



دور حوكمة الشركات في العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة:

دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية

بحث مُستل من رسالة ماجستير في إدارة الأعمال

إعداد

د. أمير علي المرسى شوشة
أستاذ إدارة الأعمال

كلية التجارة – جامعة دمياط

dr.amir.shusha@gmail.com

هدير زاهر عبد العظيم عمر

باحث ماجستير في إدارة الأعمال

كلية التجارة، جامعة دمياط

hadeerzaher043@gmail.com

د. سليمان عاطف رخا

مدرس إدارة الأعمال

كلية التجارة – جامعة دمياط

soliman.rakha@gmail.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد السابع - العدد الأول – الجزء الثالث - يناير ٢٠٢٦

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

عمر، هدير زاهر عبد العظيم؛ شوشة، أمير علي المرسى؛ رخا، سليمان عاطف. (٢٠٢٦). دور حوكمة الشركات في العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٧(١) ٣، ٨٦٩-٩٠٨.

رابط المجلة: <https://cfdj.journals.ekb.eg/>

دور حوكمة الشركات في العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة:

دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية

أ. هدير زاهر عبد العظيم عمر؛ د. أمير علي المرسي شوشة؛ د. سليمان عاطف رخا

ملخص الدراسة :

تهدف الدراسة إلى التعرف على دور حوكمة الشركات في العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة في البيئة المصرية، وذلك باستخدام عينة بلغت ١٠٨ شركة من الشركات المقيدة بالبورصة وذلك خلال الفترة من ٢٠١٢ وحتى ٢٠١٨. وتوصلت إلى وجود علاقة ارتباط عكسية معنوية بين الانحراف عن المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة، وهو ما يشير إلى أن مديري الشركات المدرجة بعينة الدراسة إذا ما تم توجيههم نحو الاحتفاظ بالمستوى النقدي الأمثل انخفضت قيمة الاستثمارات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة والتي من شأنها زيادة قيمة الشركة من منظور مؤشر القيمة السوقية.

كما أسفرت النتائج عن وجود علاقة طردية بين مستوى الإفصاح عن ممارسات الحوكمة بالشركة وقيمة المنشأة من منظور القيمة السوقية، وهو ما يشير إلى أن ارتفاع مستوى المؤشر الإفصاح من منظور الأطراف الخارجية يؤدي إلى ارتفاع مستوى الطلب على السهم، ومن ثم ارتفاع قيمته السعرية والتي تنعكس بشكل مباشر على قيمة الشركة من منظور القيمة السوقية. أما على مستوى العلاقة التفاعلية فقد تبين للباحثة أن حوكمة الشركات ساهمت في تعديل العلاقة السلبية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة إلى علاقة إيجابية تسهم في زيادة قيمة المنشأة.

ومن ثم يمكن القول بأن حوكمة الشركات تسهم في تقييد الممارسات الإدارية في طمح بناء الامبراطورية الادارية وتقييد توجهاتهم الاستثمارية والرقابة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية لتجنب الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل يحقق التوازن بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة.

الكلمات المفتاحية : الاحتفاظ بالنقدية، حوكمة الشركات، قيمة المنشأة .

١- المقدمة :

تسعى جميع المنشآت إلى تحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها والتي تشمل أهداف طويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل، فعلى المدى القصير تسعى المنشآت إلى تحقيق الأرباح وذلك من خلال استخدام الموارد المتاحة، أما على المدى الطويل، فيكون الهدف هو خلق قيمة للمنشأة من خلال كسب ثقة مختلف الجهات المتعاملة معها من المساهمين والدائنين والمديرين والموظفين والعملاء والموردين والدولة وحمايتهم وتشجيع الاستثمار بها (Nisasmara& Musdholifah, 2016).

تعتمد قيمة المنشأة على الربح الاقتصادي وتحقيق عوائد مالية أكبر نتيجة الاستثمار في المنشأة المختارة مقارنة بالشركات الأخرى أو البدائل الأخرى المتاحة، كما أن قيمة المنشأة تعكس أدائها، وتعتبر المعيار الأساسي الذي يحكم جميع القرارات بالمنشأة (يوسف، ٢٠١٩). فيتم الحكم على القرار من خلال مدى مساهمته في خلق وتعظيم الثروة للمساهمين لذا تعد قيمة المنشأة انعكاس لوجهات نظر المساهمين حول قدرة المنشأة على إدارة مواردها والتي تنعكس في سعر السهم (Nugroho&Agustia, 2018).

لذا تتخذ المنشأة العديد من القرارات والإجراءات التي تعمل على تعظيم قيمتها. فمن القرارات التي تتخذها المنشأة هو قرار الاحتفاظ بالنقدية، حيث تعتبر النقدية أحد الموارد الرئيسية والهامة في المنشأة والتخصيص الفعال لهذا المورد هو الأهم لنمو المنشأة، وزيادة ثروة المساهمين وضمان استمرار نشاطها التجاري. وفي المقابل تعتبر النقدية أمر في غاية الخطورة في حالة وجود سوء إدارة لها، وذلك بسبب انخفاض تكلفة تحويل الأصول السائلة إلى منفعة خاصة مقارنة بالأصول الأخرى، لذا يعتبر الاحتفاظ بالنقدية أمر هام وأساسي في المنشأة (Opler et al, 1999).

ان الاحتفاظ بمبلغ من المال لإدارة أنشطة المنشأة يمكن اعتباره سلاح ذو حدين، حيث يمكن للشركات التي لديها احتياجات نقدية تجنب تكاليف التمويل الخارجي، و استغلال الفرص الاستثمارية. ومن ناحية أخرى، قد يكون الاحتفاظ بالنقدية مكلف حيث يمكن أن يتسبب تخزين النقدية في تكبد الشركات لتكاليف الفرصة البديلة الناتجة عن الاستثمارات المربحة (Uyar & Kuzey, 2014).

وأما الإجراءات التي تتخذها الشركات وتعد من أقوى أدوات تعظيم القيمة فهي حوكمة الشركات. تعمل الحوكمة على الحد من مشكلة الوكالة، والتي تعد أحد المعوقات التي تؤثر على قيمة المنشأة، وتنتج مشكلة الوكالة عن الفصل بين الملكية والإدارة وتحمل المنشأة تكاليف تضارب المصالح بين الإدارة ومقدمي رأس المال (Luo & Hachiya, 2005). ذلك التضارب هو مصدر القرارات التي تؤدي إلى سوء استخدام موارد المنشأة، لذلك ظهرت الحاجة إلى أداة رئيسية لحل هذا الصراع و الموائمة بين مصالح المساهمين والمديرين وجميع الأطراف المعنية بالمنشأة وتعظيم قيمتها هذه الاداة هي حوكمة الشركات (Al-Najjar & Clark, 2017).

كما تعمل حوكمة الشركات على زيادة فرص الحصول على التمويل وانخفاض تكلفة رأس المال، وتحسين الأداء، والمعاملة المتكافئة لجميع الاطراف المتعاملة مع المنشأة (Claessens & Yurtoglu, 2013). و تُمكن الحوكمة من الاستثمار الفعال والذي يؤدي إلى زيادة ربحية المنشأة وبالتالي قيمتها، وفي ظل غياب نظام رقابة فعال قد ينتج عنه دخول الشركات في استثمارات غير مربحة وبالتالي يؤثر ذلك بالسلب على قيمة المنشأة (Isshaq 2009) , eta ,

ونجد أيضاً أن حوكمة الشركات لها آثار واسعة في البلدان النامية وهي مهمة ليس فقط من منظور اقتصادي ولكن أيضاً لتعزيز الرفاهية الاجتماعية لأنها تلعب دوراً حيوياً في توفير المساءلة والشفافية وضمان التوزيع العادل للثروة الناتجة و جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، وتمكين المؤسسات المحلية من الاستفادة من مصادر جديدة لرأس المال على أساس مستدام و حماية البيئة والموظفين والمجتمع ككل، وتحقيق هذه الأهداف جميعها ضرورية لإدارة الشركات في البلدان النامية (Hassouna & Ouda, 2017).

يمكن القول ان حوكمة الشركات أداة ضبط للسلوك الإداري في إدارة موارد المنشأة، وذلك لكون النقدية من الأصول الأكثر عرضة للسلوك الانتهازي من قبل الإدارة، وضعف الحوكمة له عواقب سلبية على إدارة النقد، والاستثمار غير الفعال، وبالتالي يؤثر على أرباح المنشأة، و يقلل من قيمتها، ففي ظل ضعف الحوكمة، لن يؤثر قرار الاحتفاظ بالنقدية بشكل ايجابي على قيمة المنشأة (Isshaq et al , 2009).

وعلى الرغم من التسليم بأهمية كل من الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات كعوامل محورية في التأثير على قيمة المنشأة، فإن مشكلة الدراسة الحالية تتبلور في التساؤل الرئيسي التالي: ماهو دور حوكمة الشركات في العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة؟

يعمل هدف تعظيم قيمة الشركة وتحقيق أعلى عائد على الاستثمار على دفع الشركات نحو تحويل الفكر الإداري إلى تحقيق الأهداف الاستراتيجية التي تحقق ذلك الهدف من خلال القيام بإجراءات استراتيجية فعالة من خلال تحسين أداء الشركات في الجوانب التالية: تحقيق الأرباح، سداد الديون، تحديد هيكل التمويل المناسب والذي يترتب عليه خفض تكلفة رأس المال، مواجهة المخاطر التي تتعرض لها المنشأة، حجم الأرصدة النقدية المحتفظ بها، الالتزام بتطبيق آليات حوكمة الشركات، والعكس كلما انخفضت قيمة المنشأة مقارنة بالمنشآت الأخرى التي تعمل في نفس النشاط دل ذلك على سوء أداء إدارتها في الجوانب السابق ذكرها.

وبتحليل نسبة الاحتفاظ بالنقدية من خلال الدراسات السابقة نجد أن هناك نظريات تؤيد الاحتفاظ بالمزيد من النقد، وفي المقابل نجد نظريات تعارض الاحتفاظ بمستويات عالية من النقد من أجل تحقيق التوازن بين مصالح جميع أصحاب المصلحة وتعظيم قيمة المنشأة، فنجد وفقاً لفرضية التدفق النقدي الحر أن الشركات التي لديها مستويات عالية من النقدية تميل إدارتها إلى استغلال تلك النقدية بما يحقق مصالحها على حساب مصالح المساهمين وينتج عن ذلك تكاليف الوكالة من تكاليف رقابة، وتكاليف ضمان التزام الإدارة بما يحقق مصالح المساهمين، والخسارة الناتجة عن انخفاض عوائد المساهمين عن المتوقع، وجاءت تلك الفرضية امتداداً لنظرية الوكالة التي تسلط الضوء على مشاكل الوكالة الناتجة عن فصل الملكية عن الإدارة (Al-Najjar & Belghitar, 2011)، كما تفسر نظرية المفاضلة كيفية تأثير علاقة الوكالة على مستوى النقد المحتفظ به، حيث نجد أن هناك حافز لدى المديرين إلى البعد عن الإحتفاظ بالمستوى النقدي الأمثل بهدف تحقيق منافع خاصة كما أنه من المتوقع دخولهم في استثمارات مالية واتباع أنماط تمويلية ليس لها تأثير ملموس على قيمة المنشأة وقد لا يرغب المديرين في استخدام الديون لأنه يحد من سلطتهم التقديرية على الموارد المالية، كما لا يفضلون القيود والرقابة التي يفرضها الدائنون. Butt. (2019)

وفي المقابل نجد النظريات التي تؤيد الاحتفاظ بالنقدية لأغراض متعددة منها غرض تقليل التكاليف، وزيادة ثقة المساهمين، وفقاً لنظرية ترتيب مصادر التمويل التي تنص على إمكانية تقليل تكاليف عدم تماثل المعلومات وتكاليف التمويل من خلال ترتيب المصادر التمويلية، حيث يجب على الشركات أن تمول استثماراتها أولاً بالأرباح المحتجزة (النقدية) نظراً لوجود حرية أكبر في استخدامها، ومن ثم يليها التمويل الخارجي من خلال الاقتراض المتمثل في الديون وذلك في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية وأخيراً التمويل بالاعتماد على حقوق الملكية من خلال إصدار أسهم جديدة وذلك في حالة عدم كفاية الأرباح المحتجزة والديون لتلبية الاحتياجات التمويلية (Belghitar & Khan. 2013) وتشير نظرية تكاليف المعاملات أيضاً إلى ضرورة الإحتفاظ بالنقدية من أجل اتمام المعاملات اليومية الجارية (Abdullah & Valentine. 2009) مثل تكلفة الحصول على المعلومات وتكاليف إبرام العقد وتنفيذه وتكاليف الرقابة على التنفيذ والتأكد من الالتزام بنود العقد بين أطراف العملية التعاقدية، وتكاليف تعديل بنود العقد في حال عدم ملائمتها للفروض الاقتصادية للمعاملات (Argyres & Liebeskind. 1999).

وتتفق النظريات حول الألية التي تعمل على الاحتفاظ بمستوى أمثل للنقدية بما يضمن مواجهة التكاليف، وتقليل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين، وإعطاء المساهمين إشارة إيجابية حول أداء الشركة والتوقع الإيجابي للمستقبل، وتوزيع أرباح على المساهمين، وضمان حصولهم على عائد مرضي لإستثماراتهم، وتعظيم قيمة المنشأة، وضمان تحقق التوازن بين مصالح الإدارة والمساهمين وجميع الأطراف المرتبطة والمتعاملة مع الشركة، تلك الألية هي حوكمة الشركات، حيث نجد في نظرية الوكالة التي جاءت لتحقيق التوازن بين مصالح جميع الأطراف فمن خلال تطبيق آليات الحوكمة يمكن الحد من تلك المشكلة من خلال ضبط حجم مجلس الإدارة، حيث ينظر إليه على أنه هيئة مراقبة تقوم بالإشراف على الأنشطة التي تقوم بها الإدارة، بحيث يتم تعظيم ثروة المساهمين بمعنى أن آليات حوكمة الشركات مثل (حجم مجلس الإدارة والاستقلالية والتدقيق) تعمل على ضمان فعالية مجلس الإدارة وبالتالي تقليل تكاليف الوكالة وزيادة قيمة المنشأة في نظر المساهمين (الداعور & علاء ٢٠١٩).

وتنص نظرية التعاقد عملية الإفصاح عن المعلومات المحاسبية، وتعتبرها وسيلة لدعم قدرة العلاقة التعاقدية على تخفيض تكاليف الوكالة، والحد من تعارض المصالح بين الملكية والإدارة، وتنتظر إلى السياسات المحاسبية باعتبارها وسيلة تجعل الإدارة قادرة على اختيار السياسات والقرارات التي تعظم ثروة المساهمين ورفع سعر الأسهم والتي بدورها تؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة . (Lambert. 2001). وتؤيدها نظرية الإشارات حيث تُعطي درجة التزام الشركة بآليات الحوكمة إشارة إيجابية عن الاستقرار المالي للشركة، وتطبيقها لاستراتيجية بيئية رائدة، وتنفيذ المسؤولية الاجتماعية للشركات، والشفافية، والمشاركة الشاملة لجميع أصحاب المصلحة وكافة الأطراف المتعاملة مع الشركة، وتحقيق ميزة تنافسية لها بما يعمل على زيادة قيمة المنشأة في نظر المساهمين (Connelly & Reutzel. 2011).

و تؤكد نظرية المفاضلة على وجود علاقة إيجابية بين الحوكمة الفعالة للشركات و الاحتفاظ بالمستوى الأمثل للنقدية مما يزيد من قيمة المنشأة (Modigliani & Miller. 1958) فمن المنطقي أن تحقيق المواءمة بين مصالح المساهمين والمديرين سوف يكون بمثابة حافز للمديرين على تحقيق المنافع الناتجة عن الاحتفاظ بالمستوى الأمثل للنقدية ومن هذا المنطلق يأتي دور تطبيق آليات حوكمة الشركة في سيطرتها على السلوك الإداري (Florackis & Ozkan. 2009).

وبالنظر الى الواقع العملي لسلوك الشركات نجد ان هناك انحراف في نسبة الاحتفاظ بالنقدية عن المستوى الأمثل الواجب الاحتفاظ به حيث نجد في الشركات محل الدراسة على سبيل المثال شركة حديد عز المدرجة في قطاع الموارد الأساسية

- خلال عام ٢٠١٢ احتفظت الشركة بالنقدية بنسبة ٦٪ وهذه النسبة منحرفة بقيمة أقل عن المستوى النقدي الأمثل بنسبة ٦٪ .
- وفي عام ٢٠١٣ احتفظت الشركة بالنقدية بنسبة ١٠٪ ، وهي نسبة منحرفة عن المستوى النقدي الأمثل بأقل مما يجب عليه بنسبة ٥,٥٪ .
- بينما احتفظت الشركة بالنقدية خلال عام ٢٠١٤ بنسبة ٤٪ وهي نسبة منحرفة بقيمة أقل عن المستوى النقدي الأمثل بنسبة ٤,٥ ٪ .

- وفي عام ٢٠١٥ احتفظت الشركة بالنقدية بنسبة ٢٠٪ وهي نسبة منحرفة بقيمة أعلى من المستوى النقدي الأمثل بنسبة ٤,٢ ٪ .

وبناءً على تلك النسب الكبيرة من الانحراف عن المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية تأثرت قيمة الشركات، على سبيل المثال تأثر قيمة شركة حديد عز كما يلي :

- قيمة الشركة خلال عام ٢٠١٢ هي ٢,٥ درجة مرتفعة قليلاً .
- وخلال عام ٢٠١٣ كانت القيمة ٣ وهي أيضاً درجة مرتفعة إلى حد ما .
- وفي عام ٢٠١٤ انخفضت القيمة إلى ١,٢ درجة .
- وفي عام ٢٠١٥ أصبحت القيمة ٣,٣ درجة .

وهو ما يدل على ان قيمة الشركات منخفضة وان كان الارتفاع فيها بنسبة صغيرة ويعود ذلك الانخفاض إلى الانحراف الكبير الذي تشهده الشركات في مستوى الاحتفاظ بالنقدية عن المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية، الأمر الذي يؤدي إلى تضارب في المصالح بين المساهمين وإدارة الشركة ، ونظرة المساهمين إلى الإدارة انها غير قادرة على إدارة مواردها بشكل جيد كما ينتج شعور بالقلق لدى المساهم من حجم الأرصدة النقدية المحتفظ بها حيث ان الشركات التي تحتفظ بنقدية أكبر من الازم عادة ما تقوم بعمليات استحواذ على شركات أخرى أو شراء نسبة كبيرة من الاسهم ويصبح لديها السلطة الأكبر في اتخاذ القرارات، أما الشركات التي تحتفظ بنقدية أقل من الازم تتعرض للعسر المالي وعدم القدرة على سداد التزاماتها ومواجهة متطلبات التشغيل وبالتالي تقل قيمة الشركة.

مع ارتفاع مؤشر الحوكمة تصبح نسبة الاحتفاظ بالنقدية مقبولة واقرب الى المستوى النقدي الأمثل وترتفع قيمة المنشأة :

على سبيل المثال قطاع الموارد الأساسية شركة حديد عز

- في عام ٢٠١٢ نجد أن نسبة الاحتفاظ بالنقدية ٦٪ وقيمة المنشأة ٢,٥ في ظل وجود مستوى من حوكمة الشركات عند ٦٩ .
 - وفي عام ٢٠١٣ نلاحظ ان مستوى الاحتفاظ بالنقدية قد ارتفع الى ١٠٪ في حين أن قيمة المنشأة ارتفعت الى ٣ وذلك عند ارتفاع مؤشر الحوكمة في الشركة إلى ٧٧ .
 - وعام ٢٠١٤ انخفضت نسبة الاحتفاظ بالنقدية إلى ٤٪ ، وانخفضت قيمة المنشأة إلى ١,٢ وذلك في ظل انخفاض مؤشر الحوكمة إلى ٧٥ .
 - أما خلال عام ٢٠١٥ نلاحظ ارتفاعاً كبيراً في نسبة الاحتفاظ بالنقدية وصل إلى ٢٠٪ ونجد أن قيمة المنشأة ارتفعت أيضاً إلى ٣,٣ وذلك في ارتفاع مؤشر حوكمة الشركات إلى ٨٢ .
- نلاحظ في حالة عدم وجود نظام رقابة فعال وملزم لسلوك الإدارة والتأكد من التوزيع العادل لموارد الشركة ستكون استثمارات الشركة غير فعال ولن تحقق الشركة أي زيادة لثروة المساهمين وبالتالي تقل قيمة الشركة .

٢- الاطار النظري ومراجعة الأدبيات :

أولاً: تحليل طبيعة الاحتفاظ بالنقدية والنظريات المفسرة لها :

تعتبر إدارة السيولة مفتاح لسياسة المنشأة، وأداة لجذب الاستثمار بها . حيث تحتفظ الشركات بالنقدية لعدة أسباب، منها مواجهة حالات الطوارئ، وحماية المنشأة من حدوث عجز نقدي، ومواجهة النفقات الحالية، والقيام بمشاريع مربحة دون تحمل تكاليف خارجية (Martínez et al.2013).

يتضح معنى الاحتفاظ بالنقدية من خلال نظرية أولويات التمويل Picking Order Theory. التي تشير إلى أن الشركات تفضل الحصول على الموارد النقدية من المصادر الداخلية للمنشأة؛ وبالتالي تتجه الإدارة إلى جمع التدفق النقدي الداخلي، وذلك لأن التمويل الداخلي لا يُحمل المنشأة تكاليف إصدار أو مشاركة معلوماتها، وهو أحد أسباب احتفاظ الشركات بالنقدية (شوشة ونور الدين، ٢٠٢٠).

استعرضت الدراسات السابقة العوامل التي تحدد نسبة الاحتفاظ بالنقدية ويمكن إيجازها كما يلي: السيولة ، و حجم المنشأة (Aghdam & Mohammadzadeh,2016)، تكاليف المعاملات، ومواجهة متطلبات التشغيل (Opler et al,1999). علاوة على ذلك، فرص الاستثمار، وتكلفة الأدوات المالية (Shah, 2011)

مفهوم الاحتفاظ بالنقدية

- عرف (Opler et al, 1999) الاحتفاظ بالنقدية على أنها نسبة النقد والأوراق المالية القابلة للتداول، إلى إجمالي الأصول، مطروحاً منها النقد والأوراق المالية القابلة للتداول.
- كما أشار (D'Mello & Larkin,2008) ان الاحتفاظ بالنقدية يمكن تعريفها بأنها نسبة النقدية وما في حكمها إلى صافي الأصول، ويتم تحديد صافي الأصول كقيمة دفترية للأصول بعد خصم النقد.
- و أخيراً، يعرف الاحتفاظ بالنقدية على انها جملة ما تحتفظ به الشركات من نقد حاضر ومكافئات نقدية (شوشة ونور الدين، ٢٠٢٠)

النظريات المفسرة للاحتفاظ بالنقدية :

يعتبر قرار الإحتفاظ بالنقد من أهم القرارات التي يتم اتخاذها في أي شركة حيث يجب على الشركات أن تحقق توازن بين مزايا الإحتفاظ بالنقد التي تتضمن القدرة على الوفاء بالتزاماتها المالية ، وتوفير الاحتياجات التمويلية لأي مشاريع أو إستثمارات مستقبلية، أو استخدام النقد كإجراء وقائي ضد أي احتياجات غير متوقعة للسيولة، وبين تكاليف الإحتفاظ بالنقد، نظراً لأن الإحتفاظ بالنقد يرتبط بتكلفة الفرصة البديلة بمعنى أن النقد المحتفظ به لن يحقق أي دخل للشركة لأنه لم يتم استثماره (Alzoubi. 2019) .

ويعد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية من أهم الموضوعات التي شغلت الباحثين وأثارت اهتمامهم لما له من أثر كبير على قيمة الشركة وأدائها بشكل عام، لذا بذلت العديد من الدراسات مجهوداً كبيراً للكشف عن مجموعة النظريات التي تفسر دوافع وأسباب الإحتفاظ بالنقدية وهي ما يلي :

١- نظرية المفاضلة (Trade-Of Theory) :

تستند النظرية على أن هناك مستوى نقدي أمثل يجب أن تحتفظ به الشركات وهو النقطة التي تتعادل عندها المنفعة الحدية (تقليل احتمال حدوث ضائقة مالية، وتكلفة جمع الأموال الخارجية وتصفية الأصول) مع التكاليف الحدية (انخفاض معدل العائد على الأصول السائلة والمخاطر الضريبية) للاحتفاظ بالنقد وذلك بهدف تعظيم ثروة المساهمين (Serrasqueiro & Caetano. 2015).

تفسر نظرية المفاضلة كيفية تأثير علاقة الوكالة على مستوى النقد المحتفظ به، حيث نجد أن هناك حافز لدى المديرين إلى البعد عن الاحتفاظ بالمستوى النقدي الأمثل بهدف تحقيق منافع خاصة كما أنه من المتوقع دخولهم في استثمارات مالية واتباع أنماط تمويلية ليس لها تأثير ملموس على قيمة المنشأة وقد لا يرغب المديرين في استخدام الديون لأنه يحد من سلطتهم التقديرية على الموارد المالية، كما لا يفضلون القيود والرقابة التي يفرضها الدائنون (Butt. 2019).

و تؤكد نظرية المفاضلة على وجود علاقة إيجابية بين الحوكمة الفعالة للشركات و الاحتفاظ بالمستوى الأمثل للنقدية مما يزيد من قيمة المنشأة (Modigliani & Miller. 1958) فمن المنطقي أن تحقيق المواءمة بين مصالح المساهمين والمديرين تؤدي إلى زيادة حافز المدراء على تحقيق المنافع الناتجة عن الاحتفاظ بالمستوى الأمثل للنقدية ومن هذا المنطلق يأتي دور تطبيق آليات حوكمة الشركة في سيطرتها على السلوك الإداري (Florackis & Ozkan. 2009).

٢- نظرية ترتيب مصادر التمويل (Pecking Order Theory):

تنص نظرية ترتيب مصادر التمويل على إمكانية تقليل تكاليف عدم تماثل المعلومات وتكاليف التمويل من خلال ترتيب المصادر التمويلية حيث يجب على الشركات أن تمول استثماراتها أولاً بالأرباح المحتجزة (النقدية) نظراً لوجود حرية أكبر في استخدامها ومن ثم يليها التمويل الخارجي من خلال الاقتراض المتمثل في الديون وذلك في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية وأخيراً التمويل بالاعتماد على حقوق الملكية من خلال إصدار أسهم جديدة وذلك في حالة عدم كفاية الأرباح المحتجزة والديون لتلبية الاحتياجات التمويلية وعليه تحدد هذه الأولويات مدى الحاجة إلى الاحتفاظ بالنقدية (Belghitar & Khan. 2013).

تستند النظرية إلى عدم وجود مستوى نقدي أمثل يمكن الاحتفاظ به وإنما يعتمد على الانتقال من الدين الآمن إلى الدين الأكثر خطورة ، ويمكن استخدام الأوراق المالية القابلة للتحويل أو الأسهم الممتازة أولاً، وعندما يكون من الصعب استخدام المزيد من الديون فإن حقوق الملكية ستكون الاختيار الأخير (Hussainey & Aljifri. 2012).

٣- نظرية تكاليف المعاملات (Transaction Cost Theory) :

تم تطوير النظرية بشكل أساسي بواسطة Ronald Coase عام ١٩٣٧م ويقصد بالمعاملة تبادل السلع أو الخدمات أو حتى المعلومات بين المتعاقدين ، أما تكاليف المعاملات فيقصد بها تكلفة الحصول على المعلومات وتكاليف إبرام العقد وتنفيذه وتكاليف الرقابة على التنفيذ والتأكد من الالتزام بنود العقد بين أطراف العملية التعاقدية، وتكاليف تعديل بنود العقد في حال عدم ملائمتها للفروض الاقتصادية للمعاملات وترتكز نظرية تكاليف المعاملات على إدارة العلاقات التعاقدية (Argyres & Liebeskind. 1999).

وتفسر نظرية تكاليف المعاملات الدافع الذي يتم به الاحتفاظ بالنقدية حيث تحتفظ الشركات بالنقد من أجل اتمام المعاملات اليومية الجارية، ونجد أن آليات الحوكمة لها دور كبير في هذه النظرية حيث أنها ترتبط بمستويات مختلفة من تكاليف تلك المعاملات، من بداية تكلفة إعداد هياكل حوكمة، وتكاليف إعادة التفاوض نتيجة التحول في الأنظمة الاقتصادية، حيث أن الواقع يوضح أن المستثمرين على الرغم من قدرتهم على تمويل الشركة إلا أن لديهم سيطرة قليلة على سلوكيات الإدارة وعدم ضمان استخدام المورد النقدي بكفاءة (Abdullah & Valentine. 2009).

على العكس من ذلك في ظل وجود آليات حوكمة قوية، سيكون للمستثمرين قدرة على التحكم والسيطرة بشكل أكثر على الإجراءات الإدارية (أي يمكنهم مراقبة وتقييم الإجراءات الإدارية بشكل مستمر) حيث تمتلك حقوق الملكية قدرات حوكمة أقوى من أدوات الدين و تكاليف المعاملات لإصدار الأسهم أعلى عادة من تكاليف المعاملات لإصدار الديون، أيضاً تميل الشركات الكبيرة إلى إجراء معاملات أكثر في سوق الأوراق المالية مقارنة بالشركات الصغيرة، لذلك، تتنبأ هذه النظرية بأن تكاليف المعاملات للشركات ذات الحوكمة القوية من المرجح أن تكون أقل من تكاليف المعاملات للشركات ذات الحوكمة الضعيفة (McClell & O'Brien. 2011).

٤- نظرية التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow Theory):

تركز نظرية التدفق النقدي الحر على تكاليف الوكالة الناتجة عن فصل الملكية عن الإدارة وتؤكد أن المديرين لديهم حافز للقيام بالأنشطة التي لا تحقق مصالح المساهمون ويسعون إلى تحقيق التوسع والنمو للمنشأة نظراً لزيادة المنافع المالية وغير المالية المتحصلة مع زيادة حجم المنشأة الأمر الذي يقلل من الربحية ويقلل قيمة المنشأة (Jensen. 1986).

يفضل المديرون التمويل الداخلي من أجل تجنب القيود التي يفرضها التمويل الخارجي وتقرح النظرية أنه يمكن للشركات أن تحد من مشاكل الوكالة المتعلقة بالتدفق النقدي الحر عن طريق إصدار أسهم جديدة وتوزيع عائدها على المساهمون مما يقلل من السلطة التقديرية للإدارة على التدفق النقدي (Jensen. 1987).

وتستند النظرية إلى تصرف المستثمرين بشكل عقلاني واتباعهم لعملية التنوع في محفظتهم الاستثمارية من خلال مبادلة الأسهم بالسندات مما يؤدي إلى تحقيق عائد ثابت على المحفظة الاستثمارية الخاصة بهم وتقييد استخدام المديرين للتمويل الداخلي الذي تولده المنشأة وإجبارهم على استخدام التدفق النقدي الحر للوفاء بالالتزامات المحددة في العملية التعاقدية، بالإضافة إلى ذلك سيتم تقليل الحافز لدى المديرين للاستثمار في مشاريع صافي القيمة الحالية السالبة، وبذلك يتم تقدير المنشأة بدرجة أعلى (Harbula. 2001).

وخلاصة القول ترى الباحثة أن الاحتفاظ بالنقدية سلاح ذو حدين حيث يمكن للشركات التي لديها احتياجات نقدية تجنب تكاليف التمويل الخارجي، واستغلال الفرص الاستثمارية. ومن ناحية أخرى، قد يكون الاحتفاظ بالنقدية مكلف حيث يمكن أن يتسبب تخزين النقدية في تكبد الشركات لتكاليف الفرصة البديلة الناتجة عن الاستثمارات المربحة وتقليل قيمة المنشأة، وبالتالي من الأهمية بمكان التعرف على دور حوكمة الشركات في البيئة المصرية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة لما تمثله تلك المعلومات من أهمية لكافة أصحاب المصالح من مساهمين ومستثمرين وموردين ومحللين ماليين والدولة.

ثانياً: حوكمة الشركات (Corporate governance) :

مع ظهور نظرية الوكالة وما نتج عنها من مشكلات من تعارض في المصالح بين إدارة المنشأة وأصحابها، ومع حدوث التغيرات والاضطرابات في بعض أسواق المال من تلاعب في القوائم المالية، وقلة الوضوح والشفافية وعدم وجود هيكل إداري سليم يعمل على تحقيق أهداف المساهمين الأمر الذي أدى إلى ظهور مفهوم حوكمة الشركات وهي واحدة من أبرز الموضوعات التي شغلت اهتمام أسواق رأس المال ومنظمات الأعمال والباحثين والمنظمات الدولية. (Farrar,1999).

وبناء على ما سبق، قام المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين عام ١٩٨٧ بتشكيل لجنة وإصدار التقرير الخاص بتطبيق حوكمة الشركات خاصة في جانب إعداد التقارير المالية، وتقليل حالات الغش والتلاعب فيها، والاهتمام بمفهوم الرقابة الداخلية، وتعزيز دور المراجعة الخارجية لدى مجلس الإدارة في الشركات، والمطالبة بوجود بيئة رقابية مستقلة (Chen,2009).

وقد بدأت مصر بالتركيز على تحقيق أهداف الحوكمة الرشيدة منذ عام ٢٠٠١ وقد شهدت موجتين من إصلاح حوكمة الشركات، بهدف دعم برامج الإصلاح الاقتصادي وجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة. تركز الموجة الأولى على زيادة الوعي بحوكمة الشركات وتطويرها، بينما تركز الموجة الثانية على قضايا التنفيذ حيث تم التأكيد على مبدأ الإفصاح والشفافية وتشجيع ممارسات الحوكمة الرشيدة. (فهمي وهاشم ٢٠٢٤).

تم إنشاء المعهد المصري للمديرين في مصر عام ٢٠٠٣ (EIOD)، وهو أول معهد يتعامل مع حوكمة الشركات ويهتم بنشر الوعي بممارسات الحوكمة الجيدة في مصر بهدف تعزيز الشفافية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (Ibrahim et al,2020).

مفهوم حوكمة الشركات :

- تعرف حوكمة الشركات على أنها مجموعة من الآليات الداخلية والخارجية، والحوافز والرقابة، التي تهدف إلى تقليل تكاليف الوكالة (Jensen & Meckling,1976).
- كما يقصد بحوكمة الشركات أنها النظام الذي يتم من خلاله توجيه الشركات والسيطرة عليها (Cadbury,1992).
- وعرفها الدليل المصري لحوكمة الشركات (٢٠١٦) على أنها مجموعة من الأسس والمبادئ والنظم التي تحكم العلاقة بين مجلس الإدارة من ناحية وبين ملاك المنشأة والأطراف الأخرى المتعاملة معها من ناحية أخرى، بهدف تحقيق أفضل حماية وتوازن بين مصالح كل تلك الأطراف.
- كما وصفها (Al-ahdal&Farhan,2020) بأنها الالتزام والمساءلة والكفاءة في المجال السياسي، وتقديم الخدمات، بما يضمن التوازن بين القانون وحقوق الإنسان في آن واحد.
- وأيضاً عرفها (Naciti&Pulejo, 2021) على أنها: مجموعة من القواعد والهياكل التنظيمية اللازمة لتأسيس العمليات التجارية بشكل صحيح.

ثالثاً: قيمة المنشأة (Firm Value) :

تعكس قيمة المنشأة بشكل عام قدرة المنشأة على منح عائد مُرضي لجميع أصحاب المصلحة في الشركات (بما في ذلك المساهمون والدائنون والموظفون الإداريون والحكومة) في ظل إدارة تركز على القيمة وتطبق اليات الحوكمة (Li & Albitar, 2020). بدأ مفهوم قيمة المنشأة في الظهور وفقاً للنظرية الحديثة للتمويل التي استقرت على اعتبار قوى السوق هي المعيار المناسب لاتخاذ القرارات المختلفة بالمنشأة وان قيمة المنشأة هي التوجه المنطقي لتحقيق هدف تعظيم ثروة الملاك ومن ثم بقاء المنشأة (يوسف، ٢٠١٩).

تتأثر قيمة المنشأة بعدة عوامل منها داخلية، مثل المعلومات المتعلقة بالزيادات في صافي الدخل وخطط التوسع، أما العوامل الخارجية، مثل السياسات الحكومية، وأسعار الفائدة، وأسعار الصرف، ومؤشرات أسعار الأسهم (Lestari & Hanifah, 2020). علاوة على ذلك، تتأثر قيمة المنشأة وأسعار أسهمها في السوق بالعديد من العوامل مثل الأرباح المستقبلية المتوقعة للمنشأة، نسبة توزيع الأرباح للسهم، الوضع المالي للمنشأة، الحالة الجارية لسوق الاستثمار، توقيت التدفقات النقدية، مخاطر الأرباح، الظروف الاقتصادية والسياسية للدولة (Nisasmara & Musdholifah, 2016).

مفهوم قيمة المنشأة:

- تعرف قيمة المنشأة على أنها المقابل المالي المقدر ليمثل سعر عادل للمنشأة محل التقييم (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٧).
- كما عرف (Nugroho & Agustia, 2018) قيمة المنشأة على أنها انعكاس وجهات نظر المساهمين أو المستثمرين حول قدرة المنشأة على إدارة مواردها والتي تنعكس في سعر السهم.
- كما تم تعريف قيمة المنشأة من خلال دراسة (عمر و عبد الحميد ، ٢٠٢٥) على أنها القيمة السوقية للشركة، والتي تتحدد بناء على سعر أسهمها المتداولة في سوق الأوراق المالية.

أدوات خلق القيمة بالمنشأة :

تعتبر عملية خلق القيمة في المنشآت من أهم المحركات الأساسية لنموها واستدامتها في الأسواق التنافسية وقد حدد الباحثون مجموعة من الأدوات التي يمكن أن تساهم في تحقيق هذا الهدف وفقاً لدراسة (يوسف، ٢٠١٩)

- (١) تعظيم الأرباح (Increased profit): ويقصد بها زيادة معدلات الربحية بالمنشأة في المستقبل وتحسين العائد على الأصول المتوفرة بالمنشأة .
- (٢) النمو المربح (Profitable growth): وهو الاستثمار في مشروعات تحقق عوائد إضافية تفوق تكلفة راس المال المستخدم في المنشأة.
- (٣) توليد النقدية (Cash generation): ويقصد به توليد التدفق النقدي الحر من أجل ضمان الاستثمار المربح والنمو، وتقليل الحاجة إلى التمويل الخارجي .
- (٤) تحقيق عوائد إضافية (Beating expectations): وهو التفوق على الأداء المتوسط للسوق، وتحقيق عوائد إضافية تخلق قيمة للمساهمين.

٣- مرجعة الأدبيات واشتقاق فروض البحث :

١/٣- العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة:

وجدت الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة، تبين في العلاقة بين المتغيرين، حيث توجد دراسات توضح أن العلاقة فيما بينهما سلبية، ودراسات أخرى استنتجت أن العلاقة بينهما إيجابية، ويمكن توضيح تلك الدراسات كما يلي :

أشارت بعض الدراسات أن هناك علاقة سلبية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة، حيث تظهر تلك الدراسات أن الاحتفاظ بالنقدية قد يقلل من قيمة المنشأة بسبب استغلال تلك النقدية في عمليات استحواذ تقلل من قيمة المنشأة، وسهولة تحويلها إلى منافع خاصة للمديرين على حساب المساهمين.

وقد توصلت دراسة (Issshaq & Onumah. 2009) إلى أن توافر النقد يؤدي إلى استغلاله من قبل المديرين، والقيام بعمليات استحواذ تقلل من هدف تعظيم ثروة المساهمين، كما يسهل على المديرين الدخول في الأنشطة التي تقلل من قيمة المنشأة، عن طريق تحويل الأصول السائلة إلى منافع شخصية لهم، ومحاولة زيادة الأصول الخاضعة لسيطرتهم، والتحكم في قرارات الاستثمار في الشركة، فمن خلال وجود نقد متاح للاستثمار لن يحتاج المديرين إلى جمع الأموال الخارجية وتوفير معلومات تفصيلية عن المشاريع الاستثمارية الخاصة بالشركة إلى سوق رأس المال، وبالتالي يتمكن المديرين من تنفيذ مشاريع استثمارية لها تأثير سلبي على ثروة المساهمين.

كما أشارت دراسة (Cheryta & Indrawati. 2018) إلى تحليل أثر الرافعة المالية (المديونية)، ومشكلة عدم تناسق المعلومات، على قيمة المنشأة من خلال، الدور الوسيط الذي تلعبه الاحتفاظ بالنقدية على عينة مكونة من ٥٦ شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا، خلال الفترة من ٢٠١٢ وحتى ٢٠١٥م.

وتوصلت الدراسة إلى أن الرافعة المالية لها تأثير سلبي على الاحتفاظ بالنقدية، ولعدم تناسق المعلومات تأثير سلبي على قيمة الشركة من خلال الاحتفاظ بالنقد، وكان للاحتفاظ بالنقدية تأثير سلبي على قيمة الشركة من خلال الرافعة المالية، لأن المستثمرين لا يفضلون المخاطرة، وتختلف وجهة نظر كل مستثمر في تقييم المنشأة، إذ لا يمكن أن يؤثر الاحتفاظ بالنقدية بشكل إيجابي على قيمة المنشأة بسبب مشكلة عدم تماثل المعلومات، والتي تؤدي لتضارب المصالح، والذي يمكن أن يؤثر على أداء الشركة بشكل عام، بحيث يكون لمشكلة عدم تماثل المعلومات تأثيراً غير مباشراً على انخفاض قيمة الشركة.

من ناحية أخرى تشير دراسات أن هناك علاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة، حيث أوضحت دراسة (Cao & Chen. 2014) أن الاحتفاظ بالنقدية يرتبط بشكل إيجابي بقيمة المنشأة، وأن زيادة الاحتفاظ به يؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة، كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود مستوى مثالي للاحتفاظ بالنقد، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٢٢٦١ شركة صناعية صينية، خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٣م، حيث تبنت الدراسة دوافع الاحتفاظ بالنقدية، ومنها دافع المعاملة الذي يقود الشركات إلى الاحتفاظ بالنقدية للأغراض التشغيلية، مثل (شراء السلع، دفع الأجور والرواتب، الإيجار، دفع الضرائب والتأمينات وتوزيع الأرباح)

كما يرجع سبب الاحتفاظ بالنقدية إلى دافع التحوط، وهو ما يقود الشركات إلى الاحتفاظ بالنقدية من أجل مواجهة الأحداث الطارئة والغير متوقعة، مثل (إضراب الموظفين، زيادة تكاليف المواد الخام، تكاليف الحصول على الأموال والعمالة وانخفاض الطلب في السوق)، ويعد دافع

المضاربة من أهم الأسباب التي تقود الشركات إلى الاحتفاظ بالنقدية، من أجل القدرة على الاستفادة من عمليات التفاوض في الشراء واستغلال فرص أسعار الفائدة المناسبة، وتقلبات أسعار الصرف، كما تحتفظ الشركات بالنقدية من أجل الاستفادة من الفرص الاستثمارية المربحة.

كما أشارت دراسة (Opler & Williamson. 1999) إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة، عن طريق تقليل تكاليف التمويل، وزيادة عدد المشاريع الاستثمارية وفرص الاستثمار، وبالتالي تعظم قيمة المنشأة.

وتشير دراسة (O'Brien & Sasson. 2017) إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يؤثر على قيمة المنشأة من خلال التفاعل بين حقوق الملكية والرافعة المالية (الدين)، حيث أثبتت الدراسة أن الشركات التي لديها نسبة عالية من الديون في هيكل رأس مالها، تصبح قيمتها معتمدة على الدائنين واستندت الدراسة إلى نظرية الالتزامات قصيرة الأجل (Contingent Claims theory)، حيث تقوم تلك النظرية على تقييم الالتزامات والمخاطر التي يتحملها مختلف أصحاب المصلحة، كما تركز النظرية على التضارب في المصالح الذي يحدث بين أصحاب المصلحة، وتحاول تحقيق المواءمة بينهما من خلال تحديد قيمة ومخاطر الشركة وتوصلت الدراسة إلى أنه كلما زادت نسبة الديون كلما تم تقييم المنشأة بدرجة أعلى.

وأكدت على تلك النتائج دراسة (Asante & Goka. 2018) التي توصلت إلى أن زيادة الاحتفاظ بالنقدية يزيد من قيمة حاملي الديون، ويقلل من قيمة حاملي الأسهم مما يعني أن سوق الأوراق المالية يعطي قيمة منخفضة لكل دولار يتم الاحتفاظ به، أي أن الاحتفاظ بمستوى عالٍ من النقدية يزيد من مشاكل الوكالة وأن أحد الطرق الهامة للقضاء على تلك المشاكل من خلال الديون.

وبناء على ما سبق يمكن للدراسة صياغة الفرض الأول كما يلي :

H₁ : يوجد تأثير معنوي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة المنشأة .

٢/٣- الدراسات التي تناولت العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة :

تقدم الدراسات السابقة نتائج متباينة حول العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة، حيث لا نجد اتجاه يوضح ما إذا كانت الحوكمة تؤثر بشكل إيجابي أو سلبي على قيمة المنشأة. يمكن القول أنه فيما يتعلق بالعلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة بشكل عام، أن الشركات التي تتمتع بدرجة عالية من حوكمة الشركات ستكون قادرة على حماية مستثمريها بدرجة أكبر ومن ثم سيتم تقييم هذه الشركة بصورة أفضل من جانب المستثمرين (Garay & González, 2008).

أوضحت دراسة أجراها (Pinkowitz et al. 2006) على ٣٥ دولة (الأرجنتين، استراليا، النمسا، بلجيكا، البرازيل، كندا، تشيلي، الدنمارك، فنلندا، فرنسا، ألمانيا، اليونان، الهند، أيرلندا، إيطاليا، اليابان، كوريا، ماليزيا، المكسيك، هولندا، نيوزيلندا، النرويج، بيرو، فيليبي، البرتغال، سنغافورة، جنوب أفريقيا، إسبانيا، السويد، سويسرا، تايلاند، تركيا، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة، هونج كونج)، خلال الفترة من ١٩٨٨ وحتى ١٩٩٨، وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن الشركات التي تقوم بالاستثمار في دول لديها حماية قوية للمستثمرين يتم تقييمها بدرجة أكبر، أما الشركات التي تستثمر في دول لديها حماية ضعيفة للمستثمرين يتم تقييمها بدرجة أقل، وذلك لأن الشركات ذات الحماية القوية لمستثمريها تحد من سلطة الإدارة على القرارات المتعلقة بالاستثمارات التي لا تحقق عائداً أعلى للمستثمرين، كما تحد من إساءة استخدام الاحتياطات النقدية وتحقيق أرباحاً عالية وتكون قادرة على خفض التكاليف الرأسمالية وبالتالي تحقق تقيماً أعلى في سوق رأس المال.

و دراسة (Ammann & Schmid. 2011) المطبقة على عينة مكونة من ٢٢ دولة متقدمة حول العالم خلال الفترة من ٢٠٠٣ وحتى ٢٠٠٧م، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة، نظراً لأهمية الحوكمة فيما تحققه للشركات في الدول التي لها حماية قوية للمساهمين، واستخدامها لحوكمة الشركات كأداة لتحقيق المواءمة بين مصالح المساهمين والمدراء، وتحقيق ارتفاع في أسعار الأسهم، بسبب توقع المستثمرون أن إدارة الشركة تقوم بتحويل تدفقات نقدية أقل للشركة، وأن جزءاً كبيراً من تلك النقدية سيعود علي المستثمرون في صورة أرباح، وبالتالي يتم تقييم المنشأة بدرجة أعلى.

وتوضح دراسة (Hsu, 2007) تأثير أبعاد الحوكمة (هيكل حقوق الملكية، وهيكل أعضاء مجلس الإدارة، وهيكل المراقبة) على قيمة المنشأة، وتم استخدام متغير شفافية المعلومات للإشارة إلى جودة آليات حوكمة الشركات، بالتطبيق على الشركات المدرجة في بورصة تايوان، واستخدمت الدراسة المؤشر الخاص بمركز الأوراق المالية ومعلومات المستقبل لتقسيم حوكمة الشركات إلى مجموعات قوية وأخرى ضعيفة، وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين هيكل الملكية (حقوق الملكية، نسبة الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة والمديرون التنفيذيون، ونسبة الأسهم التي يمتلكها المستثمرين المؤسسين) وقيمة المنشأة، حيث أن الشركات التي لديها آليات حوكمة جيدة فيما يخص هيكل الملكية، يتم تقييمها بدرجة أعلى.

على العكس من ذلك في العلاقة بين هيكل أعضاء مجلس الإدارة (كون رئيس مجلس الإدارة يشغل منصب المدير العام، وحجم مجلس الإدارة، ونسبة التعويضات) وقيمة المنشأة وجدت علاقة سلبية فيما بينهما، وذلك يرجع إلى المستويات المتفاوتة من درجة شفافية المعلومات، بينما كانت العلاقة إيجابية بين نسبة الأعضاء المستقلين إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة وقيمة المنشأة.

وبالمثل توصلت دراسة (Shen & Chen. 2006) إلى وجود علاقة قوية بين أبعاد الحوكمة (ملكية أعضاء مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، ونسبة الأسهم التي يمتلكها الأعضاء) وقيمة المنشأة، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين ملكية الأعضاء والملكية المؤسسية وقيمة المنشأة، حيث اتضح أنه عندما تكون ملكية الأعضاء والمراقبين أكثر تركيزاً سيكون ذلك عائد بالنفع على المساهمون المسيطرون، من خلال حصولهم على تدفق نقدي أكبر، مما يمكنهم من تشغيل الشركة وإدارتها بشكل أكثر جدية، والتصدي لأي أفعال تقلل من قيمة الشركة، بينما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين نسبة الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة وقيمة المنشأة.

وأثبتت دراسة (Bhagat & Black. 1999) عدم وجود علاقة بين هيكل المراقبة في الشركة وقيمتها، بمعنى أن إضافة مدراء جدد إلى أعضاء مجلس الإدارة لا يضيف قيمة إلى الشركة من عدمه، كما تقترح دراسة أجراها (Chen. 2008) على الشركات الأمريكية المدرجة في مؤشر Standard and Poor 1500، لتوضيح أثر حوكمة الشركات علي القيمة من خلال الاحتفاظ بالنقدية.

وأظهرت نتائج الدراسة أن ملكية المدير التنفيذي واستقلالية مجلس الإدارة يؤثران على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المدرجة الجديدة والقديمة بشكل مختلف، نظراً لقيام الشركات المدرجة في الاقتصاد القديم (حيث تكون فرص الاستثمار محدودة نسبياً) بالاحتفاظ بالنقدية بشكل أقل، بينما تميل الشركات المدرجة في الاقتصاد الجديد (الشركات التي تعمل في صناعة الكمبيوتر أو البرامج أو الإنترنت أو الاتصالات أو الشبكات) إلى الاحتفاظ بالنقدية بشكل أكبر وذلك لما تطلبه

من مبالغ كبيرة لتكوين رأس المال وتوافر فرص الاستثمار التي تدر عائداً أعلى. مما يعني أنه في حال وجود آليات حوكمة قوية سوف تزيد قدرة الشركات على اتخاذ القرارات المناسبة في الوقت المناسب مما يؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة.

نجد أن هناك تأثير كبير لحوكمة الشركات على قيمة المنشأة، من خلال التحكم في سياسات الاحتفاظ بالنقد للشركات ذات الفرص الاستثمارية المختلفة، كما في دراسة (Dittmar & Mahrt. 2007) التي أوضح فيها أثر حوكمة الشركات على القيمة من خلال المقارنة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات التي لديها حوكمة قوية، والشركات التي لديها حوكمة ضعيفة، أظهرت نتائج الدراسة أن الحوكمة لها تأثير كبير على القيمة، من خلال تأثيرها على النقد المحتفظ به، على سبيل المثال اتضح أن الشركات التي تحتفظ على سبيل المثال بمقدار دولار واحد من النقدية في شركة لها حوكمة ضعيفة تقدر قيمتها بـ ٠،٤٢ دولار فقط، أما الشركات التي لديها حوكمة قوية وتحتفظ بنفس المبلغ تقدر بمبلغ ٠،٨٨ دولار، أي أن الحوكمة تضاعف قيمة المنشأة من خلال التحكم في طرق استثمار الأموال وطرق الاحتفاظ بها، مما يعني أن حوكمة الشركات لها تأثير كبير على قيمة الشركة من خلال تأثيرها على سياسة الاحتفاظ بالنقدية.

كما توصلت نتائج دراسة (Harford & Maxwell. 2008) إلى أن الشركات ذات آليات حوكمة قوية يصبح لديها فائض في الموارد النقدية، وتقوم بتوزيع أرباح على المساهمين مما يعظم من ثروتهم وتقدر قيمتها بدرجة أعلى، بينما الشركات التي لديها حوكمة ضعيفة تهدر الموارد النقدية الفائضة لديها وتوزع أرباحاً أقل على مساهميها، وتفضل إعادة شراء الأسهم بدلاً من زيادة الأرباح، وتجنب الالتزامات المستقبلية، مما ينتج عن ذلك زيادة في النفقات الرأسمالية وعمليات الاستحواذ على الشركة وبالتالي تقدر قيمتها بدرجة أقل.

وبناء على ما سبق يمكن صياغة الفرض الثاني كما يلي :

H₂ يوجد تأثير معنوي بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة .

٣/٣- الدور المعدل لحوكمة الشركات على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة:

يدخل ضمن اهتمامات الدراسة الحالية، اختبار دور حوكمة الشركات في العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة. ومن خلال مراجعة الدراسات السابقة تبين أن هناك ندرة في الدراسات السابقة التي تناولت هذا الدور بشكل مباشر، حيث اقتصر بعض الدراسات على دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة، ودراسات أخرى تدرس أثر آلية من آليات حوكمة الشركات مثل دراسة تأثير هيكل الملكية أو الملكية الإدارية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة، كما أن هناك دراسات أخرى تدرس التفاعل بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة، ودراسات تعرض العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية، وقد أجريت معظم هذه الدراسات على بيانات أجنبية لدول متقدمة تختلف خصائصها اختلافاً جذرياً عن الدول النامية، والتي من بينها مصر، وهذا ما دعا الباحثة إلى دراسة واختبار هذا الدور في البيئة المصرية.

حيث أوضحت دراسة (Dittmar & Mahrt. 2007) أن حوكمة الشركات لها تأثير كبير على قيمة المنشأة، من خلال تأثيرها على مستوى النقد المحتفظ به فنجد أن الشركات التي تحتفظ بدولار واحد ولها حوكمة ضعيفة تم تقييمها بنسبة ٠،٤٢، في المقابل، نجد أن الشركات التي تحتفظ بنفس القدر من النقدية ولها حوكمة جيدة تم تقييمها بنسبة ٠،٨٨، أي أن الحوكمة تضاعف قيمة المنشأة بالإضافة إلى ذلك، وجدت الدراسة أن الشركات التي لديها حوكمة ضعيفة يتم إهدار النقدية السائلة بها بسرعة أكبر من الشركات ذات الحوكمة الجيدة، مما يقلل من الأداء التشغيلي لها ويمكن

إلغاء هذا التأثير السلبي للاحتفاظ بالنقدية على أداء الشركة من خلال ممارسة الحوكمة الجيدة، وذلك لأن النقد من الموارد التي يمكن الوصول إليها بسهولة في ظل غياب التدقيق والمساءلة وامتلاك السلطة التقديرية عليها من قبل الإدارة، كما وجدت الدراسة أن الشركات تحتفظ بمبالغ نقدية كبيرة ويمثل هذا النقد جزء كبير من ثروة الشركة.

وتوصلت دراسة (Zhang, 2005) التي تناولت أثر حوكمة الشركات على كل من سياسة توزيع الأرباح والاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة، بالتطبيق على مستوى الشركات ومستوى الدول حيث طبقت الدراسة على ٣٠٢١ شركة في ٢١ دولة (هونج كونج، اندونيسيا، كوريا، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة، تايوان، تايلاند، استراليا، بلجيكا، فنلندا، ألمانيا، إيرلندا، إيطاليا، النرويج، البرتغال، اسبانيا، السويد، سويسرا، المملكة المتحدة). وجدت الدراسة أن تركيز الملكية وسيطرة كبار المساهمين لها علاقة سلبية بتوزيعات الأرباح، ولها علاقة إيجابية بمستوى الاحتفاظ بالنقدية، بينما يرتبط تركيز الملكية بعلاقة سلبية مع قيمة الشركة.

واستندت الدراسة إلى أن المساهمون المسيطرون يقومون بأنشطة تزيد من منافعهم الخاصة على حساب مساهمي الأقلية (ممن يمتلكون نسبة قليلة من أسهم الشركة) حيث يكون لدى المساهمون المسيطرون حرية أكبر في التحكم وسلطة أكبر في اتخاذ القرارات، وهنا تزداد صراعات الوكالة بين الملاك والمديرين، كما يتضح أن الملاك المسيطرون يستخدمون نفوذهم في اختيار أعضاء مجلس الإدارة لمعاونتهم في تحقيق منافعهم الخاصة، مما يعني أن زيادة تركيز الملكية يؤدي إلى انخفاض نسبة توزيع الأرباح وزيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية وانخفاض قيمة الشركة تبعاً لذلك.

كما أثبتت دراسة (Zahedi & Aval, 2015) أن تركيز الملكية والاحتفاظ بالنقدية له تأثير على قيمة المنشأة، وذلك لكون هيكل الملكية آلية من آليات حوكمة الشركات، وذلك بالتطبيق على الشركات المدرجة في بورصة طهران، خلال الفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠١٣م وتوصلت نتائج الدراسة إلى حدوث انخفاض في قيمة الشركة، مع زيادة تركيز الملكية (أي تركيز ملكية الشركة بين عدد محدود من المساهمين الذين يمتلكون نسبة كبيرة من أسهم الشركة) لأنه مع زيادة تركيز الملكية تزداد نسبة النقدية المحتفظ بها، وتزداد قدرة كبار المساهمين على تحقيق المنافع الخاصة على حساب مساهمي الأقلية. وكذلك أثبتت دراسة (Sumiati, 2020) أن هيكل الملكية باعتباره أحد آليات حوكمة الشركات والمعبر عنه بنسبة الملكية الإدارية له تأثير على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة.

وتوصلت دراسة (Joudi & Didar, 2019) إلى تأثير كل من جودة حوكمة الشركات الداخلية والخارجية، وعدم تماثل المعلومات، والاحتفاظ بالنقدية، على قيمة المنشأة، بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في بورصة طهران والتي بلغ عددها (١٠٦) شركة خلال الفترة من ٢٠٠٧ وحتى ٢٠١٦م، وتوصلت نتائج الدراسة إلى أنه في ظل وجود مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين يكون لحوكمة الشركات القوية تأثيراً إيجابياً على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة.

واستندت الدراسة إلى نظرية عدم تماثل المعلومات والتي في مقتضاها تفضل الشركات الاحتفاظ بمزيد من النقد ولكن يجب الأخذ في الاعتبار وجود مشاكل الوكالة والتي بدورها تجعل الاحتفاظ بمزيد من النقد أمر سلبي على قيمة المنشأة على المدى البعيد بسبب قيام المديرين باستغلال الفائض النقدي في مشاريع غير مربحة كما يقومون باستغلال النقدية فيما يخدم مصالحهم الشخصية على حساب المساهمين كان لا بد على من وجود آلية تعمل على إدارة موارد الشركة بشكل صحيح وهي حوكمة الشركات فعلى الرغم من مشكلة عدم تناسق المعلومات بين الإدارة والمساهمين وعلى

الرغم من وجود مشكلة الوكالة إلا أن حوكمة الشركات تعمل على إنشاء إطار يحقق التوازن في المصالح بين الإدارة وأصحاب المصلحة، كما تعمل الحوكمة على حل مشكلة تدني جودة المعلومات ومراعاة حقوق المساهمين وجميع أصحاب المصلحة بما يحقق قيمة عالية للشركة وتؤكد تلك النتائج دراسة (Lee & Lee, 2009) التي تناولت العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وهيكل حوكمة الشركات وقيمة الشركة، حيث وجدت الدراسة أن الشركات التي تتمتع باستقلالية مجلس الإدارة وصغر حجم مجالس إدارتها وانخفاض سلطة الإدارة على اتخاذ القرارات، تحتفظ بمستوى نقدي أمثل وأن الارتباط الإيجابي بين الاحتفاظ بالنقدية والسلطة الإدارية يمكن تخفيفه من خلال هيكل مجلس الإدارة القوية، وتفترض الدراسة أن سلطة الإدارة يؤدي إلى زيادة الاحتفاظ بالنقدية مما يسبب زيادة تكاليف الوكالة التي تؤدي إلى تقليل قيمة المنشأة وأن العلاقة السلبية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة يرجع إلى وجود عدد أقل من المديرين الخارجيين (الاستقلالية)، وكبير حجم مجلس الإدارة، ووجود سلطة إدارية أعلى.

كما توصلت دراسة (Kusnadi, 2011) التي تجيب عن سؤال هل آليات حوكمة الشركات مهمة بالنسبة للاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة، وذلك بالتطبيق على مستوى الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا وسنغافورة، وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن الشركات التي تتمتع بحوكمة أقل تميل إلى الاحتفاظ بالنقدية بشكل أكبر من الشركات التي لديها حوكمة فعالة، حيث تؤدي مشاكل الوكالة الناتجة عن الفصل بين الملكية والإدارة إلى تحفيز المدراء على الاحتفاظ بالنقدية بدلا من توزيعها كأرباح على المساهمين، وهو ما يعمل على انخفاض قيمة المنشأة من وجهة نظر المساهمين.

كما توضح دراسة (Lestari & Hanifah, 2020) تأثير حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية على جودة الأرباح وقيمة المنشأة، وتفترض الدراسة أن جودة الأرباح (قيمة الأرباح المعروض والمناح أمام المستثمرين يتطابق مع الربح الفعلي) تتوسط العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية على قيمة المنشأة، اقتصر مجال التطبيق في هذه الدراسة على القطاع المصرفي المدرج في بورصة إندونيسيا خلال الفترة من عام ٢٠١٣ إلى ٢٠١٧م، لكون ذلك القطاع شديد التأثير بالأزمة المالية العالمية وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي لديها حوكمة قوية ستقلل من التلاعب في البيانات المالية، التي تعد عامل هام يعكس أداء الشركة وقيمتها أي أنه إذا كانت الشركة قادرة على الحد من التلاعب في بيانات الأرباح وإظهارها بكل صدق وشفافية وتطبيق جيد لحوكمة الشركات، فإن ذلك يعمل على الاحتفاظ بمستوى نقدي أمثل، وزيادة قيمة المنشأة من وجهة نظر المستثمرين ويعطي المستثمرين قدرة على التوقع الصحيح لجودة أرباح الشركة، حيث يمكن استخدام البيانات المالية الصحيحة للتنبؤ بأسعار الأسهم وعائداتها والتقليل من اتخاذ القرارات الخاطئة بالنسبة لمتخذي قرار الاستثمار.

وعلى العكس من ذلك في حال غياب حوكمة الشركات وخاصة في الشركات التي لديها تدفقات نقدية كبيرة، وفي ظل وجود مشاكل الوكالة، سيكون لدى المدراء حافز قوي للاحتفاظ بمستوى نقدي كبير وتزويد ممارسة إدارة الأرباح ويكون لدى الشركة عدم تطابق تقرير الأرباح مع الربح الفعلي، مما يحدث تضليل لمستخدمي البيانات في اتخاذ قراراتهم مما يقلل من قيمة المنشأة على المدى البعيد.

تتناول دراسة (Aslam & Fizza, 2019) التأثير المشترك بين حوكمة الشركات و الاحتفاظ بالنقدية على أداء الشركة، بالتطبيق على عينة مكونة من ٣٠ شركة مدرجة في بورصة دولة باكستان وذلك خلال الفترة من ٢٠١٠ وحتى ٢٠١٤م، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين الاحتفاظ بالنقدية وربحية السهم، بينما توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة.

كما وجدت الدراسة أن الشركات ذات هياكل الحوكمة الضعيفة تقوم بإهدار النقدية المتوفرة لديها مما يقلل من أداء الشركة بشكل عام، بينما وجدت أن الشركات ذات هياكل الحوكمة القوية تحتفظ بمستوى نقدي أمثل، مما يؤدي إلى زيادة أدائها حيث أوضحت الدراسة أن النقد هو جزء هام وأساسي من أصول الشركة، وتوافر كمية مناسبة منه في متناول اليد يجعل الشركة قادرة على استغلال الفرص الاستثمارية والائتمانية بشكل أكثر كفاءة ويقلل من مشاكل الوكالة، من خلال إرساء هيكल القواعد والسياسات والعمليات للتحكم في شؤون الشركة وتوجيهها، لأن هيكل حوكمة الشركات يعتمد على البيئة القانونية والتنظيمية والأخلاقية للمجتمع، لتحقيق العدالة لجميع أصحاب المصلحة والمساءلة والشفافية مما يؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة وأدائها.

وتركز دراسة (Dittmar & Servaes. 2003) على محدد من محددات الاحتفاظ بالنقدية وهي مشاكل الوكالة، بالتطبيق على عينة من ١١٠٠٠ شركة في ٤٥ دولة حول العالم، حيث وجدت الدراسة أن الشركات المدرجة في الدول ذات الحماية الضعيفة للمساهمين تحتفظ بضعف النقدية التي تحتفظ بها الشركات المدرجة في الدول ذات الحماية القوية للمساهمين، كما وجدت الدراسة أن الحماية الضعيفة للمساهمين، تجعل الشركات غير مهتمة بدوافع الاحتفاظ بالمستوى الأمثل من النقدية، مثل فرص الاستثمار أو عدم تماثل المعلومات اللذان يؤثران على قيمة المنشأة، لأن المستثمرين في الشركات ذات الحماية الضعيفة لن يتمكنوا من إجبار المديرين على عدم الإفراط في الأرصدة النقدية المحتفظ بها، وهو ما يسمح للمديرين باتخاذ قرارات تتجاهل مصلحة المساهمين، وأكدت الدراسة على أهمية حوكمة الشركات في تحديد مستويات الاحتفاظ بالنقدية.

وتكشف دراسة (Al-Najjar & Clark. 2017) عن أثر الآليات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات على قرار الاحتفاظ بالنقدية، في دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا والتي تشمل البلدان التالية (البحرين، مصر، الأردن، الكويت، عمان، قطر، السعودية، تونس، الإمارات) نظراً لأن تلك البلدان لها طابع اقتصادي مشترك، وتعكس مستويات مختلفة من التنمية والإصلاح، وتعد أساس جيد للمقارنة بين هذه الدول في العلاقة بين حوكمة الشركات و الاحتفاظ بالنقدية، ولأن هيكل ملكية الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لها طابع خاص، يتمثل في وجود مساهمين مسيطرين حكوميين مثل (صناديق الثروة السيادية، وصناديق التقاعد والمعاشات) أو غيرهم من المساهمين المؤسسين وعادةً العائلات، على عينة مكونة من ٤٣٠ شركة غير مالية مدرجة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٩م.

بالنسبة لآليات الحوكمة الداخلية توصلت النتائج فيها إلى وجود علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة و الاحتفاظ بالنقدية، نظراً لأن مجلس الإدارة الكبير يكون أكثر فعالية وكفاءة ويميل إلى الحد من تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين، أما بالنسبة لآليات الحوكمة الخارجية نجد أن النتائج غير حاسمة، حيث وجدت الدراسة أن الشركات في الدول التي تطبق معايير دولية لقانون سوق الأوراق المالية والرقابة المصرفية تحتفظ بنقدية أقل، بينما الشركات التي تتمتع بممارسات حوكمة جيدة وشفافية مالية تحتفظ بنقدية أعلى كما توصلت الدراسة إلى أن التفاعل بين آليات الحوكمة الداخلية والخارجية يضعف نشاط مجلس الإدارة، وأن المستثمرين المؤسسين في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لا يتداولون بشكل فعال .

وتوضح دراسة (Shah & Cismas. 2021) تأثير حوكمة الشركات على الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركات في الصناعات المركزة (Concentrated) الغير تنافسية والتنافسية في دولة باكستان، وجود علاقة قوية بين الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركة، والتأثير التكميلي لمنافسة الشركات على تطبيق الحوكمة، وهو ما يدل على أن انضباط السوق الخارجي و الحوكمة الجيدة

وهو أمر هام لحل مشاكل الوكالة ، وذلك لأن الدول النامية تقل بها المنافسة ولديها حماية ضعيفة للمساهمين وأنظمة قانونية ضعيفة، وبالتالي تتعرض هذه الدول إلى مشاكل وكالة أكبر مقارنة بالدول المتقدمة، كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي لديها حوكمة جيدة لا تهدر الفائض النقدي وتستفيد من الفرص الاستثمارية، وبالتالي تحقق أرباحاً أعلى وتحقق التنوع في الصناعة التنافسية والمركزة، كما تشير النتائج إلى أن الحوكمة الجيدة تؤدي إلى الاستخدام الفعال للنقد الفائض مما يؤدي إلى تحقيق أداء أفضل للشركات في الدول النامية .

كما تؤثر الحوكمة وخصائص الشركة على الاحتفاظ بالنقدية ويمكن اعتبارها من محددات الاحتفاظ بالنقد وتؤثر عليها بطرق مختلفة حيث وجدت دراسة (Belghitar & Khan. 2013) أن هناك تأثيراً كبيراً لخصائص الشركة وآليات الحوكمة على الاحتفاظ بالنقدية، حيث تتمثل الآليات حوكمة الشركات في (حجم مجلس الإدارة، التمثيل غير التنفيذي، الملكية التنفيذية والغير تنفيذية للأسهم، الملكية المؤسسية، استقلالية رئيس مجلس الإدارة) وتتمثل خصائص الشركة في (حجم الشركة، المديونية، الأصول السائلة غير النقدية، تقلبات التدفقات النقدية، توزيع الأرباح) والفرص الاستثمارية (وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الصغيرة والمتوسطة في المملكة المتحدة البريطانية .

تستنتج الدراسة أن حجم الشركة له علاقة سلبية مع الاحتفاظ بالنقدية، وذلك وفقاً لنظرية المفاضلة التي تنص على أن الاحتفاظ بالنقدية يتم وفقاً للمفاضلة بين تكاليف وفوائد الاحتفاظ بالنقدية، نجد أن الشركات الصغيرة تتعرض لمشاكل عدم تناسق المعلومات وتواجه قيود على عملية الاقتراض وارتفاع تكاليف التمويل الخارجي وتكون أكثر عرضة لحدوث ضائقة مالية لذا تحتفظ الشركات الصغيرة بمبالغ نقدية أكبر من الشركات كبيرة الحجم .

كما تؤثر المديونية (Leverage) على الاحتفاظ بالنقدية، حيث يزيد حجم الدين عندما تتجاوز احتياجات الاستثمار للموارد الداخلية، ويقل عندما تتراجع احتياجات الاستثمار للموارد الداخلية، وفقاً لنظرية ترتيب مصادر التمويل ونظرية التدفق النقدي الحر فإن العلاقة بين المديونية و الاحتفاظ بالنقدية علاقة سلبية.

كما وجدت الدراسة أيضاً أن هناك علاقة سلبية بين الأصول السائلة غير النقدية Non-cash liquid substitutes و الاحتفاظ بالنقدية، وذلك لأن تكلفة تحويل الأصول السائلة الغير نقدية إلى نقد أقل من تكلفة التحويل للأصول الأخرى، وأنه في حال وجود نقص نقدي سوف توفر هذه الأصول مورداً داخلياً، كما وجدت علاقة إيجابية بين تقلب التدفقات النقدية و الاحتفاظ بالنقد وذلك لأن الشركات التي لديها تقلب في التدفقات النقدية تتعرض إلى حدوث نقص في الموارد الداخلية مما يجعلها تحتفظ بنقدية أكبر.

بالنسبة لتوزيع الأرباح وجدت الدراسة وجدت الدراسة بينها وبين الاحتفاظ بالنقدية علاقة عكسية، لأن الشركات التي تقوم بتوزيع أرباح تتمكن من جمع الأموال بتكلفة أقل لذا تحتفظ بنقدية أقل، كما توجد علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة (Board size) و الاحتفاظ بالنقدية، وذلك لأن مجلس الإدارة كبير الحجم تتم المراقبة عليه بشكل أفضل، كما توجد علاقة سلبية بين التمثيل غير التنفيذي و الاحتفاظ بالنقدية، حيث يعد وجود أعضاء مجلس إدارة غير التنفيذيين بمثابة أداة مراقبة، لضمان توافق المصالح بين المديرين التنفيذيين والمساهمين، لذا كلما زاد التمثيل غير التنفيذي قل الاحتفاظ بالنقدية.

بينما الملكية التنفيذية والغير تنفيذية لأسهم الشركة وجدت الدراسة أن العلاقة بين الملكية التنفيذية و الاحتفاظ بالنقدية غير خطية، وذلك لأن المستويات المنخفضة من الملكية الادارية لأسهم الشركة تحقق الموازنة بين مصالح المساهمين والإدارة، وبالتالي سيكون لدى الإدارة حافز لتخزين مستوى نقدي أمثل، وفي المقابل تؤدي المستويات العالية من الملكية الادارية لأسهم الشركة إلى زيادة الاستثمار الغير فعال وقبول مشاريع القيمة الحالية السلبية التي تقلل من ثروة المساهمين، على العكس من ذلك وجود علاقة سلبية بين الملكية غير التنفيذية و الاحتفاظ بالنقدية، لان الملكية غير التنفيذية لأسهم الشركة تقلل من مشاكل الوكالة وتقليل الاحتياطات النقدية.

كما توجد علاقة سلبية بين الملكية المؤسسية و الاحتفاظ بالنقدية، لان الملكية المؤسسية تزيد من مراقبة أنشطة الإدارة وضمان تعظيم قيمة الشركة، وأيضا توجد علاقة سلبية بين وجود رئيس مجلس إدارة غير تنفيذي و الاحتفاظ بالنقدية، لان الفصل بين المنصبين (رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي) يحسن من أداء ومساءلة مجلس الإدارة، وتعتبر آليات الحوكمة أكثر فاعلية في تقليل الاحتفاظ بالنقدية في الشركات التي تتمتع بفرص استثمارية عالية.

يمكن القول أنه فيما يتعلق بدور حوكمة الشركات على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة بشكل عام، أن الشركات المدرجة في دول لديها حماية ضعيفة للمستثمرين، تقوم بتوزيع أرباح منخفضة، وتحقق بمستوى عالي من النقدية ولها قيمة منخفضة، على العكس من ذلك الشركات المدرجة في الدول التي لديها حماية قوية للمستثمرين تقوم بتوزيع أرباح مرتفعة، وتحقق بمستوى نقدي أمثل ولها قيمة مرتفعة (Zhang, 2005).

وبناءً على ما سبق يمكن صياغة الفرض الثالث كما يلي :

H3 يوجد تأثير معنوي لحوكمة الشركات على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة .

٤- منهجية الدراسة :

لتحقيق اهداف الدراسة وفهم ديناميكية العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة والدور الذي تلعبه حوكمة الشركات على العلاقة بينهما بمرور الوقت، اعتمدت الدراسة على التحليل الكمي من خلال تحليل السلاسل الزمنية، تم جمع البيانات السنوية للشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة الزمنية من ٢٠١٢ وحتى ٢٠١٨ مما يسمح بتتبع تطور هذه المتغيرات عبر الزمن وتحليل العلاقة الديناميكية بينهم .

هدفت الدراسة التطبيقية إلى اختبار فروض البحث ، ولتحقيق ذلك تتناول الباحثة كلاً من وصف مجتمع وعينة الدراسة، يلي ذلك نموذج وقياس متغيرات الدراسة، وأخيراً تحليل النتائج واختبار الفروض . وذلك على النحو التالي :

١/٤- مجتمع وعينة الدراسة :

تم اختيار عينة الدراسة باستخدام منهجية العينة القصدية (purposive Sampling)، حيث اعتمد الاختيار على توفير البيانات لضمان دقة التحليل الاقتصادي القياسي، وذلك وفقاً للقيود التالية :

- ١- مجتمع الدراسة : الشركات المقيدة في البورصة المصرية، نظراً لالتزامها بالانظمة بقواعد الإفصاح المالي ومتطلبات الحوكمة الصادرة عن هيئة الرقابة المالية، مما يضمن موثوقية وقابلية قياس متغيرات الحوكمة والأداء المالي.
- ٢- الاستبعاد المنهجي : تم استبعاد الشركات العاملة في القطاع المالي (البنوك، التأمين، الاستثمار) نظراً لاختلاف هيكل رأسمالها وطبيعة أعمالها والاطار التنظيمي الخاص بحوكمتها حيث تخضع

هذه الشركات لإطار رقابي وتشريعي خاص ومكثف مثل (متطلبات كفاية رأس المال واحتياطات التأمين) يختلف جذرياً عن الشركات غير المالية. وذلك لان تلك المتطلبات تؤثر بشكل مباشر على قراراتها المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية وتجعلها غير قابلة للمقارنة المباشرة. كما تعتمد الشركات المالية على مصادر تمويل مختلفة وهيكلها الرأسمالي يختلف عن الشركات غير المالية، مما يعني ان العوامل التي تدرسها النظريات المدروسة لفهم طبيعة العلاقة وبالتحديد نظرية الوكالة في سياق الحوكمة قد يكون تأثيرها مختلف أو أقل وضوحاً، هذا الاستبعاد يضمن تجانس العينة للوحدات المبحوثة، مما يعزز من صحة النتائج الداخلية للدراسة ويجعل إمكانية تعميمها على الشركات غير المالية في البورصة المصرية أكثر دقة .

٣- اقتصر العينة على الشركات التي توافرت لديها جميع السلاسل الزمنية للبيانات للمتغيرات محل الدراسة (٢٠١٢-٢٠١٨) لتكوين لوحة بيانات متوازنة (Balanced Panel Data) التي تتيح استخدام نماذج الانحدار المتقدمة .

يعبر مجتمع الدراسة عن كافة المشاهدات التي يمكن أخذها في الحسبان لدراسة الظاهرة، وفي إطار ما ترتبط به الدراسة الحالية من بيانات للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري، فان مجتمع الدراسة يتمثل في كافة الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري.

ونظراً لصعوبة الحصر الشامل لكافة مفردات مجتمع الدراسة، فانه سيتم الاعتماد أسلوب المعاينة الاحصائية من المجتمع الشامل للدراسة، حيث يتم اختيار عينة ممثلة للمجتمع بغرض تعميم النتائج على المجتمع، ولذلك اعتمدت الباحثة في الدراسة الحالية على العينة التحكيمية العمدية التي تتوافق مع متغيرات الدراسة بغرض تعميم النتائج وذلك اعتماداً على الشروط التالية:

- أولاً، أن تكون إحدى الشركات المدرجة في تقارير الاستدامة الصادرة عن هيئة سوق المال المصري خلال العام المالي المنتهي ٢٠١٨، على أن يتم الرجوع الى بيانات الشركات المدرجة في هذا التقرير لسنوات السلسلة الزمنية للدراسة.
- ثانياً، أن تكون إحدى الشركات غير المالية حيث انها الشركات الملزمة بالافصاح عن مستوى الحوكمة لارتباط تشغيلها الى حد كبير بقطاع عريض من المستثمرين في سوق الأوراق المالية المصري.
- ثالثاً، سيتم الاعتماد على بيانات السلسلة الزمنية للشركات المدرجة بعينة الدراسة خلال الفترة من عام ٢٠١٢ الى عام ٢٠١٨، ويرجع بداية اختيار السلسلة الزمنية الى تطور مستوى الاهتمام بحوكمة الشركات في خضم اصدار الدليل المصري لحوكمة الشركات في عام ٢٠١٦، ومن ثم فالفترة القبلية والبعيدة لاصدار هذا الدليل توضح مستوى الدور المعدل لحوكمة الشركات فضلاً عن تجنب أثر أزمة فيروس كورونا على السلسلة الزمنية للدراسة. كما تم اختيار تلك الفترة لضمان تغطية دورة اقتصادية كاملة نسبياً حيث أن متغيرات الدراسة المتمثلة في الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة تتأثران بالدورة الاقتصادية بشكل كبير والظروف السوقية حيث تغطي الفترة من ٢٠١٢ حتى ٢٠١٨ مراحل مختلفة مثل فترات تباطؤ ثم محاولة للإصلاح الإقتصادي والتعافي مما يزيد من التباين في البيانات .
- رابعاً أن تكون الشركة مدرجة طوال فترة الدراسة لضمان توافر البيانات المستخدمة في الدراسة .
- خامساً توافر البيانات اللازمة لمقاييس الحوكمة وادراج الشركة في مقياس الحوكمة طوال فترة الدراسة .

وباستخدام أسلوب تحليل المحتوى للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري للفترة الزمنية محل الدراسة واتباعاً للشروط سالف الذكر، يتبين للباحثة أن عدد الشركات المدرجة بعينة الدراسة والواردة بتقارير الاستدامة لهيئة سوق المال بنهاية العام المالي المنتهي لعام ٢٠١٨ يبلغ عددها ١٠٨ شركة، ويمكن للباحثة بيان توزيع هذه الشركات على قطاعات البورصة وفقاً للجدول التالي :

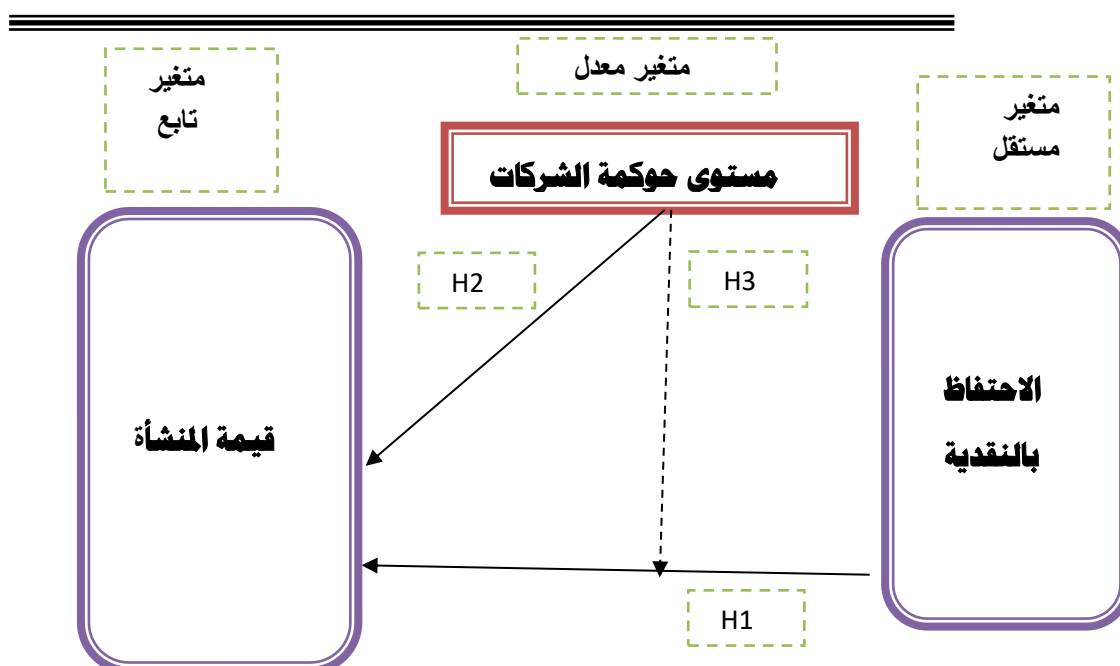
جدول رقم (١): توزيع شركات المؤشر على قطاعات سوق المال المصري^١

القطاع	عدد الشركات
اتصالات وعلام وتكنولوجيا المعلومات	٣
أغذية و مشروبات و تنغ	١٧
الرعاية الصحية والأدوية	٧
الموارد الأساسية	١٠
تجارة و موزعون	٣
خدمات النقل والشحن	٧
خدمات تعليمية	٢
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٤
سياحة وترفيه	٧
طاقه وخدمات مسانده	٣
عقارات	١٨
مقاولات و إنشاءات هندسية	٧
منسوجات و سلع معمرة	٥
مواد البناء	١٠
ورق و مواد تعبئة وتغليف	٥
الإجمالي	١٠٨

٢/٤ - نموذج وقياس متغيرات الدراسة :

في ضوء استعراض وتحليل الدراسات السابقة وأدبيات الدراسة فإن الدراسة الحالية تسعى لاختبار النموذج كما هو موضح في الشكل رقم (١) التالي :

^١ - المصدر : موقع البورصة المصرية الإلكتروني <https://www.egx.com.eg/>



شكل رقم (١) النموذج المفترض للعلاقة بين متغيرات الدراسة

وتم قياس وتوصيف متغيرات الدراسة وفقاً لهذا النموذج كما يلي :

أولاً : المتغير المستقل (الاحتفاظ بالنقدية) :

يتمثل المتغير المستقل محل الاهتمام بالدراسة الحالية في مستوى الاحتفاظ بالنقدية ويمكن قياسها من خلال قسمة النقدية وما في حكمها على إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية.

ثانياً: المتغير التابع للدراسة (قيمة المنشأة):

يتمثل المتغير التابع للدراسة في قيمة الشركة ويمكن قياسه اعتماداً على مؤشر القيمة السوقية Tobin's Q والذي يعبر عن القيمة السوقية مقسوماً على القيمة الدفترية للشركة.

ثالثاً: المتغير المعدل للدراسة (حوكمة الشركات):

يتمثل المتغير المعدل للدراسة في حوكمة الشركات، وفي إطار تعدد أدوات قياس متغير حوكمة الشركات بين خصائص مجلس الإدارة ولجان المراجعة وأنماط هيكل الملكية وما شابهه من محددات افترضها الدليل المصري لحوكمة الشركات والصادر عام ٢٠١٦، فإنه يمكن للباحثة الاعتماد على مستوى الإفصاح عن حوكمة الشركات والذي تطلبته تقارير الاستدامة بأسواق رأس المال.

رابعاً: المتغيرات الحاكمة:

تتمثل المتغيرات الحاكمة في المتغيرات التي تؤثر على المتغير التابع، والتي تم إضافتها من أجل ضبط العلاقة بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة في نماذج الانحدار، وأحياناً قد يطلق عليها المتغيرات الضابطة أو الرقابية. وقامت الباحثة باستخدام العديد من المتغيرات الحاكمة والتي تم استخدامها كمحددات أو ثبت لها تأثير كبير على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وذلك في ضوء الدراسات

السابقة. وتتمثل هذه المتغيرات في حجم الشركة، ومعدل العائد على الأصول، ونسبة الرافعة المالية، ومعدل نمو المبيعات، ومستوى التغير في الاستثمارات. وفيما يلي توضيح لكيفية قياس هذه المتغيرات الحاكمة من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٢) المتغيرات الحاكمة

المتغير	الرمز	التفسير
حجم الشركة	Size	حجم الشركة، وتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول؛
معدل العائد على الأصول	ROA	وهي نسبة الدخل التشغيلي قبل الإهلاك مقسوماً على إجمالي القيمة الدفترية للأصول؛
الرافعة المالية	LEV	وهي نسبة الديون إلى إجمالي الأصول؛
معدل نمو المبيعات	REV Growth	مبيعات السنة الحالية مطروحاً منها مبيعات السنة السابقة ومقسومة على مبيعات السنة السابقة؛
مستوى التغير في الاستثمارات	INVEST	الاستثمارات في الأصول الثابتة وطويلة الأجل للسنة الحالية مطروحاً منها الاستثمارات في الأصول الثابتة وطويلة الأجل للسنة السابقة مقسومة على سنة الأساس.

١/٢/٤ - نموذج اختبار الفروض الاحصائية للدراسة:

في إطار ما تسعى إليه الدراسة من اختبار الفروض الاحصائية يمكن للباحثة صياغة نموذج اختبار الفروض الاحصائية للدراسة في ضوء العلاقات المباشرة الثلاثة، ومن ثم يمكن للباحثة صياغة نموذج اختبار الفروض الاحصائية على النحو التالي:

أولاً: نموذج العلاقة المباشرة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة:

يتنبأ الفرض الأول للدراسة بتحليل أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة المنشأة. وبالتالي، يمكن للباحثة صياغة نموذج اختبار الفرض الاحصائي الأول للدراسة على الشكل التالي:

$$\text{Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1 \text{ CH} + \beta_2 \text{ Size} + \beta_3 \text{ LEV} + \beta_4 \text{ ROA} + \beta_3 \text{ RevGrowth} + \beta_3 \text{ INVEST} + \varepsilon \quad (1)$$

ثانياً: نموذج العلاقة المباشرة بين مستوى حوكمة الشركات وقيمة المنشأة:

يتنبأ الفرض الثاني للدراسة بتحليل أثر مستوى الإفصاح عن حوكمة الشركات على قيمة المنشأة. وبالتالي، يمكن للباحثة صياغة نموذج اختبار الفرض الاحصائي الثاني للدراسة على الشكل التالي:

$$\text{Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1 \text{ CG} + \beta_2 \text{ Size} + \beta_3 \text{ LEV} + \beta_4 \text{ ROA} + \beta_3 \text{ RevGrowth} + \beta_3 \text{ INVEST} + \varepsilon \quad (2)$$

ثالثاً: نموذج العلاقة المباشرة بين الدور المعدل لمستوى الإفصاح عن حوكمة الشركات على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة:

يتنبأ الفرض الثالث للدراسة بتحليل أثر الدور المعدل لمستوى الإفصاح عن حوكمة الشركات على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة. وبالتالي، يمكن للباحثة صياغة نموذج اختبار الفرض الإحصائي الثالث للدراسة على الشكل التالي:

$$\text{Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1 \text{ CH} \times \text{CG} + \beta_2 \text{ Size} + \beta_3 \text{ LEV} + \beta_4 \text{ ROA} + \beta_5 \text{ RevGrowth} + \beta_6 \text{ INVEST} + \varepsilon \quad (3)$$

حيث أن:

المتغير	رمز المتغير	دلالة المتغير
المستقل الاحتفاظ بالنقدية	CH	نسبة الاحتفاظ بالنقدية من خلال قسمة النقدية وما في حكمها على إجمالي الأصول؛
المعدل مستوى الإفصاح عن حوكمة الشركات	CG	مستوى الإفصاح عن حوكمة الشركات والوارد بتقارير الاستدامة الخاصة بالشركة والمنشورة بهيئة سوق المال المصرية؛
التابع قيمة المنشأة	Tobin's Q	وهي قيمة المنشأة وفقاً لمؤشر القيمة السوقية؛
الهاكمة	SIZE	حجم الشركة؛
	LEV	الرافعة المالية؛
	ROA	معدل العائد على الأصول؛
	RevGrowth	معدل نمو المبيعات؛
	INVEST	مستوى التغير في الاستثمارات طويلة الأجل.

٣/٤ - الأساليب الإحصائية المستخدمة في التحليل :

لأغراض تحليل بيانات عينة الدراسة يتضح وجود دمج بين بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية العرضية (Panel Data) وهي تعبر عن مجموعة المشاهدات التي يتم تكرار قياساتها عند عدد من الوحدات على عدة فترات زمنية ولهذا تتضمن هذه المشاهدات في البيانات الزمنية المقطعية على الأقل بعدين؛ الأول بعد مقطعي عرضي (المستعرض) Cross – Sectional Dimension معرف بالمؤشر (i) والذي يمثل الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، والبعد الثاني زمني Time Series Dimension ويعرف بالمؤشر (t) الذي يمثل فترة الدراسة، ولأغراض اختبار الفروض الإحصائية للدراسة تم الاعتماد على عدد من الأساليب الإحصائية المتمثلة في: اختبارات التوزيع الطبيعي، والاحصاءات الوصفية (Descriptive Statistics)، ومعامل ارتباط بيرسون (Pearson's Correlation Coefficient)، وأسلوب تحليل الانحدار المتعدد (Multiregression Analysis)، مع الاستناد إلى قيمة معامل التحديد (R^2) لقياس الجودة الإحصائية للنموذج، والوقوف على تأثير مستوى حوكمة الشركات على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة.

٥- نتائج الدراسة :

اختبارات الفروض :

- نتيجة اختبار الفرض الأول : يوجد تأثير عكسي معنوي للانحراف عن المستوى النقدي الأمثل على قيمة المنشأة السوقية.
- ويتضح لدى الباحثة من خلال النتائج المعروضة بالجدول رقم (٣) جودة القوة التفسيرية للنموذج مقارنة بنظيرتها بالدراسات ذات الصلة حيث تبلغ ٢٦٪، ٢٥,٨٪ على التوالي لكل من النموذج الأساسي والنموذج الكامل. وتشير تلك النتائج الى أن المتغيرات المستقلة والحاكمة الموجودة بنموذج اختبار الفروض الاحصائية رقم (١) للدراسة يمكنها تفسير التباين الكلي في قيمة المنشأة بنسبة ٢٦٪، ٢٥,٨٪ على التوالي لكل من النموذج الأساسي والنموذج الكامل.

- جدول رقم (٣): نتائج تحليل الانحدار المتعدد للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة من منظور القيمة السوقية

النموذج الكامل			النموذج الأساسي			الإشارة المتوقعة	
مستوى المعنوية	معامل التغير	حصائية <i>T</i>	مستوى المعنوية	معامل التغير	حصائية <i>T</i>		
< 0.01	-6.919	-15.417	< 0.01	-6.940	-15.519	-	الاحتفاظ بالنقدية
0.285	-0.016	-1.070	---	---	---	##	حجم الشركة
0.830	-0.043	-0.215	---	---	---	##	الرافعة المالية
0.945	-0.007	-0.069	---	---	---	##	معدل العائد على الأصول
0.424	-0.104	-0.800	---	---	---	##	معدل نمو المبيعات
0.218	0.089	1.233	---	---	---	##	مستوى الاستثمار
< 0.01	2.910	14.923	< 0.01	2.746	-15.519	##	ثابت الانحدار
	684			684			حجم العينة
	40.637			240.833			قيمة F
	25.80%			26.00%			معامل التحديد المعدل (القوة التفسيرية)

- وبالنظر الى نتائج العمود الأول (Panel A) من الجدول رقم (٣) يتبين للباحثة معنوية المتغير المستقل CH الخاص بمستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث أن $P = -6.940$; $t = -15.519$; $Value < 1\%$ كما أنه يحمل إشارة سالبة مع قيمة المنشأة.
- وتؤكد نتائج العمود الثاني (Panel B) من الجدول رقم (٣) ما تم التوصل في النتيجة السابقة، حيث يتبين للباحثة معنوية المتغير المستقل CH الخاص بمستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث أن $P = -6.919$; $t = -15.417$; $P-Value < 1\%$.
- وتأسيساً على نتائج نموذج اختبار الفرض الاحصائي الأول للدراسة يمكن للباحثة قبول الفرض الاحصائي الرئيسي الأول على الشكل البديل التالي:
- يوجد تأثير عكسي معنوي للانحراف عن المستوى النقدي الأمثل على قيمة المنشأة السوقية
- نتيجة اختبار الفرض الثاني :

الفرض الثاني : يوجد تأثير طردي معنوي لمستوى الافصاح عن ممارسات الحوكمة على قيمة المنشأة السوقية.

جدول رقم (٤): نتائج تحليل الانحدار المتعدد للعلاقة بين مستوى الافصاح عن حوكمة الشركات وقيمة المنشأة

النموذج الكامل			النموذج الأساسي			الإشارة المتوقعة	
مستوى المعنوية	معامل التغير	احصائية T	مستوى المعنوية	معامل التغير	احصائية T		
< 0.01	2.049	19.673	< 0.01	2.047	19.694	+	مستوى الحوكمة
0.186	-0.019	-1.323	---	---	---	##	حجم الشركة
0.736	-0.062	-0.338	---	---	---	##	الرافعة المالية
0.552	-0.058	-0.594	---	---	---	##	معدل العائد على الأصول
0.558	-0.071	-0.587	---	---	---	##	معدل نمو المبيعات
0.094	0.112	1.678	---	---	---	##	مستوى الاستثمار
< 0.01	0.877	5.222	< 0.01	0.676	13.651	##	ثابت الانحدار
	684			684			حجم العينة
	65.697			387.861			قيمة F
	36.20%			36.20%			معامل التحديد المعدل (القوة التفسيرية)

ويتضح لدى الباحثة من خلال النتائج المعروضة بالجدول رقم (٤) جودة القوة التفسيرية للنموذج مقارنة بنظيرتها بالدراسات ذات الصلة حيث تبلغ ٣٦,٢٪، ٣٦,٢٪ على التوالي لكل من النموذج الأساسي والنموذج الكامل. وتشير تلك النتائج الى أن المتغيرات المستقلة والحاكمة الموجودة بنموذج اختبار الفروض الاحصائية رقم (٢) للدراسة يمكنها تفسير التباين الكلي في قيمة المنشأة بنسبة ٣٦,٢٪، ٣٦,٢٪ على التوالي لكل من النموذج الأساسي والنموذج الكامل، وهي نتيجة جيدة تقترب من نظيرتها بالعديد من الدراسات ذات الصلة. وبالتالي، فإن نموذج اختبار الفروض رقم (٢) بفروعه يمكنه تفسير العلاقة بكفاءة بين المتغيرات الداخلة فيه. كما يتبين للباحثة ارتفاع ومعنوية قيم F حيث أنها تبلغ ٣٨٧,٨٦١، ٦٩٧,٦٥٠ على التوالي وهي معنوية عند مستوى معنوية ٥٪.

وبالنظر الى نتائج العمود الأول (Panel A) من الجدول رقم (٤) يتبين للباحثة معنوية المتغير المستقل CG الخاص بمستوى الافصاح عن حوكمة الشركات حيث أن $\beta = 2.047$; $t = 19.694$; $P\text{-Value} < 1\%$ كما أنه يحمل اشارة موجبة مع قيمة المنشأة، وهو ما يشير الى أن ارتفاع مستوى الافصاح عن حوكمة الشركات يؤدي الى ارتفاع قيمة المنشأة، وهو ما يشير الى زيادة مستوى الافصاح عن حوكمة الشركات يؤدي الى ارسال مجموعة من اشارات الطمأنينة للمستثمرين عن جودة البيئة الرقابية بالشركة وذلك وفقاً لمقتضيات نظرية الاشارة وهو ما يؤدي الى ارتفاع مستوى الطلب على السهم في سوق الأوراق المالية مما يؤدي الى ارتفاع قيمة الشركة السوقية.

وتؤكد نتائج العمود الثاني (Panel B) من الجدول رقم (٤) ما تم التوصل اليه في النتيجة السابقة، حيث يتبين للباحثة معنوية المتغير المستقل CG الخاص بمستوى الافصاح عن ممارسات الحوكمة حيث أن $\beta = 2.049$; $t = 19.673$; $P\text{-Value} < 1\%$ كما أنه يحمل اشارة موجبة مع قيمة المنشأة. وبالتالي، يوجد تأثير طردي معنوي لمستوى الافصاح عن ممارسات الحوكمة على قيمة المنشأة السوقية.

وتأسيساً على نتائج نموذج اختبار الفرض الاحصائي الثاني للدراسة يمكن للباحثة قبول الفرض الاحصائي الرئيسي الثاني على الشكل البديل التالي: يوجد تأثير معنوي طردي لمستوى الافصاح عن ممارسات الحوكمة على قيمة المنشأة السوقية.

- نتيجة اختبار الفرض الثالث:

الفرض الثالث : يوجد تأثير طردي معنوي للعلاقة التفاعلية بين مستوى الافصاح عن ممارسات الحوكمة والاحتفاظ بالنقدية على قيمة المنشأة السوقية.

يمكن للباحثة تحليل أثر العلاقة التفاعلية بين الاحتفاظ بالنقدية ومستوى الافصاح عن حوكمة الشركات على قيمة المنشأة من خلال تشغيل نموذج الانحدار رقم (٣) الخاص باختبار الفرض الاحصائي الثالث للدراسة، وذلك بالاعتماد على مستوى معنوية العلاقات واتجاهاتها بين المتغيرات. وفي هذا الشأن، قد أسفرت نتائج التحليل الاحصائي لتشغيل نموذج الانحدار رقم (٣) عن الجدول رقم (٥).

وطبقاً للنتائج الواردة بالجدول رقم (٥) يتضح جودة القوة التفسيرية للنموذج مقارنة بنظيرتها بالدراسات ذات الصلة حيث تبلغ ٨,٨٪، ٩٪، ٤٠,٦٪ على التوالي لكل من النموذج الأساسي

والنموذج المعدل والنموذج الكامل المعدل. وتشير تلك النتائج الى أن المتغيرات المستقلة والحاكمة الموجودة بنموذج اختبار الفروض الاحصائية رقم (٣) للدراسة يمكنها تفسير التباين الكلي في قيمة المنشأة بنسبة ٨,٨٪، ٩٪، ٤٠,٦٪ على التوالي لكل من النموذج الأساسي والنموذج المعدل والنموذج الكامل المعدل، وهي نتيجة جيدة تقترب من نظيرتها بالعديد من الدراسات ذات الصلة. وبالتالي، فإن نموذج اختبار الفروض رقم (٣) بفروعه يمكنه تفسير العلاقة بكفاءة بين المتغيرات الداخلة فيه. كما يتبين للباحثة ارتفاع ومعنوية قيم F حيث أنها تبلغ ٥٩,٤٦٣، ١٢,٢٠٨، ٦٧,١٤٨ عند مستوى معنوية ٥٪.

جدول رقم (٥): نتائج تحليل الانحدار المتعدد لأثر العلاقة التفاعلية بين مستوى الإفصاح عن حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية على قيمة المنشأة

الاشارة المتوقعة	النموذج الأساسي			النموذج المعدل			النموذج الكامل المعدل		
	معامل	احصائية	مستوى المعنوية	معامل	احصائية	مستوى المعنوية	معامل	احصائية	مستوى المعنوية
	التغير	T		التغير	T		التغير	T	
الاحتفاظ بالنقدية ×	+	6.942	< 0.01	7.005	8.261	< 0.01	-5.590	-2.535	< 0.05
مستوى الحوكمة	-	---	---	---	---	---	-0.925	-0.870	0.385
الاحتفاظ بالنقدية	+	---	---	---	---	---	2.522	6.400	< 0.01
مستوى الحوكمة	##	---	---	-0.013	-0.782	0.435	-0.020	-1.431	0.153
حجم الشركة	##	---	---	0.096	0.438	0.662	-0.120	-0.675	0.500
الرافعة المالية	##	---	---	-0.042	-0.365	0.715	-0.040	-0.429	0.668
معدل العائد على الأصول	##	---	---	-0.145	-1.002	0.317	-0.060	-0.513	0.608
معدل نمو المبيعات	##	---	---	0.153	1.905	0.057	0.086	1.322	0.187
مستوى الاستثمار	##	1.095	< 0.01	1.159	5.693	< 0.01	1.250	4.840	< 0.01
ثابت الانحدار		684		684			684		
حجم العينة		67.148		12.208			59.463		
قيمة F									
معامل التحديد		8.80%		9.00%			40.60%		
المعدل (القوة التفسيرية)									

وبالنظر الى نتائج العمود الأول (Panel A) من الجدول رقم (٥) يتبين للباحثة معنوية المتغير المستقل $CH \times CG$ الخاص بالعلاقة التفاعلية بين مستوى الافصاح عن حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية حيث أن ($\beta = 6.942$; $t = 8.194$; $P\text{-Value} < 1\%$) كما أنه يحمل اشارة موجبة مع قيمة المنشأة.

وتؤكد نتائج العمود الثاني (Panel B) من الجدول رقم (٥) ما تم التوصل في النتيجة السابقة، حيث يتبين للباحثة معنوية المتغير المستقل $CH \times CG$ الخاص بالعلاقة التفاعلية بين مستوى الافصاح عن حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية حيث أن ($\beta = 7.005$; $t = 8.261$; $P\text{-Value} < 1\%$) كما أنه يحمل اشارة موجبة مع قيمة المنشأة. وبالتالي، يوجد تأثير طردي معنوي للعلاقة التفاعلية بين مستوى الافصاح عن ممارسات الحوكمة والاحتفاظ بالنقدية على قيمة المنشأة السوقية.

وفيما يتعلق بنتائج العمود الثالث من الجدول رقم (٥) يتبين معنوية المتغيرين المستقلين $CH \times CG$, CG حيث أن ($\beta = 5.590, 2.522$; $t = 2.535, 6.400$; $P\text{-Value} < 5\%$) كما أنهما يحملان اشارة موجبة مع قيمة المنشأة، بينما تبين عدم معنوية تأثير المتغير المستقل CH الخاص بالاحتفاظ بالنقدية حيث أن ($P\text{-Value} > 5\%$)، وتشير تلك النتيجة الى ان ممارسات الافصاح عن حوكمة الشركات ساهمت في الغاء التأثير السلبي للاحتفاظ بالنقدية على قيمة المنشأة. وبالتالي، يوجد تأثير طردي معنوي للعلاقة التفاعلية بين مستوى الافصاح عن ممارسات الحوكمة والاحتفاظ بالنقدية على قيمة المنشأة السوقية.

وتأسيساً على نتائج نموذج اختبار الفرض الاحصائي الثالث للدراسة يمكن للباحثة قبول الفرض الاحصائي الرئيسي الثالث على الشكل البديل التالي: يوجد تأثير معنوي طردي للعلاقة التفاعلية بين مستوى الافصاح عن ممارسات الحوكمة والاحتفاظ بالنقدية على قيمة المنشأة السوقية.

٦- المناقشة :

هدفت هذه الدراسة إلى قياس دور حوكمة الشركات في العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة ولتحقيق هدف الدراسة تم اختبار ثلاثة فروض يمكن مناقشة نتائجها كما يلي :

- أوضحت نتائج التحليل الاحصائي قبول الفرض الأول للدراسة والذي ينص على وجود تأثير معنوي عكسي للانحراف عن المستوى النقدي الأمثل للاحتفاظ بالنقدية على قيمة المنشأة اذ اشارت نتائج انحدار النموذج الأول للدراسة الى معنوية معامل الانحدار لمستوى المستوى النقدي الأمثل عند مستوى معنوية أقل من ١٪ أي أنه كلما زاد مستوى الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل كلما أدى ذلك إلى انخفاض قيمة المنشأة. وتتفق هذه النتيجة مع دراسات (Jensen.1986; Isshaq & Cheryta & Indrawati.2018; Asante&Goka.2018; Onumah.2009; Ammann& Schmid,2011) حيث اشارت تلك الدراسات من خلال نظرية الوكالة ونظرية التدفق النقدي الحر أن الإدارة يمكن أن تستغل النقدية الزائدة في مشاريع لا تحقق قيمة للمساهمين، ومن خلال تكلفة الفرصة البديلة أن النقدية الزائدة تعد أصولاً ذات عائد منخفض مقارنة بالاستثمار في مشاريع ذات قيمة مضافة، مما يقلل من صافي القيمة الحالية للمنشأة.

هذا الاستنتاج يعد دليلاً قوياً ومباشراً على تفاقم مشكلة الوكالة في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، تفسر هذه العلاقة بان المدراء التنفيذيون في غياب الرقابة الفعالة، يميلون على الاحتفاظ بكميات نقدية تفوق الحاجة التشغيلية هذا السلوك لا ينظر إليه كجاء احترازي لاستغلال

الفرص المستقبلية، بل كمؤشر على وجود هدر مالي إداري أو رغبة في تمويل مشروعات لا تخدم مصلحة المساهمين (مشروعات تعظيم النفوذ) وبالتالي فإن ارتفاع هذا الانحراف يرسل إشارة سلبية للسوق مفادها زيادة تكلفة الوكالة، مما ينعكس سلباً على القيمة السوقية للمنشأة. تساهم هذه النتيجة في تأكيد صحة افتراضات نظرية الوكالة في بيئة الأسواق الناشئة .

- أوضحت نتائج التحليل الإحصائي قبول الفرض الثاني للدراسة والذي ينص على وجود تأثير طردي معنوي لمستوى الإفصاح عن ممارسات الحوكمة على قيمة المنشأة السوقية؛ إذ أشارت نتائج انحدار النموذج الثاني إلى معنوية معامل الانحدار لمستوى الإفصاح عن ممارسة الحوكمة عند مستوى معنوية أقل من ١٪ أي أنه كلما زاد مستوى الإفصاح عن ممارسات الحوكمة للشركات الغير مالية المدرجة في البورصة المصرية أدى ذلك إلى زيادة قيمة هذه الشركات في سوق المال المصري . وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة Ammann&Schmid.2011; Pinkowitz et al. 2006;

Hsu.2007; (Shen& Chen.2006;Chen.2008:Dittmar& Mahrt.2007)

Harford& Maxwell.2008; تعد هذه النتيجة انعكاساً مباشراً لنجاح الدراسة في قياس مدى

تأثير جودة المعلومات على قرارات المستثمرين في السوق المصري

تفسر هذه النتيجة الإيجابية من منظور نظرية الإشارة في بيئة الأسواق الناشئة، التي غالباً ما تتسم بارتفاع عدم تماثل المعلومات وضعف حماية حقوق المساهمين الاقلية، حيث يعمل الإفصاح الطوعي والكافي عن ممارسة الحوكمة كإشارة موثوقة للمستثمرين حول التزام الشركة بالشفافية والمسائلة ، فعندما يزيد مستوى الإفصاح في الشركة عن آليات حوكمتها مثل (استقلالية مجلس الإدارة، وفعالية لجان المراجعة) فإنها تقلل بذلك من حالة عدم اليقين والمخاطر المدركة للمستثمر. هذا الانخفاض في المخاطر يترجم مباشرة إلى انخفاض في تكلفة رأس المال، مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للمنشأة.

تؤكد النتيجة أن السوق المصري أصبح أكثر كفاءة في استيعاب وتقييم المعلومات غير المالية. فالشركات التي تظهر التزاماً واضحاً بممارسات الحوكمة يتم مكافئتها بقيمة سوقية أعلى، مما يشجع الشركات الأخرى على تحسين مستوى إفصاحها وحوكمتها.

- أوضحت نتائج التحليل الإحصائي قبول الفرض الثالث للدراسة والذي ينص على وجود تأثير تفاعلي بين مستوى الإفصاح عن ممارسات الحوكمة والاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركات المدرجة في سوق المال المصري، حيث أوضحت نتائج الدراسة أن ممارسات حوكمة الشركات ساهمت في تعديل العلاقة السلبية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة الى علاقة طردية تسهم في زيادة قيمة المنشأة وذلك بمستوى معنوية أقل من ١٪، ومن ثم يمكن القول بأن حوكمة الشركات تسهم في تقييد الممارسات الادارية في طمح بناء الامبراطورية الادارية وتقييد توجهاتهم الاستثمارية والرقابة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية لتجنب الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل يحقق التوازن بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة وهو ما يتفق مع دراسة (Dittmar&Mahrt,2007;Zhang,2005;Zahedi& Aval,2015; Sumiati,2020;

Piot & Missioner,2007;Hassanein&Kokel,2019; Joudi & Didar ,2019;

Isshaq etal,2009) التي أكدت على الدور الكبير الذي تلعبه حوكمة الشركات في التخفيف

من حدة هذه العلاقة العكسية وهو ما يؤكد أن حوكمة الشركات بأبعادها الداخلية مثل استقلالية مجلس الإدارة وفعالية لجان المراجعة) والابعاد الخارجية مثل الالتزام بالإفصاح والشفافية لا يعد مجرد التزام شكلي، بل هي متغير اقتصادي يحد من السلوكيات الإنتهازية للمدراء. في الشركات ذات الحوكمة القوية، يتم ضمان رقابة مالية قويين هذا يدفع الغدارة إلى ترشيد قرارات الاحتفاظ

بالنقدية واستثمار الفائض بشكل يعظم القيمة، مما يرفع ثقة المستثمرين في كفاءة وشفافية الإدارة، وبالتالي دعم قيمة المنشأة.

وقد خلصت الباحثة من الإطار النظري إلى مجموعة من النقاط الرئيسية التالية :

- تعكس قيمة الشركة قدرتها على توفير عوائد مرضية لجميع أصحاب المصلحة بما في ذلك المساهمين والدائنين والموظفين والإداريين والحكومة وذلك في ظل وجود إدارة تركز على تعظيم القيمة وسيادة القانون.
- ان هدف تعظيم قيمة المنشأة يتحقق من خلال الاحتفاظ بمستوى نقدي أمثل، والالتزام بتطبيق آليات حوكمة الشركات .
- يترتب على الاحتفاظ بالنقدية عند المستوى الأمثل تحقيق منافع اقتصادية للشركة تفوق التكاليف المترتبة على قرار الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل للاحتفاظ بالنقدية، ومن ثم تعظيم قيمة الشركة .
- أن حوكمة الشركات أداة ضبط للسلوك الإداري في إدارة موارد المنشأة وخاصة النقدية، فكلما كانت هناك حوكمة قوية والزامية للشركات كلما تم الاحتفاظ بمستوى نقدي أمثل وقل السلوك الانتهازي الإداري للنقدية، وبالتالي يتم تقييم الشركة بدرجة أكبر من قبل المستثمرين وانه في ظل ضعف حوكمة الشركات، لن تؤثر الاحتفاظ بالنقدية بشكل إيجابي على قيمة المنشأة .

٧- التوصيات :

- يجب على مجالس الإدارة في الشركات غير المالية إعادة النظر في آليات تعويض المدراء، حيث يجب ربط التعويضات ليس فقط بتحقيق الأرباح المحاسبية، بل أيضاً بمقاييس تعظيم القيمة للمساهمين وبكفاءة إدارة الأصول النقدية لتشجيع سلوك يتوافق مع مصالح الملاك والحد من أي دافع للاحتفاظ المفرط بالنقدية .
- ضرورة منح لجان المراجعة سلطة واسعة ومستقلة لمراجعة دقيقة ومستمرة لسياسات إدارة النقدية والأسباب التي تقف وراء مستويات الاحتفاظ بها، لضمان استغلالها الأمثل .
- ضرورة تعزيز آليات حوكمة الشركات لتحسين إدارة النقد وزيادة قيمة الشركات الغير مالية المدرجة في البورصة المصرية.
- ضرورة الزام الشركات الغير مالية المدرجة في البورصة المصرية بتنفيذ آليات حوكمة الشركات بشكل قانوني حتى تتمكن الشركات من تحسين أدائها من ناحية وإعادة التوازن بين حقوق أصحاب المصلحة من ناحية أخرى .
- عمل مؤتمرات توعية للمستثمرين بالجوانب المختلفة للاستثمار وتعريفهم أكثر بأبعاد حوكمة الشركات وكيفية اختيار الشركة المناسبة للتأكد من حصولهم على عائد مضمون على استثماراتهم.
- يجب على الهيئات الرقابية غلزام الشركات بزيادة الإفصاح عن تفاصيل إدارة السيولة والنقدية ، وتبرير الفجوة بين مستوى النقدية الحالي والمستوى الأمثل وفقاً لنموذج النقدية الذي تتبناه الشركة، هذا الإفصاح التفصيلي سيعزز من الشفافية ويسهل على السوق محاسبة الإدارة.

-
-
- يجب ان تركز المراجعات الرقابية على فاعلية آليات الحوكمة وليس مجرد وجودها الشكلي، خاصة فيما يتعلق بالقرارات المالية الرئيسية مثل الاحتفاظ بالنقدية وتوجيه التدفقات النقدية .
 - يجب على المستثمرين والمحللين الماليين النظر إلى جودة الحوكمة كمتغير غير مالي حاسم عند تقييم الشركات. غن وجود حوكمة فعالة يمثل مؤشر على انخفاض مخاطر الوكالة، وبالتالي، يجب أن يترجم ذلك على علاوة سعرية في تقييم المنشأة.
 - عند تحليل القوائم المالية يجب النظر إلى مستويات الاحتفاظ بالنقدية التي تفوق الحدود المثلى كمتغير مخاطرة، يستدعي المزيد من التدقيق في سياسات الإنفاق الداخلي للشركة .

٨- مجالات الدراسة المقترحة :

- في ضوء ما توصلت إليه نتائج الدراسة يمكن اقتراح العديد من المجالات التي تمثل أساساً لدراسات مستقبلية والمتمثلة فيما يلي :
- اختبار أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين الربحية وقيمة المنشأة .
- دراسة الأثر التفاعلي بين حقوق الملكية والرافعة المالية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة دراسة تطبيقية على السوق المالي المصري.
- أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح والاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة .
- دراسة التأثير المشترك بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية على أداء الشركة دراسة تطبيقية على السوق المالي المصري.
- دراسة تأثير استخدام الذكاء الصناعي في تطبيق حوكمة الشركات .
- دراسة تأثير ممارسات الاستدامة على قرارات الاحتفاظ بالنقدية وجذب الاستثمارات.
- دراسة أثر هيكل الملكية المؤسسية (مثل ملكية الدولة، والملكية العائلية، والملكية الأجنبية) على آليات حوكمة الشركات وقرارات الاحتفاظ بالنقدية .
- دراسة أثر الحوكمة الرقمية والامن السيبراني في تحسين سمعة الشركات وزيادة قيمتها .

المراجع :

المراجع العربية :

١. الدليل المصري لحوكمة الشركات، قرار الهيئة العامة للرقابة المالية، مركز المديرين المصري بالهيئة العامة للرقابة المالية، رقم (٨٤)، ٢٠١٦م.
٢. الداعور، جبر إبراهيم، الحوراني و علاء محمد، (٢٠١٩)، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. Journal of Al-Azhar University (Gaza Humanities)، ٢١(١)، ١٢.
٣. الهيئة العامة للرقابة المالية. (٢٠١٧). قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم ٦١ لسنة ٢٠١٧ بشأن إجراءات تعزيز حماية حسابات المتعاملين مع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية. الوقائع المصرية، العدد ١١٢.
٤. علي المرسي شوشة، أ.، أمير، نورالدين سيد، & محمد. (٢٠٢٠). الأثر التفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، ١(العدد الأول)، ٢٨٩-٣١٨.
٥. رفيق محمد يوسف، مها. (٢٠١٩). دور إدارة المخاطر المالية في تعظيم قيمة الشركات المساهمة بسوق رأس المال بجمهورية مصر العربية. Journal of South Valley University for Environmental Researches، ٢(١)، ١٥-١٥.
٦. علي فهمي، هايدي & يوسف هاشم، هبة. (٢٠٢٤). الحوكمة الرشيدة والتنمية الاقتصادية : الفرص والتحديات (دراسة حالة للتجربة المصرية خلال الفترة ٢٠٠٢ - ٢٠٢٢). المجلة الدولية للسياسة العامة في مصر، مجلد (٣) العدد (٢)، ٢٨١٢-٤٧٦٦.
٧. عمر، رانيا علي عقيلي، الأشقر، & عيد كارم أحمد عبد الحميد. (٢٠٢٥). أثر العلاقة التفاعلية بين تطبيق تقنيات الذكاء الاصطناعي ورأس المال الفكري على قيمة المنشأة. مجلة البحوث المحاسبية، ١٢(١)، ٥١٨-٥٧٧.

References:

1. Abdullah, H., & Valentine, B. (2009). Fundamental & ethics theories of corporate governance. *Middle Eastern Finance & Economics*, 4(4), 88-96.
2. Aghdam, P. M., & Mohammadzadeh, A. (2016). Study the Effect of Operating Cash Flow on the Time Structure of Debts. *Journal of Management & Accounting Studies*, 4(03), 37-43.
3. Al-ahdal, W. M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. I., & Farhan, N. H. (2020). The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation. *Research in International Business and Finance*, 51, 101083.

4. Al-Najjar, B., & Clark, E. (2017), Corporate Governance and Cash Holdings in MENA: Evidence from Internal and External Governance Practices, *International Business & Finance*, Vol.39, PP: 1-12.
5. Al-Najjar, B., & Belghitar, Y. (2011). Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis. *Managerial and decision Economics*, 32(4), 231-241.
6. Asante-Darko, D., Adu Bonsu, B., Famiyeh, S., Kwarteng, A., & Goka, Y. (2018). Governance structures, cash holdings and firm value on the Ghana Stock Exchange. Corporate Governance: *The international journal of business in society*, 18(4), 671-685.
7. Alzoubi, T. (2019). Firm's life cycle stage & cash holding decisions. *Academy of Accounting & Financial Studies Journal*, 23(1), 1-8.
8. Argyres, N. S., & Liebeskind, J. P. (1999). Contractual commitments, bargaining power, & governance inseparability: Incorporating history into transaction cost theory. *Academy of management review*, 24(1), 49-63.
9. Aslam, E., Kalim, R., & Fizza, S, (2019), Do Cash Holding and Corporate Governance Structure Matter for the Performance of Firms? Evidence From KMI 30-and KSE 100-indexed Firms in Pakistan, *Global Business Review*, Vol.20, No.2, PP: 313-330.
10. Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M, (2011), Corporate Governance and Firm Value: International Evidence, *Journal of Empirical Finance*, Vol.18, No.1, PP: 36-55.
11. Bhagat, S., & Black, B, (1999), The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance, *The Business Lawyer*, PP: 921-963.
12. Butt, U. (2019). Testing the Static Trade-Off Theory of Capital Structure: A Corporate Governance Perspective. *Theoretical Economics Letters*, 9(7), 2236-2261.
13. Belghitar, Y., & Khan, J, (2013), Governance Mechanisms, Investment Opportunity Set and SMEs Cash Holdings, *Small Business Economics*, Vol.40, No.1, PP: 59-72.
14. Cadbury, A. (1992). Report of the committee on the financial aspects of corporate governance (Vol. 1). London : *Gee & Ltd. Printed in Great Britain by Burgess Science Press*.
15. Cao, L., & Chen, C. (2014). Corporate Cash Holdings and Firm Value -Evidence from Chinese Industrial Market. <https://doi.org/10.1124/mol.106.032185>.

-
-
16. Cheryta, A. M., Moeljadi, M., & Indrawati, N. K., (2018), Leverage, asymmetric information, firm value, and cash holdings in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.22, No.1, PP:83-93.
 17. Chen, Y. R., (2008), Corporate Governance and Cash Holdings: Listed New Economy Versus Old Economy Firms, Corporate Governance: *An International Review*, Vol.16, No.5, PP: 430-442.
 18. Chen, K. C., Chen, Z., & Wei, K. J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, & the cost of equity capital. *Journal of corporate finance*, 15(3), 273-289.
 19. Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging markets review*, 15, 1-33.
 20. Dittmar, Amy, Jan Mahrt-Smith, and Henri Servaes, (2003) .International corporate governanceand corporate cash holdings,*Journal of Financial and Quantitative Analysis*,38, 11–134.
 21. Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*, Vol.83, No. 3, PP:599-634.
 22. D'Mello, R., Krishnaswami, S., & Larkin, P. J. (2008). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from spin-offs. *Journal of Banking & Finance*, 32(7), 1209-1220.
 23. Florackis, C., & Ozkan, A. (2009). The impact of managerial entrenchment on agency costs: An empirical investigation using UK panel data. *European Financial Management*, 15(3), 497-528.
 24. Farrar, J. H. (1999). A brief thematic history of corporate governance. *Bond L. Rev.*, 11,i.
 25. Garay, U., & González, M. (2008). Corporate governance and firm value: The case of Venezuela. Corporate governance: *An international review*, 16(3), 194-209.
 26. Harbula, P. (2001). The free cash-flow theory versus financial constraints, investments, corporate governance and soft budgeting problems. *Acta oeconomica*, 51(4), 489-512.
 27. Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of financial economics*, Vol. 87,No. 3, PP: 535-555.
 28. Hassouna, D., & Ouda, H. (2017). A suggested measure for the quality of corporate governance in Egypt. *Corporate Ownership & Control*, 15(1), 52-64.

-
-
29. Hassanein, A., & Kokel, A. (2019). Corporate cash hoarding & corporate governance mechanisms: evidence from Borsa Istanbul. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 1-18.
 30. Hsu, C. C. (2007). The influence of dimensions of corporate governance on firm values using an applied structural equation model. *Journal of American Academy of Business*, 11(1), 204-213.
 31. Hussainey, K. & Aljifri, K. (2012), "Corporate governance mechanisms & capital structure in UAE", *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 13 No. 2, pp. 145-160.
 32. Ibrahim, A. E. A., Abdelfattah, T., & Hussainey, K. (2020). Artificial & real income smoothing around corporate governance reforms: further evidence from Egypt. *Journal of Applied Accounting Research*.
 33. Isshaq, Zangina. 2009. "Corporate Governance, ownership structure, cash holding, and firm value on the Ghana stock Exchange". *The Journal of Risk Finance*, Vol.10, No.5, PP: 488-499.
 34. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs & ownership structure. *Journal of financial economics* 3(4), 305-360.
 35. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, & takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
 36. Jensen, M. C. (1987, October). The free cash flow theory of takeovers: A financial perspective on mergers & acquisitions & the economy. *In Proceedings of a conference sponsored by Federal Reserve Bank of Boston* (pp. 102-143).
 37. Joudi, S., Mansourfar, G., & Didar, H. (2019). Internal and External Corporate Governance Quality, Information Asymmetry and Cash Holdings: Increase or Decrease in the Firm Value. *Accounting and Auditing Review*, Vol.26, No.1, PP:39-64.
 38. Kusnadi, Y. (2011). Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(5), 554-570.
 39. Lambert, R. A. (2001). Contracting theory and accounting. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), 3-87.
 40. Lestari, T., & Hanifah, I. A. (2020). How Corporate Governance and Cash Holdings Affect Earnings Quality and Firm Value. *Trikonomika*, Vol.19, No. 1, PP:16-21.

-
-
41. Lee, K. W., & Lee, C. F. (2009). Cash holdings, corporate governance structure and firm valuation. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 12(03), 475-508.
 42. Lestari, T., & Hanifah, I. A. (2020). How Corporate Governance and Cash Holdings Affect Earnings Quality and Firm Value. *Trikonomika*, Vol.19, No. 1, PP:16-21.
 43. Li, Z., Liao, G., & Albitar, K. (2020). Does corporate environmental responsibility engagement affect firm value? The mediating role of corporate innovation. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1045-1055.
 44. Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, Vol.45, No.2, PP: 161-170.
 45. Naciti, V., Cesaroni, F., & Pulejo, L. (2021). Corporate governance and sustainability: a review of the existing literature. *Journal of Management and Governance*, 1-20.
 46. Nisasmara, P. W., & Musdholifah, M. (2016). Cash holding, good corporate governance & firm value. *JDM (Jurnal Dinamika Manajemen)*, 7(2), 117-128.
 47. Nugroho, W. C., & Agustia, D. (2018). Corporate governance, tax avoidance, & firm value. *AFEBI Accounting Review*, 2(02).
 48. Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, Vol.52, No. 1, PP: 3-46.
 49. O'Brien, J., & Sasson, A. (2017). A contingency theory of entrepreneurial debt governance. *Journal of Business Research*, 81, 118-129.
 50. Pinkowitz, L., Stulz, R. & Williamson, R. (2006), "Does the contribution of corporate cash holdings & dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis", *Journal of Finance*, Vol. 61 No. 6, pp. 2725-51.
 51. Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics & Management*, 16(2), 445-466.
 52. Shah, A. (2011). The corporate cash holdings: Determinants and implications. *African journal of business management*, 5(34), 12939-12950.

-
-
53. Shah, I.A., Shah, S.Z.A., Nouman, M., Khan, F.U., Badulescu, D. and Cismas, L.M. (2021), "Corporate governance and cash holding: new insights from concentrated and competitive industries", *Sustainability*, Vol. 13 No. 9, p. 4816.
 54. Shen, M. J., Hsu, C. C., & Chen, M. C. (2006). A Study of Ownership Structures and Firm Values Under Corporate Governance—The Case of Listed and OTC Companies in Taiwan's Finance Industry. *Journal of American Academy of Business*, Vol. 8, No. 1, PP: 184-191.
 55. Sumiati, S. (2020). Effect of Cash Holding on Firm Value With Ownership Structure As a Moderating Variable in Indonesia Company. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 18(1), 122-129.
 56. Uyar, A., & Kuzey, C. (2014). Determinants of corporate cash holdings: evidence from the emerging market of Turkey. *Applied Economics*, 46(9), 1035-1048.
 57. Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance & the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.
 58. McClellan, P. L., & O'Brien, J. P. (2011). Transaction cost economics & corporate governance: *The case of CEO age & financial stake. Managerial & Decision Economics*, 32(3), 141-158.
 59. Zahedi, J., Talebi, E., & Aval, S. L. (2015). Ownership Concentration, Cash Holding and Firm Value. *International Journal of Management, Accounting and Economics*, Vol. 2, No. 8, PP: 902-912.
 60. Zhang, R. (2005). The effects of firm- and country-level governance mechanisms on dividend policy, cash holdings, and firm value: A cross country study. *In Working paper*.