

# محددات العلاقة غير الخطية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركات غير المالية من منظور محاسبى "دراسة تجريبية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية"

محمود موسى عبدالعال  
مدرس بقسم المحاسبة والمراجعة  
كلية التجارة- جامعة الإسكندرية

ملخص:

استهدف البحث الحالى دراسة واختبار طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة، فى محاولة للتعرف على محددات تلك العلاقة والعوامل المفسرة لتباين النتائج فى هذا الصدد، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٧٠ مشاهدة من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من (٢٠١٨-٢٠١٩). واستناداً لمفاهيم العديد من النظريات والدوافع، منها: نظرية الوكالة ونظرية المفاضلة. قدمت نتائج البحث أدلة عملية هامة؛ لعل من أهمها: وجود علاقة غير خطية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة مقاساً بمعدل العائد على الأصول (ROA)، يترتب عليها وجود مستوى أمثل لأرصدة النقدية الواجب الاحتفاظ بها؛ حدد فى ضوء نتائج اختبار الدالة التريبيعية بنسبة ٤٩% من إجمالى أصول الشركة. كما أكدت نتائج الدراسة على وجود علاقة إيجابية معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة، وأن هذه العلاقة تظهر بصورة أقوى فى الشركات التى تتصف بزيادة جودة كلٍ من الأرباح المحاسبية وحوكمة الشركات. كما تناول البحث تحليلاً إضافياً جاءت نتائجه لتشير إلى أن محددات الاحتفاظ بالنقدية فى بيئة الأعمال المصرية تشمل كلاً من: الأداء المالى، والرفع المالى، والتدفقات النقدية التشغيلية؛ وكل منها يؤثر إيجاباً على الاحتفاظ بالنقدية، فى حين أن جودة الأرباح المحاسبية ورأس المال العامل يؤثران سلباً على الاحتفاظ بالنقدية.

الكلمات الإفتتاحية: الاحتفاظ بالنقدية - الأداء المالى - جودة الأرباح المحاسبية - جودة حوكمة الشركات.

## **Abstract:**

**This research aimed to study the relationship between cash holding and the firm financial performance, in an attempt to identify the determinants of this relationship, and the factors which explaining the difference in results in this area. By applying regression models on a sample of 170 observation from firms listed in the Egyptian Stock Exchange during the period (2018–2019). Based on many theories and motives, including: agency theory and the trade–off theory. The results of this research provided important practical evidence; perhaps the most important of these results is the presence of a non–linear relationship between cash holding and firm financial performance (ROA), which results an optimal level of cash to be kept; 49% of the total assets. Also, the results of this research confirmed the existence of a positive relationship between cash holding and the firm financial performance, and this relationship appears more strong in firms which characterized by an increase of earning quality and corporate governance. The research also examined additional analysis whose results came to indicate that the determinants of cash holding in the Egyptian environment include: financial performance, leverage, and operational cash flows; each of them positively effects on cash holding, while the earning quality and working capital effect negatively on cash holding.**

**Key words: Cash holding – Financial performance – Earning quality – Corporate governance quality.**

## ١- مقدمة

تُعتبر السيولة واحدة من أهم الأمور التي يهتم بها مستخدمو القوائم المالية؛ فهي تعكس مدى قدرة الشركة على سداد التزاماتها واحتياجاتها التشغيلية في المواعيد المحددة. وتتوقف السيولة في أي شركة على قيمة النقدية المحتفظ بها (Cash holding). بالإضافة لذلك تمثل النقدية وما في حكمها أحد أهم عناصر الأصول بالشركة فهي قد تمثل ما يقرب من ٢٠% من إجمالي أصول الشركة (Bates et al., 2009)، وفي نفس الوقت هي أكثر أصول الشركة تعرضاً للمخاطر. ورغم تعدد منافع الاحتفاظ بالنقدية والتي من أهمها: تخفيض مخاطر السيولة وتخفيض تكاليف المعاملات، إلا أن احتفاظ الشركة بنقدية أكثر من اللازم قد يترتب عليه فقدان فرص استثمارية مربحة قد تؤثر سلباً على ربحية الشركة في الأجلين القصير والطويل. ومن ثمّ فالتعرف على محددات ونتائج الاحتفاظ بالنقدية أصبح محوراً هاماً في كثير من البحوث المحاسبية (e.g. Bick et al., 2018; Xu and Li, 2018).

وقد تبلورت محددات الاحتفاظ بالنقدية في عدة محاور رئيسية، أهمها وأكثرها اختصاراً من قبل الدراسات السابقة؛ ما يرتبط بالخصائص المالية والتشغيلية للشركة، كذلك التي تعبر عن حجم الشركة وأدائها المالي والتشغيلي والقيود المالية ومعدلات النمو (Opler et al., 1999; Guizani, 2017)؛ بل، (e.g. ٢٠١٧). في حين أكدت مجموعة أخرى من الدراسات على أن محددات الاحتفاظ بالنقدية لا تقتصر فقط على الخصائص التشغيلية للشركة بل تمتد لتشمل خصائص الإدارة ممثلة في: الجنس والعمر والخبرة والفصل بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي كأحد الآليات التي تعكس مدى فاعلية حوكمة الشركات (e.g. Boubaker et al., 2013; Sheikh and Khan, 2015).

واستهدفت مجموعة أخرى من الدراسات البحث في دوافع الاحتفاظ بالنقدية استناداً إلى العديد من النظريات، أهمها: نظرية الوكالة (Agency Theory) ونظرية التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow Theory) ونظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل (Pecking Order Theory)، وفي ضوء تلك النظريات تم اختبار العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية من ناحية وقيمة الشركة وأدائها المالي من ناحية أخرى. وبالرغم من ذلك؛ لم تتوصل الدراسات لنتائج مؤكدة في هذا الصدد. فالبعض أكد على وجود علاقة إيجابية معنوية بينهما (e.g. Adjei, 2013; Chang et al., 2017)، في حين أكدت دراسات أخرى على عدم وجود علاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي (e.g. Isshaq et al., 2009)، بل وجد البعض علاقة سلبية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة وأدائها المالي والتشغيلي (Nguyen et al., 2016؛ مليجي، ٢٠١٨).

وتناولت مجموعة أخرى من الدراسات اتجاهًا بحثيًا آخر، هدفه الأساسي تحديد المستوى الأمثل للنقدية الواجب الاحتفاظ بها والذي عنده يتم تعظيم منفعة الاحتفاظ بالنقدية (e.g. Mikkelsen and Partch, 2003; Louis et al., 2012)، مستنديين في ذلك إلى نظرية المفاضلة (Trade-off Theory) ومفادها ضرورة تحقيق التوازن بين منافع وتكاليف الاحتفاظ بالنقدية، وبالتالي فالانحراف عن المستوى الأمثل يؤثر سلباً على منفعة الاحتفاظ بالنقدية. ويؤكد ذلك ما توصلت إليه بعض الدراسات

بشأن العلاقة غير الخطية بين الاحتفاظ بالنقدية من ناحية وقيمة الشركة وأدائها المالي أو التشغيلي من ناحية أخرى (e.g. Martines-Sola et al., 2013; Thanh, 2019).

وفي ضوء ما سبق يهدف البحث الحالي إلى: اختبار طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، بالإضافة إلى تقديم وصف لبعض الخصائص والمحددات المحاسبية التي تحكم وتفسر العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي، وبصورة تمكن من تقديم تفسيرات للنتائج المتباينة في هذا الصدد. ومن ثمّ تتلخص مشكلة البحث في الإجابة على التساؤلات البحثية التالية:

- ما هي طبيعة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة؟
- ما هو المستوى الأمثل لأرصدة النقدية الواجب الاحتفاظ بها؟
- هل تؤثر جودة الأرباح المحاسبية في العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة؟
- هل تؤثر جودة حوكمة الشركة في العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة؟

ويستمد البحث أهميته لأنه يحاول تقديم وصف لطبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة، وفي ضوء ذلك يمكننا تحديد المستوى الأمثل لأرصدة النقدية الواجب الاحتفاظ والتي تعظم من منفعة الاحتفاظ بالنقدية (Cash Holding Value). ويقدم تفسيرات للنتائج المتباينة بشأن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة في ضوء مجموعة مختلفة من النظريات والدوافع. ومن أهم دوافع البحث أن أغلب الدراسات التي تمت في البيئة المصرية اقتصر على تناول محددات ونتائج الاحتفاظ بالنقدية وتوصلت إلى نتائج متباينة في هذا الصدد، وبالتالي فالوصول إلى بعض المتغيرات التي تحكم وتؤثر في العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة يعد محور اهتمام البحث الحالي. إذ يسعى الباحث إلى تحديد العوامل التي تعكس قدرة الشركة على الوصول إلى المستوى الأمثل للنقدية المحتفظ بها. ومن المتوقع أن يصل البحث لنتائج هامة حول طبيعة العلاقة بين أربعة متغيرات لها قيمة معلوماتية وتؤثر في سلوك متخذ القرار واتجاهاته، وهي: الأداء المالي للشركة، ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وجودة الأرباح المحاسبية، وجودة حوكمة الشركات.

وحتى يتم تحقيق أهداف البحث والإجابة على تساؤلاته، سيتم تنظيم المتبقي من البحث ليشمل في القسم الثاني منه: الاحتفاظ بالنقدية، حيث يستعرض الباحث المفاهيم والنظريات والدوافع التي تحكم العلاقة بين متغيرات البحث، بالإضافة إلى استقراء الدراسات السابقة ذات الصلة تمهيداً لاشتقاق فروض البحث. بينما يتناول القسم الثالث: منهجية البحث، ومن خلاله يقدم الباحث وصف لمجتمع وعينة الدراسة، بالإضافة إلى النماذج الاحصائية المستخدمة، وكيفية قياس المتغيرات، والاحصاءات الوصفية. وقد خصص القسم الرابع من البحث لاختبار فروض البحث عملياً. وأخيراً يتناول القسم الخامس والأخير من البحث ملخصاً لأهم نتائج البحث وحدوده وتوصياته ومجالات البحوث المستقبلية.

## ٢- الاحتفاظ بالنقدية من منظور محاسبي: (المفاهيم والنظريات والمنافع المتوقعة)

في ضوء معايير المحاسبة المصرية، وتحديداً معيار المحاسبة المصرى رقم (٤)، تشمل النقدية وما فى حكمها كلٍ من: النقدية بالصندوق والودائع تحت الطلب بالإضافة إلى الاستثمارات قصيرة الأجل عالية السيولة والتي يمكن تحويلها بسهولة إلى نقدية ويكون خطر التعرض للتغير فى قيمتها ضئيلاً. وتعتبر النقدية من أهم عناصر الأصول بالشركة؛ فهى أكثر الأصول المتداولة سيولة وأقلها ربحية، وهى تمثل نسبة كبيرة من إجمالى أصول الشركة، فقد تصل نسبة النقدية المحتفظ بها إلى ما يقرب من ٢٠% من إجمالى أصول الشركة (Bates et al., 2009; Nikolov and Whited, 2014). وفى الوقت نفسه يعتبر حساب النقدية من أكثر الحسابات خطورة، فهو يرتبط بالكثير من المعاملات التى تقوم بها الشركة وبالتالي يحظى باهتمام العديد من مستخدمى القوائم المالية وبصفة خاصة الملاك والدائنين. وبذلك يعتبر قرار الاحتفاظ بالنقدية من القرارات الاستراتيجية الهامة والمؤثرة فى أداء الشركة.

وقد تبلورت محددات الاحتفاظ بالنقدية فى ثلاثة محاور رئيسية، وهى: الخصائص التشغيلية للشركة، وآليات حوكمة الشركات، وجودة التقارير المالية. حيث توصلت نتائج دراسات عدة إلى أن حجم النقدية المحتفظ بها يتحدد فى ضوء العديد من المتغيرات التى تعكس الخصائص المالية والتشغيلية للشركة، منها: الحجم، والرفع المالى، وحجم الإنفاق الاستثمارى، والتوزيعات، والأرباح (Opler et al., 1999; Guizani, 2017; بلال، ٢٠١٧، e.g.). فى حين أكدت دراسات عدة على أن محددات الاحتفاظ بالنقدية لا تقتصر فقط على الخصائص التشغيلية والمالية للشركة؛ بل تمتد أيضاً لتشمل خصائص الإدارة ممثلة فى: الجنس والعمر والخبرة والفصل بين وظيفتى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذى كأحد الآليات التى تعكس مدى فاعلية حوكمة الشركات (e.g. Sheikh and Khan, 2015; Sheikh and Khan, 2016; Xu et al., 2019)

وبخصوص آليات حوكمة الشركات، جاءت نتائج دراسة Dittmar and Mahrt-Smith (2007) لتؤكد على أن الشركات التى تتصف بضعف آليات حوكمة الشركات تحتفظ بقدر أكبر من النقدية. وتوصلت دراسة مليجى (٢٠١٨) لنتيجة مماثلة، وبما يفيد وجود علاقة سلبية بين جودة آليات حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية. وتناولت دراسة (Akhter et al, 2019) أثر أنماط الملكية على الاحتفاظ بالنقدية، وأكدت نتائج الدراسة على أن أنماط الملكية التى يمكن من خلالها تحقيق التوافق بين مصالح الإدارة والملاك ومنها: (الملكية الإدارية والمؤسسية والعائلية) تؤثر سلباً على الاحتفاظ بالنقدية، حيث تتجه الإدارة إلى استغلال الأصول النقدية بصورة مثلى وعدم الاحتفاظ بأرصدة نقدية أزيد من اللازم بهدف تحقيق منافع خاصة. وبالتالي يمكن القول، بأن الممارسات الجيدة لحوكمة الشركات لها دوراً هاماً فى الحد من مشاكل الوكالة وبصفة خاصة ما يرتبط منها بمخاطر التخلخل الأخلاقى.

وأخيراً أكدت نتائج مجموعة أخرى من البحوث على أن جودة المعلومات والتقارير المالية أحد محددات الاحتفاظ بالنقدية، إذ أكدت معظم البحوث على أن الشركات التى تعاني من انخفاض جودة

المعلومات المحاسبية تحتفظ بالنقدية بصورة أكبر من غيرها من الشركات؛ ومبررهم لذلك أن مشاكل الوكالة تظهر بسبب زيادة عدم تماثل المعلومات؛ وبالتالي تزداد احتمالات ارتفاع تكلفة التمويل الخارجى وبالتالي قد تتجه الإدارة إلى الإحتفاظ بمستويات أكبر من النقدية لتجنب العجز أو عدم القدرة على تمويل الاستثمارات المستقبلية ( Sun et al., 2012; Greiner, 2017; Bick et al., 2018; Farinha et al., 2018; Mansali et al., 2019). وعلى صعيد آخر يعكس عدم تماثل المعلومات صورة سلبية للإدارة تجاه أصحاب المصالح؛ وبالتالي تسعى الإدارة لتعويض ذلك من خلال تحسين المركز المالى النقدى للشركة من خلال الإحتفاظ بمستويات أكبر من النقدية؛ وبالتالي زيادة ثقة أصحاب المصالح فى الشركة وإدارتها (Farinha et al., 2018).

ويخلص الباحث مما سبق إلى وجود عامل مشترك فى البحوث التى تناولت كلاً من جودة حوكمة الشركات وجودة التقارير المالية كمحددات للاحتفاظ بالنقدية؛ إلا وهو مشاكل الوكالة؛ فزيادة جودة حوكمة الشركات أحد سبل الحد من مشكلة الاختيار المعاكس كأحد مشاكل الوكالة ذات الصلة بالقرارات الإدارية ومنها قرار الاحتفاظ بالنقدية. بالإضافة لذلك فزيادة جودة التقارير المالية تكون انعكاساً للحد من مشكلة التخلخل الأخلاقى ذات الصلة بعدم تماثل المعلومات كأحد مشاكل الوكالة أيضاً. وبالتالي تقدم نظرية الوكالة ودوافعها المختلفة تفسيرات ملائمة للبحوث التى تناولت محددات الاحتفاظ بالنقدية.

وبالرغم من تعدد الدراسات التى تناولت محددات الاحتفاظ بالنقدية، إلا أن الدراسات التى تناولت تبعات ونتائج الاحتفاظ بالنقدية تبدو قليلة نسبياً، وبصفة خاصة الدراسات التى تناولت العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة، فهذه العلاقة ما يزال يشوبها الكثير من الغموض والتباين مرده إلى المفاضلة والقدرة على تحقيق التوازن بين منافع وتكاليف الاحتفاظ بالنقدية. وهو ما يتعرض له الباحث بشئ من التفصيل فى الفرعية التالية.

## (٢-١) دوافع الاحتفاظ بالنقدية: الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى

بصفة عامة تُعرف الأصول على أنها: "موارد تسيطر عليها الشركة نتيجة لأحداث ماضية، ومن المتوقع أن تتدفق منها منافع إقتصادية مستقبلية" (معايير المحاسبة المصرية، ٢٠١٥). واستناداً إلى المنظور الموجه بالموارد (Resource Based View) والذى يدور جوهره الاساسى حول البحث عن واستغلال الموارد المتاحة بالطريقة التى تعظم من قيمة الشركة وتُحسن أداءها المالى؛ فمن المفترض أن تحقق الشركة منافع مالية جراء الاحتفاظ بالنقدية كونها أحد أهم موارد الشركة الإقتصادية، ولذلك يكون الاحتفاظ بالنقدية محكوماً بالعديد من الدوافع، يتمثل مردودها النهائى فى تحسين الأداء المالى للشركة. وقدمت الدراسات السابقة ( e.g. Opler et al., 1999; Nguyen et al., 2016; Bick et al., 2018) ثلاثة دوافع أساسية للاحتفاظ بالنقدية.

أولهما: دافع المعاملات (Transaction Motive)، وبموجبه يكون الاحتفاظ بالنقدية بدافع توفير السيولة اللازمة لسداد احتياجات الشركة التشغيلية والاستثمارية، حيث تستطيع الشركة الاستفادة من

الفرص الاستثمارية الجيدة والمعاملات التجارية المربحة (السيد، ٢٠١٨). وبالتالي تتجنب الشركة تكاليف التمويل المرتفعة وكذلك التكاليف المرتبطة بتحويل أصول الشركة إلى أصول نقدية، وبالتالي تتحقق منافع الاحتفاظ بالنقدية من خلال تخفيض تكاليف المعاملات.

**وثانيهما: دافع التحوط (Precautionary Motive)،** وبموجبه يتم الاحتفاظ بالنقدية بهدف تجنب مخاطر التقلبات غير العادية سواء كانت مرتبطة بالأنشطة التشغيلية أو التمويلية. حيث تستطيع الشركة استخدام النقدية المحتفظ بها في تمويل أنشطتها المختلفة في ظل عدم توافر بدائل أخرى للتمويل أو ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، بالإضافة لذلك تضيف النقدية المحتفظ بها قيمة للشركة؛ فهي تساعد في مواجهة ظروف وحالات عدم التأكد، ومواجهة الأزمات المالية الخارجية، وتحسين التصنيف الائتماني للشركة، وتخفيض مخاطر التعرض للإفلاس، وبالتالي تتحقق منافع الاحتفاظ بالنقدية مرة أخرى من خلال تخفيض تكلفة التمويل.

**وثالثهما: دافع الإشارة (Signal Motive)،** حيث تتجه الإدارة إلى الحد من التأثيرات السلبية لمشكلة عدم تماثل المعلومات من خلال تقديم إشارات إيجابية للمستثمرين من خلال الاعلان عن خطط لتوزيعات الأرباح (Thanh, 2019)، والإفصاح على مركز نقدي قوى، وكلاهما يتطلب الاحتفاظ بأرصدة نقدية كبيرة، وبالتالي تتجنب الشركة أيضًا ارتفاع تكلفة التمويل. بالإضافة لذلك تقديم إشارات للمستثمرين من خلال مركز نقدي قوى سينعكس إيجابًا على قيمة الشركة وأسعار أسهمها في سوق الأوراق المالية.

وقد استندت العديد من البحوث والدراسات للدوافع السابقة، وأكدت وجود علاقة إيجابية معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة. منها دراسة (Adjei (2013) والتي جاءت نتائجها لتؤكد على أن الشركات التي كانت تحتفظ بقدر أكبر من النقدية لم يتأثر أداؤها بصورة كبيرة في فترة الأزمة المالية مقارنة بغيرها من الشركات. وبالمثل أكدت دراسة (Chang et al. (2017) على التقييم الإيجابي لسوق الأوراق المالية للشركات التي تحتفظ بقدر أكبر من النقدية في فترة الأزمة المالية العالمية. وتوصلت دراسة (Anagnostopoulou (2013) إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يرتبط إيجابيًا بالأداء المالي للشركة في الفترات المستقبلية. وبالتطبيق على عينة من شركات التأمين توصلت دراسة (Amahalu and Beatrice (2017) إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة، وجاءت دراسة (Iftikhar (2017) بنتيجة مماثلة بالنسبة لعينة من الشركات غير المالية الباكستانية. وبالمثل أكدت دراسة (La Rocca et al. (2019) على وجود علاقة إيجابية معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية ومعدل العائد على الأصول بالتطبيق على عينة كبيرة من الشركات الأوربية الصغيرة والمتوسطة. وأكدت دراسة (La Rocca and Cambrea, (2019) على وجود علاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية ومعدل العائد على الأصول وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الإيطالية. كما أكدت دراسة (Abushammal and Sulaiman (2014) على وجود علاقة إيجابية معنوية بين

الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية العمانى خلال الفترة من عام ٢٠٠٠ إلى ٢٠١١.

وعلى خلاف ما سبق، وفى ضوء مفاهيم **نظرية الوكالة** ظهرت العديد من المشاكل مردها فى المقام الأول للتعارض فى المصالح الناتج عن انفصال الملكية عن الإدارة، ورغبة الإدارة فى تحقيق منافع خاصة؛ فقد يتخذ المديرون من القرارات ما يضر بمصالح الملاك (مشكلة الاختيار المعاكس)، أو يتراجعوا عن القيام عن القيام بمهام قد تكون فى مصلحة الشركة مستقبلاً رغبة فى تحقيق منافع خاصة فى الأجل القصير، أو اختيار البدائل التى تؤثر سلباً على أداء الشركة (مشكلة التخلخل الأخلاقى). وبالتالي فإن قرار الاحتفاظ بالنقدية قد يكون نتيجة لأحد مشاكل الوكالة أو لاختفاء بعض مشاكلها (Mansali et al., 2019). وفى ضوء مفاهيم **نظرية التدفق النقدى الحر** ( Free cash flow theory) فإن دوافع الإدارة للاحتفاظ بالنقدية تتمثل فى تحقيق منافع خاصة أيضاً؛ من خلال إتاحة مرونة أكثر للإدارة للسيطرة على أكبر قدر من أصول الشركة، وبغض النظر عن تأثير ذلك سلباً على قدرة الشركة على تحقيق الاستغلال الأمثل للموارد (Guizani, 2017). إذ يرتبط ذلك بارتفاع تكلفة الفرصة البديلة للأرصدة النقدية السائلة وغير المستثمرة (AL-Najjar, 2013).

وفى ضوء ما سبق الإشارة إليه من دوافع؛ أكدت نتائج مجموعة أخرى من الدراسات على وجود علاقة سلبية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة. مستندين فى ذلك إلى فرضية أساسية مفادها عدم قدرة الإدارة على تحقيق الاستغلال الأمثل للموارد النقدية المتاحة؛ سواء كان ذلك عن عمد بهدف تحقيق مصالح شخصية، أو عن غير عمد بصورة تعكس عدم قدرة الإدارة على تحديد المستوى الأمثل للنقدية الواجب الإحتفاظ بها. منها دراسة (Isshaq et al. (2009) التى أكدت على أن الاحتفاظ بالنقدية ليس له أى تأثير على أسعار الأسهم، ودراسة (Nguyen et al. (2016) التى توصلت إلى وجود علاقة سلبية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة. وبخصوص بيئة الأعمال المصرية فقد أكدت دراسة مليجى (٢٠١٨) على وجود علاقة سلبية معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة (Tobin's) وأدائها المالى (ROA)، وبرر الباحث ذلك بأن تراكم الأرصدة النقدية يرتبط بزيادة مشاكل الوكالة. وأكدت ذلك مؤخراً دراسة (Majid et al. (2019) بشأن وجود علاقة سلبية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة بالتطبيق على عينة من الشركات الإندونيسية.

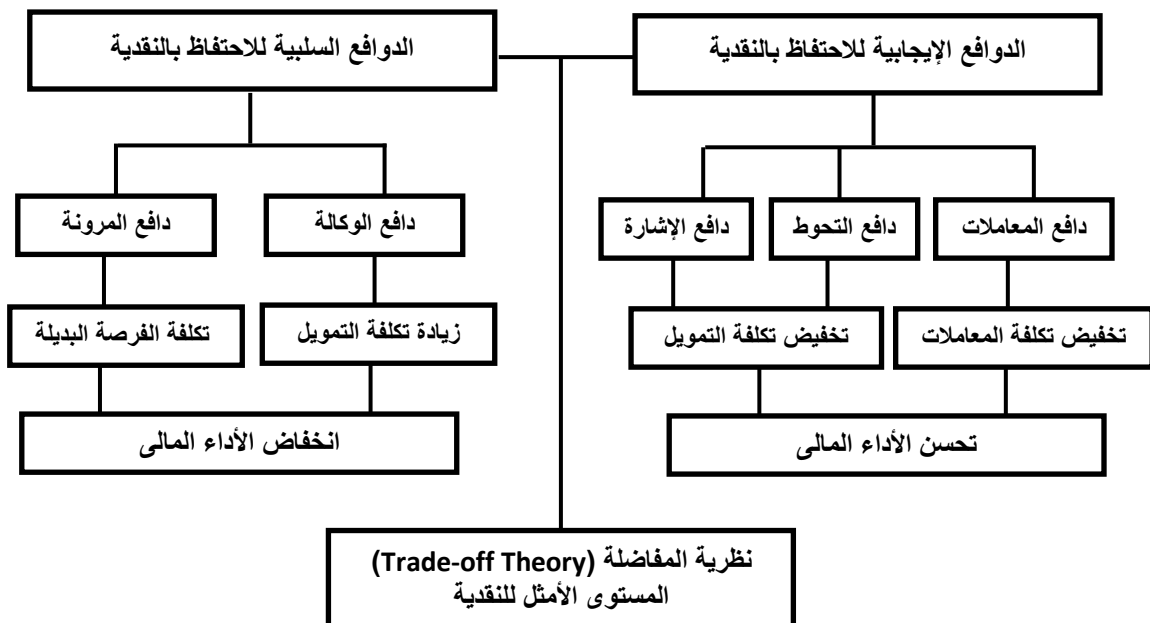
وتبنى اتجاه ثالث من الدراسات تفسير النتائج المتباينة حول العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة، مستندين فى ذلك إلى مفاهيم **نظرية المفاضلة (Trade-off theory)** التى قُدمت بواسطة (Miller and Orr, 1966) وبموجبها يتحدد المستوى الأمثل للنقدية المحتفظ بها عن طريق تحقيق التوازن بين المنافع والتكاليف الحدية للاحتفاظ بالنقدية. إذ أن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة يحكمها المستوى الأمثل للنقدية المحتفظ بها. وهو ما أكدته دراسة (Martines-Sola et al. (2013) بالتطبيق على عينة من الشركات الصناعية الأمريكية عندما أشارت إلى وجود علاقة مقعرة (Concave Relationship) بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وأن المستوى الأمثل



من النقدية يساعد في تعظيم قيمة الشركة وبالتالي فالانحراف عن المستوى الأمثل يؤثر سلبًا على قيمة الشركة. وتوصلت دراسة (Azmat (2014) لنتيجة مماثلة وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الباكستانية حين أشارت لوجود علاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة وذلك عن المستوى الأمثل للنقدية. وأشارت نتائج مجموعة أخرى من الدراسات إلى أن المنفعة الحدية للاحتفاظ بالنقدية تتناقص مع تزايد أرصدة النقدية المحتفظ بها (Faulkender and Wang, 2006; Louis et al., 2012). وتوصلت دراسة (Mikkelson and Partch (2003 إلى أن الشركات التي تحتفظ بأرصدة للنقدية وما في حكمها في حدود ٢٥% من إجمالي أصول الشركة، وبالرغم من زيادة فرص النمو إلا أن ذلك لم يكن له تأثير على أداء الشركة.

ويخلص الباحث مما سبق إلى امكانية تقسيم دوافع الاحتفاظ بالنقدية إلى نوعين؛ أولهما: **دوافع إيجابية**، هدفها الأساسي هو تجنب ارتفاع تكاليف المعاملات والتكاليف التمويلية ذات الصلة بأنشطة الشركة التشغيلية والاستثمارية، والسعى الدائم نحو تعظيم المنافع المالية نتيجة الاحتفاظ باحتياطي نقدية كبيرة. **وثانيهما: دوافع سلبية**، وترتبط في المقام الأول بمشاكل الوكالة وما يصاحبها من سلوك انتهازي لإدارة الشركة رغبة في تحقيق منافع خاصة من خلال السيطرة على أكبر قدر ممكن من موارد الشركة، وبغض النظر عن انعكاسات ذلك على أداء الشركة إجمالاً. وفي ضوء كلا النوعين من الدوافع يتحدد المستوى الأمثل للنقدية المحتفظ بها في حال القدرة على الوصول إلى الوضع التوازني بين كل من المنافع والتكاليف الحدية للاحتفاظ بالنقدية وبما يتفق مع فرضيات **نظرية المفاضلة**. ويوضح الشكل رقم (١) منافع وتكاليف الاحتفاظ بالنقدية في ضوء كلا النوعين من الدوافع، وذلك من وجهة نظر الباحث.

شكل رقم (١): دوافع الاحتفاظ بالنقدية



المصدر: من اعداد الباحث

وتأكيدًا لما توصلت إليه الدراسات السابقة بشأن وجود مستوى أمثل لأرصدة النقدية الواجب الاحتفاظ فقد أكدت نتائج مجموعة أخرى من الدراسات على وجود علاقة غير خطية بين الاحتفاظ بالنقدية من ناحية وقيمة الشركة وأدائها المالي من ناحية أخرى ( e.g. Nguyen et al., 2016; Thanh, 2019)، بما يؤكد فرضيات نظرية المفاضلة، ويقدم تفسيرًا لمشكلة تباين النتائج حول العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة. ورغم تعدد الدراسات التي تناولت وأختبرت هذه العلاقة غير الخطية؛ إلا أن الدراسات التي أجريت في بيئة الأعمال المصرية في هذا الصدد وإلى حد علم الباحث لم تتطرق لاختبار هذه العلاقة. وفي ضوء ذلك يمكن للباحث اشتقاق الفرض الأول للبحث على النحو التالي:

**الفرض الأول: توجد علاقة غير خطية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.**

ويخلص الباحث مما سبق، وفي ضوء ما أكدته نتائج بعض الدراسات بشأن العلاقة غير الخطية بين الاحتفاظ بالنقدية من ناحية وقيمة الشركة وأدائها المالي من ناحية أخرى، فضلًا عن توقعات الباحث في هذا الصدد أيضًا؛ إلى أن العلاقة المثلى بينهما تتحقق في حالة قدرة الشركة على الوصول إلى المستوى الأمثل للنقدية الواجب الاحتفاظ بها، وهي النقطة التي تتعادل فيها تكاليف ومنافع الاحتفاظ بالنقدية، حيث تكون منفعة الاحتفاظ بالنقدية عند حدها الأقصى. وأن الوصول إلى هذا الوضع الأمثل مرهون بتوافر مجموعة من الخصائص والمحددات، وسوف يعرض الباحث لأهم اثنين منها وفق الدراسات المحاسبية ذات الصلة وذلك في الفقرات التالية.

## (٢-٢) جودة الأرباح المحاسبية ومنفعة الاحتفاظ بالنقدية

تتحقق منفعة الاحتفاظ بالنقدية إذا حققت الشركة تحسنًا ملحوظًا في أدائها المالي جراء ذلك؛ إذ يقدم الأداء المالي مقياسًا موضوعيًا حول كيفية استغلال أصول وموارد الشركة في تحقيق أهدافها. وفي ضوء ما سبق الإشارة إليه فإن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة سوف تبدو إيجابية في حالة قدرة الشركة على الوصول إلى المستوى الأمثل لأرصدة النقدية الواجب الاحتفاظ بها. ويعكس ذلك تفسيرًا منطقيًا للعلاقة المتباينة وغير المستقرة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة، والذي يكون مرهونًا بالمستوى الأمثل للنقدية المحتفظ بها. ولذلك استهدفت بعض الدراسات استكشاف محددات هذه العلاقة غير الخطية، ومنها دراسة (Louis et al. (2012) والتي أكدت نتائجها على أن: المنفعة الحدية للاحتفاظ بالنقدية تتحسن في ظل زيادة مستوى التحفظ المحاسبى؛ فالتحفظ المحاسبى يحد من التأثير السلبي للاحتفاظ بالنقدية إذ يكون للتحفظ المحاسبى دورًا هامًا في تخفيض تكاليف الوكالة، كما يعكس استغلال أمثل لموارد الشركة.

وبخصوص جودة الأرباح المحاسبية، والتي تشير في ضوء مدخل احتياجات المستخدمين، إلى مدى نفعية المعلومات بشأن أرباح الشركة في توفير معلومات أكثر ملاءمة بشأن الأداء المالي للشركة

في الفترات المستقبلية، ويكون لتلك المعلومات المقدرة التأثيرية في سلوك متخذ القرار. والتي تتحدد في ضوء ثلاثة اعتبارات وهي ضرورة أن تكون الأرباح: (١) صحيحة وتعكس الأداء التشغيلي، (٢) مؤشرًا للأداء في الفترات المستقبلية، (٣) مقياسًا مفيدًا في تقدير قيمة الشركة (Dechow and Schrand, 2004). وبخصوص طبيعة العلاقة بين جودة الأرباح المحاسبية والاحتفاظ بالنقدية؛ جاءت نتائج دراسات عدة لتؤكد أن: جودة الأرباح المحاسبية أحد محددات الاحتفاظ بالنقدية، وأن العلاقة بينهما تبدو سلبية (García-Teruel et al., 2009; Sun et al., 2012). وبالمثل أكدت دراسة Shin et al. (2018) العلاقة السلبية السابقة وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الكورية، وتوصلت لنتيجة هامة؛ مفادها انخفاض المنفعة الحدية للأرصدة النقدية المتزايدة في ظل انخفاض جودة الأرباح المحاسبية. وقدمت دراسة بلال (٢٠١٧) تفسيرًا ملائمًا لذلك؛ فالجودة المنخفضة للأرباح المحاسبية تعكس مستوى أعلى من عدم تماثل المعلومات، وبالتالي يحتمل ارتفاع تكلفة التمويل، ولذا يتم تعويض ذلك من خلال الاحتفاظ بقدر أكبر من النقدية.

وبخصوص العلاقة بين جودة الأرباح المحاسبية ومنفعة الاحتفاظ بالنقدية، فيحكمها وجهتا نظر، **أولهما:** أن انخفاض جودة الأرباح المحاسبية يزيد من عدم تماثل المعلومات وبالتالي تواجه الشركة صعوبات في الحصول على التمويل اللازم، وتزداد احتمالات ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، وتتجه الإدارة لتعويض ذلك من خلال الاحتفاظ بمستويات أكبر من النقدية، وذلك لتجنب العجز أو عدم القدرة على تمويل الاستثمارات المستقبلية، وقد يؤدي ذلك إلى الاحتفاظ بمستويات مبالغ فيها من النقدية تزيد عن المستوى الأمثل (Sun et al., 2012; Shin et al., 2018; Farinha et al., 2018). **وثانيهما:** أن انخفاض جودة الأرباح المحاسبية يعكس صورة سلبية للإدارة تجاه أصحاب المصالح المعنيين بأمور الشركة ومن ثم ارتفاع تكاليف الوكالة، وبالتالي تسعى الإدارة لتعويض ذلك من خلال دعم مركزها المالي النقدي من خلال الاحتفاظ بمستويات أكبر من النقدية. وفي كلتا الحالتين يكون الاحتفاظ بالنقدية نتاجًا لدوافع سلبية من قبل إدارة الشركة وبصورة تعكس عدم تحقيق الاستغلال الأمثل لموارد الشركة.

ويخلص الباحث مما سبق إلى أن جودة الأرباح المحاسبية أحد محددات العلاقة المثلى بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة. ويتوقع الباحث أن الشركات التي تنخفض بها مشاكل الوكالة ونقل التكاليف المرتبطة بها تكون أكثر قدرة على الوصول إلى المستوى الأمثل للنقدية المحتفظ بها، وبالتالي فالشركات التي تتصف بزيادة جودة الأرباح المحاسبية من المتوقع أن تحقق منافع مالية جراء الاحتفاظ بالنقدية تفوق غيرها من الشركات. ولذلك يمكن اشتقاق الفرض الثاني للبحث على النحو التالي:

**الفرض الثاني:** توجد علاقة إيجابية معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وتكون العلاقة أقوى في ظل زيادة جودة الأرباح المحاسبية.

## (٢-٣) جودة حوكمة الشركات ومنفعة الاحتفاظ بالنقدية

تُعبّر حوكمة الشركات عن مجموعة من الأسس والمبادئ والنظم التي تحكم العلاقة بين الإدارة من ناحية وبين ملاك الشركة والأطراف الأخرى المتعاملة معها من ناحية أخرى، وذلك بهدف تحقيق أفضل حماية وتوازن بين مصالح كافة الأطراف؛ سعياً لتحقيق أهداف عدة لعل من أهمها: تحسين كفاءة التشغيل ودعم آليات الرقابة على الأداء، وتحقيق أفضل معدلات استدامة ممكنة للشركات، وذلك من خلال الحد من التأثيرات السلبية للمخاطر والأزمات التي تواجه الشركات، والعمل على تجنب تعارض المصالح بين الأطراف ذوى العلاقة (الدليل المصرى لحوكمة الشركات، ٢٠١٦). ولذلك جاء الاهتمام بموضوع حوكمة الشركات نتائجاً للعديد من القضايا والمشاكل أهمها: إساءة المديرين استخدام السلطات الممنوحة لهم فى عمليات تخصيص موارد الشركات وإدارتها بصورة غير فعالة (مصطفى، ٢٠٠٦)، بصورة رجحت الاعتقاد القائل بأن الأزمات المالية وحالات الإفلاس والتعثر المالى التى واجهتها الشركات فى الأونة الأخيرة مرده إلى الفساد المالى والإدارى وعدم القدرة على التحديد الواضح لمسئوليات مجلس الإدارة أمام الملاك وباقى أصحاب المصالح المهتمين بأمر الشركة.

ويستمد موضوع حوكمة الشركات جذوره من نظرية الوكالة، والتي تبحث فى التعارض بين مصالح الملاك ومصالح المديرين الذين لا يملكون ولكنهم يسيطرون على مقاليد الشركة، حيث تبرز الحاجة إلى مبادئ وقواعد حوكمة الشركات رغبة فى الحد من مشاكل الوكالة وما يرتبط بها من تكاليف. والتي ارتبطت فى المقام الأول بتعارض المصالح نتيجة لانفصال الملكية عن الإدارة ورغبة كل طرف فى تحقيق منافع خاصة قد تختلف عن منافع الآخرين. فقد يتخذ المديرون من القرارات والتصرفات ما يضر بمصالح الملاك ويساعدهم فى تحقيق منافع خاصة، أو يتراجعوا عن القيام بمهام قد تكون فى مصلحة الشركة مستقبلاً رغبة فى تحقيق منافع خاصة فى الأجل القصير أيضاً (محمد، ٢٠١٢؛ مصطفى، ٢٠٠٦).

وحوكمة الشركات ليست هدفاً فى حد ذاتها، وإنما ترمى لتحقيق مجموعة من الأهداف منها: السعى الدائم لتحقيق التخصيص والاستغلال الأمثل لموارد الشركة المختلفة. وبالتالي أكدت دراسات عدة على أن حوكمة الشركات أحد محددات الاحتفاظ بالنقدية، منها دراسة (Ammann et al. (2011) والتي أكدت على وجود علاقة سلبية بين الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات بما يشير إلى أن الشركات التى تتخفف فيها جودة حوكمة الشركات تميل إلى الاحتفاظ بمستويات أكبر من النقدية قد تفوق احتياجاتها وذلك بما يتفق مع فرضيات التدفق النقدى الحر. وقدمت دراسة (Amess et al. (2015 تفسيراً آخر مفاده أن جودة حوكمة الشركات تحد من مشاكل الوكالة ذات الصلة بقرار الاحتفاظ بالنقدية. وأكدت دراسات أخرى على أن: أنماط الملكية وخصائص مجلس الإدارة من محددات الاحتفاظ بالنقدية (السيد، ٢٠١٨؛ Akhter et al, 2019; Masood and Shah, 2014).

ولذلك تناولت العديد من الدراسات حوكمة الشركات وآلياتها المختلفة كمتغير مفسر للعلاقة المتباينة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة. إذ أكدت دراسات عدة على أن العلاقة بين

الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة وأدائها المالي تظهر كعلاقة إيجابية في ظل زيادة جودة حوكمة الشركات وتظهر كعلاقة سلبية في خلاف ذلك، وبما يؤكد زيادة القيمة المضافة جراء الاحتفاظ بالنقدية في ظل زيادة جودة حوكمة الشركات، حيث تلعب الآليات المختلفة لحوكمة الشركات دورًا هامًا في تحقيق الاستغلال الأمثل للموارد النقدية المتاحة ( e.g., Dittmar and Mahrt-Smith, 2007; Ammann et al., 2011; Ameer, 2012; Chang et al., 2017; Joudi et al., 2019).

وتناولت مجموعة أخرى من الدراسات الآليات المختلفة لحوكمة الشركات وانعكاساتها على منفعة الاحتفاظ بالنقدية، ومنها دراسة ( Schauten et al. (2013) والتي تناولت أربعة أبعاد لجودة حوكمة الشركات وهي: حقوق المساهمين، وآليات الحماية، والإفصاح، ومجلس الإدارة، وتوصلت إلى أن البعد الخاص بآليات الحماية هو المؤثر في منفعة الاحتفاظ بالنقدية. وهو ما أكدته من قبل دراسة ( Harford et al. (2008 حيث أكدت على أن: زيادة الأرصدة النقدية في ظل ضعف آليات حماية المستثمرين يكون له تأثير سلبي على ربحية الشركة. وبالمثل أكدت دراسة ( Greiner (2017 على وجود علاقة إيجابية بين إدارة الأرباح والاحتفاظ بالنقدية وأن العلاقة بينهما تبدو أكثر قوة في الشركات التي تتصف بضعف آليات حوكمة الشركات؛ بصورة تعكس عدم تحقيق الاستغلال الأمثل لموارد الشركة؛ حيث تنتج الشركات لزيادة الاستثمارات المستقبلية بصورة تمكن الإدارة من تحقيق منافع شخصية. ويقدم ذلك تفسيرًا ملائمًا لدور حوكمة الشركات في الحد من مشاكل الوكالة ذات الصلة باتخاذ القرارات الاستثمارية غير الملائمة. ودراسة ( Joudi et al. (2019 والتي أكدت نتائجها على أن زيادة جودة حوكمة الشركات تؤثر إيجابًا في العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الإيرانية.

وفي ضوء ما سبق، ونظرًا لأن أحد أهم أهداف حوكمة الشركات يتمثل في تخفيض مشاكل الوكالة عن طريق اتخاذ السبل التي تكفل الحد من تعارض المصالح، وتحقيق التوافق بين أولويات ودوافع الإدارة من ناحية مع باقى أصحاب المصالح المعنيين بأمور الشركة من ناحية أخرى؛ وبما يعنى ضمناً تخفيض تكاليف الوكالة والحد من مشاكلها. لذلك يتوقع أن يظهر تأثير حوكمة الشركات جلياً في هذا الصدد لما لها من دور في ترشيد القرارات الإدارية المختلفة، ومنها: قرار الاحتفاظ بالنقدية. وبالتالي يتوقع الباحث أن جودة حوكمة الشركات أحد محددات العلاقة المثلى بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة. إذ أن الشركات التي تتصف بزيادة جودة حوكمة الشركات؛ تكون الإدارة بها أكثر قدرة على اتخاذ القرارات التي تضمن إلى حد ما الوصول إلى المستوى الأمثل للنقدية المحتفظ بها، وبالتالي تحقيق المنافع المالية المرجوه جراء الاحتفاظ بالنقدية بما يعكس علاقة إيجابية بينهما، والعكس صحيح أيضاً. ولذلك يمكن اشتقاق الفرض الثالث للبحث على النحو التالي:

**الفرض الثالث: توجد علاقة إيجابية معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وتكون العلاقة أقوى في ظل زيادة جودة حوكمة الشركات.**

### ٣- منهجية البحث

يتناول الباحث في هذه الفرعية منهجية البحث وتصميمها، وكيفية تجميع البيانات التي يتم من خلالها قياس متغيرات الدراسة. كما يستعرض الباحث طبيعة مجتمع وعينة الدراسة، وكيفية اختيار العينة، فضلاً عن توضيح لأهم الأساليب الإحصائية المستخدمة، وذلك بهدف اختبار فروض البحث تجريبياً بصورة تمكن من الوصول إلى نتائج يمكن من خلالها التعرف على طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة وماهية العوامل المفسرة لقوة واتجاه هذه العلاقة. وسيتم ذلك من خلال استعراض الجوانب التالية.

#### (١-٣) مجتمع وعينة الدراسة

يشمل مجتمع الدراسة جميع الشركات غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية عن الفترة من عام (٢٠١٨) حتى عام (٢٠١٩)، سواء تلك الشركات التي تنتهي الفترة المالية لها في ٣١/١٢/٢٠١٨، أو في ٣٠/٦/٢٠١٩، وقد اقتصرت الدراسة على فترة محدودة نسبياً وذلك لضمان استقرار اسعار صرف العملات الأجنبية، حيث تشمل الدراسة على متغير الاحتفاظ بالنقدية وهو أكثر الحسابات تأثراً بالتغيرات في أسعار الصرف التي تمت مع بداية عام ٢٠١٧. وبذلك فقد تكون مجتمع الدراسة من ١٨٩ شركة بعد استبعاد الشركات المالية (البنوك وشركات التأمين وشركات الخدمات المالية غير المصرفية). وقام الباحث باختيار عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية، وقياساً على ما اتبع في العديد من الدراسات التي أجريت في بيئة الأعمال المصرية (حنا، ٢٠١٥؛ مليجي، ٢٠١٨).

- تتوافر التقارير المالية بصورة تمكن من قياس متغيرات الدراسة.
- أن تكون الشركة قد مضى على قيدها في البورصة أكثر من ٣ سنوات، ويتم تداول أسهمها خلال فترة الدراسة.

وقد أسفر تطبيق الشروط السابقة عن اختيار عدد ١٧٠ شركة (مشاهدة) لتمثل عينة الدراسة، وذلك بنسبة ٩٠% من مجتمع الدراسة والبالغ عدد شركاته ١٨٩. ويوضح الجدول رقم (١) بيانات عن مجتمع وعينة الدراسة موزعة على قطاعات السوق المختلفة.

جدول رقم (١): مجتمع وعينة الدراسة

القطاع	مجتمع الدراسة	الشركات المستبعدة	عينة الدراسة
الموارد الأساسية ومواد البناء	٣٣	٣	٣٠
رعاية صحية وأدوية	١٨	١	١٧
خدمات ومنتجات صناعية ومواد تعبئة وتغليف	١٤	٣	١١
عقارات ومقاولات وانشاءات هندسية	٤٥	٤	٤١
سياحة وترفيه	١٨	١	١٧
أغذية ومشروبات وتبغ	٣٠	٤	٢٦
منسوجات و سلع معمرة	١١	١	١٠
أخرى	٢٠	٢	١٨
الإجمالي	١٨٩	١٩	١٧٠

### (٢-٣) نماذج الانحدار

بصفة عامة يعتبر الانحدار أسلوبًا ملائمًا لاختبار ووصف العلاقات وبناء النماذج، عن طريق صياغة معادلة رياضية تربط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة للدراسة. وبخصوص **الفرض الأول** والذي يختبر العلاقة غير الخطية بين الاحتفاظ بالنقدية كمتغير مستقل والأداء المالى للشركة كمتغير تابع؛ اعتمد الباحث على **نموذج الانحدار غير الخطى ذو الدالة التربيعية (Quadratic Function)**، والذي سبق استخدامه بواسطة دراسات عدة تناولت العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية من ناحية وقيمة الشركة وأدائها المالى من ناحية أخرى (e.g. Phung and Mishre, 2016; Nguyen et al., 2016). إذ تظهر معادلة الانحدار على النحو التالى:

$$Performance = \beta_0 + \beta_1 Cash + \beta_2 Cash^2 + \beta_3 Size + \beta_4 Lev + \beta_5 Growth + E \quad (1)$$

ومن أجل اختبار صحة **الفرض الثانى** والذي يتناول تأثير جودة الأرباح المحاسبية كمتغير مفسر للعلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة، سوف يقوم الباحث بتقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين تبعًا لمستوى جودة الأرباح المحاسبية، وبلى ذلك يتم استخدام نموذج الانحدار الخطى المتعدد لاختبار طبيعة وقوة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة لكل مجموعة على حده. وبالمثل ومن أجل اختبار صحة **الفرض الثالث** والذي يتناول جودة حوكمة الشركات كمتغير آخر قد يقدم تفسيرًا للنتائج المتباينة بشأن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة، سوف يقوم الباحث بتقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين تبعًا لمستوى جودة حوكمة الشركات، وبلى ذلك أيضًا استخدام نموذج الانحدار الخطى المتعدد لاختبار طبيعة وقوة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة لكل مجموعة على حده. وفى كلتا الحالتين سوف يعتمد الباحث على نموذج الانحدار التالى:

$$Performance = \beta_0 + \beta_1 Cash + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 Growth + E \quad (2)$$

### (٣-٣) قياس المتغيرات

تشمل الدراسة على متغير تابع واحد، وهو: **الأداء المالى** للشركة ويقاس من خلال كلٍ من: معدل العائد على الأصول (ROA)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، وهما من المقاييس الأكثر ملاءمة فى الدراسات التى تناولت سبل تقييم القرارات الإدارية المختلفة؛ ومنها قرار الاحتفاظ بالنقدية (e.g. Vijayakumaran and Atchyuthan, 2017; Thanh, 2019). حيث يقاس معدل العائد على الأصول مدى قدرة الشركة على استخدام أصولها فى تحقيق الأرباح. ويقاس على اساس ناتج قسمة صافى الربح قبل الضريبة/ إجمالى الأصول، فى حين يقاس معدل العائد على حقوق الملكية على اساس ناتج قسمة صافى الربح قبل الضريبة / القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

وتشمل الدراسة متغير مستقل رئيسى وهو: **الاحتفاظ بالنقدية (CASH)** ويقاس فى ضوء ما ورد بمعيار المحاسبة المصرى رقم (٤)، حيث تشمل النقدية وما فى حكمها كلٍ من: النقدية بالصندوق

والودائع تحت الطلب بالإضافة إلى الاستثمارات قصيرة الأجل عالية السيولة مقسومًا على إجمالي الأصول، وهو ذات المقياس المستخدم في أغلب الدراسات التي تناولت محددات ونتائج الاحتفاظ بالنقدية (e.g. Nguyen et al., 2017; Thanh, 2019).

كما تشمل الدراسة أيضًا على اثنتين من المتغيرات المفسرة لطبيعة وقوة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة وهما: **جودة الأرباح المحاسبية (EQ)**، وبالرغم من تعدد المقاييس المستخدمة لقياس جودة الأرباح المحاسبية كتلك التي تعبر عن استمرارية الأرباح ومقدرتها التنبؤية؛ إلا أن المقياس الأكثر استخدامًا وقبولاً في أغلب الدراسات هو: جودة الاستحقاقات؛ والتي يمكن تحديدها وقياسها في ضوء نماذج متعددة. وسوف يعتمد الباحث على نموذج (Jones) المعدل والمقدم بواسطة (Dechow et al., 1995) والذي يعتبر أكثر نماذج الاستحقاقات استخدامًا. حيث تعتبر الاستحقاقات الاختيارية (غير العادية) مقياسًا عكسيًا لجودة الأرباح. وتحدد الاستحقاقات الاختيارية عن طريق ثلاثة خطوات وهي:

أ- تحديد إجمالي الاستحقاقات ( $TAC_{it}$ )، وهي عبارة عن الفرق بين صافي الربح قبل البنود غير العادية والاستثنائية مطروحًا منه صافي التدفقات النقدية التشغيلية.

$$TAC_{it} = Earnings_{it} - CFO_{it} \quad (3)$$

حيث:

$TAC_{it}$ : إجمالي الاستحقاقات للشركة  $i$  عن السنة  $t$ .

$Earnings_{it}$ : صافي الربح قبل البنود غير العادية والاستثنائية للشركة  $i$  عن السنة  $t$ .

$CFO_{it}$ : صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة  $i$  عن السنة  $t$ .

ب- تقدير إجمالي الاستحقاقات في ضوء معادلة الانحدار التالية للتحكم في تأثير التغيرات التي تحدث في الظروف الإقتصادية للشركة.

$$TAC_{it}/TA_{it-1} = a_1 (1/TA_{it-1}) + a_2 [(\Delta REV_{it}/TA_{it-1}) - (\Delta REC_{it}/TA_{it-1})] + a_3 (PPE_{it}/TA_{it-1}) + E_{it} \quad (4)$$

حيث:

$TAC_{it}/TA_{it-1}$ : إجمالي الاستحقاقات للشركة  $i$  عن السنة  $t$  مقسومًا على إجمالي أصول الشركة  $i$  في نهاية السنة  $(t-1)$ .

$\Delta REV_{it}/TA_{it-1}$ : إيرادات الشركة  $i$  عن السنة  $t$  مطروحًا منها الإيرادات عن السنة  $(t-1)$  مقسومًا على إجمالي أصول الشركة  $i$  في نهاية السنة  $(t-1)$ .

$\Delta REC_{it}/TA_{it-1}$ : رصيد العملاء للشركة  $i$  بنهاية السنة  $t$  مطروحًا منه رصيد العملاء بنهاية السنة  $(t-1)$  مقسومًا على إجمالي أصول الشركة  $i$  في نهاية السنة  $(t-1)$ .

$PPE_{it}/TA_{it-1}$ : إجمالي الأصول الثابتة للشركة  $i$  في نهاية السنة  $t$  مقسومًا على إجمالي أصول الشركة  $i$  في نهاية السنة  $(t-1)$ .



ج- تحديد قيمة الاستحقاقات الاختيارية (غير العادية) ( $DAC_{it}$ ) وهى عبارة عن البواقي الإحصائية من تقدير نموذج الإنحدار السابق (معادلة رقم ٤). ومن ثمَّ فإن القيم المطلقة للاستحقاقات الاختيارية تمثل مقياسًا عكسيًا لجودة الأرباح؛ فكلما زادت قيمة الاستحقاقات الاختيارية انخفضت جودة الأرباح المحاسبية.

كما تشمل الدراسة أيضًا على متغير آخر قد يقدم تفسيرًا للنتائج المتباينة بشأن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة، وهو: **جودة حوكمة الشركات (CGQ)**. وبالرغم من تعدد آليات وأبعاد حوكمة الشركات<sup>(١)</sup>؛ إلا أن البحث الحالى يتناول التبعات والنتائج المالية ذات الصلة بقرار الاحتفاظ بالنقدية كأحد أهم القرارات الإدارية، لذلك قام الباحث بقياس جودة حوكمة الشركات من خلال مؤشر تجميعى يتألف من الأبعاد الخاص بالمحاور المعنية بتخفيض والحد من مشاكل الوكالة (Harford et al., 2008) وتتوافر بيانات بشأنها فى بيئة الأعمال المصرية، وهى: (مجلس الإدارة - لجان مجلس الإدارة - البيئة الرقابية). حيث يتألف المؤشر من ١٣ عنصر وتتراوح قيمته بين ٠ إلى ١٣، وبذلك تقاس جودة حوكمة الشركات (CGQ) كمتغير متصل بناتج خارج قسمة (القيمة المطلقة للمؤشر/ إجمالى درجات المؤشر) لتتراوح قيمة المتغير بين صفر إلى واحد. ويوضح الجدول رقم (٢) عناصر هذا المؤشر وكيفية قياسها، وذلك قياسًا على ما اتبع فى العديد الدراسات (حنا، ٢٠١٥؛ مليجى، ٢٠١٨؛ Aldamen and Duncan, 2012; Harford et al., 2008).

جدول رقم (٢): محاور وخصائص جودة حوكمة الشركات

المحور	أهم الخصائص	القياس
١. مجلس الإدارة.	- حجم مجلس الإدارة.	- يأخذ قيمة ١ إذا تراوح عدد الأعضاء بين ٥ إلى ١٦، ويأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
	- استقلال أعضاء مجلس الإدارة.	- نسبة الأعضاء غير التنفيذيين إلى إجمالى أعضاء مجلس الإدارة.
	- استقلال رئيس مجلس الإدارة.	- يأخذ قيمة ١ فى حالة الفصل بين وظيفتى رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، ويأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
	- نشاط مجلس الإدارة.	- يأخذ قيمة ١ فى حالة زيادة عدد اجتماعات مجلس الإدارة عن ٤ مرات سنويًا، ويأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
	- خبرة مجلس الإدارة.	- يأخذ قيمة ١ فى حالة تعدد خبرات أعضاء مجلس الإدارة على أن تشمل خبرات محاسبية، ويأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.

(١) فى ضوء الدليل المصرى لحوكمة الشركات - الاصدار الثالث ٢٠١٦، تتمثل المحاور الرئيسية للحوكمة فى التالى:  
 - الجمعية العامة للمساهمين.  
 - مجلس الإدارة.  
 - لجان مجلس الإدارة.  
 - البيئة الرقابية.  
 - الإفصاح والشفافية.

– يأخذ قيمة ١ إذا تراوح عدد الأعضاء بين ٣ إلى ٥، ويأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.	– حجم لجنة للمراجعة.	٢. لجان مجلس الإدارة.
– يأخذ قيمة ١ إذا شكلت لجنة المراجعة من أعضاء غير تنفيذيين وقيمة صفر بخلاف ذلك.	– استقلال لجنة المراجعة.	
– يأخذ قيمة ١ في حالة زيادة عدد اجتماعات لجنة المراجعة عن ٤ مرات سنوياً، ويأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.	– نشاط لجنة المراجعة.	
– يأخذ قيمة ١ في حالة أن أحد أعضاء اللجنة على الأقل لديه الخبرة المحاسبية، ويأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.	– خبرة أعضاء لجنة المراجعة.	
– يأخذ قيمة ١ في حالة تشكيل لجنة للحوكمة ويأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.	– لجنة الحوكمة.	
– يأخذ قيمة ١ في حالة ما إذا كان مراجع الحسابات شريك لأحد مكاتب المراجعة الكبرى أو إذ رجعت الشركة بواسطة الجهاز المركزي للمحاسبين، وقيمة صفر بخلاف ذلك.	– جودة المراجعة.	٣. البيئة الرقابية.
– يأخذ قيمة ١ في حالة وجود إدارة للمخاطر، ويأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.	– إدارة المخاطر.	
– يأخذ قيمة ١ في حالة وجود إدارة للالتزام، ويأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.	– إدارة الالتزام.	

وتشمل نماذج الانحدار المتعدد والمستخدمة في اختبار فروض البحث على ثلاثة متغيرات رقابية وهي: (١) حجم الشركة (Size) ويقاس باللوغارتم الطبيعي لإجمالي الأصول (Nguyen et al., 2019; Thanh, 2017)، (٢) الرفع المالي (LEV) ويقاس بناتج قسمة إجمالي القيمة الدفترية للديون/ إجمالي القيمة الدفترية للأصول (Greiner, 2017)، و(٣) معدل النمو (GROWTH) ويقاس بنسبة التغير في مبيعات الشركة (Nguyen et al., 2017).

### (٣-٤) الاحصاءات الوصفية

يقدم الجدول رقم (٣) ملخصاً للاحصاءات الوصفية ومصفوفة الارتباط الثنائية بين المتغيرات التي شملتها الدراسة. حيث يشمل الجزء الأول من الجدول كل من: الوسط الحسابي، والانحراف المعياري، وأقل قيمة وأكبر قيمة لكل متغيرات الدراسة. والذي يتضح من خلاله أن متوسط كل من: معدل العائد على الأصول (ROA)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) يبلغ ٥% و ١٠% على التوالي، في حين متوسط النقدية وما في حكمها المحتفظ بها يبلغ حوالي ١٠% من إجمالي أصول الشركة. وبالنسبة لجودة الأرباح المحاسبية والتي تم قياسها بناتج قسمة (١/ الاستحقاقات الاختيارية) فهي تتراوح بين -٠,٦٤٩ إلى -٠,٠٠١ وبمتوسط يقدر بـ -٠,١١٨. وفيما يتعلق بجودة حوكمة الشركات فتم قياسها بمؤشر تتراوح قيمته بين ٠,٤٥ إلى ٠,٨٨ وبمتوسط يقدر بحوالي ٠,٦٠ بما يشير إلى وجود اهتمام متوسط تقريباً من قبل الشركات المصرية بآليات حوكمة الشركات.

جدول رقم (٣): الاحصاءات الوصفية ومصفوفة الارتباط

الجزء الأول: الاحصاءات الوصفية								
المتغيرات	الوسط (Mean)	الانحراف المعياري (Std. Dev)	أقل قيمة (Min)	أكبر قيمة (Max)	حجم العينة (N)			
الأداء المالي	٠,٠٥٤	٠,١٤٨	٠,٩٨٠-	٠,٤٥٠	١٧٠	ROA		
	٠,١٠٣	١,١٣٢	١٣,٧٦-	٢,٤٣٠	١٧٠	ROE		
الاحتفاظ بالنقدية	٠,١٠٣	٠,١٣٨	٠,٠٠٠	٠,٨٧٧	١٧٠	CASH		
جودة الأرباح	٠,١١٨-	٠,١٢٤	٠,٦٤٩-	٠,٠٠١-	١٧٠	EQ		
جودة حوكمة الشركات	٠,٦٠٥	٠,٠٨٩	٠,٤٥٠	٠,٨٧٨	١٧٠	CGQ		
حجم الشركة	٨,٩١٩	٠,٧٦٩	٦,٠٦٠	١٠,٩٨٤	١٧٠	SIZE		
الرفع المالي	٠,٥٥١	٠,٦١٤	٠,٠٠١	٧,١٨٩	١٧٠	LEV		
النمو	٠,٢٠٤	٠,٩٧٢	٠١,٠٠٠	١٠,٥٧١	١٧٠	GROWTH		
الجزء الثاني: مصفوفة الارتباط (Pearson Correlation)								
المتغيرات	ROA	ROE	CASH	EQ	CGQ	SIZE	LEV	GROWTH
ROA	١							
ROE	**٠,١٩٢ ٠,٠٠٦	١						
CASH	**٠,٢٥١ ٠,٠٠٠	٠,٠٣٥ ٠,٢٣٣	١					
EQ	٠,٠١٥- ٠,٤٢٥	٠,٠٥٨- ٠,٢٢٨	٠,١٣١- ٠,٠٤٥	١				
CGQ	**٠,١٦٨ ٠,٠٠٨	٠,١٢٦ ٠,٠٥٠	٠,٠٧٦ ٠,١٦١	٠,٠٧٠- ٠,١٨٢	١			
SIZE	**٠,٢٩٠ ٠,٠٠٠	٠,١٢٠ ٠,٠٥٩	٠,٠٦١ ٠,٢١٤	٠,٠٢٢ ٠,٨٩	**٠,٣٦٨ ٠,٠٠٠	١		
LEV	**٠,٦٥١ ٠,٠٠٠	٠,٠١١- ٠,٤٤٤	٠,٠٦٠- ٠,٢١٨	*٠,١٣٥- ٠,٠٤٠	٠,٠٣٧ ٠,٣١٦	٠,٠١٩- ٠,٤٠٣	١	
GROWTH	**٠,١٩٢ ٠,٠٠٦	٠,٠٩٧ ٠,١٠٣	٠,٠٢٤- ٠,٣٧٩	٠,٠٣٤ ٠,٣٣٠	٠,٠٨١ ٠,١٤٧	٠,١٠١ ٠,٠٩٤	٠,٠٤٧- ٠,٢٧٧	١

\*\* تعنى وجود علاقة ارتباط معنوية عند مستوى دلالة (0.01).

\* تعنى وجود علاقة ارتباط معنوية عند مستوى دلالة (0.05).

كما يعرض الباحث في الجزء الثاني من الجدول رقم (٣) مصفوفة الارتباط الثنائي بين متغيرات الدراسة والتي توضح معاملات ارتباط بيرسون (Pearson Correlation) ومستوى المعنوية لكل منها. وبصفة عامة لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين أى من المتغيرات المستقلة المتضمنة بنماذج الانحدار، بخلاف الارتباط الإيجابي بين حجم الشركة (SIZE) وجودة حوكمة الشركات (CGQ) وذلك بمعامل ٠,٣٦٨ ومستوى معنوية أقل من (٠,٠١)، وهو ارتباط غير قوى (أقل من ٠,٧٠). وبالتالي يمكن لنا الاستنتاج بعدم وجود مشكلة الازدواج الخطي (Multi-collinearity) بين المتغيرات المستقلة للدراسة.

#### ٤- نتائج اختبار فروض البحث

يتناول الباحث في هذه الفرعية نتائج التحليل الإحصائي لاختبار فروض البحث، وتحديد مدى قبول أو عدم قبول تلك الفروض. وقد اعتمد الباحث على البرنامج الإحصائي (SPSS: 22)، حيث قام الباحث باختبار فروض البحث على ثلاث مراحل تتناول الفروض الثلاثة للبحث.

#### (٤-١) العلاقة غير الخطية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي

يختبر الفرض الأول للبحث طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة، إذ يتوقع الباحث وجود علاقة غير خطية بينهما. ويوضح الجدول رقم (٤) نتائج اختبار الدالة التريبيعية التي تعكس العلاقة المتوقعة بين الاحتفاظ بالنقدية كمتغير مستقل والأداء المالي للشركة كمتغير تابع مقاسًا بكلٍ من معدل العائد على الأصول (ROA)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE). وكما يتضح من الجدول رقم (٣) والذي يظهر نتائج التحليل الإحصائي عدم معنوية نموذج الانحدار في ظل استخدام معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) كمقياس للأداء المالي فضلاً عن انخفاض القدرة التفسيرية للنموذج. في حين تظهر النتائج معنوية نموذج الانحدار في ظل استخدام معدل العائد على الأصول (ROA) كمقياس للأداء المالي للشركة؛ إذ تفسر المتغيرات المستقلة المتضمنة بالنموذج ٥٥% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع وذلك بمستوى معنوية (P-value = ٠,٠٠٠ > ٠,٠١)، في حين أن باقى التغيرات في المتغير التابع ترجع إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج. وهذا يعني أن نموذج الانحدار ذو دلالة إحصائية (معنوية)، وأن واحدًا على الأقل من المتغيرات المستقلة الموجودة بالنموذج له تأثير على المتغير التابع (الأداء المالي).

وكما يتضح من الجدول رقم (٤)، والذي يظهر معامل الانحدار للمتغير (CASH) إيجابى ومعنوى حيث كانت (B = ٠,٤٨٣، P = ٠,٠٠٢)، وكذا معامل الانحدار للمتغير (CASH<sup>2</sup>) سلبى ومعنوى أيضًا ولكن عند مستوى أقل؛ حيث كانت (B = -٠,٤٦٩، P = ٠,٠٩٢)، وبالتالي تظهر العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة مقاسًا بمعدل العائد على الأصول (ROA) كعلاقة غير خطية على شكل محدب (Invers U-Shape). وبالتالي يوجد مستوى أمثل للنقدية المحتفظ بها<sup>(١)</sup>؛ إذ تظهر العلاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة حتى الوصول إلى المستوى الأمثل للنقدية (٤٩% من إجمالي الأصول)، ولكن تجاوز هذا المستوى يترتب عليه انخفاض الأداء المالي للشركة بما يعكس علاقة سلبية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة. وبالتالي يمكن للباحث قبول الفرض الأول بشأن وجود علاقة غير خطية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة. ويتفق ذلك مع نتائج دراسات عدة أجريت في بيئات وظروف إقتصادية مختلفة (e.g. Martines- Sola et al., 2013; Nguyen et al., 2016; Thanh, 2019). وإن كان المستوى الأمثل للنقدية المحتفظ بها يزيد عن ما اشارت إليه تلك الدراسات.

(١) المستوى الأمثل للنقدية المحتفظ بها =  $-(b_1) / (2b_2) = -(0,483) / (-0,469 \times 2) = 0,51$ .

وإذا كنا بصدد دراسة محددات الأداء المالى للشركات غير المالية المصرية بخلاف الاحتفاظ بالنقدية، فإن نتائج التحليل الاحصائى تشير إلى أن: الشركات الأكبر حجماً والتي تتصف بمعدلات نمو مرتفعة تميل إلى تحقيق أداء مالى أفضل؛ إذ يظهر معامل الانحدار لمتغير حجم الشركة (SIZE) إيجابى ومعنوى حيث كانت (B = ٠,٠٤٧، P = ٠,٠٠٠)، وكذا معامل الانحدار لمتغير النمو (GROWTH) إيجابى ومعنوى أيضاً؛ حيث كانت (B = ٠,٠٢١، P = ٠,٠٠٩). فى حين الشركات التى تتصف بزيادة نسب الرفع المالى ينخفض أدائها المالى؛ إذ يظهر معامل الانحدار للمتغير (LEV) سلبى ومعنوى حيث كانت (B = -٠,١٥٢، P = ٠,٠٠٠).

جدول رقم (٤): نتيجة اختبار الفرض الأول (نموذج الانحدار ١)  
العلاقة غير الخطية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة

ROE			ROA			المتغير التابع المتغيرات المستقلة
Sig معنوية المعاملات	S.E الخطأ المعيارى	(B) معاملات الانحدار	Sig معنوية المعاملات	S.E الخطأ المعيارى	(B) معاملات الانحدار	
٠,٩٨٨	١,١٥٨	٠,٠٢٣ -	*** ٠,٠٠٢	٠,١٣٧	٠,٤٨٣	CASH
٠,٨٤٩	٢,٥٠٠	٠,٤٧٧	* ٠,٠٩٢	٠,٢١٨	٠,٤٦٩ -	CASH <sup>2</sup>
٠,١٥٩	٠,١١٥	٠,١٦٢	*** ٠,٠٠٠	٠,٠١٠	٠,٠٤٧	SIZE
٠,٩٧٨	٠,١٤٣	٠,٠٠٤ -	*** ٠,٠٠٠	٠,٠١٢	٠,١٥٢ -	LEV
٠,٢٦١	٠,٠٩١	٠,١٠٢	*** ٠,٠٠٩	٠,٠٠٨	٠,٠٢١	GROWTH
		٠,٠٢٣			٠,٥٧	معامل التحديد (R)
		٠,٠٠٧ -			٠,٥٥	معامل التحديد المعدل (R <sup>2</sup> )
		٠,٥٧٣			٠,٠٠٠	P- value

\*\*\* التأثير معنوى عند مستوى معنوية أقل من (١%).  
\*\* التأثير معنوى عند مستوى معنوية أقل من (٥%).  
\* التأثير معنوى عند مستوى معنوية أقل من (١٠%).  
- عدد المشاهدات (ن) = ١٧٠.

#### (٤-٢) جودة الأرباح المحاسبية ومنفعة الاحتفاظ بالنقدية

يختبر الفرض الثانى طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة، ومدى تأثير هذه العلاقة بجودة الأرباح المحاسبية. حيث يتوقع الباحث أن الشركات التى تتصف بزيادة جودة الأرباح المحاسبية تستطيع تحقيق الاستفادة القصوى جراء الاحتفاظ بالنقدية، وبالتالي تظهر العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة بصورة أقوى فى تلك الشركات مقارنة بغيرها من الشركات. ومن أجل اختبار صحة هذا الفرض قام الباحث باستخدام نموذج الانحدار كما فى المعادلة (٢)، على ثلاثة مراحل؛ أولهما: على مستوى عينة الدراسة كاملة، وثانيهما: على مستوى الشركات التى تتصف بزيادة

جودة الأرباح المحاسبية، وثالثهما: على مستوى الشركات التي تتصف بانخفاض جودة الأرباح المحاسبية. وكما يتضح من الجدول رقم (٥) تم تصنيف عينة الدراسة إلى عينة فرعية؛ الأولى وتشمل الشركات التي تتصف بزيادة جودة الأرباح المحاسبية وعددها ١٠٥ شركة، والثانية وعددها ٦٥ شركة والتي تتصف بانخفاض جودة الأرباح المحاسبية.

ويوضح الجدول رقم (٥) نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الانحدار كما بالمعادلة رقم (٢)، متضمنًا معاملات الانحدار ومستوى المعنوية لكلٍ منها. وفيما يتعلق بمعدل العائد على الأصول (ROA) كمقياس للأداء المالي للشركة، يظهر نموذج الانحدار ذو دلالة معنوية ( $P\text{-value} = ٠,٠٠٠ >$   $٠,٠١$ ) على مستوى العينة الكلية والعينتين الفرعيتين، كما توجد علاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية (CASH) والأداء المالي للشركة (ROA)، ولكن تبدو العلاقة بينهما معنوية بصورة أكبر بالنسبة لعينة الشركات التي تتصف بزيادة جودة الأرباح المحاسبية؛ حيث أن ( $B = ٠,٣٠٨$ ،  $P = ٠,٠٠٠$ )، مقارنة بعينة الشركات التي تتصف بانخفاض جودة الأرباح المحاسبية؛ حيث أن ( $B = ٠,١٦٤$ ،  $P = ٠,٠٧٦$ ).

وفيما يتعلق بمعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) كمقياس للأداء المالي للشركة يظهر نموذج الانحدار دلالة معنوية ( $P\text{-value} = ٠,٠٠٠ > ٠,٠١$ ) في حالة واحدة فقط وهي عينة الشركات التي تتصف بزيادة جودة الأرباح المحاسبية، وتظهر العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية (CASH) والأداء المالي للشركة مقياسًا بمعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) كعلاقة إيجابية جوهرية؛ حيث أن ( $B = ٠,٤١٥$ ،  $P = ٠,٠١٠$ ). وذلك بما يتفق مع توقعات الباحث. ومن ثمَّ نخلص مما سبق؛ إلى أن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة تبدو كعلاقة إيجابية ولكنها تظهر بصورة أقوى بالنسبة للشركات التي تتصف بزيادة جودة الأرباح المحاسبية، وبالتالي يمكن للباحث قبول الفرض الثاني للبحث. وبما يتفق مع نتائج العديد من الدراسات (Sun et al., 2012; Shin et al., 2018; Farinha et al., 2018).

ويمكن للباحث تبرير ذلك بأن الشركات التي تتخفف فيها جودة الأرباح المحاسبية يكون ذلك انعكاسًا لتفاقم مشاكل الوكالة، وبصفة خاصة ما يرتبط منها بمشكلة عدم تماثل المعلومات؛ حيث تواجه الشركات في هذه الحالة بالعديد من القيود التمويلية؛ سواء ظهرت في صورة فقدان فرص استثمارية مربحة نظرًا لصعوبة الحصول على التمويل اللازم أو ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي في حال توافره؛ وفي كلتا الحالتين يتطلب ذلك الاحتفاظ باحتياطيات نقدية كبيرة، وفي جميع الأحوال سيكون لذلك تأثيرًا سلبيًا على الأداء المالي للشركة.

جدول رقم (٥): نتيجة اختبار الفرض الثاني ( نموذج الانحدار ٢ )  
جودة الأرباح المحاسبية ومنفعة الاحتفاظ بالنقدية

ROE			ROA			المتغير التابع
جودة (-) الأرباح	جودة (+) الأرباح	العينة كاملة	جودة (-) الأرباح	جودة (+) الأرباح	العينة كاملة	
B (Sig)	B (Sig)	B (Sig)	B (Sig)	B (Sig)	B (Sig)	المتغيرات المستقلة
٠,٣٦١ (٠,٧٨٧)	٠,٤١٥ ** (٠,٠١٠)	٠,٢٥٢ (٠,٦٩٢)	٠,١٦٤ * (٠,٠٧٦)	٠,٣٠٨ *** (٠,٠٠٠)	٠,٢١٦ *** (٠,٠٠٠)	CASH
٠,٣٤٦ (٠,٣٠٥)	٠,٠٩٣ *** (٠,٠٠٠)	٠,١٦١ (٠,١٦٠)	٠,٠٦٣ *** (٠,٠٠٨)	٠,٠٣٣ *** (٠,٠٠٢)	٠,٠٤٨ *** (٠,٠٠٠)	SIZE
٠,٠٦٧ (٠,٧٩٢)	٠,١٤٧ - * (٠,٠٦٤)	٠,٠٠٥ - (٠,٩٧٠)	٠,١٥٦ - *** (٠,٠٠٠)	٠,٠٨٢ - ** (٠,٠٢١)	٠,١٥١ - *** (٠,٠٠٠)	LEV
٠,٦٩٩ (٠,١٠٦)	٠,٠٢٤ (٠,١١٠)	٠,١٠١ (٠,٢٦٣)	٠,٠٦٢ ** (٠,٠٣٧)	٠,٠١٨ *** (٠,٠٠٩)	٠,٠٢٢ *** (٠,٠٠٧)	GROWTH
٦٥	١٠٥	١٧٠	٦٥	١٠٥	١٧٠	حجم العينة (ن)
%٦	%٢٤	%٢	%٦٦	%٣١	%٥٦	معامل التحديد (R)
%٠	%٢١	%١-	%٦٤	%٢٨	%٥٥	معامل التحديد المعدل (R <sup>2</sup> )
٠,٤١٣	٠,٠٠٠	٠,٤٣٢	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	P- value

#### (٤-٣) جودة حوكمة الشركات ومنفعة الاحتفاظ بالنقدية

يختبر الفرض الثالث للبحث طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة، ومدى تأثير هذه العلاقة بجودة حوكمة الشركات. حيث يتوقع الباحث أن الشركات التي تتصف بزيادة جودة حوكمة الشركات تستطيع تحقيق الاستفادة القصوى جراء الاحتفاظ بالنقدية، وبالتالي تظهر العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة بصورة أقوى في الشركات التي تتصف بزيادة جودة حوكمة الشركات مقارنة بغيرها من الشركات. ومن أجل اختبار صحة هذا الفرض قام الباحث باستخدام نموذج الانحدار كما في المعادلة (٢)، على ثلاثة مراحل؛ أولهما: على مستوى عينة الدراسة كاملة، وثانيهما: على مستوى الشركات التي تتصف بزيادة جودة حوكمة الشركات، وثالثهما: على مستوى الشركات التي تتصف بانخفاض جودة حوكمة الشركات. وكما يتضح من الجدول رقم (٦) تم تصنيف عينة الدراسة إلى عينيتين فرعيتين؛ الأولى وتشمل الشركات التي تتصف بزيادة جودة حوكمة الشركات وعددها ٧٥ شركة، والثانية وعددها ٩٥ شركة والتي تتصف بانخفاض جودة حوكمة الشركات.

ويوضح الجدول رقم (٦) نتائج التحليل الاحصائي لنموذج الانحدار كما بالمعادلة رقم (٢)، متضمناً معاملات الانحدار ومستوى المعنوية لكل منها. وفيما يتعلق بمعدل العائد على الأصول (ROA) كمقياس للأداء المالي للشركة، يظهر نموذج الانحدار ذو دلالة معنوية (P-value = ٠,٠٠٠ > ٠,٠١) على مستوى العينة الكلية والعينتين الفرعيتين، كما توجد علاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية (CASH) والأداء

المالى للشركة (ROA)، ولكن تبدو العلاقة بينهما معنوية بصورة أكبر بالنسبة لعينة الشركات التى تتصف بزيادة جودة حوكمة الشركات؛ حيث أن ( $B = 0,250$  ،  $P = 0,002$ )، مقارنة بعينة الشركات التى تتصف بانخفاض جودة حوكمة الشركات؛ حيث أن ( $B = 0,166$  ،  $P = 0,036$ ).

وفيما يتعلق بمعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) كمتقاس للأداء المالى للشركة يظهر نموذج الانحدار دلالة معنوية ( $P\text{-value} = 0,000 > 0,05$ ) فى حالة واحدة فقط وهى عينة الشركات التى تتصف بزيادة جودة حوكمة الشركات، وتظهر العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية (CASH) والأداء المالى للشركة (ROE) كعلاقة إيجابية جوهريّة؛ حيث أن ( $B = 0,324$  ،  $P = 0,047 > 0$ ). وذلك بما يتفق مع توقعات الباحث. ومن ثمّ نخلص مما سبق؛ إلى أن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة تبدو كعلاقة إيجابية ولكنها تظهر بصورة أقوى بالنسبة للشركات التى تتصف بزيادة جودة حوكمة الشركات، وبالتالي يمكن للباحث قبول الفرض الثالث للبحث. ويتفق ذلك مع ما أكدته نتائج دراسات عدة (e.g. Harford et al., 2008; Schauten et al., 2013). ويمكن للباحث تبرير ذلك بأن الشركات التى تتصف بزيادة جودة حوكمة الشركات غالبًا ما تمتلك مجالس إدارة فعالة ولها من السلطات ما يمكنها من ممارسة الدور الرقابى المنشود ويدعمها فى ذلك آليات رقابية أخرى ممثلة فى اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة، ويكون لذلك دورًا هامًا فى الحد من السلوك الانتهازى للإدارة التنفيذية للشركة؛ سواء كان متعلقًا بقرار الاحتفاظ بالنقدية أو غيره من القرارات.

جدول رقم (٦): نتيجة اختبار الفرض الثالث (نموذج الانحدار ٢)  
جودة حوكمة الشركات ومنفعة الاحتفاظ بالنقدية

ROE			ROA			المتغير التابع
جودة (-) حوكمة الشركات	جودة (+) حوكمة الشركات	العينة كاملة	جودة (-) حوكمة الشركات	جودة (+) حوكمة الشركات	العينة كاملة	
B (Sig)	B (Sig)	B (Sig)	B (Sig)	B (Sig)	B (Sig)	المتغيرات المستقلة
0,183 (0,878)	0,324 ** (0,047)	0,252 (0,692)	0,166 ** (0,036)	0,250 *** (0,002)	0,216 *** (0,000)	CASH
0,291 (0,224)	0,070 ** (0,029)	0,161 (0,160)	0,053 *** (0,001)	0,022 (0,155)	0,048 *** (0,000)	SIZE
0,577 - (0,288)	0,037 (0,192)	0,005 - (0,970)	0,095 - *** (0,008)	0,168 - *** (0,000)	0,151 - *** (0,000)	LEV
0,369 (0,161)	0,027 (0,133)	0,101 (0,263)	0,023 (0,192)	0,021 ** (0,020)	0,022 *** (0,007)	GROWTH
95	75	170	95	75	170	حجم العينة (ن)
5%	15%	2%	20%	74%	56%	معامل التحديد (R)
0,04%	10%	1%-	16%	72%	55%	معامل التحديد المعدل (R <sup>2</sup> )
0,369	0,023	0,432	0,000	0,000	0,000	P- value



#### (٤-٤) تحليل إضافي (محددات الاحتفاظ بالنقدية)

أوضح الباحث في جزئية سابقة أن محددات الاحتفاظ بالنقدية قد تبلورت في ثلاثة محاور رئيسية وهي وهي: الخصائص التشغيلية للشركة، وآليات حوكمة الشركات، وجودة التقارير المالية. إذ أكدت دراسات عدة على أن حجم الشركة وأدائها المالي وغيرها من العوامل التي تعكس الخصائص المالية والتشغيلية للشركة تعتبر محددات لمستوى النقدية المحفوظ بها، ورغم ذلك لم تتوصل إلى نتائج مؤكدة بشأن أى من هذه العوامل. بل والأكثر من ذلك كان التباين في النتائج جلياً بالنسبة للدراسات التي تناولت كل من حوكمة الشركات وآلياتها المختلفة وجودة التقارير المالية كمحددات للاحتفاظ بالنقدية. وللتعرف على محددات الاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال المصرية، وفي ضوء متغيرات البحث السابق الإشارة إليها، اعتمد الباحث على الانحدار المتعدد وذلك من خلال معادلة الانحدار التالية:

$$CASH = \beta_0 + \beta_1 FP + \beta_2 EQ + \beta_3 CG + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 GROWTH + \beta_7 NWC + \beta_8 CFO + E \quad (5)$$

حيث:

**CASH**: متغير متصل، يعبر عن مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

**FP**: متغير متصل، يعبر عن الأداء المالي، ويقاس من خلال معدل العائد على الأصول (ROA).

**EQ**: متغير متصل، يعبر عن جودة الأرباح المحاسبية.

**CG**: متغير متصل، يعبر عن جودة حوكمة الشركات.

**SIZE**: متغير متصل، يعبر عن حجم الشركة.

**LEV**: متغير متصل، يعبر عن الرفع المالي.

**GROWTH**: متغير متصل، يعبر عن معدل النمو.

**NWC**: متغير متصل، يعبر عن رأس المال العامل.

**CFO**: متغير متصل، يعبر عن التدفقات النقدية التشغيلية.

وفيما يتعلق بقياس المتغيرات فهي لم تختلف عن ما سبق الإشارة إليه من قبل، وقد تم إضافة متغيرين آخرين، أولهما: رأس المال العامل (**NWC**) ويقاس عن طريق الفرق بين (الأصول المتداولة - النقدية وما في حكمها - الإلتزامات المتداولة) مقسوماً على إجمالي أصول الشركة (Jamil et al., 2016). وثانيهما: التدفقات النقدية التشغيلية (**CFO**) ويقاس عن طريق ناتج قسمة صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية على إجمالي أصول الشركة (بلال، ٢٠١٧).

وتشير النتائج الموضحة بالجدول رقم (٧) والخاصة بنتائج التحليل الإحصائي لنموذج الانحدار كما بالمعادلة رقم (٥)؛ والذي يتناول محددات الاحتفاظ بالنقدية؛ إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يتأثر إيجاباً بثلاثة متغيرات، وهي: (الأداء المالي - الرفع المالي - التدفقات النقدية التشغيلية)، وبشكل أكثر تفصيلاً يلاحظ مايلي:

- جاء المتغير الخاص بالتدفقات النقدية التشغيلية (CFO) في المرتبة الأولى من حيث التأثير على المتغير التابع (الاحتفاظ بالنقدية)، حيث كانت ( $B = 0,247$ ،  $P = 0,001$ ). وهي نتيجة منطقية؛ فمن الضروري أن تنعكس الزيادة في التدفقات النقدية التشغيلية في صورة احتياطات نقدية، ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه العديد من الدراسات (بلال، ٢٠١٧؛ مليجي ٢٠١٨؛ Sun et al., 2012; Eneh et al., 2019).

- وجاء المتغير الخاص بالأداء المالي (FP) في المرتبة الثانية من حيث التأثير على المتغير التابع (الاحتفاظ بالنقدية)، حيث كانت ( $B = 0,196$ ،  $P = 0,061$ ). وتتفق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه نتائج دراسات عدة (بلال، ٢٠١٧؛ Bick et al., 2018؛ e.g. Guizani, 2017)، ويمكن تبرير ذلك بأن الشركات التي تحقق أداء مالي مرتفع تميل للاحتفاظ باحتياطات نقدية لعدة دوافع، أهمها: تمويل فرص استثمارية جديدة ومقابلة التوزيعات المحتملة مستقبلاً. وبما يتفق أيضاً مع فروض نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل فالشركات الأكثر ربحية تفضل تمويل استثماراتها من خلال الأرباح المحجوزة.

- وجاء المتغير الخاص بالرفع المالي (LEV) في المرتبة الثالثة من حيث التأثير على المتغير التابع (الاحتفاظ بالنقدية)، حيث كانت ( $B = 0,084$ ،  $P = 0,001$ ). ويتفق ذلك مع نتائج أغلب الدراسات (e.g. Guizani, 2017; Bick et al., 2018)، وبما يدعم فروض نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، وبموجبه تسعى الشركات إلى استخدام مصادر التمويل الملائمة، بدافع تخفيض التكاليف التمويلية. ولذلك فالشركات التي تزداد فيها نسب الرفع المالي غالباً ما تواجه صعوبات في الحصول على التمويل اللازم بالإضافة إلى زيادة احتمالات ارتفاع التكاليف التمويلية؛ وتتجنب الشركات ذلك من خلال الاحتفاظ بأرصدة نقدية كبيرة من أجل تلبية احتياجاتها التمويلية داخلياً.

وتشير النتائج الموضحة بالجدول رقم (٧) أيضاً إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يتأثر سلباً بأثنين من المتغيرات، وهما: (جودة الأرباح المحاسبية - رأس المال العامل)، وبشكل أكثر تفصيلاً يلاحظ مايلي:

- جاء المتغير الخاص بجودة الأرباح المحاسبية (EQ) في المرتبة الأولى من حيث التأثير على المتغير التابع (الاحتفاظ بالنقدية)، حيث كانت ( $B = -0,165$ ،  $P = 0,042$ ). وهي نتيجة هامة مفادها وجود علاقة سلبية ذات دلالة معنوية بين جودة الأرباح المحاسبية والاحتفاظ بالنقدية، وبما يتفق مع نتائج دراسات عدة (بلال، ٢٠١٧؛ Carcia-Teruel et al., 2009; Sun et al., 2019; Mansali et al., 2012)، وبما يتفق مع فروض نظرية الوكالة؛ حيث تعكس الجودة المنخفضة للأرباح المحاسبية مستوى أعلى من عدم تماثل المعلومات وبالتالي تواجه الشركات في هذه الحالة مشكلة ارتفاع تكلفة التمويل وصعوبة الحصول عليه؛ وبالتالي يتم تعويض ذلك من خلال الاحتفاظ بقدر أكبر من الأرصدة النقدية.

- وجاء المتغير الخاص برأس المال العامل (NWC) في المرتبة الثانية من حيث التأثير على المتغير التابع (الاحتفاظ بالنقدية)، حيث كانت  $(B = -0.143, P = 0.000)$ . ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه نتائج دراسات عدة (Sun et al., 2012; Guizani, 2017; السيد، ٢٠١٨). وهي نتيجة منطقية أيضًا فأحد أهم مصادر زيادة الأرصدة النقدية للشركة تكون من خلال النقص في أرصدة الأصول المتداولة الأخرى بخلاف النقدية أو زيادة الالتزامات المتداولة. ويتفق ذلك أيضًا مع فروض نظرية المفاضلة؛ وبموجب ذلك يكون ارتفاع نسبة رأس المال العامل أحد بدائل الاحتفاظ بالنقدية، وبصفة خاصة عندما تمتلك الشركة أصول متداولة يسهل تحويلها إلى نقدية بدون تحمل تكاليف إضافية.

وبالنسبة لباقي المتغيرات وهي: (جودة حوكمة الشركات - حجم الشركة - النمو) فلم يكن لأى منهم تأثير معنوى على المتغير التابع (مستوى الاحتفاظ بالنقدية)، وفيما يتعلق بحجم الشركة (SIZE) فلم تتوصل الدراسات لنتائج محددة في علاقته بمستوى الاحتفاظ بالنقدية فالبعض أشار إلى أن العلاقة بينهما إيجابية (السيد، ٢٠١٨) ومبررهم في ذلك أن الشركات الأكبر حجمًا قد تواجه العديد من الفرص الاستثمارية، بالإضافة إلى تزايد حجم المعاملات وبالتالي يتعين على الشركات الأكبر حجمًا الاحتفاظ بالكثير من الاحتياطات النقدية. في حين أكدت دراسات أخرى على أن العلاقة بين حجم الشركة والاحتفاظ بالنقدية تبدو كعلاقة سلبية (مليجي، ٢٠١٨؛ بلال، Sun et al., ٢٠١٧, 2012) ومبررهم في ذلك أن الشركات الكبرى لا تواجه صعوبات في الحصول على التمويل الخارجي، وبتكلفة منخفضة مقارنة بغيرها من الشركات وبالتالي فوفقاً لنظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل يكون من الأفضل تمويل احتياجاتها النقدية خارجيًا.

وفيما يتعلق بجودة حوكمة الشركات فلم تتوصل نتائج التحليل الإحصائي لوجود أى علاقة بين جودة الحوكمة والاحتفاظ بالنقدية، وذلك خلافاً لما توصلت إليه دراسات عدة أكدت عل وجود علاقة سلبية بينهما (Ammann et al., 2011; Amess et al., 2015)، ومبررهم في ذلك أن الشركات التي تتخفف فيها جودة حوكمة الشركات تميل إلى الاحتفاظ بمستويات أكبر من النقدية قد تفوق احتياجاتها وذلك بما يتفق مع فرضيات التدفق النقدي الحر، بالإضافة لذلك فجودة حوكمة الشركات تحد من مشاكل الوكالة ذات الصلة بقرار الاحتفاظ بالنقدية. ويعكس ما تم التوصل إليه من نتائج في البيئة المصرية إلى نتيجة هامة، مضمونها قد يشير إلى الاهتمام الشكلي من قبل الشركات المصرية بحوكمة الشركات دون أن يكون لذلك أى انعكاسات إيجابية في الحد من المخاطر والتهديدات المحتملة.

جدول رقم (٧): محددات الاحتفاظ بالنقدية ( نموذج الانحدار ٥ )

المتغيرات المستقلة	(B) معاملات الانحدار	S.E الخطأ المعياري	Sig معنوية المعاملات
الأداء المالي (FP)	٠,١٩٦	٠,١٠٤	* ٠,٠٦١
جودة الأرباح (EQ)	- ٠,١٦٥	٠,٠٨١	** ٠,٠٤٢
جودة حوكمة الشركات (CG)	- ٠,٠٤٤	٠,١١٩	٠,٧١٣
حجم الشركة (SIZE)	- ٠,٠٠١	٠,٠١٥	٠,٩٤٥
الرفع المالي (LEV)	٠,٠٨٤	٠,٠٢٤	*** ٠,٠٠١
النمو (GROWTH)	- ٠,٠٠٩	٠,٠١٠	٠,٤٠٠
رأس المال العامل (NWC)	- ٠,١٤٣	٠,٠٣٨	*** ٠,٠٠٠
التدفقات النقدية التشغيلية (CFO)	٠,٢٤٧	٠,٠٧٠	*** ٠,٠٠١
حجم العينة (ن)	١٧٠		
معامل التحديد (R)	%٢١		
معامل التحديد المعدل (R <sup>2</sup> )	%١٧		
P- value	٠,٠٠٠		
*** التأثير معنوى عند مستوى معنوية أقل من (١%).			
** التأثير معنوى عند مستوى معنوية أقل من (٥%).			
* التأثير معنوى عند مستوى معنوية أقل من (١٠%).			

## ٥- النتائج والتوصيات ومجالات البحوث المستقبلية

تناول البحث قضية هامة كانت ومازالت محل اختبار من قبل العديد من البحوث في مجالات مختلفة؛ إلا وهى تبعات ونتائج الاحتفاظ بالنقدية. وقد جاءت البحوث على كافة المستويات بنتائج متباينة فى هذا الصدد. ولذلك فقد استهدف البحث الحالى فى المقام الأول اكتشاف طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركات المصرية، والبحث فى المحددات المحاسبية ذات الصلة، والتي يمكن أن تقدم تفسيرات بشأن النتائج المتباينة حول العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة. وقد تم تجميع بيانات عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية عن الفترة من (٢٠١٨-٢٠١٩) لتتكون عينة الدراسة من ١٧٠ شركة (مشاهدة).

وباستخدام أسلوب الانحدار المتعدد باعتباره الأكثر ملاءمة لطبيعة متغيرات البحث؛ وقد أظهرت نتائج البحث أن: العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركات غير المالية المصرية تظهر كعلاقة غير خطية فى صورة محدبة (Invers U-Shape). وبما يؤكد وجود مستوى أمثل للنقدية الواجب الاحتفاظ بها، إذ تظهر العلاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة حتى الوصول إلى المستوى الأمثل للنقدية (٤٩% من إجمالى الأصول)، ولكن تجاوز هذا المستوى قد يترتب عليه انخفاض الأداء المالى للشركة بما يعكس علاقة غير واضحة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى

الشركة. ويتفق ذلك مع مفاهيم نظرية المفاضلة؛ حيث يتحدد المستوى الأمثل للنقدية المحفوظ بها عن طريق تحقيق التوازن بين منافع وتكاليف الاحتفاظ بالنقدية، وهو المستوى الذى ينخفض عنده احتمالات تعرض الشركة للأزمات المالية وكذلك يساعد الشركة على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، وعند هذا المستوى تتجنب الشركة التكاليف المرتفعة للحصول على التمويل الخارجى. ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه نتائج دراسات عدة (e.g. Nguyen et al., 2017; Thanh, 2019). وبالرغم من ذلك يعتقد الباحث أن نسبة ٤٩% كمستوى أمثل للنقدية الواجب الاحتفاظ بها تمثل نسبة مرتفعة مقارنة بما توصلت إليه دراسات أخرى (e.g. Mikkelsen and Partch, 2003) أجريت فى بيئات إقتصادية مختلفة عن بيئة الأعمال المصرية، ويبرر الباحث ذلك؛ نظرًا لاتجاه العديد من الشركات المصرية إلى الاستثمار فى الودائع والأوعية الإذخارية المختلفة بصورة أدت إلى زيادة أرصدة النقدية وما فى حكمها. ولذا يتعين البحث فى أسباب ذلك وانعكاساته على المستوى القومى.

وتناولت الدراسة اثنين من العوامل المفسرة لطبيعة وقوة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركة، وهما: **جودة الأرباح المحاسبية**، والتي أكدت الكثير من البحوث على أن زيادتها يأتى كانعكاس لانخفاض مشاكل الوكالة (e.g. Sun et al., 2012; Bhattacharya et al., 2013). وقد جاءت نتائج اختبار الفروض لتشير إلى ما يؤكد ذلك، حيث أكدت نتائج التحليل الإحصائى على أن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى تظهر بصورة أقوى فى الشركات التى تتصف بزيادة جودة الأرباح المحاسبية، ويمكن تبرير ذلك بأن الشركات التى تتصف بزيادة جودة الأرباح المحاسبية؛ تتخفف فيها الدوافع السلبية للاحتفاظ بالنقدية وما يصاحبها من سلوك انتهازى من قبل الإدارة، وبصورة تكفل تحقيق الاستغلال الأمثل لموارد الشركة. ويتفق ذلك بصورة ضمنية من نتائج بعض الدراسات والتي أكدت على أن منفعة الاحتفاظ بالنقدية ترتبط بالشركات التى تتصف بزيادة جودة الأرباح المحاسبية (Sun et al., 2012; Shin et al., 2017; Farinha et al., 2018).

كما أمتد البحث ليشمل متغيرًا آخر قدمه الباحث من خلاله تفسيرًا للنتائج المتباينة بشأن منفعة الاحتفاظ بالنقدية، وهو: **جودة حوكمة الشركات**، والتي تبحث فى الحد من التأثيرات السلبية للمخاطر التى تواجه الشركات، والعمل على تجنب تعارض المصالح قدر الأمكان. إذ جاءت نتائج اختبار الفروض لتؤكد أن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى تظهر إيجابية وبصورة أقوى فى الشركات التى تتصف بزيادة جودة حوكمة الشركات. ويأتى ذلك تأكيدًا لدور حوكمة الشركات فى الحد من إساءة المديرين استخدام السلطات الممنوحة لهم فى عملية تخصيص الموارد، وبصورة تمكن من تعظيم الدوافع الإيجابية للاحتفاظ بالنقدية. حيث تلعب الآليات المختلفة لحوكمة الشركات، ممثلة فى فاعلية مجلس الإدارة ولجانته المختلفة والبيئة الرقابية، دورًا هامًا فى الحد من مشاكل الوكالة إجمالاً، وما يرتبط بتحقيق الاستغلال الأمثل لموارد الشركة بصفة خاصة، ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه دراسات عدة (e.g., Dittmar and Mahrt-Smith, 2007; Harford et al., 2008; Ammann et al., 2011; Ameer, 2012; Chang et al., 2017).

وخلص الباحث أيضًا إلى نتيجة هامة بشأن طبيعة واتجاه العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة، فالبعض يرى أن الأداء المالي للشركة أحد محددات الاحتفاظ بالنقدية (بلال، ٢٠١٧؛ Guizani, 2017)، وأكد آخرون على أن الأداء المالي أحد نتائج الاحتفاظ بالنقدية ( Adjei, 2017; Amahalu and Beatrice, 2013). وبالمثل أكدت نتائج البحث الحالي على وجود علاقة إيجابية معنوية بينهما. إذ أن الأداء المالي للشركة - مقاسًا بمعدل العائد على الأصول - أحد محددات ونتائج الاحتفاظ بالنقدية، مما يُشكل دافعًا لإجراء بحوث مستقبلية تتناول العلاقة ثنائية الاتجاه بينهما.

وفي ضوء ما سبق عرضه بشأن اختبار الفروض ومناقشة النتائج؛ يخلص الباحث إلى أن تحقيق منفعة الاحتفاظ بالنقدية يرتبط في المقام الأول بقدرة الشركة وإدارتها على الوصول إلى المستوى الأمثل للنقدية الواجب الاحتفاظ بها، وكلاهما مرهون بتعظيم الدوافع الإيجابية للاحتفاظ بالنقدية، وأن تعظيم تلك الدوافع يرتبط بالحد من مشاكل الوكالة وما يرتبط بها من تكاليف. والتي ارتبطت في المقام الأول بتعارض المصالح نتيجة لانفصال الملكية عن الإدارة ورغبة كل طرف في تحقيق منافع خاصة قد تختلف عن منافع الآخرين. فقد يتخذ المديرون من القرارات ما يضر بمصالح الملاك، أو يتراجعوا عن القيام بمهام قد تكون في مصلحة الشركة مستقبلاً رغبة في تحقيق منافع خاصة في الأجل القصير. لذلك يتعين البحث في سبل وإجراءات الحد من تلك المشاكل قدر الأمكان وذلك من خلال تفعيل آليات حماية المستثمر بصفة عامة وآليات حوكمة الشركات بصفة خاصة.

ويعتبر من **حدود البحث** أنه اقتصر على فترة زمنية قصيرة نسبيًا، وذلك لتجنب التأثيرات المختلفة الناتجة عن تحرير أسعار الصرف في بيئة الأعمال المصرية في الأونة الأخيرة، مما ترتب عليه انخفاض عدد المشاهدات محل الدراسة. كما اقتصر البحث على اثنتين فقط من العوامل المفسرة لطبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة وهما: جودة كلاً من الأرباح المحاسبية وحوكمة الشركات. كما اقتصر البحث على قياس الأداء المالي للشركة استنادًا إلى المقاييس المحاسبية دون غيرها من المقاييس السوقية.

وأخيرًا، وفي ضوء ما سبق **يوصى الباحث** بمزيد من **البحوث المستقبلية** تختبر العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة وأدائها المالي، على أن يتم قياس مستوى الاحتفاظ بالنقدية بعد استبعاد قيمة الودائع والأوعية الإدخارية والتي شكّلت جزءًا كبيرًا من النقدية المحتفظ بها في الشركات المصرية. وعلى أن يتم قياس الأداء المالي باستخدام مقاييس الأداء السوقى ومنها؛ أسعار الأسهم والعوائد غير العادية. وقد تمتد البحوث المستقبلية أيضًا لتشمل دراسة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء التشغيلي للشركة. كما يوصى الباحث بأهمية امتداد البحوث المستقبلية لتشمل عوامل ومتغيرات أخرى قد تقدم تفسيرات لطبيعة وقوة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة ومنها؛ طبيعة نشاط الشركة، ودرجة الملاءة المالية، وهيكل الملكية. وبخصوص محددات الاحتفاظ بالنقدية فيوصى الباحث بضرورة أن تشمل البحوث المستقبلية متغيرات أخرى بخلاف الخصائص المالية والتشغيلية، كذلك التي تعبر عن جودة المراجعة ومدى الالتزام بمعايير التقرير المالي (IFRS).

## المراجع

### المراجع العربية

بلال، السيد. (٢٠١٧). "العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها- دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية". *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة- جامعة عين شمس*. العدد(٤)، الجزء الأول، ١٩٩-٢٤٨.

حنا، عماد. (٢٠١٥). "إطار مقترح للعلاقة بين تكلفة رأس المال وكل من جودة الإفصاح وجودة الأرباح وجودة حوكمة الشركات ودور خطر المعلومات في تفسير هذه العلاقة". رسالة دكتوراه غير منشورة، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.

السيد، محمد. (٢٠١٨). "أثر أنماط هيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية- دراسة تطبيقية". *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة- جامعة عين شمس*. العدد(٤)، الجزء الثاني، ١٤٤١-١٥٢٣.

محمد، ياسر. ٢٠١٢. مدى تطبيق الشركات المصرية المقيدة بالبورصة لقواعد ومبادئ حوكمة الشركات. *المجلة العلمية، التجارة والتمويل، كلية التجارة-جامعة طنطا*. العدد(٣)، ٤٤٤-٤٨٢.

مصطفى، محمد. ٢٠٠٦. تأثير بعض آليات حوكمة الشركات على الأداء: دراسة تطبيقية على مصر. *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة - جامعة الإسكندرية*. المجلد(٤٣)، العدد(١)، ٣٢٥-٣٨٧.

مليجي، مجدى. (٢٠١٨). "تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسئولية الإجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية". *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة- جامعة عين شمس*. العدد(٤)، الجزء الأول، ٣٢٩-٤٠١.

الهيئة العامة للرقابة المالية. (٢٠١٦). "الدليل المصرى لحوكمة الشركات: الاصدار الثالث"، مركز المديرين المصرى.

### المراجع الأجنبية

Abushammala, N., and Sulaiman, J. (2014). Cash holdings and corporate profitability: Some evidences form Jordan. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 8(3), 898.

Adjei, F. (2013). The effects of cash holdings on corporate performance during a credit crunch: evidence from the sub-prime mortgage crisis. *Journal of Economics and Finance*, 37(2), 188-199.

Akhter, W., Shahzad, A., Tran, T., Dang, P., Anh, B., and Vo, X. V. (2019). Internal Corporate Governance and Firm Cash Holdings in an Emerging Market. *Available at: SSRN*.

- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International business review*, 22(1), 77-88.
- Amahalu, N., and Beatrice, E. (2017). Effect of cash holding on financial performance of selected quoted insurance firms in Nigeria. *Contemporary Issues in Business Management: A Multidisciplinary Approach*.
- Amess, K., Banerji, S., & Lampousis, A. (2015). Corporate cash holdings: Causes and consequences. *International Review of Financial Analysis*, 42, 421-433.
- Ammann, M., Oesch, D., and Schmid, M. (2011). Cash holdings and corporate governance around the world. *Avialable online at <http://reanatis.com>*.
- Anagnostopoulou, C. (2013). Cash holdings: determining factors and impact on future operating performance for listed versus unlisted firms. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 16(02), 1350013.
- Azmat, A. (2014). Firm value and optimal cash level: Evidence from Pakistan. *International Journal of Emerging Markets*, 9(4), 488-504.
- Bates, W., Kahle, M., and Stulz, M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of finance*, 64(5), 1985-2021.
- Bhattacharya, N., Desai, H., & Venkataraman, K. (2013). Does earnings quality affect information asymmetry? Evidence from trading costs. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 482-516.
- Bick, P., Orlova, S., and Sun, L. (2018). Fair value accounting and corporate cash holdings. *Advances in Accounting*, 40, 98-110.
- Boubaker, S., Derouiche, I., and Saffar, W. (2013). Excess control rights, corporate governance and cash flow sensitivity of cash. *Working paper, European Financial Management Association*.
- Chang, Y., Benson, K., and 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.
- Dechow, M., and Schrand, M. (2004). **Earnings quality**. CFA, 34(4).
- Dechow, M., Sloan, G., and Sweeney, P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.
- Dittmar, A., and Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*, 83(3), 599-634.



- Eneh, R., Okegbe, O., and Ndubuisi, N. (2019). Determinants of Cash Holdings: Evidence from Agricultural Firms Listed On Nigeria Stock Exchange. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 9(2), 211-223.
- Farinha, J., Mateus, C., and Soares, N. (2018). Cash holdings and earnings quality: evidence from the Main and Alternative UK markets. *International Review of Financial Analysis*, 56, 238-252.
- Faulkender, M., and Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- García-Teruel, J., Martínez-Solano, P., and Sánchez-Ballesta, P. (2009). Accruals quality and corporate cash holdings. *Accounting & Finance*, 49(1), 95-115.
- Greiner, A. J. (2017). An examination of real activities management and corporate cash holdings. *Advances in accounting*, 39, 79-90.
- Guizani, M. (2017). The financial determinants of corporate cash holdings in an oil rich country: Evidence from Kingdom of Saudi Arabia. *Borsa Istanbul Review*, 17(3), 133-143.
- Harford, J., Mansi, A., and Maxwell, F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of financial economics*, 87(3), 535-555.
- Iftikhar, M. (2017). Impact of cash holding on firm performance: A case study of non-financial listed firms of KSE. *University of Haripur Journal of Management (UOHJM)*, 2(1), 189-199.
- Isshaq, Z., Bokpin, A., and Onumah, M. (2009). Corporate governance, ownership structure, cash holdings, and firm value on the Ghana Stock Exchange. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 488-499.
- Jamil, S., Anwar, A., Afzaal, N., Tariq, A., & Asif, M. (2016). Determinants of Corporate Cash Holdings: Empirical Analysis of Pakistani Firms. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 7(3), 29-35.
- Joudi, S., Mansourfar, G., and Didar, H. (2019). Internal and External Corporate Governance Quality, Information Asymmetry and Cash Holdings: Increase or Decrease in the Firm Value. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 26(1), 39-64.
- La Rocca, M., and Cambrea, R. (2019). The effect of cash holdings on firm performance in large Italian companies. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 30(1), 30-59.

- La Rocca, M., Staglianò, R., La Rocca, T., Cariola, A., and Skatova, E. (2019). Cash holdings and SME performance in Europe: the role of firm-specific and macroeconomic moderators. *Small Business Economics*, 53(4), 1051-1078.
- Louis, H., Sun, X., and Urcan, O. (2012). Value of cash holdings and accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 29(4), 1249-1271.
- Majid, A., Pahlevi, C., Laba, R., and Sobarsyah, M. (2019). Cash Holding and Value of Indonesia Manufacturing Companies Listed in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Advanced Engineering Research and Science*, 6(10).
- Mansali, H., Derouiche, I., and Jemai, K. (2019). Accruals quality, financial constraints, and corporate cash holdings. *Managerial Finance*, 45(8), 1129-1145.
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, J., and Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170.
- Masood, A., and Shah, A. (2014). Corporate governance and cash holdings in listed non-financial firms of Pakistan. *Business Review*, 9(2), 48-72.
- Mikkelsen, H., and Partch, M. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance?. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(2), 275-294.
- Miller, H., and Orr, D. (1966). A Model of the Demand for Money by Firms. *The Quarterly journal of economics*, 80(3), 413-435.
- Nguyen, H., Nguyen, T., and Le, V. (2016). Firm value, corporate cash holdings and financial constraint: A study from a developing market. *Australian Economic Papers*, 55(4), 368-385.
- Nikolov, B., and Whited, M. (2014). Agency conflicts and cash: Estimates from a dynamic model. *The Journal of Finance*, 69(5), 1883-1921.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
- Phung, D. N., & Mishra, A. V. (2016). Ownership structure and firm performance: Evidence from Vietnamese listed firms. *Australian Economic Papers*, 55(1), 63-98.

- Sheikh, A., and Khan, I. (2015). The impact of board attributes and insider ownership on corporate cash holdings: Evidence from Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences (PJCSS)*, 9(1), 52-68.
- Sheikh, A., and Khan, I. (2016). Effects of excess cash, board attributes and insider ownership on firm value: evidence from Pakistan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 10(1), 29-39.
- Shin, M., Kim, S., Shin, J., and Lee, J. (2018). Earnings quality effect on corporate excess cash holdings and their marginal value. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(4), 901-920.
- Sun, Q., Yung, K., and Rahman, H. (2012). Earnings quality and corporate cash holdings. *Accounting & Finance*, 52(2), 543-571.
- Thanh, C. (2019). Optimal Cash Holding Ratio for Non-Financial Firms in Vietnam Stock Exchange Market. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(2), 104.
- Vijayakumaran, R., and Atchyuthan, N. (2017). Cash holdings and corporate performance: Evidence from Sri Lanka. *International Journal of Accounting & Business Finance*, (1).
- Xu, X., and Li, Y. (2018). Local corruption and corporate cash holdings: Sheltering assets or agency conflict?. *China journal of accounting research*, 11(4), 307-324.
- Xu, X., Li, W., Li, Y., and Liu, X. (2019). Female CFOs and corporate cash holdings: Precautionary motive or agency motive?. *International Review of Economics & Finance*, 63, 434-454.