالة إلى أن آليات التعويض والحوكمة Compensation And Governance Mechanisms، مثل توفير حماية أكبر للمستثمرين، وتحسين انفاذ القانون، ووجود أسواق رأس المال القوية تمنع المديرين من الاحتفاظ بنقدية زائدة وإنفاقها على مشاريع لا تضيف قيمة حقيقية للمنشأة (Gao et al., 2013). وتهدف حوافز الوكالة إلى ضبط سوء سلوك المدير فيما يتعلق بالاستخدام الفعال للنقدية ومواءمة مصالح المديرين والمساهمين لتعزيز قيمة الشركة (Da Cruz et al., 2019).

ويرجح (Jensen, 1996) أن الانتهازية الإدارية يمكن أن تؤدي إلى تراكم النقدية وذلك على حساب مصلحة ورعاية حملة الأسهم. فقد أشارت دراسة (Tran, 2020) إلى أن ارتفاع

مستويات النقدية يحفز المديرين للميل نحو الإفراط في الاستثمار وبناء إمبراطورية، وهو ما سوف يتسبب في قيام المديرين بإنفاق الأموال المتاحة وإساءة تخصيص الموارد من خلال القيام بإستثمارات ليست ذات جدوى. ويرى (Guizani, 2017) أن المديرين يفضلون الاحتفاظ بالمزيد من النقدية عن دفع توزيعات الأرباح للمساهمين حيث تكون لهم سلطة تقديرية أعلى وحرية تصرف أكبر.

(5) الدافع الضريبي Tax Motive

يخلق العبء الضريبي دوافع للشركات متعددة الجنسيات للاحتفاظ بالأرباح في الخارج والاحتفاظ بها نقدًا، بهدف تخفيف الأعباء الضريبية وخاصة عندما يكون معدل الضريبة في البلدان التابعة الأجنبية أقل مما هو عليه في البلد الأم، وقد تلجأ الشركات إلى هذا السلوك خاصة عندما تكون غير مقيدة ماليًا في البلد الأم (Desai et al., 2007).

2/3/1: النظريات المفسرة للاحتفاظ بالنقدية في الأدب المحاسبي:

تشير الدراسات الحديثة في مجال المحاسبة والتمويل إلى وجود عدة نظريات يمكن أن تساعد في تحديد أي خصائص الشركة يمكن أن تفسر دوافعها لتكوين أرصدة نقدية متراكمة مع محاولة المحافظة على المستوى الأمثل للنقدية، وهي: نظرية المفاضلة الساكنة، ونظرية التسلسل الهرمي للتمويل، ونظرية التدفق النقدي الحر، ونظرية الوكالة. ويمكن توضيح هذه النظريات كما يلي:

1- نظرية المفاضلة الساكنة Trade-off Theory:

تعتمد هذه النظرية على افتراض وجود حد أمثل للنقدية المحتفظ بها، وأن الشركات تحدد المستوى الأمثل للنقدية الذي يجب الاحتفاظ به من خلال المفاضلة بين المنافع والتكاليف الحدية للأرصدة النقدية. فوفقًا لنظرية المفاضلة، يمكننا تحديد نوعين من التكاليف للاحتفاظ بالنقدية. فإذا افترضنا أن المديرين يعملون من أجل تعظيم ثروة المساهمين، فإن التكلفة الرئيسية للاحتفاظ بالنقدية هي تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر في الأصول السائلة (Al-Najjar, 2013). ومن وجهة نظر (Dittmar et al., 2003) فإن هذه التكلفة يطلق عليها تكلفة إجراء المعاملة Cost-Of-Carry وهي الفرق بين العائد على النقدية والفائدة التي يجب دفعها لتمويل وحدة إضافية من النقدية، ومن ناحية أخرى، إذا لم يقيم المديرين بتعظيم ثروة المساهمين واتجاههم لزيادة النقدية التي بحوزتهم بهدف زيادة الأصول الخاضعة لسيطرتهم ورقابتهم وبالتالي زيادة حرية التصرف الإداري لديهم Managerial Discretion فنتيجة لذلك، سوف تزداد تكلفة الاحتفاظ بالنقدية لتتضمن تكلفة الوكالة (Guizani, 2017).

وتتبع فوائد الاحتفاظ بالنقدية من دافعين أولهما: دافع تكلفة المعاملة وفقاً لدافع تكلفة المعاملة، فإن الميزة الرئيسية من الاحتفاظ بالنقد تتمثل في توفير الشركات لتكاليف المعاملات غير الضرورية لاقتراض الأموال وتخفيض تكلفة التمويل والتقليل من احتمالية التعرض لضغوط مالية وتجنب تسهيل بعض الأصول لسداد الالتزامات. وبالتالي، ستحتفظ الشركات بمزيد من النقدية عندما يكون من المحتمل أن تتكبد تكاليف معاملات أعلى لتسهيل الأصول غير النقدية وتحويلها إلى نقدية. بدلاً من ذلك، سوف تميل الشركات إلى الاحتفاظ بكمية أقل من النقدية عندما تكون تكاليف الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقدية مرتفعة (Bates et al., 2009). ثانيهما: دافع الوقاية للاحتفاظ بالنقدية حيث يؤكد الدافع الوقائي أن الشركة تحتفظ بالأرصدة النقدية لتمويل أنشطتها واستثماراتها خاصة إذا ما كانت مصادر التمويل الأخرى غير متوفرة أو مفرطة في التكلفة (Dittmar et al., 2003).

2- نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل **Pecking Order Theory**:

تؤكد نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل على أنه لتقليل تكاليف عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين وتكاليف التمويل الأخرى فإن الشركات تستخدم في البداية مصادر التمويل الداخلية وفي حالة عدم كفايتها تليها باقي احتياجاتها للنقدية من المصادر الخارجية، لذا تقوم الشركات بتمويل استثماراتها أولاً من الأرباح المحتجزة Retained Earnings، ثم من الديون الآمنة Safe Debt ثم من الديون المحفوفة بالمخاطر Risky Debt وأخيراً من حقوق الملكية Equity. وقد توصلت نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل إلى أنه لا يوجد مستوى أمثل للاحتفاظ بالنقدية فمعظم الشركات ليس لها مستوى نقدية مستهدف بل تحدد النقدية بناء على احتياجاتها الاستثمارية (Hall et al., 2014)، وبناءً على ذلك، عندما تكون التدفقات النقدية التشغيلية الحالية كافية لتمويل استثمارات جديدة فإن الشركات يمكنها تسديد الديون ودفع توزيعات الأرباح وأخيراً تراكم النقدية بغرض التحوط من المخاطر المستقبلية، ومن ناحية أخرى، عندما تكون الأرباح المحتجزة غير كافية لتمويل الاستثمارات الحالية فإن الشركات يمكنها استخدام الأرصدة النقدية المتراكمة وإصدار ديون جديدة إذا لزم الأمر، وأخيراً إصدار الأوراق المالية Securities عندما يستنفذون قدرتهم على خدمة الديون (Guizani, 2017). كما أكدت دراسة (Akhtar et al., 2018) على أن الشركات التي تواجه قيوداً مالية تكون أكثر ميلاً لزيادة النقدية المحتفظ بها.

ومن ثم، فإن هذه النظرية تكون أكثر وضوحاً في ظل زيادة عدم تماثل المعلومات، وضعف مستوى الإفصاح. حيث تستند إلى قيام المديرين بتكوين أرصدة نقدية متراكمة بهدف تجنب الاعتماد على رأس المال الخارجي نتيجة لعدم تماثل المعلومات من ناحية،

وفقد فرص استثمارية موجبة في حالة وجود قصور بمصادر التمويل الداخلية من ناحية أخرى (عفيفي، 2015؛ بلال، 2017).

3- نظرية التدفق النقدي الحر **Free Cash Flow Theory**:

التدفق النقدي الحر هو كل تدفق نقدي يزيد عن ما هو مطلوب لتمويل كل المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وتظهر نظرية الوكالة أن التدفقات النقدية الحرة الكبيرة تزيد من قوة الرؤساء التنفيذيين CEOs، مما يشير إلى تضارب محتمل في المصالح بين المساهمين والمديرين (Zeng & Wang, 2015). ويرى (Opler et al., 1999) أن هناك ثلاثة أسباب لتفسير إحتفاظ إدارة الشركات بأرصدة كبيرة من النقدية، وهي: (1) أن إدارة الشركة قد لا ترغب في القيام بدفع توزيعات نقدية للمساهمين وتفضل الاحتفاظ بالأرصدة النقدية داخل الشركة؛ (2) رغبة إدارة الشركة في تجنب المخاطر والإحتياط ضد ظروف عدم التأكد المستقبلية؛ (3) أن إدارة الشركة تميل لتراكم النقدية لتسمح لنفسها بمرونة أكثر في تحقيق أهداف خاصة.

وقد أشار (Jensen, 1996) إلى أن المديرين المتحصنين Entrenched Managers يفضلون الاحتفاظ بالنقدية بدلاً من زيادة التوزيعات النقدية للمساهمين عندما يكون لدى الشركة فرص استثمارية ضعيفة من أجل استخدامها كحائط صد وقائي ضد ظروف عدم التأكد التي قد تواجهها الشركة في المستقبل، فعندما يكون أمام الشركة فرص استثمارية ضعيفة يكون لدى المديرين حافز للاحتفاظ بالأرصدة النقدية لزيادة حجم الأصول الخاضعة لسيطرتهم واكتساب سلطة أكبر على قرارات الاستثمار، ومن خلال الاحتفاظ بالتدفق النقدي الزائد، يقلل المديرين من الحاجة المستمرة لزيادة التمويل من أسواق رأس المال، مما يوفر لهم الحرية من رقابة مقدمي رأس المال (Guizani, 2017). وقد أوضحت دراسة (Pinkowitz et al., 2016) أن النقدية تصبح غير ذات فائدة Worth Less عندما تتفاقم مشاكل الوكالة بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية.

4- نظرية الوكالة **Agency Theory**:

تُعد مشاكل الوكالة محدداً هاماً من محددات الاحتفاظ بالنقدية في الشركات (Lin et al., 2018; Dittmar et al., 2003)؛ ففي ضوء نظرية الوكالة فإن الإدارة تميل إلى الاحتفاظ بمستوى من الأرصدة النقدية يتجاوز المستوى الأمثل، حيث توفر تلك الأرصدة للإدارة المرونة والتحرر من قيود سوق المالية عندما يتعين على الإدارة الحصول على تمويل جديد، وتفترض هذه النظرية وجود خطر أخلاقي Moral Hazard وعدم تماثل للمعلومات بين الإدارة والأطراف الخارجية، ومن ثم فإن الإدارة تفضل الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من

النقدية لتحقيق مصالحها الشخصية على حساب مصلحة المساهمين (Clarkson et al., 2020).

وفي سياق نظرية الوكالة تتزايد احتمالية إساءة استخدام الأرصدة النقدية في مشروعات لا تضيف قيمة للمنشأة (Jensen, 1996)، فقد أوضح (Chen, 2014) أن المديرين يفضلون الاحتفاظ بمستوى من النقدية يفوق المستوى الذي يفضلته حملة الأسهم، حيث تساهم تلك الأرصدة في تخفيض المخاطر المستقبلية التي تتعرض لها المنشأة، وتساعد المديرين على الاحتفاظ بوضع السيطرة والتحكم فترة أطول، كذلك قد تحفز تلك المستويات المرتفعة من النقدية المديرين على التورط في أنشطة تدمر القيمة-Value Destroying Activities كما في حالة الاستهلاك البذخي، وعدم إعادة الفائض النقدي للمساهمين أو الإستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، أيضاً تساعد المديرين على زيادة نفوذهم، وبناء إمبراطورية داخل المنشأة (Lin, et al., 2018).

وبناءً عليه؛ فإن تزايد الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ قد يوفر ميزة لتحسين الإدارة، حيث يمكن للإدارة استغلال تلك الأرصدة للتورط في عمليات استحواذ لا تضيف قيمة حقيقية وإنما تؤدي لزيادة حجم المنشأة وتسمح لهم بمزيد من السلطة والنفوذ وتحقيق منافعهم الخاصة ((Harford, 1999; Harford et al. 2008).

وبالتالي فإن الشركات التي تقوم باكتناز النقدية Cash Hoardings تتعرض لضغوط من المؤسسات الاستثمارية لرد رأس المال لحملة الأسهم نظراً لتزايد القلق بشأن كفاءة استخدام تلك الأرصدة (Couzoff et al., 2022).

وفي ضوء ما سبق يتضح للباحث:

- إمكانية تقسيم دوافع الاحتفاظ بالأرصدة النقدية إلى نوعين؛ أولهما: دوافع ايجابية، هدفها الأساسي هو تجنب ارتفاع تكاليف المعاملات والتكاليف التمويلية ذات الصلة بأنشطة الشركة التشغيلية والاستثمارية، والسعى الدائم نحو تعظيم المنافع المالية نتيجة الاحتفاظ باحتياطات نقدية كبيرة. وثانيهما: دوافع سلبية، وترتبط في المقام الأول بمشاكل الوكالة وما يصاحبها من سلوك انتهازى لإدارة الشركة رغبة في تحقيق منافع خاصة من خلال السيطرة على أكبر قدر ممكن من موارد الشركة.
- أن جوهر النظريات السابقة يدور حول حقيقة أن الشركات قد تواجه صعوبة عند الحصول على التمويل الخارجي بتكلفة منخفضة بسبب عدم تماثل المعلومات الذي قد يرجع إلى الممارسات الانتهازية للإدارة، وعدم كفاية الإفصاح عن المعلومات المالية

وغير المالية، لذلك فإن القدرة الإدارية المرتفعة قد تساهم في التخفيف من مشكلة عدم تماثل المعلومات من ثم إمكانية حصول الشركة على التمويل الخارجي بتكلفة منخفضة.

القسم الثاني: مراجعة الأدبيات السابقة وتحديد الفجوة البحثية وتطوير الفروض.

1/2: المخاطر الجيوسياسية والاحتفاظ بالنقدية

المخاطر الجيوسياسية لها تأثير كبير ليس فقط على الأنشطة الاقتصادية بين الدول ولكن أيضًا على بيئة الأعمال في الدولة والسوق المالية وسياسة اتخاذ القرارات في الشركات. وتلعب المخاطر الجيوسياسية دورًا مهمًا في تفسير ديناميكيات أداء الأعمال Dynamics Of Business Performance في ظل حالة عدم اليقين الجيوسياسي، حيث يتخذ المديرون خيارات استراتيجية مختلفة تؤثر على سلوك الاحتفاظ بالنقدية.

ويمكن تفسير مدى تأثير المخاطر الجيوسياسية على الاحتفاظ بالنقدية من خلال طارين محتملين. أولاً، أن المخاطر الجيوسياسية تزيد من القيود المالية للشركات من خلال تفاقم مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الشركات والمقرضين وصعوبة الوصول إلى التمويل الخارجي وزيادة تكاليف التمويل الخارجي. وبالتالي، تزيد الشركات من حيازاتها للنقدية خلال فترات المخاطر الجيوسياسية المرتفعة لدوافع احترازية كحاجز ضد القيود المالية ومن أجل مواصلة عملياتها واستثماراتها الجارية (Opler et al., 1999; Bates et al., 2009). ثانياً، تفترض نظرية الخيارات الحقيقية Real Options Theory أنه من المرجح أن تؤجل أو تخفض الشركات استثماراتها خلال فترات المخاطر الجيوسياسية العالية للحفاظ على احتياطات نقدية أكبر لتمويل الاستثمارات المستقبلية عندما تنخفض حالة عدم التأكد الناشئة عن المخاطر الجيوسياسية (Gulen & Ion, 2016).

وأشار (Martinez-Sola et al., 2013) إلى أنه في ظل وجود احتياطات نقدية، تستطيع الشركات تلبية الاحتياجات الناشئة عن الأنشطة العادية، والاستفادة من فرص الاستثمار المستقبلية والتعامل مع الأحداث غير المتوقعة مثل المخاطر الجيوسياسية. كما أشار (Bloom, 2009) إلى أن ارتفاع حالة عدم اليقين يؤدي إلى انخفاض الاستثمارات وهو ما يؤدي إلى تراكم النقدية. إن الطبيعة الديناميكية للمخاطر الجيوسياسية تجعل من الصعب على الشركات الدخول في استثمارات جديدة، لذا يمكن للشركات زيادة حيازاتها للنقدية كاستجابة لارتفاع المخاطر الجيوسياسية. في حين أوضح (Favara et al., 2021) أنه عندما يكون التمويل الخارجي مكلفاً في ظل سيادة حالة عدم التأكد بسبب المخاطر

الجيوسياسية، فإن الاحتفاظ بالنقدية لأغراض احترازية يمكن أن يخفف من الصدمات التي قد تتعرض لها احتياجات التمويل المستقبلية.

وقد أشارت الأدبيات السابقة إلى أن ارتفاع المخاطر الجيوسياسية يؤدي إلى زيادة تقلبات السوق المالية (Salisu et al., 2022; Zhang et al., 2023)، وارتفاع تكلفة حقوق الملكية (Pastor & Veronesi, 2013)، وزيادة حالة عدم التماثل في المعلومات بين الشركات والمقرضين (Cuculiza et al., 2020; Nguyen & Thuy, 2023)، ونقل رأس المال إلى أسواق أخرى تتمتع بالاستقرار (Carney et al., 2020)، التقليل من عوائد الأصول (Agoraki et al., 2022)، مما يزيد في النهاية من الصعوبات في الحصول على التمويل الخارجي وارتفاع تكلفة رأس المال. وفي ذات السياق، أشارت دراسة (Le & Tran, 2021) إلى أن المخاطر الجيوسياسية تؤثر سلباً على استثمارات الشركة، مما قد يؤدي إلى زيادة احتفاظ الشركات بالنقدية.

وقد تناول عدد قليل من الأدبيات المحاسبية تأثير المخاطر الجيوسياسية على احتفاظ الشركات بالنقدية. فقد بحثت دراسة (Kotcharin & Maneenop, 2020a) في كيفية تأثير المخاطر الجيوسياسية على الاحتياطات النقدية لصناعة الشحن وقد توصلت الدراسة إلى أن شركات الشحن تميل إلى زيادة النقدية المحتفظ بها في فترات ارتفاع المخاطر الجيوسياسية. وفي نفس الاتجاه، وجد (Lee & Wang, 2021) أن المخاطر الجيوسياسية لها تأثير إيجابي على الاحتفاظ بالنقدية في المنشآت الصينية، وأن هذا التأثير الإيجابي يكون أعلى بالنسبة للشركات المقيدة مالياً مقارنة بالشركات غير المقيدة. وعلى العكس من ذلك، فقد أشار (Demir et al., 2019) إلى وجود تأثير سلبي للمخاطر الجيوسياسية على احتفاظ شركات الضيافة بالنقدية في سبعة اقتصادات ناشئة. بينما أفادت دراسة (Guizani et al., 2023) أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية والمخاطر الجيوسياسية تزيد من ميل الشركات السعودية للاحتفاظ بالنقدية لأغراض احترازية (وقائية). كما أوضحت دراسة (Cho, 2023) أن الشركات الكورية تفضل الاحتفاظ بمزيد من النقدية لأسباب احترازية (وقائية) مع ارتفاع المخاطر الجيوسياسية. وفي نفس السياق، وجد (Aksoy-Hazır & Tan, 2023) أن المخاطر الجيوسياسية تؤثر بشكل إيجابي على احتفاظ الشركات بالنقدية في المنشآت التركية.

وفي سياق متصل، استهدف (Behera & Mahakud, 2024) دراسة مدى تأثير المخاطر الجيوسياسية على احتفاظ الشركات الهندية بالنقدية، وما إذا كان هذا التأثير يختلف في حالة ما إذا كانت الشركات مقيدة مالياً أم غير مقيدة. وتوصلت الدراسة إلى أن

المخاطر الجيوسياسية لها تأثير إيجابي على احتفاظ الشركات الهندية بالنقدية. كما وجدت أيضاً أن الشركات المقيدة مالياً تميل أكثر للاحتفاظ بالنقدية بسبب صعوبة حصولها على التمويل الخارجي وارتفاع تكلفتة. في حين وجدت دراسة (Wang et al., 2021) أن المخاطر الجيوسياسية لها تأثير إيجابي على سلوك الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات الصينية العاملة في مجال التنقيب عن النفط واستغلاله.

وبالنظر إلى التفسيرات النظرية والأدلة التجريبية السابقة، يرى الباحث أن الشركات قد تحتفظ باحتياطيات نقدية أكبر بسبب ارتفاع الاحتكاك التمويلي وعدم التماثل في المعلومات، وارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، وانخفاض الاستثمارات وخاصة عندما تتزايد المخاطر الجيوسياسية. والشركات، وخاصة في الأسواق الناشئة مثل مصر، تواجه ارتفاعاً في عدم التماثل في المعلومات والاحتكاك التمويلي، وعدم توافر الحماية الكافية للمستثمرين، وقطاع مالي أقل تطوراً. وعلى هذا، وفي ضوء ما سبق، يمكن اشتقاق الفرض الأول على النحو التالي:

ف1: يوجد تأثير معنوي للمخاطر الجيوسياسية على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المصرية.

2/2: عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والاحتفاظ بالنقدية

عندما تغير الحكومة سياساتها الاقتصادية، يتعين على الشركات مواجهة حالة عدم اليقين المحتملة في البيئة الاقتصادية والتجارية، وبالتالي قد تضطر إلى تغيير قراراتها المالية للتكيف مع السياق الجديد، ومن بين هذه القرارات، يعد الاحتفاظ بالنقدية قراراً مهماً لأن توافر النقدية في متناول اليد يمكن أن يحمي الشركة من مشاكل السيولة، ولكن الاحتفاظ بمستويات عالية من النقد قد يكون مكلفاً من حيث انخفاض قيمته الحالية وغير ذلك من التكاليف (تكلفة الفرصة البديلة) (Gulen & Ion, 2016; Nguyen & Phan, 2017; Phan et al., 2019).

وهناك دافعين رئيسيين لتفسير سلوك الشركات فيما يتعلق بالاحتفاظ بالنقدية، وهما:

- الدافع الأول الدافع الاحترازي (الوقائي):

من أجل التحوط من الأحداث المستقبلية غير المتوقعة، واقتناص الفرص الاستثمارية خاصة خلال فترات عدم التأكد المرتفعة والتي تتسم بارتفاع تكاليف التمويل الخارجي المصحوب بتقلب التدفقات النقدية للشركة نتيجة ضبابية المناخ الاقتصادي، تفضل الشركات الاحتفاظ بالمزيد من السيولة (اكتناز النقدية) لمواجهة هذه الظروف (Gulen & Ion, 2016; Demir & Ersan, 2017; Phan et al., 2019)، بالإضافة إلى ذلك، فإن

فرص الاستثمار لبعض الشركات قد لا تأتي في الوقت المناسب للقيام بها، لذلك تميل الشركات إلى الاحتفاظ بمزيد من النقدية في انتظار ظهور فرصة استثمارية أفضل خاصة إذا كانت الشركة تواجه حالة من عدم التأكد (Gulen and Ion, 2016; Liu et al., 2021)، مما يعني وجود علاقة إيجابية بين عدم التأكد الاقتصادي والاحتفاظ بالنقدية. وتشير نظرية ترتيب أولوية مصادر التمويل pecking Order Theory إلى أن تكلفة التمويل تزداد مع ارتفاع عدم تماثل المعلومات كنتيجة لحالة عدم التأكد الاقتصادي، وهذا يؤدي إلى زيادة المخاطر بالنسبة للمستثمرين الخارجيين، بما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة حقوق الملكية وبالتالي تصبح حقوق الملكية الطريقة الأقل ملاءمة للتمويل (Khalaf, 2022)، وعلى الرغم من ذلك يتم الاعتماد عليها عند صعوبة الوصول إلى مصادر التمويل الأخرى، حيث يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى تفضيل الأموال الداخلية (النقدية المحتفظ بها) عن الأموال الخارجية (الديون) (Bhama et al., 2016; Yıldırım Çelik, 2021).

- الدافع الثاني دافع الوكالة:

تعتمد نظرية الوكالة في تفسيرها لاحتفاظ الشركات بالنقدية على تضارب المصالح والذي قد ينشأ بين المديرين وحملة الأسهم نتيجة رغبة المديرين ذوي التحصين الإداري بالاحتفاظ بالنقدية لتحقيق مصالحهم الشخصية وبناء إمبراطوريتهم في المستقبل بدلاً من توزيعها في صورة أرباح على حملة الأسهم وذلك في حالة عدم توفر فرص استثمارية جيدة وبالتالي تؤسس هذه النظرية لدافع الوكالة كأساس لاحتفاظ الشركات بالنقدية (Jensen & Meckling, 2019). وتشير نظرية الوكالة إلى وجود علاقة سلبية بين عدم التأكد واحتفاظ الشركات بالنقدية (Jensen, 1996). ففي علاقة الوكالة، تنشأ مشاكل الوكالة عندما يتصرف المديرون وفقاً لمصالحهم الذاتية بدلاً من تعظيم قيمة المساهمين. وقد يكون لديهم حوافز تدفعهم إلى رفض إجراء توزيعات نقدية على المساهمين واستخدام الأصول السائلة من أجل سهولة الحصول على المنافع الخاصة بهم أو بناء إمبراطورية في المستقبل (الانتهازية الإدارية). وأشار (Harford, 1999) أن الشركات التي لديها فائض من النقدية تكون أكثر ميلاً إلى الاستثمار في عمليات استحواذ مدمرة للقيمة Value-Destroying تحت حجة التنويع، مما يشير إلى أن المديرين خاصة المتحصنين منهم يميلون بقوة إلى استخدام النقدية المتراكمة في تحقيق منافعهم الخاصة.

وعندما يواجه المستثمرون حالة مرتفعة من عدم التأكد بشأن السياسات الاقتصادية، فقد يكون لديهم وجهتي نظر متعارضتين بشأن احتفاظ الشركات بالنقدية. فمن ناحية، قد تميل الشركات للمبالغة في تقدير احتياجاتها من النقدية لأن احتفاظ الشركات بالنقدية يصبح

أكثر أهمية لبقاء الشركات ونمو استثماراتها. ويتعين على الشركات أن تكافح من أجل البقاء أو تفقد فرص الاستثمار الخاصة بها إذا فشلت في الحصول على ما يكفي من النقدية وكان تمويلها الخارجي أكثر تكلفة بسبب ارتفاع مستوى عدم التأكد. ومن ناحية أخرى، يدرك المستثمرون أن ارتفاع مستوى عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يمثل فرصة لمديري الشركات للاحتفاظ بالمزيد من النقدية والاستثمار المفرط في مشاريع غير مربحة من أجل تحقيق مصالحهم الذاتية. فعندما تواجه الشركات حالة مرتفعة من عدم التأكد ناجمة عن التغيرات في السياسة الاقتصادية، يستغل المديرون الأسباب الاحترازية للاحتفاظ بمزيد من النقدية ثم استخدامها لتحقيق فائدة لأنفسهم من خلال الاستثمار المفرط، لذلك، يخفض المستثمرون من تقييمهم للنقدية المحتفظ بها.

وفي الآونة الأخيرة، اتجهت البحوث المحاسبية لتناول العلاقة بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وتكلفة رأس المال (المقترض أو الداخلي)، سواء بسبب عدم التأكد على مستوى الشركة (مثل عدم التأكد المتعلق بالتدفق النقدي)، أو عدم التأكد في البيئة الخارجية (مثل الأزمات المالية المتعلقة بعدم التأكد)، أو عدم التأكد السياسي، والتغيرات الكبيرة في قوانين الضرائب (Hamdy et al. 2024). فقد أشارت دراسة (La Rocca & Cambrea, 2019) إلى أن الشركات تحتفظ بالنقدية (الموارد المالية الداخلية) حتى لا تتكبد تكاليف المعاملات الخاصة بجمع الأموال من مصادر التمويل الخارجية في سوق رأس المال، والتي غالباً ما تتطلب بسبب عدم تماثل المعلومات وعدم الكفاءة تفاعلاً طويلاً ومكلفاً. وبالتالي، فإن التمويل الداخلي يعد أقل تكلفة من التمويل الخارجي، مما يجعله أكثر جاذبية خاصة في ظل ظروف عدم التأكد الاقتصادي. ويتم تعزيز هذا التفضيل من خلال نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، والتي تشير إلى أن عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والأطراف الخارجية (المستثمرون والمقرضين) يمكن أن يؤثر على قرارات الاحتفاظ بالنقدية. وفي ذات السياق، فقد توصلت دراسة (Habib et al., 2021) إلى أن الشركات ستنمتع في ظل الاحتفاظ بالكثير من النقدية بمزايا كبيرة تتعلق بإنخفاض الضغوط المالية التي تتعرض لها، وتجنب التعثر المالي في الأوقات الصعبة، وإنخفاض تكاليف المعاملات بما يسهم في تحسين أداء الشركة. وبالتالي، فإن الاحتفاظ بالنقدية يمكن أن يكون بمثابة إجراء وقائي.

فقد توصلت بعض الأدبيات (Phan et al., 2019; Javadi et al., 2021; Tut, 2022) إلى إن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية قد يؤدي إلى تفاقم مشكلة عدم التماثل في المعلومات، واحتكاكات التمويل Financing Frictions، وزيادة تكلفة رأس

المال الخارجي. لذلك، تحتفظ الشركات بمزيد من السيولة للتحوط ضد الصدمات السلبية الباهظة التكلفة في التدفقات النقدية. وفي ذات السياق، فقد توصلت دراسة (Duong 2020 et al.,) إلى وجود علاقة إيجابية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية واحتفاظ الشركات الأمريكية بالنقدية، حيث استخدموا عينة من الشركات غير المالية في الولايات المتحدة خلال الفترة من 1985 إلى 2014 وأظهرت نتائج الدراسة وجود أدلة على أن الشركات الأمريكية تميل إلى الاحتفاظ بمزيد من النقدية استجابة لارتفاع عدم التأكد في السياسة الاقتصادية، وخاصة في الشركات المقيدة ماليًا أو الحساسة لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية.

وفي ذات السياق، قامت دراسة (Demir & Ersan, 2017) بالتحقق من تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على قرارات الاحتفاظ بالنقدية لعينة من الشركات في دول البريكس BRIC (البرازيل وروسيا والهند والصين) خلال الفترة من عام 2006 حتى عام 2015م، وقد توصلت الدراسة إلى وجود أدلة داعمة للدافع الاحترازي للاحتفاظ بالنقدية، وأن الشركات في دول مجموعة البريكس قامت ببناء احتياطي نقدية خلال فترات عدم التأكد المرتفع في السياسة الاقتصادية. وأجرى (Feng et al., 2022) دراسة على الشركات الصينية من عام 2003 إلى عام 2015 وأظهرت نتائج الدراسة أن الشركات الصينية تزيد من احتياطياتها النقدية خلال فترات عدم التأكد المرتفعة في السياسة الاقتصادية، باستخدام الحيازات النقدية كشبكة أمان. وأكد كل من (Im et al., 2017; Zhao & Niu, 2022) مرة أخرى على هذه العلاقة الإيجابية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وحيازة الشركات للنقدية.

وفي هذا البحث، سوف يتبنى الباحث منهج نظرية الوكالة المعدلة A Modified Agency View والذي يتنبأ بوجود علاقة موجبة بين الاحتفاظ بالنقدية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية في سياق الدول التي تتسم بضعف إجراءات حماية المستثمرين A Weak Investor Protection Country. وعلى عكس الدول التي تتمتع بحماية قوية للمستثمرين، نعتقد أن المساهمين في الدول التي لا توفر حماية كافية للمستثمرين ليسوا أقوياء بما يكفي لإجبار المديرين على التصرف وفقًا لمصلحة المساهمين. ونتيجة لذلك، لا يتم توزيع النقدية كما ينبغي على حملة الأسهم، وقد يكون الاحتياطي النقدي مرتفع بشكل كبير. فقد وجد (Dittmar et al., 2003) أدلة على أن الاحتياطيات النقدية للشركات في الدول الضعيفة في مجال حماية المستثمرين تبلغ ضعف احتياطيات النقدية في الدول الأخرى التي توفر حماية كافية للمستثمرين.

وفي سياق بيئة الأعمال التي تتسم بضعف حماية المستثمرين، قد لا يتم تطبيق نظرية الوكالة التقليدية بشكل آلي لأن مراقبة سوق رأس المال قد لا تكون قوية بما يكفي لإجبار المديرين على تقليل حيازاتهم للنقدية؛ وبالتالي، يمكن للمديرين الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية في إطار نظرية الوكالة المعدلة. بالإضافة إلى ذلك، يتم الاحتفاظ بمزيد من النقدية لدوافع احترازية (وقائية) في حالة صعوبة الحصول على تمويل مستقبلي (Dudley & Zhang, 2016; Demir & Ersan, 2017; Li, 2019). وخلال فترات عدم التأكد المرتفع، قد يكون التمويل الخارجي صعباً، نظراً لزيادة الاحتكاكات المالية ومخاطر التدفق النقدي. إن التنبؤ بالعجز المحتمل في التدفقات النقدية يحفز الشركات على الاحتفاظ بمزيد من النقدية وإدخالها لتمويل فرص استثمارية ذات قيمة (Duchin et al., 2010). فقد يكون التمويل الخارجي أيضاً باهظ التكلفة ويصعب الحصول عليه عندما يكون عدم التماثل في المعلومات كبيراً، فخلال فترات عدم التأكد المرتفع، تعتمد الشركات على الأموال الداخلية الأقل تكلفة لتمويل استثماراتها، مما يزيد من طلب الشركات على النقدية (Xu et al., 2016; Nagar et al., 2019).

بالإضافة إلى ذلك، تقدم عدد من الدراسات أدلة على أن عدم التأكد الاقتصادي يرتبط ارتباطاً وثيقاً بموضوع عدم التأكد بشأن أسعار النفط. على سبيل المثال، وجد (Bugshan et al., 2021) أن هناك علاقة موجبة بين تقلب أسعار النفط وحياة الشركات للنقدية. وفي ذات السياق، توصلت دراسة (Alomran & Alsubaiei, 2022) لنتائج مماثلة مفادها أن تقلب أسعار النفط يرتبط ارتباطاً إيجابياً باحتفاظ الشركات بالنقدية، وأن هذه العلاقة الإيجابية أكثر وضوحاً في الشركات العاملة في البلدان المصدرة للنفط وفي الصناعات المستهلكة للنفط.

ويرى الباحث أن الاقتصاد المصري ينتمي للاقتصاديات الناشئة التي لا توفر حماية كافية للمستثمرين، كما أن سوق المال المصري أقل تطوراً مقارنة بالأسواق في الدول المتقدمة، لذا، فإن الدافع الاحترازي ونظرية الوكالة المعدلة هي التي يمكن الاعتماد عليها في تفسير سلوك الشركات المصرية فيما يتعلق بالاحتفاظ بالنقدية. لذلك، فإننا نميل إلى وجود علاقة موجبة بين عدم التأكد واحتفاظ الشركات المصرية بالنقدية. وعلى هذا، وفي ضوء ما سبق، يمكن اشتقاق الفرض الثاني على النحو التالي:

ف2: يوجد تأثير معنوي لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المصرية.

3/2: المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد الاقتصادي والاحتفاظ بالنقدية في ظل القيود المالية .

الشركات المقيدة مالياً هي تلك الشركات التي يتوفر لديها قدرة محدودة في الوصول إلى أسواق رأس المال، ومن ثم صعوبة الوصول إلى مصادر التمويل الخارجية، بما قد يجعلها تعاني في الغالب من ارتفاع في تكلفة التمويل الخارجي مقارنة بمثيلتها من الشركات غير المقيدة مالياً. وفي ظل الوضع الأمثل للسوق؛ تتمكن جميع الشركات من الحصول على ما تحتاجه من تمويل خارجي في الوقت المناسب وبالتكلفة الملائمة، ولكن الواقع العملي يشير إلى عدم واقعية هذا الوضع. ويرجع ذلك إلى حدوث تقلبات وتغيرات مستمرة في أسواق المال خاصة في ظل ظروف عدم التأكد الاقتصادي والمخاطر الجيوسياسية المتزايدة، بالإضافة لعدم تماثل المعلومات بين جميع الأطراف أصحاب المصلحة (Tran, 2020). وما يصاحب ذلك من تعدد للمخاطر التي تواجه الشركات؛ ولعل من أهم هذه المخاطر هو انخفاض السيولة المالية للشركة، وعدم قدرتها على توفير الأموال اللازمة لنموها واستمرارها وبقائها في سوق المنافسة؛ وهو ما يشير إلى تعرض الشركة لقيود مالية (Zhao and Xiao, 2018). وحيث أن الشركات المقيدة مالياً تواجه المزيد من المخاطر المرتبطة بانخفاض مستوى السيولة النقدية، وعدم قدرتها على الاقتراض من أسواق المال بسبب ارتفاع تكلفة مصادر التمويل الخارجية؛ وهو ما يترتب عليه عدم قدرة الشركة على استغلال كل الفرص الاستثمارية المتاحة لديها؛ مما يدفع تلك الشركات إلى الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي (النقدية المحتفظ بها) لتمويل بعض الفرص الاستثمارية والتخلي عن البعض الآخر نظراً لعدم توافر السيولة المالية الكافية لديها لاستغلال كل الفرص الإستثمارية المربحة (الفار، 2022).

وقد أشارت دراسة (Gautam et al. 2014) إلى أن القيود المالية للشركات قد تتشأ بشكل رئيسي بسبب حالة عدم تماثل المعلومات، وما قد يترتب عليها من ارتفاع في مشاكل الوكالة الخاصة بالاختيار العكسي والمخاطر الأخلاقية؛ حيث يتوقع أن تواجه الشركات ارتفاعاً في تكلفة التمويل الخارجي خاصة في ظل مشاكل الوكالة نظراً لعدم توافر معلومات كاملة لدى المستثمرين عن أداء وقيمة الشركة، بما قد يجعلهم غير متأكدين من مدى قدرة إدارة الشركة على استغلال ما لديها من أموال، خاصة في حالة قيام المديرين بتنفيذ المزيد من الاستثمارات ذات المخاطر المرتفعة كلما توفر لديهم المزيد من التدفقات النقدية الداخلية. بالشكل الذي قد ينبئ عن تعرض تلك الشركات لقيود مالية كنتيجة منطقية

لمطالبة المستثمرين الحصول على علاوة لشراء أسهم الشركة بهدف تعويضهم عن الخسائر المتوقعة والمرتبطة بتمويل تلك الشركات ذات المخاطر المرتفعة.

وتشير الأدبيات المحاسبية إلى أن عدم التأكد المرتبط بالسياسة الاقتصادية يحفز احتكاكات التمويل، مما يزيد من تكلفة التمويل الخارجي ويؤدي إلى تفاقم القيود المالية للشركات (Phan et al., 2019; Tut, 2022). وفي مواجهة ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، تميل الشركات إلى زيادة تراكم النقدية كحاجز Buffer ضد الصدمات السلبية Negative Shock. وتماشياً مع هذه الحجة، أوضحت دراسة (Almeida et al., 2004) أن الشركات المقيدة مالياً تميل إلى الاحتفاظ بكمية أكبر من النقدية لأغراض احترازية (وقائية) عن الشركات غير المقيدة مالياً. فخلال فترة ازدياد حدة المخاطر الجيوسياسية المصحوبة بعدم التأكد الاقتصادي المرتفع، تواجه الشركات المقيدة مالياً تكاليف أعلى في الوصول إلى التمويل الخارجي مقارنة بنظيراتها غير المقيدة، وبالتالي، تعتمد هذه الشركات إلى مراكمة احتياطي نقدية أكثر. وفي ذات السياق، أشارت دراسة (Lee 2016 and Park, 2021) إلى أن الشركات التي تواجه صعوبات كبيرة في الحصول على رأس المال الخارجي تميل إلى تراكم النقدية. وتماشياً مع هذا التوقع، وجد (Lee & Wang, 2021) أن الشركات المقيدة مالياً تحتفظ باحتياطي نقدية كحاجز ضد المخاطر الجيوسياسية. بينما قدم (Tut, 2022) دليلاً على أن الشركات المقيدة مالياً تميل إلى زيادة حيازاتها النقدية بشكل كبير خاصة بعد تعرضها لصدمات ناتجة عن عدم التأكد الاقتصادي.

وقد أشارت دراسة (Chang, et al. , 2017) إلى قيام الشركات المقيدة مالياً بالاحتفاظ باحتياطي زائدة من النقدية لتدعيم فرص النمو المستقبلي لها. وكذلك توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط بين القيمة الحدية للنقدية وإدراك حملة الأسهم، وهذا يعني أن حملة الأسهم يفضلون الشركات ذات الاحتفاظ النقدي الزائد لتنفيذ المزيد من المشروعات الاستثمارية، ومن ثم فإن الاحتفاظ الزائد بالنقدية له ما يبرره في الشركات المقيدة مالياً بخلاف مثيلتها من الشركات غير المقيدة مالياً. وقد أتفقت هذه النتائج مع ما أشارت إليه دراسة (Almeida et al., 2004) بشأن تفضيل الشركات المقيدة مالياً الاحتفاظ باحتياطي زائدة من النقدية بدلاً من دفعها أو توزيعها، ومن ثم تصبح السيولة النقدية أكثر فائدة في الشركات المقيدة مالياً نتيجة ارتفاع القيمة الحدية للنقدية المحتفظ بها في تلك الشركات مقارنة بغيرها من الشركات غير المقيدة مالياً. وفي ذات السياق، فقد أشارت دراسة (Denis and Sibilkov, 2010) إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يعد أكثر قيمة بالنسبة للشركات المقيدة مالياً مقارنة بالشركات غير المقيدة مالياً وذلك باستخدام عينة من الشركات

المساهمة الأمريكية خلال الفترة من عام 1985 حتى عام 2006م، نظراً لأن زيادة النقدية المحتفظ بها لأسباب احترازية (وقائية) ترتبط بارتفاع مستويات الاستثمار وذلك في الشركات المقيدة مالياً.

كما أكدت نتائج دراسة (Chen and Zhang, 2015) على وجود علاقة إيجابية بين القيود المالية وحساسية النقدية للتدفقات النقدية وذلك لعينة من الشركات الصينية، بما يعكس ذلك أن الشركات التي تعاني من قيود تمويلية أعلى تميل إلى تجميع المزيد من الأرصدة النقدية مقارنة بالشركات ذات القيود التمويلية المنخفضة. ويرجع المنطق في هذا إلى صعوبة حصول الشركات على النقدية التي تحتاجها بشكل عاجل بسبب مشاكل عدم تماثل المعلومات وتكلفة المعاملات بين المقرضين والمقترضين. لذا، فقد أوضح (Arslan, et al., 2006) أنه يتعين على الشركات الاعتماد على مراكمة رأس المال الداخلي (الاحتفاظ بالمزيد من النقدية)، نظراً لأن عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية قد تُجبر الشركات على التخلي عن بعض فرص الاستثمار ذات صافي القيمة الحالية الموجبة بما قد يتسبب في نشأة القيود التمويلية. وفي هذه الحالة، تصبح التدفقات النقدية أمراً بالغ الأهمية للاحتفاظ بأرصدة نقدية ضخمة لتخفيض تكلفة التمويل الخارجي وتعزيز قدرة الشركة على مقاومة قيود التمويل الخارجية.

وبعد حدوث الأزمة المالية العالمية في عام 2008م، واجهت الشركات قيوداً مالية خارجية شديدة (Duchin et al., 2010; Flannery et al., 2013). وفي ظل هذه الصدمة الخارجية Exogenous Shock، تعمل حالة عدم التأكد المرتفعة في السياسة الاقتصادية على تقليص قدرة الشركات على الوصول إلى الائتمان وزيادة تكاليف التمويل الخارجي بشكل أكثر حدة. وبالتالي، تحتاج الشركات إلى المزيد من النقدية لاغتنام فرص الاستثمار الناشئة والتعامل مع الظروف الطارئة غير المتوقعة. وقد لا تتمكن الشركات ذات الحيازات النقدية المنخفضة من البقاء على قيد الحياة خلال الأزمة (Campello et al., 2011). وعلى الرغم من أن المستثمرين يدركون أن مديري الشركات قد يستغلون حالة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية لتحقيق مصالحهم الذاتية على حساب مصالح ورفاهية المساهمين Expropriate Shareholders، فإنهم لا يزالون يقيمون الشركات التي لديها المزيد من النقدية بشكل أعلى بسبب القيود المالية الخارجية الشديدة. وبالتالي، فإن حالة عدم التأكد المرتفعة في السياسة الاقتصادية المصحوبة بزيادة حدة المخاطر الجيوسياسية تحفز الشركات على الاحتفاظ بالمزيد من النقدية خاصة في ظل تزايد القيود الخارجية للحصول على الأموال وارتفاع تكلفة التمويل الخارجي.

واستناداً إلى ما سبق، يري الباحث أن اقتصاديات الدول النامية ومنها مصر تواجه درجة عالية من عدم التأكد الاقتصادي وازدياد حدة المخاطر الجيوسياسية وهو ما يزيد من شدة القيود المالية التي تتعرض لها الشركات في بيئة الأعمال المصرية. لذلك، قد تلجأ الشركات في بيئة الأعمال المصرية إلى الاحتفاظ بالمزيد من النقدية بالمقارنة مع الشركات التي تعمل في بيئات مستقرة (قيود مالية أقل) للقيام بالمشروعات الاستثمارية المستقبلية لتحسين أدائها وزيادة قيمتها السوقية. وعلى هذا، وفي ضوء ما سبق، يمكن اشتقاق كل من الفرض الثالث والفرض الرابع على النحو التالي:

ف3: يوجد تأثير معنوي للمخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد الاقتصادي على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المصرية.

ف4: تأثير المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد الاقتصادي على الاحتفاظ بالنقدية يكون أكثر وضوحاً في الشركات المصرية المقيدة مالياً.

القسم الثالث: المنهجية ونماذج البحث.

1-3 - طبيعة مدخل البحث:

يُعد هذا البحث من البحوث التطبيقية المرتبطة بأسواق رأس المال، حيث يستهدف هذا البحث تحديد العوامل المؤثرة على الاحتفاظ بالنقدية، عن طريق إيجاد أدلة تطبيقية من الشركات المصرية المسجلة بسوق الأوراق المالية.

2/3 - قياس متغيرات الدراسة التطبيقية:

1/2/3 - المخاطر الجيوسياسية (GPR)

مؤشر المخاطر الجيوسياسية (GPR) يتضمن هذا المؤشر كلمات تتعلق بتهديدات الحرب، وتهديدات السلام، والبناء العسكري، والتهديدات النووية، والتهديدات الإرهابية، وبداية الحرب، وتصعيد الحرب والأعمال الإرهابية. يتم إنشاء مؤشر المخاطر الجيوسياسية من خلال حساب النسبة المئوية الشهرية للمقالات المتعلقة بالأحداث والمخاطر الجيوسياسية إلى العدد الإجمالي للمقالات المنشورة في عشر صحف رائدة. وقد قدم (Caldara and Iacoviello, 2022) تقريراً عن مؤشر المخاطر الجيوسياسية الكلية وتقريراً خاصاً بكل دولة على حدة. ونظراً لأن التركيز الرئيسي لهذا البحث هو الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، فإننا استخدمنا مؤشر المخاطر الجيوسياسية الخاص بجمهورية مصر العربية. وتتوفر مؤشرات المخاطر الجيوسياسية شهرياً؛ لذا قام الباحث بحساب معدل GPR السنوي باعتباره المتوسط الحسابي لمؤشر GPR الشهري لمصر

على مدار سنة مالية كمقياس لـ GPR وعلى مدار فترة العينة 2011-2023م. وقد حصل الباحث على البيانات الخاصة بمؤشر المخاطر الجيوسياسية من خلال الموقع الإلكتروني (www.matteoiacoviello.com/gpr.htm).

2/2/3- عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU)

سوف يعتمد الباحث في الدراسة الحالية على مؤشر عدم التأكد العالمي the World Uncertainty Index (WUI) الخاص بجمهورية مصر العربية كمقياس لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية والذي قدمه (Ahir et al., 202)، ويعتمد هذا المؤشر بشكل رئيسي على التقارير التي تصدرها وحدة المعلومات الاقتصادية بكل دولة، وحساب مدى تكرار المصطلحات ذات الصلة بعدم التأكد الاقتصادي في هذه التقارير (مدى تكرار ظهور مصطلح "عدم التأكد"، ويتم حساب هذا المؤشر بشكل ربع سنوي، ومن ثم فإن البيانات الواردة بهذه التقارير قد تكون أكثر موثوقية ومصادقية من البيانات الاقتصادية الواردة في الصحف. وتتوفر البيانات حول مؤشر (WUI) على الموقع الإلكتروني التالي (<http://www.policyuncertainty.com>) الذي أنشأه وقام بتحديثه كل من (Baker, S., Bloom, N., & Davis, S.)، وهو يتضمن مجموعة من البيانات الاقتصادية التي تُستخدم لقياس حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على مستوى العديد من دول العالم ومن بينها مصر، ويتم إعداد هذه البيانات وفقاً لمنهجية معينة كما يتم تحديثها بشكل دوري، ومن أمثلتها بيانات مؤشر عدم التأكد العالمي والتي قدمها (Ahir et al., 2018 & 2022)، وبيانات مؤشر عدم التأكد الاقتصادي والتي قدمها (Baker et al., 2013 & 2016). وقد اعتمدت العديد من الأدبيات المحاسبية على هذا المؤشر لقياس عدم التأكد منها (عمارة، 2023؛ عسران، 2023؛ Ahir et al., 2021; Bilgin et al., 2019; Gozgor et al., 2022; al., 2022).

علاوةً على ما سبق، يرى الباحث أن مؤشر عدم التأكد العالمي (WUI) يرتبط بالاقتصاد الكلي على مستوى الدولة، في حين أن باقي متغيرات الدراسة ترتبط بالاقتصاد الجزئي على مستوى الشركة، وقد يؤدي اختلاف طبيعة المتغيرات إلى عدم دقة نتائج الدراسة التطبيقية، وللتغلب على ذلك سوف يحاول الباحث موائمة متغيرات الدراسة بحيث تصبح ذات طبيعة واحدة، وذلك من خلال ترجيح مؤشر عدم التأكد العالمي بأحد بنود القوائم المالية من أجل تحويله إلى متغير يرتبط - على نحو أكبر - بالاقتصاد الجزئي على مستوى الشركة.

وفي هذا السياق، يمكن القول بأن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية للدولة يُعتبر عامل خطر اقتصادي مهم يُمكن أن يُعرض الشركات للعديد من المخاطر (Vo et al., 2022)؛ حيث يتسبب في زيادة درجة عدم تماثل المعلومات، وزيادة التقلبات في التدفقات النقدية وحجم السيولة والأرباح المتوقعة، فضلاً عن ارتفاع المخاطر التشغيلية وتدهور كفاءة عمليات الاستثمار، ومن ثم قد تميل الشركات خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي إلى تخفيض حجم استثماراتها الحالية والمستقبلية بسبب ارتفاع مخاطر فشل هذه الاستثمارات، وهو الأمر الذي يؤدي إلى قيامها بتخفيض حجم النفقات الرأسمالية وبالتالي انخفاض حجم مبيعاتها (Tabash et al., 2022; Li & Qiu, 2021; Su et al., 2021).

في ضوء ما سبق، يرى الباحث أن يتم ترجيح مؤشر عدم التأكد العالمي بحجم المبيعات للشركات محل الدراسة، ومن ثم يتم قياس عدم اليقين في السياسة الاقتصادية من خلال استخدام اللوغاريتم الطبيعي لحاصل ضرب متوسط مؤشر عدم التأكد العالمي الربع سنوي الخاص بجمهورية مصر العربية في حجم المبيعات للشركات.

3/2/3- الاحتفاظ بالنقدية (CASH)

هناك طرق مختلفة لقياس الاحتفاظ بالنقدية في الأدب المحاسبي، إلا أن الباحث استند في قياس الأرصدة النقدية على أكثر هذه الطرق دقة في النتائج وأكثرها انتشاراً في الدراسات المحاسبية وهي نسبة النقدية وما في حكمها والتي تظهر ضمن الأصول المتداولة بقائمة المركز المالي للشركة إلى صافي القيمة الدفترية للأصول (محسوبا بإجمالي الأصول مخصوماً منها النقدية وما في حكمها). ووفقاً لهذا المقياس تتضمن النقدية المحتفظ بها أرصدة النقدية بالبنوك والخزينة والودائع تحت الطلب وما في حكمها من استثمارات قصيرة الأجل عالية السيولة يمكن تحويلها بسهولة إلى مبالغ نقدية محددة ويكون خطر تعرضها لتغير في قيمتها ضئيلاً (فودة، 2020؛ مليجي، 2018؛ Bick، 1999؛ Opler et al., 2017).

3/2/4- المتغيرات الرقابية

تشمل المتغيرات الرقابية (Control Variables) بعض العوامل أو المحددات المؤثرة على المتغير التابع، ولكن لا تضمنها مشكلة البحث، ويتم إضافتها لضبط العلاقة بين المتغير المستقل والتابع، ويوضح الجدول رقم (1) تلك المتغيرات وطريقة قياسها إجرائياً بالإضافة إلى بيان مبررات إضافتها وذلك كما يلي:

جدول (1): المتغيرات الرقابية ومبررات إضافتها

المتغير	طريقة القياس	مبرر الإضافة
حجم الشركة Size	يتم قياسها باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.	يتوقع أن يؤثر حجم الشركة على مستوى النقدية المحتفظ بها حيث أوضح (Maheshwari et al, 2017) أن حجم الشركة يؤثر سلباً على مستوى النقدية المحتفظ بها فكلما كانت الشركة صغيرة الحجم كلما احتفظت بقدر أكبر من النقدية لمواجهة التزامات القروض، كما أوضح (فوده، 2020) أن صعوبة حصول الشركات صغيرة الحجم على التمويل اللازم قد يجعلها تلجأ إلى الاحتفاظ بالمزيد من النقدية. ومن ناحية أخرى توصل (Ozkan and Ozkan, 2004) إلى أن الشركات كبيرة الحجم قد تحتفظ بقدر أكبر من النقدية من أجل الحفاظ على جودة عمليات التشغيل واقتناص الفرص الاستثمارية.
الرافعة المالية Lev	إجمالي الالتزامات (الديون) / إجمالي الأصول.	الاعتماد على الديون يعد أحد البدائل التي تلجأ إليها الشركات للحصول على النقدية اللازمة. فالشركات التي يُمكنها الحصول على التمويل الخارجي بسهولة ويسر تكون أقل احتفاظاً بالنقدية، وعلى النقيض من ذلك، فكلما انخفضت قدرة الشركة على الحصول على التمويل الخارجي كلما اتجهت إلى الاحتفاظ بمزيد من الأرصدة النقدية. بينما توصل (Kariuki, 2015) إلى أنه في حالة زيادة مديونية الشركة والتي تزداد معها تكلفة التمويل، وبالتالي زيادة تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر في الأصول السائلة، تقوم الشركات بالتوسع في الاحتفاظ بالمزيد من النقدية بدلاً من اللجوء للاقتراض من سوق المال مرتفع التكاليف ومن أجل التحوط ضد المخاطر المالية التي قد تتعرض لها.
قيمة الشركة MTB	القيمة السوقية لحقوق الملكية / القيمة الدفترية لحقوق الملكية	وجدت بعض الأدبيات المحاسبية أن هناك علاقة موجبة بين قيمة الشركة وبين الاحتفاظ بالنقدية (Opler et al., 1999, Alam et al., 2011).
ربحية السهم EPS	صافي الربح القابل للتوزيع / عدد الأسهم	يمكن للشركة توزيع الأرباح من الأموال المحققة للمساهمين مما يؤثر على النقدية التي يمكن أن تحتفظ بها الشركة ويؤثر على جمع الأموال المطلوبة بسرعة وسهولة بالمقارنة مع الشركة التي لا توزع أرباحاً. كما

المتغير	طريقة القياس	مبرر الإضافة
		يتعين على الشركات التي تدفع توزيعات الأرباح لحملة الأسهم بانتظام الحفاظ على مستويات نقدية أعلى من أجل ضمان توزيعات أرباح سلسلة للمساهمين (محمد، 2021).
درجة ملموسية الأصول Tang	الأصول الثابتة / إجمالي الأصول	ترتبط ملموسية الأصول سلباً بحيازة الشركات للنقدية، مما يشير إلى أن الشركات ذات هياكل الأصول الملموسة الأعلى تميل إلى الاحتفاظ باحتياطيات نقدية أقل. إن فهم العلاقة العكسية بين ملموسية الأصول والاحتياطيات النقدية يمكن أن يوجه الشركات نحو تحسين تكوين الأصول، مما قد يؤدي إلى تخصيص الموارد واتخاذ القرارات الاستراتيجية بكفاءة أكبر، وخاصة في الاقتصادات الناشئة (Hidayah e al., 2021; Mohammad e al., 2023).

وفي ضوء ما سبق، واعتماداً على الدراسات السابقة يُمكن توضيح قياس المتغيرات البحثية من خلال الجدول رقم (2) والذي يوضح المقاييس الأكثر استخداماً في الدراسات السابقة، والتي أمكن قياسها في البيئة المصرية.

جدول (2): قياس متغيرات الدراسة			
المتغير	رمز المتغير	القياس	المصدر
الاحتفاظ بالنقدية	(CH)	النقدية في وما حكمها اجمالي الأصول - النقدية في وما حكمها	قاعدة البيانات Eikon Reuters
المخاطر الجيوسياسية	(GPRC_EGY)	المتوسط الحسابي السنوي لمؤشر GPR الشهري	مؤشر المخاطر الجيوسياسية
عدم التأكد الاقتصادي	(WEPU)	المتوسط الحسابي السنوي لدرجة عدم اليقين الربع سنوية بواسطة مؤشر WUI المرجح بمبيعات الشركات	مؤشر عدم التأكد العالمي
حجم الشركة	(Size)	اللوغاريتم الطبيعي للقيمة الدفترية لإجمالي الأصول	قاعدة البيانات Eikon

Reuters			
قاعدة البيانات Eikon Reuters	$\frac{\text{إجمالي الالتزامات}}{\text{إجمالي الأصول}}$	(Lev)	الرافعة المالية
قاعدة البيانات Reuters Eikon	$\frac{\text{القيمة السوقية لحقوق الملكية}}{\text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية}}$	(MTB)	قيمة الشركة
قاعدة البيانات Reuters Eikon	$\frac{\text{صافي الربح القابل للتوزيع}}{\text{عدد الأسهم}}$	(EPS)	ربحية السهم
قاعدة البيانات Eikon Reuters	$\frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{إجمالي الأصول}}$	(Tang)	درجة لموسية الأصول

3/3- النماذج البحثية المستخدمة لاختبار فروض الدراسة التطبيقية

لاختبار فروض الدراسة التطبيقية، فقد تم تصميم هذه النماذج:

النموذج الأول للعينة ككل:

$$\begin{aligned} CH_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 GPRC_EGY_{i,t} + \beta_2 GPRC_EGY^2_{i,t} \\ & + \beta_3 GPRC_EGY^3_{i,t} + \beta_4 sWEPU_{i,t} + \beta_5 sWEPU^2_{i,t} \\ & + \beta_6 sWEPU^3_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 Lev_{i,t} + \beta_9 MTB_{i,t} \\ & + \beta_{10} EPS_{i,t} + \beta_{11} Tang_{i,t} + \beta_{12} Year \text{ Fixed Effect} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

النموذج الأول لعينة الشركات غير المقيدة مالياً:

$$\begin{aligned} CH_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 GPRC_EGY_{i,t} + \beta_2 sWEPU_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} \\ & + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 EPS_{i,t} + \beta_7 Tang_{i,t} \\ & + \beta_8 Year \text{ Fixed Effect} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

النموذج الأول لعينة الشركات المقيدة مالياً:

$$\begin{aligned} CH_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 GPRC_EGY_{i,t} + \beta_2 GPRC_EGY^2_{i,t} \\ & + \beta_3 GPRC_EGY^3_{i,t} + \beta_4 sWEPU_{i,t} + \beta_5 sWEPU^2_{i,t} \\ & + \beta_6 sWEPU^3_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 Lev_{i,t} + \beta_9 MTB_{i,t} \\ & + \beta_{10} EPS_{i,t} + \beta_{11} Tang_{i,t} + \beta_{12} Year \text{ Fixed Effect} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

النموذج الثاني للعينه ككل في حالة ان المتغير المعدل هو المخاطر الجيوسياسية:

$$\begin{aligned} CH_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 GPRC_EGY_{i,t} + \beta_2 GPRC_EGY^2_{i,t} \\ & + \beta_3 GPRC_EGY^3_{i,t} + \beta_4 GPR_EPU_{i,t} \\ & + \beta_5 GPR_EPU^2_{i,t} + \beta_6 GPR_EPU^3_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} \\ & + \beta_8 Lev_{i,t} + \beta_9 MTB_{i,t} + \beta_{10} EPS_{i,t} + \beta_{11} Tang_{i,t} \\ & + \beta_{12} Year\ Fixed\ Effect + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

النموذج الثاني للعينه ككل في حالة أن المتغير المعدل هو عدم التأكد الاقتصادي:

$$\begin{aligned} CH_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 GPRC_EGY_{i,t} + \beta_2 GPRC_EGY^2_{i,t} \\ & + \beta_3 GPRC_EGY^3_{i,t} + \beta_4 GPR_EPU_{i,t} \\ & + \beta_5 GPR^2_EPU_{i,t} + \beta_6 GPR^3_EPU_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} \\ & + \beta_8 Lev_{i,t} + \beta_9 MTB_{i,t} + \beta_{10} EPS_{i,t} + \beta_{11} Tang_{i,t} \\ & + \beta_{12} Year\ Fixed\ Effect + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

النموذج الثاني لعيينة الشركات غير المقيدة مالياً:

$$\begin{aligned} CH_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 GPRC_EGY_{i,t} + \beta_2 GPR_EPU_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} \\ & + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 EPS_{i,t} + \beta_7 Tang_{i,t} \\ & + \beta_8 Year\ Fixed\ Effect + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

النموذج الثاني لعيينة الشركات المقيدة مالياً في حالة أن المتغير المعدل هو المخاطر

الجيوسياسية:

$$\begin{aligned} CH_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 GPRC_EGY_{i,t} + \beta_2 GPRC_EGY^2_{i,t} \\ & + \beta_3 GPRC_EGY^3_{i,t} + \beta_4 GPR_EPU_{i,t} \\ & + \beta_5 GPR_EPU^2_{i,t} + \beta_6 GPR_EPU^3_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} \\ & + \beta_8 Lev_{i,t} + \beta_9 MTB_{i,t} + \beta_{10} EPS_{i,t} + \beta_{11} Tang_{i,t} \\ & + \beta_{12} Year\ Fixed\ Effect + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

النموذج الثاني لعيينة الشركات المقيدة مالياً في حالة أن المتغير المعدل هو عدم التأكد

الاقتصادي:

$$\begin{aligned} CH_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 GPRC_EGY_{i,t} + \beta_2 GPRC_EGY^2_{i,t} \\ & + \beta_3 GPRC_EGY^3_{i,t} + \beta_4 GPR_EPU_{i,t} \\ & + \beta_5 GPR^2_EPU_{i,t} + \beta_6 GPR^3_EPU_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} \\ & + \beta_8 Lev_{i,t} + \beta_9 MTB_{i,t} + \beta_{10} EPS_{i,t} + \beta_{11} Tang_{i,t} \\ & + \beta_{12} Year\ Fixed\ Effect + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

القسم الرابع: الدراسة التطبيقية لاختبار الفروض.

1/4 - مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في شركات المساهمة المسجلة في سوق الأوراق المالية

المصري، وذلك خلال سلسلة زمنية من السنوات من عام 2011 م حتي عام 2023م.

- وقد اعتمد الباحث على عينة تحكمية عمدية (Purposive Sample) من شركات المساهمة المدرجة فى سوق الأوراق المالية المصري والموزعة على عدد من القطاعات الاقتصادية المختلفة وفي ضوء مدى استيفاء هذه الشركات لمجموعة من المحددات والضوابط حددها الباحث والتي يجب أخذها في الاعتبار عند تعميم نتائج الدراسة وهي:
- (1) أن تكون أسهم تلك الشركات مقيدة بسوق الأوراق المالية المصري، وتكون خاضعة للتداول الحر داخل السوق طوال سنوات الدراسة.
 - (2) استبعاد الشركات التي تنتمي لقطاع الخدمات المالية (قطاع البنوك، وقطاع التأمين) لما لهما من خصائص تميز طبيعة عملهما، بالإضافة إلى اختلاف المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها هذه المؤسسات والتي يلزمها بها البنك المركزى.
 - (3) ألا تكون الشركة قد تعرضت للاندماج أو الشطب أو التوقف خلال فترة الدراسة التطبيقية.
 - (4) أن تتوفر التقارير المالية السنوية للشركة بانتظام، وأن تتوفر فيها بيانات كافية لحساب متغيرات الدراسة.
 - (5) استبعاد الشركات التي تعد قوائمها المالية بخلاف الجنية المصري (العملة الأجنبية) بحيث تكون القوائم المالية لجميع مفردات العينة بالعملة المصرية وذلك لتحقيق الاتساق بالنتائج.
- بتطبيق تلك المعايير يصبح عدد القطاعات التي تتشكل منها عينة الدراسة (6) قطاعات وفقا لمعيار تصنيف قطاعات الصناعة العالمى The Global Industry Classification Standard (GICS) وقد تم استبعاد المنشآت التي لم يتوافر عنها بيانات داخل تلك القطاعات خلال فترة الدراسة. ويمكن بيان عينة الدراسة النهائية وتبويب تلك العينة إلى قطاعات كما يوضحها الجدول التالي رقم (3).

جدول (3): تبويب العينة النهائية للدراسة حسب القطاعات

رقم	اسم القطاع وفقاً GICS	عدد الشركات	عدد المشاهدات	النسبة %
1	السلع والخدمات غير الأساسية	17	221	18.28
2	السلع الاستهلاكية الأساسية	21	273	22.58
3	الرعاية الصحية	6	78	6.45
4	الصناعات	19	247	20.43
5	المواد الأساسية	18	234	19.35

رقم	اسم القطاع وفقاً GICS	عدد الشركات	عدد المشاهدات	النسبة %
6	الإسكان والعقارات	12	156	12.90
	الإجمالي	93	1209	100.00

2/4- مصادر الحصول على البيانات:

يعتمد البحث على البيانات الثانوية والتي تم الحصول عليها وتجميعها من خلال التقارير والقوائم المالية المنشورة على قاعدة بيانات (Thomson Reuters)، وشركة مصر للنشر والمعلومات، مع استخدام برنامج STATA 17 للتحليل الإحصائي واختبار الفروض البحثية.

3/4- تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض:

يبدأ التحليل الإحصائي بفحص بيانات الدراسة للتأكد من خلوها من المشاكل التي قد تؤثر على دقة وجودة النتائج، ومعالجة هذه المشاكل - إن وجدت - مثل وجود قيم شاذة بالعينة، ثم يتم وصف البيانات من خلال الاعتماد على الإحصاءات الوصفية، وبعد ذلك يتم إجراء الاختبارات الإحصائية الأساسية اللازمة لاختبار الفروض من خلال إجراء تحليل الارتباط (Correlation Analysis)، وإجراء الاختبارات الأساسية لاختبار الفروض (تحليل الانحدار).

1/3/4- الإحصاء الوصفي:

يمثل الإحصاء الوصفي أهمية بالغة لما له من دور هام في الفهم المتعمق للظاهرة محل الدراسة والأبعاد المرتبطة بها وكذلك رصد القيم التي قد تكون غير منطقية في المجال ولها تفسيرات مختلفة ويمكن عرض نتائج الإحصاء الوصفي في الجدول التالي:

جدول (4): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
CH	1209	.136	.147	0	.57
GPRC EGY	1209	.215	.119	.099	.494
WEPU	1209	3.942	3.173	.593	14.019
Size	1209	20.597	1.647	16.578	24.025
Lev	1209	.527	.707	.005	11.441

جدول (4): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
MTB	1209	2.293	2.594	-1.051	9.561
EPS	1209	1.536	5.087	-15.29	49.84
Tang	1209	.316	.228	.001	.901

يعرض هذا الجدول الإحصاءات الوصفية بناءً على جميع مفردات العينة، حيث هو CH نسبة الاحتفاظ بالنقدية، GPRC_EGY هو المخاطر الجيوسياسية، WEPU هو عدم التأكد الاقتصادي، Size هو حجم الشركة، Lev هو نسبة الرافعة المالية، MTB هو مؤشر القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية، EPS هو ربحية السهم، Tang هو درجة ملموسية الأصول.

يعرض الجدول السابق نتائج الإحصاءات الوصفية للعينة ككل ولقد تم معالجة القيم الشاذة بالمتغيرات بطريقة Winsorizing.

يتضح من الجدول (4) ما يلي:

- يبلغ متوسط المخاطر الجيوسياسية (GPRC_EGY) 0.215 أي أن درجة المخاطر المرتبطة بالحروب والانقلابات والأعمال الإرهابية والتوترات التي تؤثر على المسار الطبيعي والسلمي للعلاقات الدولية بين جمهورية مصر العربية والدول الأخرى تبلغ في المتوسط 0.215. ويُشير الارتفاع النسبي في الانحراف المعياري 0.119 إلى عدم تماثل المخاطر الجيوسياسية على مدار فترة الدراسة لجمهورية مصر العربية، كما يدل التباعد بين أدنى قيمة 0.099 وأعلى قيمة 0.494 إلى وجود فترات مستقرة سياسياً وفترات غير مستقرة سياسياً.

- يبلغ متوسط عدم التأكد الاقتصادي (WEPU) 3.942 أي أن درجة عدم اليقين في السياسات الاقتصادية المرجع بالمبيعات تبلغ 3.942. ونلاحظ اتساع المدي بين أدنى قيمة 0.593 وأعلى قيمة 14.019، مما يدل على تشتت درجات عدم التأكد الاقتصادي خلال الإطار الزمني الدراسة في الشركات المصرية، كما يؤكد ارتفاع الانحراف المعياري (3.173) على عدم تقارب قيم عدم التأكد الاقتصادي للشركات بالرغم من أن جميع مشاهدات عدم التأكد الاقتصادي تنتمي لنفس الدولة ويرجع ذلك إلى ترجيح المؤشر بمبيعات كل شركة.

- يبلغ متوسط نسبة الاحتفاظ بالنقدية (CH) في العينة ككل 0.136، ونلاحظ ارتفاع الانحراف المعياري في العينة ككل 0.147، وبالتالي نستنتج أن معدل الاحتفاظ بالنقدية غير متجانس في المشاهدات عينة الدراسة وأن الظاهرة قد تكون غير متماثلة في السوق المصري؛ وهذا ما يؤكد أنه أوسع المدي بين أدنى قيمة صفر و أعلى قيمة 0.57، مما يشير إلى أن بعض شركات عينة الدراسة تعاني من عجز في النقدية مما يجعلها تلجأ إلى بيع استثماراتها أو الاقتراض حتى يمكنها الاستمرار في مزاوله أنشطتها وفقاً للمستويات المخططة، وكذلك تحتفظ بعض الشركات التي تدخل ضمن عينة الدراسة بمعدلات نقدية مرتفعة لمواجهة التغيرات غير المتوقعة في التدفقات النقدية، وتمويل الأعمال اليومية، والوفاء بجميع الالتزامات النقدية المخطط لها، والتحوط ضد المخاطر المحتملة في ظل عدم التأكد الاقتصادي والمخاطر الجيوسياسية، ولكن النسبة المرتفعة من النقد السائل تعكس ارتفاع نسبة رأس المال العاطل.
- يبلغ متوسط حجم الشركات (Size) 20.597 بعد أخذ اللوغاريتم الطبيعي للقيمة الدفترية لإجمالي الأصول ونلاحظ انخفاض الانحراف المعياري في العينة ككل 1.647، كما نلاحظ انخفاض المدي بين أدنى قيمة 16.578 وأعلى قيمة 24.025 في العينة ككل. والسبب في ذلك هو أخذ اللوغاريتم الطبيعي للقيمة الدفترية لإجمالي الأصول. وذلك لتقليل الفروق لنفس نسب الفروق الحقيقية بين المشاهدات المختلفة وبالتالي الحفاظ على خصائص البيانات كما هي فتظل أكبر شركة حجماً طبقاً للقيمة الدفترية لإجمالي الأصول كما هي وتظل أصغر شركة حجماً طبقاً للقيمة الدفترية لإجمالي الأصول كما هي.
- تبلغ أعلى وأدنى قيمة لمتغير الرافعة المالية (Lev) 11.441 و 0.005، على التوالي. مما يشير إلى أن بعض الشركات المدرجة في البورصة المصرية تعتمد على الديون بنسب مرتفعة في تمويل هيكل رأس مالها وربما تواجه هذه الشركات مزيداً من القيود المالية بسبب اعتمادهم على الديون كمصدر للتمويل. كما أن البعض الآخر من الشركات التي تدخل ضمن عينة الدراسة تقترب للتمويل الذاتي؛ أي تعتمد بنسبة ضئيلة جداً على الديون في تمويل أصولها وأنشطتها حيث يكون اعتماد هيكل رأس مالها بشكل شبه كامل على حقوق الملكية وبالتالي لا تواجه هذه الشركات قيود مالية ناتجة عن التمويل بالديون وعلى الرغم من التفاوت الكبير بين الشركات من حيث اعتمادهم على الديون وارتفاع الانحراف المعياري 0.707 عن المتوسط 0.527، إلا أن متوسط اعتماد شركات العينة على الديون يساوي 52.7% خلال فترة الدراسة.

- يبلغ متوسط قيمة المنشأة بمؤشر القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB) 2.293، مما يعكس التوقعات الإيجابية والتقييم الإيجابي للأسهم في السوق المصري حيث ان القيم السوقية أكبر من القيم الدفترية، بينما نجد ارتفاع في الانحراف المعياري للعينة ككل 2.594 مما يعكس عدم التجانس وعدم التماثل في قيم شركات الدراسة. وتُشير أعلى قيمة 9.561 إلى أن بعض شركات العينة لديها شهرة محل غير مسجلة تجعل المستثمرين والمساهمين يرغبون في تداول أسهم هذه الشركات بأكبر من قيمتها الدفترية وذلك بافتراض كفاءة الأسواق المالية وان عدم الرشد له تأثير لحظي في الأجل القصير وان السوق يأخذ شكل التوازن الذي يعبر عن حقيقة كل سهم في الأجل الطويل. بينما تُشير أدنى قيمة -1.051 إلى أن بعض الشركات في سوق الأوراق المالية المصرية تعاني من صافي خسائر بصورة دورية مما يتسبب في تراكم الخسائر المُرحلة لدرجة تتجاوز إجمالي حقوق الملكية، وبالتالي تصبح قيمة حقوق الملكية سالبة لان كثرة الخسائر المُرحلة تسببت في تآكل إجمالي حقوق الملكية، كما تعكس الإشارة السالبة لمؤشر MTB التوقعات المتشائمة للمستثمرين بسبب كثرة الاعتماد على الديون وتدهور مركز المنشأة الائتماني.

- يبلغ المتوسط لمتغير ربحية السهم (EPS) للشركات التي تدخل ضمن عينة الدراسة 1.536 أي انه في المتوسط يكون نصيب السهم من الأرباح المحققة في البيئة المصرية 1.536 جنية لكل سهم، ونلاحظ ارتفاع الانحراف المعياري في العينة ككل 5.087 عن المتوسط وبالتالي نستنتج أن ربحية السهم غير متجانسة في عينة الدراسة وأن الظاهرة قد تكون غير متماثلة في السوق المصري مما يعني ان هناك اختلاف حاد في ربحية الأسهم في الشركات عينة الدراسة ونلاحظ ذلك من خلال اتساع المدي بين أدنى قيمة -15.29 والتي تعكس وجود أسهم ذات ربحية سلبية بسبب تحقيق صافي خسائر وأعلى قيمة 49.84 والتي تعكس وجود أسهم ذات ربحية موجبة.

- يبلغ متوسط متغير درجة ملموسية الأصول (Tang) 0.316، مما يعني أنه في المتوسط تبلغ نسبة الأصول الثابتة كالألات والمعدات والممتلكات في شركات العينة حوالي 31.6% من إجمالي الأصول. وتعكس أعلى قيمة 0.901 مدي إمكانية استقادة الشركات كثيفة الأصول الثابتة في عينة الدراسة من خصم الاهلاكات والاستهلاكات على الأصول الثابتة من الدخل الخاضع للضريبة والتي يعترف بها كمصروف ضريبي، بينما تعكس أدنى قيمة (0.001) مدي محدودية استخدام الدروع الضريبية من غير الديون في الشركات كثيفة العمالة بعينة الدراسة. ونلاحظ أن هناك ارتفاعاً في الانحراف المعياري

للعينة ككل حيث يساوى 0.228، مما يدل على تفاوت ظاهرة درجة ملموسية الأصول بين مشاهدات عينة الدراسة.

وتأسيساً على ما سبق، يتضح أن غالبية متغيرات الدراسة قد تكون مشتتة وغير متماثلة في السوق المصري. ففي بيئة الأعمال المصرية نلاحظ وجود فترات من الاستقرار السياسي والاقتصادي في مقابل فترات أخرى من عدم التأكد الاقتصادي وعدم الاستقرار السياسي. كما نلاحظ وجود شركات تحتفظ بمعدلات نقدية مرتفعة في مقابل شركات تعجز عن الاحتفاظ بأي نقدية، ونجد أيضاً شركات شديدة الاقتراض ومُتقلبة بالديون في مقابل شركات تقترب للتمويل الذاتي. ويمتد عدم التماثل بين شركات العينة إلى وجود شركات مقومة سوقياً بأكبر من قيمتها الدفترية في مقابل شركات تعاني من حقوق الملكية السالبة بسبب كثرة تراكم خسائرها. كما يتضح أن هناك شركات تعاني من خسائر كما توضحها الربحية السالبة للأسهم في مقابل شركات تحقق أرباح كما توضحها الربحية الموجبة للأسهم. وأخيراً، نلاحظ وجود شركات كثيفة الأصول الثابتة في مقابل شركات كثيفة العمالة. وهذا ما يؤكد كبر قيم الانحراف المعياري لمعظم متغيرات الدراسة.

2/3/4- اختبار الاختلافات المعنوية

يُستخدم Two-sample T test with equal variances لاختبار مدى وجود فروق جوهرية بين المتوسطات الحسابية، ويوضح جدول (5) التالي نتيجة اختبار t-test لقياس معنوية الفروق بين المتوسطات الحسابية فيما يتعلق بالقيود المالية.

جدول (5): اختبار الاختلافات المعنوية					
Variable	Financial Constrains	Observations	Mean	Diff.	P-value
CH	0	598	0.193	.112***	0
	1	611	.081		
GPRC EGY	0	598	0.218	.007	.311
	1	611	.211		
sWEPU	0	598	0.101	.201***	.001
	1	611	-.099		
Size	0	598	20.791	.384***	0
	1	611	20.407		

جدول (5): اختبار الاختلافات المعنوية					
Variable	Financial Constrains	Observations	Mean	Diff.	P-value
Lev	0	598	0.560	.066*	.105
	1	611	.494		
MTB	0	598	2.164	-.255*	.088
	1	611	2.419		
EPS	0	598	2.361	1.633***	0
	1	611	.728		
Tang	0	598	0.233	-.165***	0
	1	611	.398		

يعرض هذا الجدول الاختلافات المعنوية بين المتوسطات الحسابية لعينتين مستقلتين من الشركات المُقيدة مالياً وغير المُقيدة مالياً، حيث CH هو نسبة الاحتفاظ بالنقدية، GPRC_EGY هو المخاطر الجيوسياسية، sWEPU هو عدم التأكد الاقتصادي بالقيمة المعيارية، Size هو حجم الشركة، Lev هو نسبة الرافعة المالية، MTB هو مؤشر القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية، EPS هو ربحية السهم، Tang هو درجة ملموسية الأصول.

يتضح من الجدول السابق رقم (5) أن لوجود القيود المالية فروقاً معنوية بين المتوسطات الحسابية لكل متغيرات الدراسة، باستثناء متغير المخاطر الجيوسياسية. وهذه الفروق ذات الدلالة الاحصائية ليست نتيجة الأخطاء العشوائية أو خطأ في العينة، بل هي دليل على وجود فروق حقيقية وذات دلالة احصائية بين متوسطين لعينتين مستقلتين، وبالتالي فإن هذه الفروق المعنوية ليست عرضية ولا يمكن تفسيرها بسبب الصدفة. ولذلك سيتم اختبار فروض الدراسة على مستوى العينة ككل وعلى مستوى الشركات المُقيدة مالياً وعلى مستوى الشركات غير المُقيدة مالياً.

3/3/4- اختبار الارتباط بين متغيرات الدراسة:

تم استخدام مصفوفة ارتباط بيرسون Pearson Correlation لتفسير العلاقات بين متغيرات الدراسة. توضح مصفوفة ارتباط بيرسون مدى قوة العلاقة بين متغيرات الدراسة واتجاهها من خلال معامل الارتباط، بالإضافة لمدي معنوية الارتباط بين متغيرات الدراسة

من خلال مستوى المعنوية. ويوضح الجدول التالي رقم (6) نتائج تحليل مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة.

جدول (6): مصفوفات ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة								
Variable s	CH	GPRC_E GY	WEPU	Size	Lev	MTB	EPS	Tan g
CH	1.000							
GPRC_E GY	0.059* *	1.000						
	(0.039)							
WEPU	-0.018 (0.541)	0.304*** (0.000)	1.000					
Size	0.039 (0.172)	-0.031 (0.279)	-0.012 (0.679)	1.000				
Lev	- 0.059* *	-0.035	- 0.083* **	- 0.066* *	1.000			
	(0.041)	(0.230)	(0.004)	(0.021)				
MTB	0.233* **	0.030	-0.015	- 0.088* **	- 0.131* **	1.000		
	(0.000)	(0.303)	(0.607)	(0.002)	(0.000)			
EPS	0.284* **	0.005	- 0.055* **	0.110* **	- 0.049* **	- 0.025	1.000	
	(0.000)	(0.860)	(0.054)	(0.000)	(0.088)	(0.38 3)		
Tang	- 0.226* **	0.015	0.052*	- 0.072* *	- 0.147* **	- 0.032	- 0.093* **	1.00 0
	(0.000)	(0.592)	(0.073)	(0.012)	(0.000)	(0.26 9)	(0.001)	

يعرض هذا الجدول الارتباط بين متغيرات الدراسة، حيث CH هو نسبة الاحتفاظ بالنقدية، GPRC_EGY هو المخاطر الجيوسياسية، WEPU هو عدم التأكد الاقتصادي بالقيمة المعيارية، Size هو حجم الشركة، Lev هو نسبة الرافعة المالية، MTB هو مؤشر القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية، EPS هو ربحية السهم، Tang هو درجة ملموسية الأصول.

يُمكن عرض مستويات المعنوية كما يلي $p < 0.1$ *، $p < 0.05$ **، $p < 0.01$ ***.

يتضح من الجدول (6) ما يلي:

- يتبين من مصفوفة بيرسون وجود علاقة ارتباط طردية معنوية بين المخاطر الجيوسياسية (GPRC_EGY) وعدم التأكد الاقتصادي (WEPU) كمتغيرات اقتصاد كلي، فكلاهما مؤشران للمخاطر المنتظمة للشركات.
- تكشف مصفوفة بيرسون وجود علاقة ارتباط طردية معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية (CH) وبين المخاطر الجيوسياسية (GPRC_EGY)، بينما لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية (CH) وعدم التأكد الاقتصادي (WEPU)، ويُشير اختلاف معنوية العلاقات بين الاحتفاظ بالنقدية (CH) مع كلا مؤشري المخاطر المنتظمة للشركات (GPRC_EGY و WEPU) إلى احتمالية وجود علاقة ارتباط غير خطية ويدفع ذلك الباحث إلى اختبار وجود علاقات غير خطية في اختبار الفروض بين الاحتفاظ بالنقدية (CH) ومؤشري المخاطر المنتظمة للشركات.
- فيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، نجد علاقة ارتباط عكسية معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية (CH) والرافعة المالية (Lev) ودرجة ملموسية الأصول (Tang). بينما، توجد علاقة ارتباط طردية معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية (CH) وبين قيمة الشركة (MTB)، وبين ربحية السهم (EPS).
- وأخيراً، يتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد multicollinearity في جميع نماذج الدراسة، حيث ان اكبر معامل ارتباط وجد بين متغيرات الدراسة يساوي 0.304 بين (GPRC_EGY و WEPU).

4/3/4- اختبار الفروض ونماذج الدراسة:

سيتم اختبار نماذج العلاقات المباشرة والعلاقات التفاعلية من خلال طريقة المربعات الصغرى Ordinary Least Squares (OLS) وطريقة المربعات المعممة Generalized Least Squares (GLS) والتي تراعي أي مشكلات قياسية قد

تواجه طريقة المربعات الصغرى. ومن ثم إمكانية اعتماد النتائج وتعميمها والاستفادة منها على مستوى الإدارة والمستثمرين والجهات المنظمة للسوق المالي.

ويوضح الجدول التالي رقم (7) نتائج اختبار التأثير المباشر للمخاطر الجيوسياسية (GPRC_EGY) وعدم التأكد الاقتصادي (sWEPU) كمتغيرات اقتصاد كلي على الاحتفاظ بالنقدية (CH) وينقسم الجدول رقم (7) إلى ثلاث أقسام؛ القسم (أ) يوضح جودة نتائج وافترضاات طريقة المربعات الصغرى (OLS)، بينما يوضح القسم (ب) نتائج الانحدار بطريقة المربعات المعممة (GLS)، بينما يوضح القسم (ج) نقاط التحول في العلاقات غير الخطية بالنموذج الأول بمستوياته المختلفة.

وبالكشف عن المشاكل القياسية بعد التقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى يتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد في النموذج الأول بمستوياته المختلفة (مستوي العينة ككل، مستوى عينة الشركات المقيدة مالياً، مستوى عينة الشركات غير المقيدة مالياً)، حيث أن معامل VIF أقل من 10 في كل المتغيرات المُفسرة للاحتفاظ بالنقدية في النموذج الأول بمستوياته المختلفة.

ويتضح وجود مشكلة عدم تجانس الخطأ العشوائي في النموذج الأول بمستوياته المختلفة بطريقة المربعات الصغرى، حيث إن قيمة P-value لاختبار Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test for heteroskedasticity أقل من 5%. كما يوجد مشكلة في الارتباط الذاتي للخطأ العشوائي النموذج الأول بمستوياته المختلفة، حيث أن قيمة P-value لاختبار Wooldridge test for autocorrelation أقل من 5% على المستويات المختلفة من النموذج الأول، كما نجد أن هناك مشكلة في جودة توصيف النموذج الأول على مستوى العينة ككل حيث أن قيمة p-value لاختبار Ramsey RESET test أقل من 5%، بينما يوجد جودة توصيف النموذج الأول على مستوى عينة الشركات المقيدة مالياً ومستوى عينة الشركات غير المقيدة مالياً حيث أن قيمة p-value لاختبار Ramsey RESET test أكبر من 5% على مستوى عينة الشركات المقيدة مالياً ومستوى عينة الشركات غير المقيدة مالياً. كما هو موضح بالجدول (7). ولعلاج مشكلة عدم تجانس الخطأ العشوائي ومشكلة الارتباط الذاتي للخطأ العشوائي في النموذج الأول بمستوياته المختلفة ومشكلة جودة توصيف النموذج الأول على مستوى العينة ككل، تم استخدام طريقة المربعات المعممة (GLS) Generalized Least Squares (GLS) كما هو موضح بقسم (ب) في جدول (7).

ويتضح من نتائج التحليل الإحصائي قبول النموذج الأول ككل بمستوياته المختلفة حيث إن قيم $Prob > F$ أقل من 5%. القدرة التفسيرية R^2 للنموذج الأول بطريقة المربعات المعممة (GLS) Generalized Least Squares تساوي 56.6%، 67.4%، و 50.7% على مستوى العينة ككل، وعلى مستوى عينة الشركات غير المُقيدة مالياً، وعلى مستوى عينة الشركات المُقيدة مالياً، على التوالي.

ويكشف القسم (ب) من الجدول (7) اختلاف سلوك الشركات المُقيدة مالياً وغير المُقيدة مالياً في التكيف مع المخاطر المنتظمة في بيئة الأعمال، فالشركات غير المُقيدة مالياً تميل للتمسك بمستوى مرتفع من النقدية في ظل ارتفاع المخاطر الجيوسياسية كإجراء تحوطي لمواجهة صعوبة الحصول على تمويل خارجي في ظل ارتفاع مستوى الأوضاع غير المستقرة. أما الشركات المُقيدة مالياً لديها سلوك غير متماثل لمواجهة الارتفاع في المخاطر الجيوسياسية، حيث إن معامل المخاطر الجيوسياسية (GPRC_EGY) موجب ومعنوي، ومعامل مربع المخاطر الجيوسياسية ($GPRC_EGY^2$) سالب ومعنوي، ومعامل تكعيب المخاطر الجيوسياسية ($GPRC_EGY^3$) موجب ومعنوي، مما يدل على وجود علاقة غير خطية تأخذ شكل منحنى على شكل حرف N بين المخاطر الجيوسياسية (GPRC_EGY) والاحتفاظ بالنقدية (CH) لدى الشركات المُقيدة مالياً. وبالنظر إلى إشارة معاملات الانحدار يُلاحظ وجود تغييرين في اتجاه العلاقة بين المخاطر الجيوسياسية (GPRC_EGY) والاحتفاظ بالنقدية (CH)، وبالتالي فإن منحنى الانحدار الذي يمثل العلاقة يتضمن نقطتان تحول؛ فمع ارتفاع مؤشر المخاطر الجيوسياسية فإن نسبة الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات المُقيدة مالياً ترتفع في البداية حتى يصبح مؤشر المخاطر الجيوسياسية حوالي 0.1437، ثم تنخفض نسبة الاحتفاظ بالنقدية حتى يصبح مؤشر المخاطر الجيوسياسية حوالي 0.3683، ثم تعود نسبة الاحتفاظ بالنقدية للارتفاع مرة أخرى. وتتفق نتائج النموذج الأول على مستوى العينة ككل مع نتائج عينة الشركات المُقيدة مالياً، حيث إن تأثير المخاطر الجيوسياسية (GPRC_EGY) على الاحتفاظ بالنقدية (CH) يأخذ شكل دالة تكعيبية على شكل حرف N، طبقاً لنتائج شركات العينة ككل.

كما يمتد الاختلاف بين الشركات المُقيدة مالياً وغير المُقيدة مالياً لطريقتهم في مواجهة عدم التأكد الاقتصادي (SWEPU)، فالشركات غير المُقيدة مالياً لا تُظهر أي تغير في مستوى النقدية لديها من أجل مواجهة عدم التأكد الاقتصادي. أما الشركات المُقيدة لديها سلوك غير متماثل لمواجهة الارتفاع في عدم التأكد الاقتصادي (SWEPU)، حيث إن معامل عدم التأكد الاقتصادي (SWEPU) موجب ومعنوي، ومعامل مربع عدم التأكد

الاقتصادي ($sWEPU^2$) سالب ومعنوي، ومعامل تكعيب عدم التأكد الاقتصادي ($sWEPU^3$) موجب ومعنوي، مما يدل على وجود علاقة غير خطية تأخذ شكل منحنى على شكل حرف N بين عدم التأكد الاقتصادي ($sWEPU$) والاحتفاظ بالنقدية (CH) لدى الشركات المُقيدة مالياً. وبالنظر إلى إشارة معاملات الانحدار يُلاحظ وجود تغييرين في اتجاه العلاقة بين عدم التأكد الاقتصادي ($sWEPU$) والاحتفاظ بالنقدية (CH) في الشركات المُقيدة مالياً، وبالتالي فإن منحنى الانحدار الذي يمثل العلاقة يتضمن نقطتان تحول؛ فمع ارتفاع مؤشر عدم التأكد الاقتصادي فإن نسبة الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات المُقيدة مالياً ترتفع في البداية حتي يصبح مؤشر عدم التأكد الاقتصادي حوالي 5.9019، ثم تنخفض نسبة الاحتفاظ بالنقدية للشركات المُقيدة مالياً حتي يصبح مؤشر عدم التأكد الاقتصادي حوالي 12.8261، ثم تعود نسبة الاحتفاظ بالنقدية للارتفاع مرة أخرى. وتتفق نتائج النموذج الأول على مستوي العينة ككل مع نتائج عينة الشركات المُقيدة مالياً. حيث إن تأثير عدم التأكد الاقتصادي ($sWEPU$) على الاحتفاظ بالنقدية (CH) يأخذ شكل دالة تكعيبية على شكل حرف N، طبقاً لنتائج شركات العينة ككل.

أما فيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، نجد أن لدرجة ملموسية الأصول ($Tang$) تأثير عكسي معنوي على نسبة الاحتفاظ بالنقدية، وذلك على مستوي العينة ككل، وعلى مستوي الشركات غير المُقيدة مالياً، وعلى مستوي الشركات المُقيدة مالياً. فكلما تغير هيكل أصول الشركات وأصبح أكثر ملموسية، كلما قلت نسبة النقدية وما في حكمها المحتفظ بها. بينما وفقاً لنتائج مستويات التحليل المختلفة لنموذج الانحدار الأول، يوجد تأثير طردي معنوي لقيمة الشركة بمؤشر القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB) على معدل احتفاظ الشركة بالنقدية. فعندما تكون القيمة السوقية للشركة أعلى من قيمتها الدفترية، فهذا قد يعكس التوقعات الإيجابية بشأن فرص النمو المستقبلية للشركة، وفي هذه الحالة، قد تحتفظ الشركة بأرصدة أكبر من النقدية من أجل الاستعداد للدخول في مشاريع توسعية.

كما يوجد تأثير طردي معنوي لربحية السهم (EPS) على معدل احتفاظ الشركة بالنقدية في النموذج الأول بمستوياته المختلفة. فعندما يكون نصيب السهم من الربحية مرتفع نتيجة لتحقيق معدلات ربحية مرتفعة، قد تقوم الشركة بادخار مزيداً من النقدية وما في حكمها استعداداً لتوزيع الأرباح على المساهمين.

بينما يوجد تأثير عكسي معنوي للرافعة المالية (Lev) على الاحتفاظ بالنقدية في عينة الشركات غير المُقيدة مالياً، فالشركات غير المُقيدة مالياً لا يفرض المقرضون عليها شروطاً صارمة بالحفاظ على مستويات مرتفعة من السيولة النقدية، فمن الممكن ان تستخدم

الشركات غير المُقيدة مالياً - وخصوصاً تلك التي لم تخرق الحدود الأمانة لنسبة الديون- الرافعة المالية بشكل فعال، مما يسمح لهذه الشركات بتحقيق عوائد أعلى على الاستثمارات وتحقيق نمو أسرع دون الحاجة إلى الاعتماد بشكل كبير على رأس المال الخاص. وتتفق نتائج النموذج الأول على مستوى العينة ككل مع نتائج عينة الشركات الغير المُقيدة فيما يتعلق بتأثير الرافعة المالية (Lev) على الاحتفاظ بالنقدية. بينما لا يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية (Lev) على الاحتفاظ بالنقدية في عينة الشركات المُقيدة مالياً.

جدول (7): اختبار تحليل النموذج الأول باستخدام مستويات مختلفة من التحليل			
قسم (أ): جودة نتائج طريقة المربعات الصغرى لنموذج الانحدار الأول			
Variable	Full Sample	Unconstrained Firms Sample	Constrained Firms Sample
WEPU	1.116	1.186	
sWEPU			1.1
GPRC EGY	1.105	1.116	1.097
Lev	1.062	1.144	1.206
Tang	1.043	1.077	1.076
MTB	1.034	1.064	1.068
Size	1.033	1.09	1.224
EPS	1.028	1.026	1.031
Mean VIF	1.06	1.1	1.115
Heteroskedasticity	Prob > chi2 = 0.0000	Prob > chi2 = 0.0002	Prob > chi2 = 0.0000
Omitted variables	Prob > F = 0.0001	Prob > F = 0.6533	Prob > F = 0.0876
Autocorrelation	Prob > F = 0.0000	Prob > F = 0.000	Prob > F = 0.0000
قسم (ب): نتائج الانحدار بطريقة المربعات المعممة لنموذج الانحدار الأول			
Variable	Full Sample	Unconstrained Firms Sample	Constrained Firms Sample
GPRC_EGY	3.52331***	1.13297***	2.14174**
GPRC_EGY2	-13.724***		-10.359**
GPRC_EGY3	15.57200***		13.48872**

sWEPU	0.06941**	0.039	0.04340**
sWEPU2	-0.06364***		-0.04289***
sWEPU3	0.01467***		0.00837**
Size	-0.004	-0.01803***	-0.001
Lev	-0.00814**	-0.01203***	0.002
MTB	0.01289***	0.02707***	0.00543***
EPS	0.00755***	0.00820***	0.00314**
Tang	-0.12319***	-0.07180**	-0.03677***
Year-Fixed-Effect	Yes	Yes	Yes
Number of obs	1209	598	611
Prob > F	0.000	0.000	0.000
R-squared	0.566	0.674	0.507
Akaike crit. (AIC)	-1425.567	-564.474	-1213.922
قسم (ج): نقاط التحول في العلاقات غير الخطية بنموذج الانحدار الأول ¹			
Variable	Full Sample	Unconstrained Firms Sample	Constrained Firms Sample
GPRC_EGY	.18944393 and .39811094		.14372053 and .36826179
sWEPU (ln standardized values)	2.1620834 and .72933118		.61767966 and 2.7998947
WEPU (ln original values)	10.80229063 and 6.256167834		5.901897561 and 12.82606588
يعرض هذا الجدول نتائج اختبار تأثير المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد الاقتصادي على الاحتفاظ بالنقدية، حيث CH هو نسبة الاحتفاظ بالنقدية، GPRC_EGY هو المخاطر الجيوسياسية، $GPRC_EGY^2$ هو مربع المخاطر الجيوسياسية، $GPRC_EGY^3$ هو مكعب المخاطر الجيوسياسية،			

1 يتم حساب نقاط التحول الأولى والثانية كما يلي -علي الترتيب-: $\frac{-2*b_2 - \sqrt{4*b_2^2 - 12*b_3*b_1}}{(6*b_3)}$ و $\frac{-2*b_2 + \sqrt{4*b_2^2 - 12*b_3*b_1}}{(6*b_3)}$. ولتحويل نقاط التحول من القيمة المعيارية للقيمة الأصلية يتم ضرب نقطة التحول بالقيمة المعيارية في قيمة الانحراف المعياري للمتغير ثم يتم جمع قيمة متوسط المتغير.

sWEPU هو عدم التأكد الاقتصادي بالقيمة المعيارية، ²sWEPU هو مربع عدم التأكد الاقتصادي بالقيمة المعيارية، ³sWEPU هو مكعب عدم التأكد الاقتصادي بالقيمة المعيارية. Size هو حجم الشركة، Lev هو نسبة الرافعة المالية، MTB هو مؤشر القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية، EPS هو ربحية السهم، Tang هو درجة ملموسية الأصول، يوضح القسم (أ) جودة نتائج طريقة المربعات الصغرى للنموذج الأول بمستوياته المختلفة. يوضح القسم (ب) نتائج الانحدار بطريقة المربعات المعممة للنموذج الأول بمستوياته المختلفة. يوضح القسم (ج) نقاط التحول في العلاقات غير الخطية بالنموذج الأول بمستوياته المختلفة. المتغير التابع في النموذج الأول بمستوياته المختلفة هو الاحتفاظ بالنقدية. يُمكن عرض مستويات المعنوية كما يلي $p < 0.1$ ، * $p < 0.05$ ، ** $p < 0.01$ ، ***.

ويوضح الجدول رقم (8) نتائج اختبار التأثير التفاعلي بين المخاطر الجيوسياسية (GPRC_EGY) وعدم التأكد الاقتصادي (EPU) كمتغيرات اقتصاد كلي على الاحتفاظ بالنقدية (CH) وينقسم الجدول رقم (8) إلى ثلاث أقسام؛ القسم (أ) يوضح جودة نتائج وافترسات طريقة المربعات الصغرى (OLS)، بينما يوضح القسم (ب) نتائج الانحدار بطريقة المربعات المعممة (GLS)، بينما يوضح القسم (ج) نقاط التحول في العلاقات غير الخطية بالنموذج الثاني بمستوياته المختلفة.

وبالكشف عن المشاكل القياسية بعد التقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى يتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد في النموذج الثاني بمستوياته المختلفة (مستوي العينة ككل، مستوى عينة الشركات المُقيدة مالياً، مستوى عينة الشركات غير المُقيدة مالياً)، حيث إن معامل VIF أقل من 10 في كل المتغيرات المُفسرة للاحتفاظ بالنقدية في النموذج الثاني بمستوياته المختلفة.

كما يتضح وجود مشكلة عدم تجانس الخطأ العشوائي في النموذج الثاني بمستوياته المختلفة بطريقة المربعات الصغرى، حيث أن قيمة P-value لاختبار Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test for heteroskedasticity أقل من 5%. كما يوجد مشكلة في الارتباط الذاتي للخطأ العشوائي في النموذج الثاني بمستوياته المختلفة، حيث إن قيمة P-value لاختبار Wooldridge test أقل من 5% على المستويات المختلفة من النموذج الثاني، كما نجد إن هناك مشكلة في جودة توصيف النموذج الثاني على مستوى العينة ككل حيث إن قيمة p-value لاختبار Ramsey RESET test أقل من 5%， بينما يوجد جودة في توصيف النموذج الثاني على مستوى عينة الشركات المُقيدة مالياً ومستوى عينة الشركات غير المُقيدة مالياً حيث إن قيمة p-value لاختبار Ramsey RESET test أكبر من 5% على مستوى عينة الشركات المُقيدة مالياً ومستوى عينة الشركات غير المُقيدة مالياً. كما هو موضح بالجدول (8). ولعلاج مشكلة عدم تجانس

الخطأ العشوائي ومشكلة الارتباط الذاتي للخطأ العشوائي في النموذج الثاني بمستوياته المختلفة ومشكلة جودة توصيف النموذج الثاني على مستوى العينة ككل، تم استخدام طريقة المربعات المعممة (GLS) Generalized Least Squares (GLS) كما هو موضح بقسم (ب) في جدول (8). ويتضح قبول النموذج الثاني ككل بمستوياته المختلفة حيث ان قيم F أقل من 5%. القدرة التفسيرية R^2 للنموذج الثاني بطريقة المربعات المعممة (GLS) Generalized Least Squares (GLS) تتراوح ما بين 50.8% و 67.3%. بينما يكشف القسم (ب) من الجدول (8) اختلاف سلوك الشركات المقيدة مالياً وغير المقيدة مالياً في التكيف مع التفاعل بين المخاطر المنتظمة في بيئة الأعمال، فالشركات غير المقيدة لا تظهر أي تغير في مستوى النقدية لديها في ظل ارتفاع الأثر التفاعلي بين المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد الاقتصادي (GPR_EPU). أما الشركات المقيدة مالياً لديها سلوك غير متماثل لمواجهة الارتفاع في الأثر التفاعلي بين المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد الاقتصادي (GPR_EPU). وتتفق نتائج النموذج الثاني على مستوى العينة ككل مع نتائج عينة الشركات المقيدة مالياً.

ونلاحظ فيما يتعلق بعينة الشركات المقيدة مالياً، عند دخول المخاطر الجيوسياسية كمتغير مُعدل في العلاقة غير الخطية بين عدم التأكد الاقتصادي والاحتفاظ بالنقدية بالشركات المقيدة مالياً، فإن نمط العلاقة لا يتغير ويظل على شكل دالة تكعيبية على شكل حرف N، حيث إن معامل (GPR_EPU) موجب ومعنوي، ومعامل (GPR_EPU²) سالب ومعنوي، ومعامل (GPR_EPU³) موجب ومعنوي كما أن عند دخول عدم التأكد الاقتصادي كمتغير مُعدل في العلاقة الغير خطية بين المخاطر الجيوسياسية والاحتفاظ بالنقدية في الشركات المقيدة مالياً، فإن نمط العلاقة لا يتغير ويظل على شكل دالة تكعيبية على شكل حرف N، حيث إن معامل (GPR_EPU) موجب ومعنوي، ومعامل (GPR²_EPU) سالب ومعنوي، ومعامل (GPR³_EPU) موجب ومعنوي ولكن تتغير نقاط التحول وهذا تأثير قوي في تغيير نقاط التحول في هذه العلاقات.

أما بالنسبة لعينة الشركات غير المقيدة مالياً، فنجد أن الأثر التفاعلي بين المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد الاقتصادي (GPR_EPU) يتسبب في تغير معنوية تأثير المخاطر الجيوسياسية على الاحتفاظ بالنقدية من تأثير طردي معنوي إلى تأثير غير معنوي.

وإتساقاً مع نتائج نموذج الانحدار الأول، نجد أن لدرجة ملموسية الأصول (Tang) تأثير عكسي معنوي على نسبة الاحتفاظ بالنقدية في نموذج الانحدار الثاني بمختلف

مستوياته. فكلما تغير هيكل أصول الشركات وأصبح أكثر ملموسية، كلما قلت نسبة النقدية وما في حكمها. كما يمتد اتساق نتائج نموذجي الانحدار الأول والثاني بمستوياتهم المختلفة من التحليل إلى الاتفاق على وجود تأثير طردي معنوي لربحية السهم (EPS) على معدل احتفاظ الشركة بالنقدية. فعندما يكون نصيب السهم من الربحية مرتفع نتيجة لتحقيق معدلات ربحية مرتفعة، قد تقوم الشركة بادخار مزيداً من النقدية وما في حكمها استعداداً لتوزيع الأرباح على المساهمين.

كما تتفق نتائج نموذج الانحدار الثاني مع الأول بمستوياتهم المختلفة من التحليل بشأن وجود تأثير طردي معنوي لقيمة الشركة بمؤشر القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB) على معدل احتفاظ الشركة بالنقدية. فعندما تكون القيمة السوقية للشركة أعلى من قيمتها الدفترية، فهذا قد يعكس التوقعات الإيجابية بشأن فرص النمو المستقبلية للشركة، وفي هذه الحالة، قد تحتفظ الشركة بأرصدة أكبر من النقدية من أجل الاستعداد للدخول في مشاريع توسعية.

وأخيراً، يوجد تأثير عكسي معنوي للرافعة المالية (Lev) على الاحتفاظ بالنقدية في عينة الشركات غير المقيدة مالياً، فالشركات غير المقيدة مالياً لا يفرض المقرضون عليها شروطاً صارمة بالحفاظ على مستويات مرتفعة من السيولة النقدية، فمن الممكن أن تستخدم الشركات غير المقيدة مالياً -وخصوصاً تلك التي لم تخترق الحدود الأمانة لنسبة الديون- الرافعة المالية بشكل فعال، مما يسمح لهذه الشركات بتحقيق عوائد أعلى على الاستثمارات وتحقيق نمو أسرع دون الحاجة إلى الاعتماد بشكل كبير على رأس المال الخاص. وتتفق نتائج النموذج الثاني على مستوى العينة ككل مع نتائج عينة الشركات غير المقيدة مالياً فيما يتعلق بتأثير الرافعة المالية (Lev) على الاحتفاظ بالنقدية. بينما لا يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية (Lev) على الاحتفاظ بالنقدية في عينة الشركات المقيدة مالياً.

جدول (8): اختبار تحليل النموذج الثاني باستخدام مستويات مختلفة من التحليل			
قسم (أ): جودة نتائج طريقة المربعات الصغرى لنموذج الانحدار الثاني			
Variable	Full Sample	Unconstrained Firms Sample	Constrained Firms Sample
Lev	1.063	1.146	1.208
GPR EPU	1.057	1.146	1.029
Tang	1.043	1.079	1.076
GPRC EGY	1.043	1.069	1.024
MTB	1.035	1.064	1.068

جدول (8): اختبار تحليل النموذج الثاني باستخدام مستويات مختلفة من التحليل					
قسم (أ): جودة نتائج طريقة المربعات الصغرى لنموذج الانحدار الثاني					
Size	1.033	1.093	1.222		
EPS	1.029	1.029	1.031		
Mean VIF	1.043	1.09	1.094		
Heteroskedasticity	Prob > chi2 = 0.0000	Prob > chi2 = 0.0002	Prob > chi2 = 0.0000		
Omitted variables	Prob > F = 0.0001	Prob > F = 0.6712	Prob > F = 0.1033		
Autocorrelation	Prob > F = 0.0000	Prob > F = 0.0001	Prob > F = 0.0000		
قسم (ب): نتائج الانحدار بطريقة المربعات المعممة لنموذج الانحدار الثاني					
Variable	Full Sample		Unconstrained Firms Sample	Constrained Firms Sample	
	GPR moderator	EPU moderator		GPR moderator	EPU moderator
GPRC_EGY	2.95353** *	3.90065***	1.076***	2.28959* *	2.796***
GPRC_EGY2	-12.616**	-14.777***		- 12.569**	-14.127***
GPRC_EGY3	15.56206* *	16.41860** *		17.63737**	19.015***
GPR_EPU	0.24052*	3.48093***	.07	0.22912* *	2.732***
GPR_EPU2	- 0.26363** *			- 0.22943* **	
GPR_EPU3	0.06214** *			0.04634* **	
GPR2_EPU		-20.705***			-18.011***
GPR3_EPU		29.02432** *			27.039***
Size	-0.002	-0.00458*	-.017***	-0.001	-.002

جدول (8): اختبار تحليل النموذج الثاني باستخدام مستويات مختلفة من التحليل					
قسم (أ): جودة نتائج طريقة المربعات الصغرى لنموذج الانحدار الثاني					
Lev	- 0.00775**	-0.00775**	-.012***	0.004	.003
MTB	0.01292** *	0.01299***	.027***	0.00547* **	.006***
EPS	0.00761** *	0.00755***	.008***	0.00310* *	.003**
Tang	- 0.12309** *	- 0.12247***	-.067**	- 0.03372* **	-.035***
Year-Fixed-Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Number of obs	1209	1209	598	611	611
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
R-squared	0.565	0.566	0.673	0.508	0.511
Akaike crit. (AIC)	-1422.572	-1426.304	-563.591	- 1215.918	-1219.749
قسم (ج): نقاط التحول في العلاقات غير الخطية بنموذج الانحدار الثاني					
Variable	Full Sample		Unconstrained Firms Sample	Constrained Firms Sample	
	GPR moderator	EPU moderator		GPR moderator	EPU moderator
GPRC_EGY	0.1714335 9, and 0.3690261 33	0.19602702 09, and 0.40398353 62	--	0.12284528 3, and 0.35224444 6	0.1366740 8, and 0.3586191 1
GPR_EPU	0.5717481 9, and 2.2565964 07	0.10907822 2, and 0.36649995 98	--	0.61327125 79, and 2.68740490 4	0.0970540 34, and 0.3470205 75
يعرض هذا الجدول نتائج اختبار تحليل النموذج الثاني باستخدام مستويات مختلفة من التحليل، حيث CH هو نسبة الاحتفاظ بالنقدية، GPRC_EGY هو المخاطر الجيوسياسية، ² GPRC_EGY هو مربع المخاطر الجيوسياسية، ³ GPRC_EGY هو مكعب المخاطر الجيوسياسية، EPU هو عدم التأكد					

جدول (8): اختبار تحليل النموذج الثاني باستخدام مستويات مختلفة من التحليل
قسم (أ): جودة نتائج طريقة المربعات الصغرى لنموذج الانحدار الثاني
الاقتصادي، EPU^2 هو مربع عدم التأكد الاقتصادي، EPU^3 هو مكعب عدم التأكد الاقتصادي، Size هو حجم الشركة، Lev هو نسبة الرافعة المالية، MTB هو مؤشر القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية، EPS هو ربحية السهم، Tang هو درجة ملموسية الأصول، يوضح القسم (أ) جودة نتائج طريقة المربعات الصغرى للنموذج الثاني بمستوياته المختلفة. يوضح القسم (ب) نتائج الانحدار بطريقة المربعات المعممة للنموذج الثاني بمستوياته المختلفة. يوضح القسم (ج) نقاط التحول في العلاقات غير الخطية بالنموذج الثاني بمستوياته المختلفة. المتغير التابع في النموذج الثاني هو الاحتفاظ بالنقدية. يمكن عرض مستويات المعنوية كما يلي $p < 0.1$ ، * $p < 0.05$ ، ** $p < 0.01$ ، ***

القسم الخامس: الخلاصة والتوصيات والإتجاهات البحثية المستقبلية.

يعرض الجدول التالي رقم (9) ملخصاً لنتائج اختبار الفروض البحثية والتي تم مناقشتها، تمهيداً لتقديم التوصيات على إثر ذلك.

جدول (9): ملخص نتائج الفروض البحثية

نتيجة الفرض			الفروض
عينة الشركات غير المقيدة	عينة الشركات المقيدة	العينة ككل	
قبول	قبول	قبول	الفرض الأول: يوجد تأثير معنوي للمخاطر الجيوسياسية على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المصرية.
رفض	قبول	قبول	الفرض الثاني: يوجد تأثير معنوي لعدم التأكد الاقتصادي على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المصرية.
رفض	قبول	قبول	الفرض الثالث: يوجد تأثير معنوي للمخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد الاقتصادي على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المصرية.
قبول	قبول	قبول	الفرض الرابع: يكون تأثير المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد الاقتصادي على الاحتفاظ بالنقدية أكثر وضوحاً في الشركات المصرية المقيدة مالياً.

تتماشى هذه الدراسة مع الأبحاث التي تسعى إلى تحديد محركات سياسة الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات. وخلال هذه الدراسة، تم تناول تأثير المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات المصرية غير المالية من عام 2011 إلى عام 2023م. وقد توصل البحث إلى وجود أدلة تدعم فرضية الدافع الاحترازي (الوقائي) للاحتفاظ بالنقدية في مواجهة التمويل الخارجي المكلف الناجم عن التوترات الجيوسياسية وعدم التأكد المتعلق بالسياسة الاقتصادية، كما أن الشركات المصرية تميل إلى مراكمة النقدية كحاجز صد ضد الصدمات السلبية لتدفقاتها النقدية، حيث يعتبر الاحتفاظ بالنقدية الزائده أداة تحوط ضد البيئة الاقتصادية المضطربة. من ناحية أخرى، نظراً لأن الشركات المقيدة ماليًا تميل إلى مواجهة تكاليف أعلى في الوصول إلى التمويل الخارجي، فقد توصلت الدراسة إلى أن الاحتفاظ بالنقدية لدى هذه الشركات تتأثر بشكل كبير بمتغيرات عدم اليقين الجيوسياسي والاقتصادي. بالإضافة إلى ذلك، تُعد الشركات حيازاتها النقدية بشكل أسرع خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي المرتفع والمخاطر الجيوسياسية بشكل أساسي لتجنب الأموال الخارجية المكلفة.

كما إن نتائج هذه الدراسة لها بعض الآثار العملية. أولاً، توفر فهماً أفضل للشركات والأكاديميين والهيئات التنظيمية في جمهورية مصر العربية فيما يتعلق بالآثار المالية المحتملة للمخاطر الجيوسياسية وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على الاحتفاظ بالنقدية ومن ثم على تكلفة رأس المال المقترض. ثانياً، تشجع الشركات على التحوط لتمويل استثماراتها من خلال الموارد الداخلية (الاحتفاظ بالنقدية) وليس الخارجية (الإقراض)، وخاصة خلال فترات التي تتزايد فيها المخاطر الجيوسياسية وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية. ثالثاً، قد تكون هذه الدراسة مفيدة لصناع السياسات والجهات التنظيمية لتقييم تأثير عدم الاستقرار الاقتصادي على قرار الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركة واتخاذ تدابير سياسية مناسبة تقلل من الآثار السلبية لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية والمخاطر الجيوسياسية على قرارات تمويل الشركات.

في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج، وفي سياق صعوبات التنبؤ بالأحداث والعلاقات المتشابكة والمعقدة في بيئة الأعمال الحالية التي تتسم بإرتفاع مستوى المخاطر الجيوسياسية وازدياد درجة عدم اليقين والمخاوف من حدوث أزمات اقتصادية عالمية، يوصى الباحث بضرورة الأهتمام من جانب الباحثين بدراسة اقتصاديات عدم التأكد *Economics of Uncertainty*، وما يستتبع ذلك من أهمية فهم المحاسبة من أجل الاستدامة ومداخل إدارة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية. كذلك الدعوة إلى الابتكار

المالي في مواجهة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية. كذلك يجب البحث عن حلول أثناء فترات عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، سواء بتقنين المصروفات والنفقات أوقات الاستقرار قبل أوقات الأزمات أو باستخدام إدارة المخاطر المستدامة Sustainable Risk Management، علاوة على ذلك، هناك أهمية بشأن الاستعداد لأوقات الاستقرار وإنخفاض المخاطر الجيوسياسية وإنخفاض ظروف عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والتي تزداد بها الفرص الاستثمارية.

ويوصي الباحث الحكومة المصرية بضرورة تبني سياسات اقتصادية أكثر استقراراً للحد من المخاطر الجيوسياسية وسياسة عدم اليقين الاقتصادي. بالإضافة إلى ذلك، يجب أن تفكر الحكومة المصرية في الإجراءات السياسية والاقتصادية المناسبة لتوفير التمويل الخارجي للشركات الصغيرة والناشئة لتجنب التأثير السلبي الناجم عن المخاطر الجيوسياسية وسياسة عدم اليقين الاقتصادي على تكلفة رأس المال (التمويل الخارجي). علاوة على ذلك، يجب على المستثمرين ووكالات الإقراض وأصحاب المصلحة الآخرين مراعاة المخاطر الجيوسياسية وسياسة عدم اليقين الاقتصادي عند اتخاذ قرارات الاستثمار.

ويقترح الباحث تناول العلاقات والتأثيرات التالية في بحوث مستقبلية:

- (1) التأثير المعدل لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين القيود المالية والإداء المستدام لمنشآت الأعمال المصرية.
- (2) دراسة أثر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والمخاطر الجيوسياسية على ممارسات إدارة الأرباح في منشآت الأعمال المصرية.
- (3) دراسة أثر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والمخاطر الجيوسياسية على خطر انهيار أسعار الأسهم في منشآت الأعمال المصرية.
- (4) دراسة أثر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والمخاطر الجيوسياسية على القرارات الاستثمارية لمنشآت الأعمال المصرية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- أبو سالم، سيد سالم محمد. (2024). " العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة: هل هناك تأثير لإدارة الدخل؟ دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، مجلة *البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، المجلد 46، العدد 2: 638-690.
- بلال، السيد حسن سالم، (2017)، "العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها- دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، مجلة *الفكر المحاسبي*، جامعة عين شمس - كلية التجارة ، العدد الرابع، الجزء الأول: 200-248.
- حداد، رويده حنا إبراهيم (2017)، "أثر الحاكمية المؤسسية وهيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وإنعكاسها على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة الأردنية"، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة العلوم الإسلامية العالمية: 1-120.
- عبد الرحيم، أسماء إبراهيم. (2020). "أثر الملكية الإدارية و الثقة الإدارية المفرطة للمدير التنفيذي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المساهمة المصرية -دراسة اختبارية على الشركات المسجلة في البورصة المصرية"، مجلة *الأسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، المجلد 4، العدد1: 247-290.
- عبد الناصر، محمد جمال. (2024). " الدور المعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري: دراسة تطبيقية"، مجلة *الأسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، المجلد 8، العدد 3: 501-557.
- عبدالعال، محمود موسى (2020) "محددات العلاقة غير الخطية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات غير المالية من منظور محاسبي : دراسة تجريبية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية"، مجلة *البحوث المحاسبية*، جامعة طنطا، كلية التجارة، العدد (1)، المجلد (7): 537- 572.
- عبدالله، هدى محمد محمد. (2024). "مؤشر مقترح للإفصاح المحاسبي عن المخاطر الجيوسياسية وأثره على استمرارية المنشأة: الدور المعدل لجودة الأرباح المحاسبية (دراسة تطبيقية)"، *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، المجلد 6، العدد 2 - الرقم المسلسل للعدد 2 : 419-2334.

- عسران، محمد صالح عبد اللطيف. (2023). "تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح دليل تجريبي من مصر"، *المجلة العلمية للبحوث التجارية*، كلية التجارة جامعة المنوفية، (10)(2)، 251 - 286.
- عفيفي، هلال عبد الفتاح السيد، (2015)، "أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المساهمة المصرية- دراسة إختبارية"، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، جامعة المنصورة، كلية التجارة، العدد الرابع: 51-118.
- عمارة، محمد رزق عبد الغفار. (2023). "التأثير المعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، المجلد 7، العدد 3 : 37-80.
- عيسى، عارف محمود كامل، (2018)، " قياس أثر تأخر صدور تقرير المراجع على تقييم المستثمرين للنقدية بغرض الاحتفاظ: دراسة عملية"، *مجلة المحاسبة المصرية*، جامعة القاهرة - كلية التجارة، العدد الرابع عشر: 297-340.
- الفار، محمد ابراهيم عبده. (2022). "العلاقة بين القيود المالية للشركات وأتعاب مراقب الحسابات في ظل الدور المعدل للاحتفاظ بالنقدية وخصائص مجلس الإدارة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، المجلد 6، العدد 2: 261-334.
- فودة، السيد أحمد محمود، (2020)، "الأثر الوسيط للتجنب الضريبي على العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية-دراسة إختبارية"، *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، جامعة الإسكندرية - كلية التجارة، العدد الثاني، المجلد الرابع، ص: 87-172.
- محمد، سليم أحمد، (2017)، "العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية والمسئولية الاجتماعية للشركات-دراسة تطبيقية". *مجلة الفكر المحاسبي*، جامعة عين شمس، كلية التجارة، العدد الثاني، الجزء الثاني: 611-647.
- محمد، هشام سعيد إبراهيم. (2021). " تأثير العلاقة بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، جامعة عين شمس، كلية التجارة، المجلد 25، العدد 1، ص: 116 - 168.

-مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم، (2018)، " تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية"، مجلة الفكر المحاسبي، جامعة عين شمس - كلية التجارة ، العدد (7)، المجلد (22): 330-401.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Agoraki, M. E. K., Kouretas, G. P., & Laopodis, N. T. (2022). Geopolitical risks, uncertainty, and stock market performance. *Economic and Political Studies*, 10(3), 253-265.
- Ahir, H., Bloom, N., & Furceri, D. (2022). *The world uncertainty index* (No. w29763). National bureau of economic research.
- Akhtar, T., Tareq, M. A., Sakti, M. R. P., & Khan, A. A. (2018). Corporate governance and cash holdings: the way forward. *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(2), 152-170.
- Akron, S., Demir, E., Díez-Esteban, J. M., & García-Gómez, C. D. (2022). How does uncertainty affect corporate investment inefficiency? Evidence from Europe. *Research in International Business and Finance*, 62, 101752.
- Aksoy-Hazır, Ç., & Tan, O. F. (2023). The impact of geopolitical risk on cash holdings policy: evidence from an emerging market. *Managerial Finance*, 49(9), 1400-1419.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The journal of finance*, 59(4), 1777-1804.
- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International business review*, 22(1), 77-88.
- Arslan, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2006). The role of cash holdings in reducing investment-cash flow sensitivity: Evidence from a financial crisis period in an emerging market. *Emerging Markets Review*, 7(4), 320-338.
- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Zheng, X. (2021). Dividends and economic policy uncertainty: International evidence. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101785.

- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593–1636.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of finance*, 64(5), 1985–2021.
- Behera, M., & Mahakud, J. (2024). Geopolitical risk and cash holdings: evidence from an emerging economy. *Journal of Financial Economic Policy*.
- Bhama, V., Jain, P. K., & Yadav, S. S. (2016). Testing the pecking order theory of deficit and surplus firms: Indian evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 12(3), 335–350.
- Bick, P., Orlova, S., & Sun, L. (2018). Fair value accounting and corporate cash holdings. *Advances in Accounting*, 40, 98–110.
- Bilgin, M. H., Danisman, G. O., Demir, E., & Tarazi, A. (2021). Economic uncertainty and bank stability: Conventional vs. Islamic banking. *Journal of Financial Stability*, 56, 100911.
- Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *econometrica*, 77(3), 623–685.
- Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring geopolitical risk. *American Economic Review*, 112(4), 1194–1225.
- Campello, M., Giambona, E., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2011). Liquidity management and corporate investment during a financial crisis. *The review of financial studies*, 24(6), 1944–1979.
- Chang, Y., Benson, K., & Faff, R. (2017). Are excess cash holdings more valuable to firms in times of crisis? Financial constraints and governance matters. *Pacific-Basin Finance Journal*, 45, 157–173.
- Chen, Z., & Zhang, J. (2015). The Study on the Financing Constraints and the Acts of Corporate Cash Holdings. *Management & Engineering*, (20), 53.
- Cho, J. H. (2024). The effect of geopolitical risk on corporate cash holdings: evidence from Korea. *Applied Economics Letters*, 31(13), 1159–1165.
- Clarkson, P., Gao, R., & Herbohn, K. (2020). The relationship between a firm's information environment and its cash holding decision. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 16(2), 100201.

- Couzoff, P., Banerjee, S., & Pawlina, G. (2022). Effectiveness of monitoring, managerial entrenchment, and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 77, 102258.
- Cuculiza, C., Antoniou, C., Kumar, A., & Maligkris, A. (2021). Terrorist attacks, analyst sentiment, and earnings forecasts. *Management science*, 67(4), 2579–2608.
- Da Cruz, A. F., Kimura, H., & Sobreiro, V. A. (2019). What do we know about corporate cash holdings? A systematic analysis. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), p. 77–143.
- Demir, E., & Ersan, O. (2017). Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries. *Emerging Markets Review*, 33, 189–200.
- Demir, E., Díez-Esteban, J. M., & García-Gómez, C. D. (2019). The impact of geopolitical risks on cash holdings of hospitality companies: Evidence from emerging countries. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 39, 166–174.
- Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *The Review of Financial Studies*, 23(1), 247–269.
- Desai, M. A., Dyck, A., & Zingales, L. (2007). Theft and taxes. *Journal of financial economics*, 84(3), 591–623.
- Dieckelmann, D., Kaufmann, C., Larkou, C., McQuade, P., Negri, C., Pancaro, C., & Rößler, D. (2024). Turbulent times: geopolitical risk and its impact on euro area financial stability. *Financial Stability Review*, 1.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(1), 111–133.
- Duchin, R., Ozbas, O., & Sensoy, B. A. (2010). Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis. *Journal of financial economics*, 97(3), 418–435.
- Dudley, E., & Zhang, N. (2016). Trust and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 41, 363–387.
- Duong, H. N., Nguyen, J. H., Nguyen, M., & Rhee, S. G. (2020). Navigating through economic policy uncertainty: The role of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101607.

- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kim, Y., & Yoon, H. J. (2021). Policy uncertainty and accounting quality. *The Accounting Review*, 96(4), 233–260.
- Etemad, M., & Joker, E. (2016). Relation between firm diversification and the value of corporate cash holding for firms accepted in stock market. *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*.10, p. 99–104.
- Favara, G., Gao, J. and Giannetti, M. (2021), “Uncertainty, access to debt, and firm precautionary behavior”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 141, pp. 436–453, doi: 10.1016/j.jfineco.2021. 04.010.
- Feng, X., Lo, Y. L., & Chan, K. C. (2022). Impact of economic policy uncertainty on cash holdings: firm-level evidence from an emerging market. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 29(2), 363–385.
- Flannery, M. J., Kwan, S. H., & Nimalendran, M. (2013). The 2007–2009 financial crisis and bank opaqueness. *Journal of Financial Intermediation*, 22(1), 55–84.
- Gaio, C., Goç Alves, T. and Venancio, A. (2022), “Cash holdings in start-ups: the role of founder sociodemographic characteristics”, *Journal of Business Research*, Vol. 139, pp. 520–528, doi: 10.1016/j.jbusres.2021.09.046.
- Gao, H., Harford, J., & Li, K. (2013). Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms. *Journal of Financial Economics*, 109(3), p. 623–639.
- Gao, J., Grinstein, Y., & Wang, W. (2017). Cash holdings, precautionary motives, and systematic uncertainty. *Precautionary Motives, and Systematic Uncertainty (June 21, 2017)*.
- Gautam, V., Singh, A., & Gaurav, S. (2014). Cash holdings and finance constraints in Indian manufacturing firms. *Research in Applied Economics*, 6(3), 56.
- Gozgor, G., Demir, E., Belas, J., & Yesilyurt, S. (2019). Does economic uncertainty affect domestic credits? An empirical investigation. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 63, 101147.
- Guizani, M. (2017). The financial determinants of corporate cash holdings in an oil rich country: Evidence from Kingdom of Saudi Arabia. *Borsa Istanbul Review*, 17(3), p. 133–143.

- Guizani, M. (2024). Does internal cash flow-external financing sensitivity react to economic policy uncertainty and geopolitical risk? Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Financial Economic Policy*, 16(3), 296-314.
- Guizani, M., & Abdalkrim, G. (2021). Does Shariah compliance affect corporate cash holdings and cash adjustment dynamics? Evidence from Malaysia. *Pacific Accounting Review*, 33(4), 459-473.
- Guizani, M., Talbi, D., & Abdalkrim, G. (2023). Economic policy uncertainty, geopolitical risk and cash holdings: evidence from Saudi Arabia. *Arab Gulf Journal of Scientific Research*, 41(2), 183-201.
- Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of financial studies*, 29(3), 523-564.
- Gupta, K., & Krishnamurti, C. (2018). Do macroeconomic conditions and oil prices influence corporate risk-taking?. *Journal of Corporate Finance*, 53, 65-86.
- Hamdy, A., Eissa, A. M., & Diab, A. (2024). Economic Policy Uncertainty, Managerial Ability, and Cost of Equity Capital: Evidence from a Developing Country. *Economies*, 12(9), 244.
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of financial economics*, 87(3), 535-555.
- Hidayah, N., Lestari, T., & Mulyasari, W. (2021). Effect of asset tangibility on cash holdings with growth opportunity as moderate variable:(Empirical study on property and real estate companies listed on Indonesia Stock Exchange). *Jurnal Revenue: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 2(1), 91-106.
- Im, H. J., Park, H., & Zhao, G. (2017). Uncertainty and the value of cash holdings. *Economics Letters*, 155, 43-48.
- Javadi, S., Mollagholamali, M., Nejadmalayeri, A., & Al-Thaqeb, S. (2021). Corporate cash holdings, agency problems, and economic policy uncertainty. *International Review of Financial Analysis*, 77, 101859.
- Jensen, M. C. (1996). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate bankruptcy*, 76(2), 11-16.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77-132). Gower.

- Kang, W., Lee, K., & Ratti, R. A. (2014). Economic policy uncertainty and firm-level investment. *Journal of Macroeconomics*, 39, 42–53.
- Keynes, J. M. (1937). The general theory of employment. *The quarterly journal of economics*, 51(2), 209–223.
- Khalaf, B. A. (2022). An empirical investigation of the impact of firm life cycle using the pecking order theory. *Academy of Entrepreneurship Journal*, 28(1), 1–9.
- Khoo, J. and Cheung, A. Wai K. (2021), “Does geopolitical uncertainty affect corporate financing? Evidence from MIDAS regression”, *Global Finance Journal*, Vol. 47, pp. 1–20, doi: 10.1016/j.gfj. 2020.100519.
- Korsah, D., & Mensah, L. (2024). Geopolitical risk, economic policy uncertainty, financial stress and stock returns nexus: evidence from African stock markets. *Journal of Capital Markets Studies*, 8(1), 25–42.
- Kotcharin, S., & Maneenop, S. (2020). Geopolitical risk and corporate cash holdings in the shipping industry. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 136, 101862.
- La Rocca, M., & Cambrea, D. R. (2019). The effect of cash holdings on firm performance in large Italian companies. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 30(1), 30–59.
- Le, A. T., & Tran, T. P. (2021). Does geopolitical risk matter for corporate investment? Evidence from emerging countries in Asia. *Journal of Multinational Financial Management*, 62, 100703.
- Lee, C. C., & Wang, C. W. (2021). Firms' cash reserve, financial constraint, and geopolitical risk. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 101480.
- Lee, C., & Park, H. (2016). Financial constraints, board governance standards, and corporate cash holdings. *Review of Financial Economics*, 28, 21–34.
- Li, X. & Qiu, M. (2021). The joint effects of economic policy uncertainty and firm characteristics on capital structure: Evidence from US firms. *Journal of International Money and Finance*, 110, pp. 1–19.
- Li, X., & Su, D. (2020). *How does economic policy uncertainty affect corporate debt maturity?* (No. 6/2020). IWH Discussion Papers.
- Lin, C. M., Chan, M. L., Chien, I. H., & Li, K. H. (2018). The relationship between cash value and accounting conservatism: The role of

-
- controlling shareholders. *International Review of Economics & Finance*, 55, 233–245.
- Liu, P., & Dong, D. (2020). Impact of economic policy uncertainty on trade credit provision: The role of social trust. *Sustainability*, 12(4), 1601.
 - Liu, Y., Li, J., Liu, G., & Lee, C. C. (2021). Economic policy uncertainty and firm's cash holding in China: The key role of asset reversibility. *Journal of Asian Economics*, 74, 101318.
 - Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161–170.
 - Mohammad, A. G., Ali, A., Farooq, U., & Alhaddad, L. (2023). The Interaction Between Asset Tangibility, Cash Holdings, and Financial Development: An Evidence from Emerging Economy. *Advances in Decision Sciences*, 27(4), 114–132.
 - Nagar, V., Schoenfeld, J., & Wellman, L. (2019). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 67(1), 36–57.
 - Nguyen, T. C., & Thuy, T. H. (2023). Geopolitical risk and the cost of bank loans. *Finance Research Letters*, 54, 103812.
 - Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3–46.
 - Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of financial Economics*, 110(3), 520–545.
 - Phan, H. V., Nguyen, N. H., Nguyen, H. T., & Hegde, S. (2019). Policy uncertainty and firm cash holdings. *Journal of Business Research*, 95, 71–82.
 - Pinkowitz, L., Stulz, R. M., & Williamson, R. (2016). Do US firms hold more cash than foreign firms do?. *The Review of Financial Studies*, 29(2), 309–348.
 - Pringpong, S., Maneenop, S., & Jaroenjitrkam, A. (2023). Geopolitical risk and firm value: Evidence from emerging markets. *The North American Journal of Economics and Finance*, 68, 101951.
 - Qi, X. Z., Ning, Z., & Qin, M. (2022). Economic policy uncertainty, investor sentiment and financial stability—an empirical study based on
-

- the time varying parameter–vector autoregression model. *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 17(3), 779–799.
- Rapp, M. S., Schmid, T., & Urban, D. (2014). The value of financial flexibility and corporate financial policy. *Journal of Corporate Finance*, 29, p. 288–302.
 - Salisu, A. A., Ogbonna, A. E., Lasisi, L., & Olaniran, A. (2022). Geopolitical risk and stock market volatility in emerging markets: A GARCH–MIDAS approach. *The North American Journal of Economics and Finance*, 62, 101755.
 - Sheikh, N. A., Mehmood, K. K., & Kamal, M. (2018). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from MNCs in Pakistan. *Review of Economics and Development Studies*, 4(1), p. 71–78.
 - Su, K., Kong, D., & Wu, J. (2021). Can economic policy uncertainty reduce a firm's trade credit?. *International Review of Finance*, 21(3), pp. 1089–1099.
 - Subing, H. J. T., & Yalin, F. L. (2023). Analysis of the Factors Influencing Cash Holding in Corporation. *Research of Economics and Business*, 1(1), 23–35.
 - Tabash, M., Farooq, U., Ashfaq, K., & Tiwari, A. (2022). Economic policy uncertainty and financing structure: A new panel data evidence from selected Asian economies. *Research in International Business and Finance*, 60, pp. 1–15.
 - Tran, L. T. H., Tu, T. T. K., & Cong Nguyen To, B. (2024). Uncertainty and cash holdings: the moderating role of political connections. *International Journal of Managerial Finance*.
 - Tut, D. (2022). Policy uncertainty and cash dynamics. *Journal of Financial Research*, 45(2), 422–444.
 - Vo, H., Phan, A., Trinh, Q., & Vu, L. (2022). Does economic policy uncertainty affect trade credit and firm value in Korea? A comparison of chaebol vs. non-chaebol firms. *Economic Analysis and Policy*, 73, pp. 474–491.
 - Wang, K.-H., Xiong, D.-P., Mirza, N., Shao, X.-F. and Yue, X.-G. (2021), “Does geopolitical risk uncertainty strengthen or depress cash holdings of oil enterprises? Evidence from China”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 66, doi: 10.1016/j.talanta.2020.121697.

- Xu, N., Chen, Q., Xu, Y., & Chan, K. C. (2016). Political uncertainty and cash holdings: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 40, 276–295.
- Yilanci, V. and Kilci, E.N. (2021), “The role of economic policy uncertainty and geopolitical risk in predicting prices of precious metals: evidence from a time-varying bootstrap causality test”, *Resources Policy*, Vol. 72, doi: 10.1016/j.resourpol.2021.102039.
- Yıldırım, D., & Çelik, A. K. (2021). Testing the pecking order theory of capital structure: Evidence from Turkey using panel quantile regression approach. *Borsa Istanbul Review*, 21(4), 317–331.
- Zhang, Y., He, J., He, M., & Li, S. (2023). Geopolitical risk and stock market volatility: A global perspective. *Finance Research Letters*, 53, 103620.
- Zhao, X., & Niu, T. (2023). Economic policy uncertainty and corporate cash holdings: the mechanism of capital expenditures. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 30(4), 930–950.