

تأثير جودة المستحقات وخطر الضوائق المالية على العلاقة بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية: أدلة تطبيقية من سوق المال المصري

دكتور/ علاء على أحمد حسين*
أستاذ مساعد بقسم المحاسبة والمراجعة
كلية التجارة – جامعة عين شمس

مستخلص الدراسة:

تمثل هدف القضية البحثية المطروحة من قبل الدراسة الحالية، في اختبار اتجاه وقوة ودلالة العلاقة بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية و القيمة السوقية للشركة من جهة، واختبار تأثير كلاً من مستوى جودة المستحقات واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية عند إدخالهما كمتغيرات منظمة لتلك العلاقة من جهة أخرى، وذلك بالدعم التطبيقي على عينة قوامها 52 شركة مساهمة صناعية مقيدة في سوق المال المصري خلال نطاق فترة الدراسة من عام 2012 حتى عام 2018. وقد اعتمدت الدراسة لاختبار الفروض البحثية على تحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات باستخدام نموذج الانحدار التجميعي، من خلال برنامج (SPSS) الإصدار (24)، وبرنامج (E-Views) الإصدار (10).

وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج والتي من أهمها، ارتفاع القيمة السوقية للشركات محل الدراسة، وانخفاض مستويات الاحتفاظ بالنقدية لديها، مع ارتفاع في مستوى جودة المستحقات لدى تلك الشركات، كما اتضح أن غالبيتها لا تعاني من احتمالية تعرضها لخطر الضوائق المالية في المستقبل المنظور.

كما قدمت الدراسة دليلاً إحصائياً على وجود علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة. كذلك قدمت الدراسة دليلاً إحصائياً إضافياً في ظل وجود دوافع لدى الشركات للاحتفاظ بالنقدية، على وجود تأثير إيجابي ذو دلالة معنوية لمستوى جودة المستحقات، وعدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لاحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية، على العلاقة الإيجابية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة.

الكلمات المفتاحية:

الاحتفاظ بالنقدية، القيمة السوقية للشركة، جودة المستحقات، خطر الضوائق المالية.

* معار حالياً كأستاذ مشارك بقسم المحاسبة، كلية إدارة الأعمال، جامعة تبوك، المملكة العربية السعودية.
e-mail: dr_alaahussein@commerce.asu.edu.eg; ahussein@ut.edu.sa

Abstract:

This study aimed to test the relationship between the levels of cash holdings and the market value of the firm, in addition to test the both effect of the levels of accruals quality, and the risk of financial distress when introduced as moderator variables to this relationship, using 52 of the manufacturing companies listed in the Egyptian Stock Exchange, over the period of 2012 to 2018. The Pooled OLS Regression Model was adopted to test the research hypotheses using the SPSS (ver.24) and E-Views (ver.10) programs.

The research concluded to several findings, most important of which, that the market value of the companies under study has increased, and the levels of cash holdings has decreased, with very high levels of accruals quality, and most of them are not likely to face the risk of financial distress in the foreseeable future.

The study also provided a statistical evidence of the existence of a positive significant relationship between the levels of cash holdings and the market value of the firm, and in the presence of companies' motivation to hold cash, a positive significant effect of the levels of accruals quality, and no significant effect of the risk of financial distress, on the positive relationship between the levels of cash holdings and the market value of the firm.

Keywords:

Cash Holdings, Market Value of the Firm, Accruals Quality, Risk of Financial Distress.

١ . مقدمة:

يعد الاحتفاظ بالنقدية *Cash Holdings* أحد أهم القرارات المالية والإدارية التي قد تتخذها الشركات، ويساهم في تحقيق أهدافها الاستراتيجية من بقاء ونمو في ظل المنافسة شديدة الضراوة التي تشهدها بيئة الأعمال المعاصرة. وتقوم الشركات بتحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية سعياً لتحقيق العديد من المنافع والميزات الإيجابية، التي قد يكسبها ثقة المساهمين والمستثمرين والمقرضين وغيرهم من أصحاب المصالح الأخرى، فالشركات التي تمتلك أرصدة نقدية مرتفعة، وبناء على استخدامات النقدية المتوقعة في أغراض المعاملات، ومرونتها المالية التي تعبر عن قدرتها على تحسين وضعها الاقتصادي، وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية، وحسن نية الإدارة في إدارة واستغلال هذه النقدية، قد ينعكس ذلك إيجاباً على القيمة السوقية للشركة *Market Value of the Firm*. كما أنه في ظل الضغوط التنافسية التي تتعرض لها الشركات، فإن تراكم النقدية بالشركة، يوفر لها الكثير من فرص النمو مقارنة بالمنافسين، ومن ثم إمكانية مواصلتها السعي نحو تمويل الصفقات الاستثمارية المتوقعة ذات صافي القيمة الحالية الموجبة دون الحاجة إلى مصادر التمويل الخارجي المرتفعة التكلفة، وبالتالي تكون أكثر احتمالاً لتعظيم قيمتها السوقية. كذلك، فإن الشركات تسعى للاحتفاظ بالأرصدة النقدية، لأغراض تقليل مخاطر تذبذب التدفقات النقدية عندما تصبح التدفقات النقدية المستقبلية أكثر خطورة.

وخلال السنوات القليلة الماضية، ركزت بعض الأبحاث التجريبية الحديثة (Derouiche et al., 2018; Kiriukhin, 2018; Mokhtari et al., 2012; García-Teruel et al., 2009) على الدور الذي يلعبه ارتفاع مستويات جودة المستحقات *Accruals Quality* أحد الأبعاد الرئيسية لجودة المعلومات المحاسبية وكمقياس لعدم تماثل المعلومات، في تخفيض تكاليف الوكالة وتكاليف المعاملات التجارية، وفي تقليل الآثار السلبية لمشكلة عدم تماثل المعلومات، وما يصاحبه من تخفيض في تكلفة التمويل الخارجي،

مما يسمح للشركات بتقليل مستوى حيازاتها النقدية. كما اعتبرت دراستي (Kiriukhin, 2018; Chia- Wu, 2012) أن مستوى جودة المستحقات هو أحد المحددات أو أحد العوامل التفسيرية للقيمة السوقية للشركة.

وفي مجال آخر من الاهتمام بالتأثيرات الحقيقية للمحاسبة، أشارت بعض دراسات الأدب المحاسبي (Farinha et al., 2018; Powell, 2018; Kariuki et al., 2015; Mokhtari et al., 2012; García-Teruel et al., 2009) إلى أن ارتفاع أو انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، قد يرجع لخطر الضوائق المالية *Risk of Financial Distress* الذي يمكن أن تتعرض له الشركات، وقامت تلك الدراسات بتضمين احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية كأحد المحددات المفسرة لمستويات الاحتفاظ بالنقدية. كما اعتبرت بعض الدراسات (Ndicu, 2018; Kanyugi, 2016; Mahama, 2015) أن احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية هو أحد المحددات أو أحد العوامل التفسيرية للقيمة السوقية للشركة.

وقد حاولت بعض من البحوث والدراسات التي تناولها الأدب المحاسبي الأكاديمي، دراسة وتحليل مستويات الاحتفاظ بالنقدية كأحد الأسباب، أو المحددات، أو العوامل المؤثرة التي تفسر التغير والاختلاف في القيمة السوقية للشركة، إلا أن الأدلة التجريبية لم تسفر عن نتائج حاسمة، بل شابها التناقض والتباين الشديد في كثير من الأحيان، كما أن هناك ندرة شديدة في أدبيات التراث الفكري المحاسبي التطبيقي التي تناولت انعكاسات تأثير كلاً من مستوى جودة المستحقات وخطر الضوائق المالية على العلاقة الارتباطية بين مستويات الاحتفاظ بالأرصدة النقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة المدرجة بأسواق المال المختلفة، حيث اقتصر بعض الدراسات على علاقة جودة المستحقات وخطر الضوائق المالية، بمستويات الاحتفاظ بالنقدية، بينما اقتصر البعض الآخر على علاقتها مع القيمة السوقية للشركة، كما أنها أجريت معظمها على أسواق أسهم أجنبية، والتي تختلف خصائصها اختلافاً جذرياً عن خصائص سوق الأسهم المصري كأحد أسواق المال الناشئة.

ونتيجة لإمكانية وجود علاقة بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة من جهة، ووجود تأثير لمستوى جودة المستحقات واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية على العلاقة بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة من جهة أخرى للوحدات الاقتصادية في بيئة الأعمال المصرية، هو ما شكّل الباعث الأساسي الذي دفع الباحث إلى إلقاء الضوء على هذه القضية من خلال الدراسة الحالية، وذلك من خلال تقدير ثلاث نماذج محاسبية متعددة المتغيرات تمثل فروض الدراسة، أولهم لقياس العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، وثانيهم لقياس تأثير جودة المستحقات على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، وثالثهم لقياس تأثير احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، مع الدعم التطبيقي على عينة قوامها 52 شركة مساهمة صناعية مقيدة في سوق المال المصري خلال نطاق فترة الدراسة (2012-2018).

تشير الأدلة المستخلصة من نتائج الدراسة الحالية، إلى وجود علاقة موجبة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية (كمتغير مستقل) والقيمة السوقية للشركة (كمتغير تابع)، والتي عكست العلاقة الموجبة الكامنة بين القيمة السوقية للشركة ومستوى جودة المستحقات (كمتغير منظم للعلاقة السابقة)، وهو ما يعنى أن

ارتفاع مستوى جودة المستحقات في ظل وجود دوافع للشركات للاحتفاظ بالنقدية، قد جعل العلاقة الارتباطية الموجبة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة أكثر قوة ونموذج الانحدار الممثل لتلك العلاقة أصبح أكثر قدرة تفسيرية، في حين تبين أن احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية (كمتغير منظم آخر للعلاقة السابقة) في ظل وجود دوافع للشركات للاحتفاظ بالنقدية، لم يترك تأثيراً على العلاقة الإيجابية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة.

تعد الدراسة الحالية في محاولتها لتضييق الفجوة البحثية المتواجدة في مكتبة البحوث والدراسات المحاسبية المعنية بمجال الدراسة، بمثابة مساهمة علمية لإثراء أدبيات التراث الفكر المحاسبى من خلال عدة أبعاد، وذلك على النحو التالى:

(١) أولت العديد من الدراسات الكثير من الاهتمام بدراسة المحددات أو العوامل المؤثرة على سياسة الاحتفاظ بالنقدية كأحد سياسات التحفظ المالى، دون التطرق بالبحث والتمحيص عن تأثير التباين والاختلاف في مستوى تلك المحددات أو العوامل على القيمة السوقية للشركة إلا ما ندر من الدراسات التى تمت في بيئات أجنبية، أما الدراسة الحالية فقد قدمت دليلاً تطبيقياً من البيئة المصرية كأحد اقتصاديات الدول الناشئة التى تضم استثمارات كثيرة وفرص جاذبة للاستثمار، عن التأثير الإيجابى لسياسة الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية المقيدة في سوق المال المصرى، مما يعد اسهاماً للأدبيات المحاسبية المعنية بدراسة أسباب التغير والاختلاف في القيمة السوقية للشركة، باعتبارها مرآة عاكسة لنجاح أو فشل الشركة.

(٢) تتميز الدراسة الحالية باعتبارها أول محاولة بحثية - في حدود علم الباحث وإطلاعه - في البيئة المحاسبية المصرية، ومن خلال تقديمها لأدلة تفسيرية وقرائن عملية من تلك البيئة، بتناولها بعدين إضافيين جديدين للتأثيرات الحقيقية للمحاسبة، تتمثل في قياس وتحليل تأثير كلا من مستوى جودة المستحقات واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية على العلاقة الارتباطية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، حيث أن الدراسات المحاسبية السابقة لم تلقى أى اهتمام، بل يمكن القول بأنها أغفلت تماماً تحرى تأثيرات تلك الأبعاد على العلاقة السابقة، وبخاصة في مكتبة البحوث والدراسات المصرية، مما يضيف ذلك أهمية متزايدة للدراسة الحالية.

(٣) تختلف الدراسة الحالية عن الأدبيات المحاسبية السابقة التى اهتمت بمجال الاحتفاظ بالنقدية، أنها غطت في دراستها التطبيقية سبعة قطاعات مختلفة من القطاعات الاقتصادية بسوق المال المصرى، فضلاً عن اعتمادها على فترة زمنية ملائمة وحديثة امتدت لسبع سنوات مالية متتالية تبدأ من عام 2012 وحتى عام 2018.

على أن يأمل الباحث، وفي ضوء ما خلصت إليه الدراسة النظرية، ووفقاً لما توصلت إليه الدراسة التطبيقية من نتائج، وما اقترحه الباحث من توصيات، أن تمثل الدراسة الحالية إضافة ولو بقدر بسيط إلى مكتبة البحوث والدراسات المحاسبية المصرية.

ولأغراض تحقيق الأهداف التى تسعى إليها الدراسة الحالية، والإجابة على تساؤلات مشكلتها البحثية، اعتمد الباحث على المنهجية التالية لتنظيم الأقسام المتبقية من الدراسة، حيث تناول القسم **الثانى:** دراسة مرجعية تحليلية للاسهامات العلمية التى قدمت أدبيات التراث الفكرى المحاسبى لأغراض القراءة الأدبية للإطار المفاهيمى للاحتفاظ بالنقدية، وخصص **القسم الثالث:** لمراجعة وتحليل أهم

الأدبيات المحاسبية المعاصرة المرتبطة بمتغيرات الدراسة، بغرض التوصل إلى الفجوة البحثية، واشتقاق وبناء وصياغة الفروض التي تستند عليها الدراسة الحالية في صورتها البديلة، ثم تناول القسم الرابع: مشكلة وتساؤلات الدراسة واشتقاق الفجوة البحثية، وغطى القسم الخامس: أهداف الدراسة، أما القسم السادس: فتناول أهمية الدراسة، في حين عرض القسم السابع: القيود الجغرافية والزمنية والموضوعية والفنية التي تخضع لها الدراسة، بينما تناول القسم الثامن: توصيفاً لمجتمع وعينة ونطاق الدراسة التطبيقية، فضلاً عن أساليب جمع بيانات هذه الدراسة، واللازمة لأغراض قياس متغيرات المشكلة البحثية خلال النطاق الزمني المحدد لفترة الدراسة، ولاختبار فروض الدراسة، وبناء وصياغة النماذج المحاسبية متعددة المتغيرات المقترحة، ثم تناول القسم التاسع: تحديداً وتوصيفاً لمتغيرات الدراسة ومنهجية قياسها، ثم قدم القسم العاشر: عرضاً تفصيلياً للتحليل الإحصائي لبيانات الدراسة، وصولاً لتحليل ومناقشة نتائج اختبارات فروض الدراسة، وتقدير النماذج التطبيقية متعددة المتغيرات المناسبة، وخصص القسم الحادي عشر: لعرض أهم النتائج التي أسفر عنها الإطار النظري والجانب التطبيقي للدراسة الحالية، بينما انتهى القسم الثاني عشر: باقتراح التوصيات التي توصل إليها الباحث من خلال دراسته النظرية والتطبيقية، وأهم مجالات البحث المستقبلية التي تدعو إليها الدراسة الحالية.

٢. القراءة الأدبية للإطار المفاهيمي للاحتفاظ بالنقدية - دراسة مرجعية تحليلية لأدبيات التراث الفكري المحاسبى:

حتى مفهوم الاحتفاظ بالنقدية¹ اهتماماً كبيراً من جانب مختلف الشركات في جميع أنحاء العالم، حيث سجلت مستويات الاحتفاظ بالنقدية ارتفاعاً ملحوظاً خلال العقود القليلة الماضية. فقد أظهر تقريراً للبنك الاحتياطي الفيدرالي في سانت لويس بالولايات المتحدة الأمريكية، أن ممارسات الاحتفاظ بالنقدية لجميع الشركات الأمريكية غير المالية باستثناء المرافق، قد زادت بمعدل نمو سنوى 10% بين عامي (1995-2010)، من 1.2 تريليون دولار إلى ما يقرب من 5 تريليون دولار، كما أظهرت البيانات من قاعدة بيانات *World Scope* أن نسبة الاحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة في أسواق المال في 45 دولة ناشئة ومتقدمة على مستوى العالم ارتفعت إلى الضعف تقريباً من حوالى 9% في عام 1995 إلى أكثر من 17% في عام 2004 (Powell, 2018). ووفقاً لبنك فرنسا المركزى، فإن النقدية المحتفظ بها لدى الشركات الفرنسية غير المالية، ارتفعت من 200 مليار يورو إلى 380 مليار يورو بين عام 2008 والرابع الأول من عام 2014، بما يمثل ارتفاعاً من نسبة 10% إلى 18% من إجمالي الناتج المحلى للدولة (Derouiche et al., 2018).

أما على الصعيد الأكاديمي، فقد أصبح الاحتفاظ بالنقدية وتحديد المستوى الأمثل له ولمحدداته المالية والتشغيلية، من الموضوعات التي أثارت اهتمام العديد من أدبيات التراث الفكري المحاسبى، حيث بذلت العديد من البحوث والدراسات جهوداً مكثفة للكشف عن عدداً من النظريات المالية المعاصرة

¹ يقصد بالاحتفاظ بالنقدية في سياق الدراسة الحالية، تكوين الشركة لأرصدة نقدية متراكمة للاستخدام طويل الأجل تزيد عن الاحتياجات التقليدية لمعاملاتها التجارية اليومية وسداد التزاماتها التعاقدية قصيرة الأجل، وبالقدر الأمثل الذى يحدث التوازن بين المنافع الحدية والتكاليف الحدية لهذه النقود (محمد، ٢٠١٧)، (Cai et al., 2016)، وذلك لأغراض مواجهة صدمات مخاطر السيولة المستقبلية غير المتوقعة، واغتنام الفرص الاستثمارية المستقبلية المربحة المتاحة أمام الشركة.

الحاكمة والمفسرة لدوافع وسلوك الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية، إلى جانب التركيز على مجموعة المحددات أو العوامل الاستراتيجية التي قد تؤثر على اتخاذ القرارات بشأن تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية، والذي يمثل تحديده شاغلاً رئيسياً لإدارات الشركات، حتى تتمكن من استخدام الفائض من النقد لتمويل الاستثمارات الرأسمالية الجديدة، أو الاستثمار في البحث والتطوير، أو متابعة عمليات الاستحواذ، أو دفع توزيعات أرباح للمساهمين، أو إعادة شراء الأسهم، أو تخفيض الديون، أو على أقل تقدير الاستمرار في الاحتفاظ بفائض النقدية.

وفقاً لنظرية المقايضة (*Trade-off Theory (TOT)*)، فإن الشركات تحدد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية والذي يتحقق عنده أعلى قيمة سوقية للشركة، من خلال الموازنة بين التكاليف الحدية والمنافع الحدية للاحتفاظ بالنقدية (*Kariuki et al., 2015*). ففي سياق هذه النظرية، يمكن تحديد التكاليف الحدية الناتجة عن الاحتفاظ بالنقدية من خلال افتراضين، ففي حالة افتراض أن هدف مدير الشركة تعظيم ثروات المساهمين، تتمثل تلك التكاليف في تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر في الأصول السائلة *The Opportunity Cost of the Capital Invested in Liquid Assets*، وهي ذلك الفرق بين العائد على النقدية والفائدة التي يجب دفعها لتمويل وحدة إضافية من النقد عن تلك الاستثمارات الأخرى التي تحمل نفس المستوى من المخاطر (*Guizani, 2017; Martinez-Solaet al., 2013; Dittmar et al., 2003*). أما في حالة افتراض عدم اتجاه المديرين إلى تعظيم قيمة حقوق المساهمين، وسعيهم لزيادة الأصول الخاضعة لسيطرتهم بشكل مفرط، وزيادة حرية تصرفهم الإداري، فسوف يؤدي ذلك حتماً إلى زيادة تكلفة الاحتفاظ بالنقدية والتي تتضمن تكلفة الوكالة (*Saddour, 2006*). وفي إطار ذات النظرية، تتبع المنافع الحدية المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية في محاولة من الشركات لتعزيز كفاءة إدارتها لسياساتها الاستثمارية وموقفها المالي الحالي والمستقبلي، من دافعين أساسيين (*Al-Najjar & Clark, 2017*): الأول هو دافع المعاملات *Transaction Motive*، وذلك من خلال توفير الشركات لتكاليف المعاملات المرتبطة باستخدام النقدية لسداد التزاماتها دون الحاجة إلى تصفية الأصول، ومن ثم الحد من احتمالية التعرض لضوابط مالية، فضلاً عن إمكانية مواصلتها السعي نحو الفرص الاستثمارية المتوقعة في المستقبل التي لا يمكن تنفيذها دون هذه الأموال في حالة وجود قيود مالية *Financial Constraints* (*Guizani, 2017*). أما الدافع الثاني هو دافع التحوط (أو الوقاية) ضد المخاطر *Precautionary Motive*، ففي ظل حالة عدم تماثل المعلومات، تحتفظ الشركات بالنقدية كخطة طوارئ *Contingency Plan*، لأغراض تأمين تمويل صافي قيمتها الحالية الموجبة في أنشطتها وفرصها الاستثمارية المتوقعة عندما تكون مصادر التمويل الخارجي غير متوفرة أو مرتفعة التكلفة (*Lin et al, 2018; Dao & Maggi, 2018; Chenxi, 2016; Lu et al., 2016; Al-dhamari & Ismail, 2015; Al-Najjar & Belghitar, 2011*).

وفي هذا السياق، وبمجال رؤية مختلف لوجهة النظر السابقة، فإن نظرية ترتيب الأولويات *Pecking-Order Theory (POT)*، لا تتماشى مع مفهوم المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية، حيث تفترض عدم وجود هذا المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات (*Ullah & Kamal, 2018; Al-Najjar & Belghitar, 2011*)، حيث أن النقدية يمكن استخدامها كحائط صد بين الأرباح

المحتجزة واحتياجات الاستثمار (Loncan & Caldeira, 2014). ففي ظل هذه النظرية، فإن مستوى النقدية يتحدد نتيجة لقرارات التمويل والاستثمار، وبالتالي فعندما تغطي التدفقات النقدية التشغيلية الحالية، الاحتياجات الاستثمارية الجديدة للشركة، يمكنها سداد ديونها، ودفع توزيعات الأرباح للمساهمين، وأخيراً تراكم مزيداً من النقدية، أما في حالة عدم كفاية الأرباح المحتجزة لتمويل الاستثمارات الحالية، تستخدم الشركة النقدية المتراكمة، وإذا لزم الأمر، تصدر ديوناً جديدة، وأخيراً عندما تنخفض قدرتها على خدمة الدين، فإنها ستصدر أوراق مالية (Guizani, 2017; Chenxi, 2016; Al-Najjar & Belghitar, 2011). وتستند هذه النظرية، إلى أن مديرو الشركات يسعون للاحتفاظ بمستويات أعلى من النقدية من أجل تجنب الاعتماد على رأس المال الخارجي كنتيجة لعدم تماثل المعلومات وفقد فرص استثمارية موجبة في حالة قصور في مصادر التمويل الداخلي (عفيفي، ٢٠١٥)، فهي تفترض أن الشركات تعطي أولويات محددة في استخدام مصادر التمويل لتلبية الاحتياجات التمويلية، حيث يمثل التمويل الداخلي الأولوية الأولى لمصادر التمويل لدى مديري الشركات من خلال استخدام الأرباح المحتجزة والنقدية المحتفظ بها نظراً لعدم تأثرها بمشكلة عدم تماثل المعلومات، ثم يليه في الأولوية التمويل الخارجي من خلال الاقتراض، ثم كاختيار أخير، الاعتماد على حقوق المساهمين من خلال إصدار أسهم جديدة (Al-Najjar & Clark, 2017; Chireka & Fakoya, 2017; Kariuki et al., 2015; Al-Najjar, 2014; Uyar & Kuzey, 2014; Al-Najjar & Belghitar, 2011) ومن ثم تحدد هذه الأولويات مدى الحاجة إلى الاحتفاظ بالنقدية وذلك في ظل ظروف سوق تقل فيه القيود المالية (محمد، ٢٠١٧).

وهكذا، يرى الباحث أن تسلسل أدوات أو مصادر التمويل في ضوء ما تستند إليه نظرية ترتيب الأولويات، إنما يرجع إلى العلاقة الطردية بين تكلفة هذه المصادر وعدم تماثل المعلومات، وهو ما يؤثر بدوره على قرار المديرين في المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة، حيث يتم تفضيل مصادر التمويل الأقل حساسية لعدم تماثل المعلومات، مع الاعتماد كأولوية أخيرة لتمويل الاحتياجات الاستثمارية على حقوق المساهمين الأعلى حساسية تجاه مشكلة عدم تماثل المعلومات.

أما فيما يتعلق بنظرية التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow Theory (FCFT)، فهي تشير إلى التأثير السلبي لارتفاع تكلفة الوكالة Agency Cost بين كل من مديري الشركات وأصحاب المصالح بالشركة، حيث تفترض هذه النظرية إلى أن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية إنما يرجع إلى دافع الوكالة Agency Motive، حيث أن مديرو الشركات يميلون للاحتفاظ بمستويات أعلى من النقدية، لتنفيذ الصفقات الاستثمارية من شراء واستحوادات والتي من وجهة نظرهم تخدم منافعهم الشخصية، ودون التعرض للرقابة من جانب مصادر التمويل الخارجي وذلك من خلال الاستثمار في صفقات ليست ذات جدوى اقتصادية أو ذات صافي قيمة عالية سالبة، مما يؤثر سلباً على كفاءة قرارات الاستثمار، ومن ثم تدنية القيمة السوقية للشركة وثروات المساهمين (محمد، ٢٠١٧)، (Asante-Darko et al., 2018; Shin, 2017; Huang et al., 2014; Martinez-Sola et al., 2013; Saddour, 2006). ورغم ذلك، فإنه يمكن تخفيف تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين والأطراف الأخرى ذات العلاقة، وتحقيق التوازن بين هذه العلاقات للحد من تكلفة الوكالة من خلال عدة أساليب، ولعل من أهمها حوكمة

الشركات *Corporate Governance*، حيث أشارت العديد من الدراسات (Asante-Darko et al., 2018; Roy, 2018; Al-Najjar & Clark, 2017; Lee & Park, 2016; Al-Najjar, 2014; Harford et al., 2008; Dittmar et al., 2003) إلى أن ارتفاع مستوى جودة آليات الحوكمة بالشركات، ستؤدي حتماً إلى الحد من الممارسات الانتهازية للإدارة في استغلال النقدية المحتفظ بها، بما يتفق مع بعض الأهداف أو الأغراض الشخصية لها على حساب مصالح المساهمين والأطراف الأخرى ذات العلاقة.

يكشف ما سبق للباحث، أنه لم ينعقد بعد اتفاق من قبل الباحثين والأكاديميين على نظرية شاملة ومحددة تحظى بالاتفاق المحاسبي في تفسيرها لدوافع وسلوك الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية، بل اختلفت جميع النظريات المالية المعاصرة عند تبنيها تفسيرات لتلك الدوافع، حيث ركزت نظرية المقايضة على دافعي المعاملات والتحوط ضد المخاطر، وركزت نظرية ترتيب الأولويات على دافع التحوط ضد المخاطر، في حين ركزت نظرية التدفق النقدي الحر على دافعي التحوط ضد المخاطر والوكالة. استكمالاً لهذا المجال، أوصت النظريات المالية المعاصرة للاحتفاظ بالنقدية، عدداً من المحددات أو العوامل الاستراتيجية المالية والتشغيلية التي قد تؤثر في اتخاذ قرار الشركة بشأن تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية، وقد تبنت العديد من الدراسات السابقة تحرى درجة واتجاه طبيعة العلاقة بين بعض من تلك المحددات أو العوامل ومستويات الاحتفاظ بالنقدية. وتقوم الدراسة الحالية بمراجعة وتحليل الأطر النظرية والأدلة التجريبية لأهم أدبيات التراث الفكري المحاسبي المعنية بدراسة تلك المحددات أو العوامل، على النحو التالي:

• حجم الشركة *Company Size*:

اختلفت النظريات المالية المعاصرة للاحتفاظ بالنقدية فيما بينها حول طبيعة العلاقة بين حجم الشركة ومستويات الاحتفاظ بالنقدية. فوفقاً لتوقعات نظرية المقايضة، فإن احتفاظ الشركة بالسيولة النقدية يعطيها القدرة على الدخول إلى أسواق المال والحصول على مصادر التمويل الخارجي بأقل التكاليف، إلا أن الشركات صغيرة الحجم قد تعاني من الدخول إلى تلك الأسواق، وبالتالي ارتفاع تكلفة الحصول على التمويل الخارجي ومواجهة قيود الاقتراض، كما أن الشركات صغيرة الحجم مقارنة بالشركات الكبيرة من المحتمل أن تواجه قيوداً مالية أكثر صرامة وتكون أكثر عرضة لحدوث ضوابط مالية، وهو ما يبرر سعي تلك الشركات للاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية مقارنة بالشركات كبيرة الحجم التي تتميز بعدم خضوعها لقيود مالية، وانفتاحها من اقتصاديات الحجم، وتنوع أنشطتها، وقدرتها على تخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات. واتساقاً مع توقعات تلك النظرية، فقد توصلت الأدلة التجريبية للعديد من الدراسات (Mihai et al., 2018; Gao et al., 2013; Ali & Yousaf, 2012; Gill & Shah, 2012; Al-Najjar & Belghitar, 2011; Kim et al., 2011; Saddour, 2006) إلى أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية ينخفض بشكل جوهري مع زيادة حجم الشركة. وعلى النقيض من ذلك، فقد توقعت نظريتي ترتيب الأولويات والتدفق النقدي الحر، إلى وجود علاقة طردية بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث أن زيادة حجم الشركة وما يصاحبه من ارتفاع نفقاتها التشغيلية، يؤدي إلى ارتفاع مستويات الاحتفاظ بالنقدية مقارنة بمثيلاتها من الشركات صغيرة الحجم، لأغراض توفير تكاليف المعاملات المرتبطة باستخدام النقدية لسداد التزاماتها المختلفة. وتماشياً مع توقعات تلك

النظريتين، توصلت الأدلة التجريبية لبعض الدراسات (Guizani, 2017; Ali et al., 2016; Kariuki et al., 2015; Islam, 2012) إلى أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يرتفع بشكل جوهري مع زيادة حجم الشركة. في حين، توصلت العديد من الدراسات (Beuselinck & Du, 2017; Chireka & Fakoya, 2017; Guizani, 2017; Ali et al., 2016; Wasiuzzaman, 2014; Al-Najjar, 2013) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. ويكشف ما سبق للباحث في ظل وجهات النظر المتعارضة للنظريات المالية المعاصرة للاحتفاظ بالنقدية، غموض العلاقة بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث ما زالت تلك العلاقة متقلبة وغير مستقرة، وتحتاج إلى مزيد من التمييز والتحري لتشخيص مسببات هذا التناقض.

• بدائل النقدية *Cash Substitute*:

تتعدد البدائل التي يمكن من خلالها حصول الشركات على النقدية، والتي سوف تترك بدورها تأثيراً على المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية لدى تلك الشركات. ويتناول الباحث بالمناقشة والتحليل أهم تلك البدائل التي تناولها الأدب المحاسبي (مثل: صافي رأس المال العامل، الرافعة المالية، الديون قصيرة الأجل، الديون المصرفية، والتدفقات النقدية)، على النحو التالي:

▪ صافي رأس المال العامل *Net Working Capital*:

يعد صافي رأس المال العامل أحد البدائل النموذجية للحصول على النقدية. ووفقاً لتوقعات نظرية المقايضة، فهي تفترض بأن الشركة ستحتفظ بمستوى منخفض من النقدية عند ارتفاع صافي رأس المال العامل لديها، والذي يعكس توافر بدائل من الأصول المتداولة المختلفة يمكن تحويلها واستخدامها بديلاً عن الاحتفاظ بالنقدية. وتتفق مع توقعات تلك النظرية، ما توصلت إليه العديد من الدراسات (Beuselinck & Du, 2017; Chireka & Fakoya, 2017; Guizani, 2017; Ali et al., 2016; Wasiuzzaman, 2014; Ali & Yousaf, 2012; Gill & Shah, 2012; Al-Najjar et al., 2016; Saddour, 2006) حيث خلصت أدلتها التجريبية إلى وجود علاقة سالبة معنوية بين صافي رأس المال العامل ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. ورغم ذلك، فقد عارضت دراساتى (Mihai et al., 2018; Uyar & Kuzey, 2014) النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة، حيث توصلنا إلى أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يرتفع بشكل جوهري مع زيادة صافي رأس المال العامل. وفي صدد طردية هذه العلاقة، أشارت دراسة (Mihai et al., 2018) بأنه إذا نظرنا إلى زيادة رأس المال العامل كمؤشر للقوة المالية للشركة، فيمكن القول أنه كلما ارتفع مستوى القوة المالية، كلما زادت الحيازات النقدية. واستناداً على النتيجة السابقة، يرجع تفسير العلاقة الموجبة بين صافي رأس المال العامل ومستوى الاحتفاظ بالنقدية من وجهة نظر الباحث، إلى أنه في ظل حالة عدم تماثل المعلومات ولأغراض توفير السيولة الكافية لسداد الالتزامات المختلفة، يفرض ذلك على بعض الشركات اتباع دافع التحوط من المخاطر، مما يسمح لها بالاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية. في حين، توصلت بعض الدراسات (Al-Najjar, 2013; Gao et al., 2013; Islam, 2012) إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين صافي رأس المال العامل ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

▪ الرافعة المالية *Leverage*:

يعد الاعتماد على الديون أحد البدائل التي تلجأ إليها الشركات للحصول على النقدية. وقد أشارت نظرية ترتيب الأولويات إلى أن مستويات الاحتفاظ بالنقدية ترتبط بشكل طردي مع الرافعة المالية في المستويات المرتفعة من الديون، يتحول هذا الارتباط إلى ارتباطاً عكسياً عند مستويات الديون المنخفضة، فكلما قلت قدرة الشركة في الحصول على ديون كبديل عن الاحتفاظ بالأصول النقدية، كلما لجأت إلى الاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية. وقد توصلت العديد من الدراسات التطبيقية (Mihai et al., 2018; Beuselinck & Du, 2017; Guizani, 2017; Ali et al., 2016; Uyar & Kuzey, 2014; Wasiuzzaman, 2014; Gao et al., 2013; Ali & Yousaf, 2012; Islam, 2012; Al-Najjar & Belghitar, 2011; Saddour, 2006) إلى أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية ينخفض بشكل جوهري مع زيادة الرافعة المالية. وخلافاً لما سبق، فقد توصلت الأدلة التجريبية لدراستي (Kariuki et al., 2015; Gill & Shah, 2012) إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، ويرجع تفسير ذلك من وجهة نظر الباحث، إلى أنه في حالة زيادة مديونية الشركة والتي تزداد معها تكلفة الأموال، ومن ثم تؤدي إلى زيادة تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر في الأصول السائلة، ولأغراض الحماية من المخاطر المالية التي قد تتعرض لها الشركة، فهي تقوم باتباع دافع التحوط من المخاطر من خلال التوسع في الاحتفاظ بمزيد من النقدية بدلاً من اللجوء إلى أسواق المال مرتفعة التكاليف. في حين، توصلت بعض الدراسات (Chireka & Fakoya, 2017; Al-Najjar, 2013; Kim et al., 2011) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

▪ الديون قصيرة الأجل *Short-term Debt*:

تعد الديون قصيرة الأجل أحد بدائل النقدية، والتي يمكن أن تؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. وقد أوضحت دراسة (Saddour, 2006) أنه من المنطقي أن الشركة التي لديها ديون قصيرة الأجل مرتفعة ضمن هيكل رأس مالها، تسعى للاحتفاظ بمزيد من النقدية، وذلك لمواجهة قيود تجديد خطوط الائتمان *Credit Lines* - والتي تشير إلى الحد الأقصى لحجم القرض الذي يمكن أن تقرضه الشركة من مصدر تمويل خارجي معين - وكذلك لمواجهة خطر التعرض لضوائق مالية مستقبلية. وقد أضافت الدراسة، أن العلاقة السابقة سوف تختلف باختلاف مستوى التصنيف الائتماني *Credit Rating* للشركة، والذي سوف يترك تأثيراً على تلك العلاقة، فالشركات التي تتمتع بتصنيف ائتماني قوي، وتتميز بسهولة الوصول إلى أسواق المال، ومن ثم انخفاض تكاليف الحصول على الأموال من مصادر التمويل الخارجي، تصدر المزيد من تلك الديون، وبالتالي يقل لديها الدافع للاحتفاظ بمزيد من النقدية، وقد وجدت الدراسة دليلاً تطبيقياً على أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية ينخفض في تلك الشركات بشكل جوهري مع زيادة الديون قصيرة الأجل. وقد دعمت دراسة (Gao et al., 2013) النتيجة السابقة والتي أجريت على عدداً من الشركات العامة والخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث توصلت إلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية بين الديون قصيرة الأجل ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

▪ الديون المصرفية *Bank Debt*:

أوضحت دراسة (*Bigelli & Sánchez-Vidal, 2012*) إلى أن الديون المصرفية تعد أحد بدائل النقدية، والتي تلعب دوراً رئيسياً في تحديد مستوى وحجم الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات، حيث يمكن لتلك الشركات تعزيز جدارتها الائتمانية من خلال العلاقات القائمة مع البنوك، الأمر الذي يمكن أن يحد من قيودها المالية، كما يمكن حصولها على مزيد من المرونة المالية من إعادة التفاوض على القروض المصرفية عند الاستحقاق. وقد توصلت الأدلة التجريبية لدراستي (*Uyar & Kuzey, 2014*) (*Bigelli & Sánchez-Vidal, 2012*) إلى وجود علاقة سالبة معنوية بين الديون المصرفية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

▪ التدفقات النقدية *Cash Flows*:

أشارت العديد من الدراسات (*Mihai et al., 2018; Powell, 2018; Beuselinck & Du, 2017; Islam, 2012; Kim et al., 2011*) إلى أن التدفقات النقدية تعد أحد بدائل النقدية الهامة. فوفقاً لتوقعات نظرية ترتيب الأولويات، فإن الشركة التي يتوافر لديها تدفقات نقدية كبيرة، وارتفاع تكلفة التمويل في ظل حالة عدم تماثل المعلومات، تفضل استخدام مصادر التمويل الذاتية عن المصادر الخارجية، وبالتالي تسعى إلى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية. ويتسق ذلك مع ما خلصت إليه الكثير من الدراسات الاختبارية (*Powell, 2018; Beuselinck & Du, 2017; Guizani, 2017; Wasiuzzaman, 2014; Ali & Yousaf, 2012; Gill & Shah, 2012; Saddour, 2006*)، فقد قدمت أدلة تجريبية على أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يرتفع بشكل جوهري مع زيادة التدفقات النقدية. في حين، توصلت العديد من الدراسات (*Mihai et al., 2018; Chireka & Fakoya, 2017; Guizani, 2017; Ali et al., 2016; Uyar & Kuzey, 2014; Kim et al., 2011*) إلى عدم وجود علاقة جوهريّة بين التدفقات النقدية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. وهكذا، يتبين للباحث، وفي ظل تعدد البدائل النقدية التي يمكن الحصول من خلالها على النقدية، فإن الشركات يقع اختيارها لإحدى تلك البدائل أو أكثر وفقاً لسلوكها ودوافعها نحو الاحتفاظ بالنقدية.

• سياسة توزيعات الأرباح *Dividend Payments*:

لم تسفر الأدلة التجريبية للدراسات المحاسبية السابقة التي تحرت العلاقة بين توزيعات الأرباح ومستوى الاحتفاظ بالنقدية عن نتائج حاسمة، بل شابها التضارب والاختلاف. فقد وجدت العديد من الدراسات (*Chireka & Fakoya, 2017; Wasiuzzaman, 2014; Al-Najjar, 2013; Ali & Yousaf, 2012; Saddour, 2006*) أدلة تطبيقية تدعم وجود علاقة موجبة معنوية بين سياسات توزيعات الأرباح ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وهي بذلك تتسق مع توقعات نظرية المقايضة، التي افترضت أن تراكم النقدية يزداد مع حجم توزيعات أرباح الشركة. وعلى النقيض من ذلك، عارضت بعض الدراسات (*Gao et al., 2013; Al-Najjar & Belghitar, 2011; Kim et al., 2011*) النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة، حيث توصلت إلى أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية ينخفض بشكل جوهري مع توسع الشركة للخطط التي تتبعها في توزيعات الأرباح، وتلك النتائج تتسق مع توقعات نظرية ترتيب الأولويات، التي افترضت علاقة عكسية بين حجم توزيعات الأرباح ومستويات الاحتفاظ بالنقدية. بينما، لم تتوصل دراستي (*Guizani, 2017; Gill & Shah, 2012*) إلى وجود علاقة ذات

دلالة معنوية بين توزيعات الأرباح ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. ويكشف ما سبق للباحث في ظل وجهات النظر المتعارضة للنظريات المالية المعاصرة للاحتفاظ بالنقدية، غموض العلاقة بين سياسة توزيعات الأرباح ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث ما زالت تلك العلاقة متقلبة وغير مستقرة، وتحتاج إلى مزيد من التمحيص والتحري لتشخيص مسببات هذا التناقض.

• الانفاق الاستثماري *Capital Expenditure*:

اختلفت النظريات المالية المعاصرة للاحتفاظ بالنقدية فيما بينها حول طبيعة العلاقة بين الانفاق الاستثماري للشركات ومستويات الاحتفاظ بالنقدية. فوفقاً لتوقعات نظرية المقايضة، فإن ارتفاع معدل الانفاق الاستثماري، يجعل الشركة أكثر ميلاً للاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية لأغراض زيادة قدرتها على تغطية متطلبات الانفاق الاستثماري. واتساقاً مع توقعات تلك النظرية، توصلت الأدلة التجريبية لبعض الدراسات (Ali & Yousaf, 2012; Islam, 2012; Saddour, 2006) إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين الانفاق الاستثماري ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. وعلى النقيض من ذلك، فقد توقعت نظرية ترتيب الأولويات، بأن الشركة ذات الانفاق الاستثماري المرتفع، سينخفض مستوى الاحتفاظ بالنقدية لديها، نظراً لاستخدامها لمصادر ذاتية من النقدية والأصول المتداولة الأخرى في تدبير احتياجاتها من السيولة الكافية لتغطية نفقاتها الاستثمارية. وتماشياً مع تلك التوقعات، توصلت الأدلة التجريبية للعديد من الدراسات (Chireka & Fakoya, 2017; Guizani, 2017; Uyar & Kuzey, 2014; Wasiuzzaman, 2014; Al-Najjar, 2013; Gao et al., 2013; Kim et al., 2011) إلى وجود علاقة سالبة معنوية بين الانفاق الاستثماري ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. ويكشف ما سبق للباحث في ظل وجهات النظر المتعارضة للنظريات المالية المعاصرة للاحتفاظ بالنقدية، غموض العلاقة بين الانفاق الاستثماري ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث ما زالت تلك العلاقة متقلبة وغير مستقرة، وتحتاج إلى مزيد من التمحيص والتحري لتشخيص مسببات هذا التناقض.

• فرص النمو *Growth Opportunities*:

اتفقت نظريتي المقايضة وترتيب الأولويات فيما بينها حول طردية العلاقة بين فرص النمو ومستويات الاحتفاظ بالنقدية. حيث أشارت دراسة (Guizani, 2017) إلى أن فرص النمو ترتبط ارتباطاً وثيقاً بارتفاع تكاليف الوكالة التي تنتج نتيجة تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين، كما أن تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر في الأصول السائلة ستكون أكثر حدة في الشركات التي لديها مشروعات استثمارية عالية الجودة بسبب نقص السيولة، وبالتالي فإن تكاليف الضوائق المالية تجعل مصادر التمويل الخارجي أكثر تكلفة، ولتجنب مثل هذه التكاليف، فإن الشركات تميل للاحتفاظ بمستويات مرتفعة من الأرصدة النقدية لأغراض الحماية ضد خطر نقص الاستثمارات المستقبلية. وقد توصلت الأدلة التجريبية للعديد من الدراسات (Wasiuzzaman, 2014; Gao et al., 2013; Ali & Yousaf, 2012; Kim et al., 2011; Saddour, 2006) إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين فرص النمو ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. ويشير الباحث، إلى أن تلك العلاقة الموجبة يمكن تبريرها من خلال سعى الشركات لتبني دافعي المعاملات لأغراض تجنب أي نقص في السيولة، والتحوط من المخاطر لأغراض تجنب خطر الضوائق المالية. وخلافاً لما سبق، توصلت دراسة (Gill & Shah, 2012) إلى

وجود علاقة سالبة معنوية بين فرص النمو ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وهو ما يتسق مع توقعات نظرية التدفق النقدي الحر، حيث افترضت أن الشركات ذات فرص النمو الضعيفة تسعى لتراكم المزيد من النقدية. بينما، لم تتوصل العديد من الدراسات (*Beuselinck & Du, 2017; Chireka & Fakoya, 2017; Guizani, 2017; Kariuki et al., 2015; Uyar & Kuzey, 2014; Islam, 2012*) إلى وجود علاقة جوهرية بين فرص النمو ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

• تقلبات التدفقات النقدية *Cash-Flow Volatility*:

وفقاً لنظرية المقايضة، فإن الشركات ذات التدفقات النقدية الأكثر تقلباً تواجه احتمالاً كبيراً في مواجهة النقص النقدي بسبب التدهور غير المتوقع في التدفقات النقدية، مما يؤدي بها إلى التخلي عن بعض المشروعات الاستثمارية المربحة، لذلك تتوقع تلك النظرية وجود علاقة إيجابية بين تقلبات التدفقات النقدية ومستويات الاحتفاظ بالنقدية. وقد أشارت دراسة (*Bigelli & Sánchez-Vidal, 2012*) إلى أن دافع التحوط من المخاطر للاحتفاظ بالنقدية، يرتبط بالمخاوف المحتملة بشأن الاضطرار إلى تخفيض الأرباح أو تكبد خسائر محتملة من عمليات قسرية لتصفية الأصول للحصول على النقدية، لذلك من المنطقي الاعتقاد بأن المستويات الأعلى من عدم التأكد والمخاطر ترتبط عادة بمستويات أعلى من الاحتياطيات النقدية، خاصة بالنسبة للشركات المقيدة مالياً. وأوضحت دراسة (*Powell, 2018*) إلى أن مديري الشركات وبالرغم من أن التدفقات النقدية المتولدة داخلياً تظهر مستويات عالية من التقلبات، إلا أنهم قد يحتفظون بمزيد من النقدية لضمان القدرة على الاستثمار في مشروعات مربحة جديدة. واتساقاً مع توقعات نظرية المقايضة، توصلت الأدلة التجريبية للعديد من الدراسات (*Powell, 2018; Chireka & Fakoya, 2017; Kariuki et al., 2015; Gao et al., 2013; Saddour, 2006*) إلى أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يرتفع بشكل جوهري مع زيادة تقلبات التدفقات النقدية. في حين، توصلت بعض الدراسات (*Guizani, 2017; Uyar & Kuzey, 2014; Wasiuzzaman, 2014; Islam, 2012*) إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين تقلبات التدفقات النقدية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

• كثافة الانفاق على البحث والتطوير *R&D Expenditure*:

اختلفت النظريات المالية المعاصرة للاحتفاظ بالنقدية فيما بينها حول طبيعة العلاقة بين كثافة الانفاق على البحث والتطوير ومستويات الاحتفاظ بالنقدية. فقد افترضت نظرية المقايضة، أن الشركات كثيفة الانفاق على البحث والتطوير تتحمل مستوى أعلى من المخاطرة بما يجعلها تحتفظ بمزيد من النقدية لأغراض الحماية ضد الخسائر المحتملة. وتماشياً مع ذلك، توصلت الأدلة التجريبية لدراستي (*Uyar & Kuzey, 2014; Gao et al., 2013*) إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين كثافة الانفاق على البحث والتطوير ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. وعلى النقيض من ذلك، فقد توقعت نظرية ترتيب الأولويات، أن اتجاه الشركات نحو زيادة الانفاق على البحث والتطوير، سوف يجعلها تتجه إلى تراكم مبالغ نقدية أقل، وهو ما يشير إلى سلبية تلك العلاقة. واتساقاً مع توقعات تلك النظرية، قدمت دراستي (*Wasiuzzaman, 2014; Saddour, 2006*) أدلة تطبيقية على وجود علاقة سالبة معنوية بين كثافة الانفاق على البحث والتطوير ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. ويكشف ما سبق للباحث في ظل وجهات النظر المتعارضة للنظريات المالية المعاصرة للاحتفاظ بالنقدية، غموض العلاقة بين كثافة الانفاق على

البحث والتطوير ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث ما زالت تلك العلاقة متقلبة وغير مستقرة، وتحتاج إلى مزيد من التحري لتشخيص مسببات هذا التناقض.

• معدل الضريبة الفعال *Effective Tax Rate*:

يقصد بمعدل الضريبة الفعال (أو الفعلى)، ذلك المعدل النهائى المستخدم فى حال تم فرض الضريبة بمعدل ثابت، بمعنى آخر هو متوسط المعدل الضريبي المستخدم، حيث أن الضريبة قد تكون تصاعدية أو أن بعض الدخل قد يكون معفى منها، ويتم احتساب هذا المعدل من خلال قسمة الضريبة الإجمالية المدفوعة على الدخل الخاضع للضريبة. ويعد معدل الضريبة الفعال أحد العوامل الاستراتيجية المؤثرة على احتفاظ الشركات للنقدية والذي يتعلق بشكل مباشر باتباع الدافع الضريبي *Tax Motive* للاحتفاظ بالنقدية. فقد أشارت دراسة (Dao & Maggi, 2018) إلى أن هذا الدافع يتعلق باختيار الشركات المتعددة الجنسيات *Multinational Companies (MNC)* الاحتفاظ بالأرباح المحققة نقداً في بلدان الشركات التابعة الأجنبية، إذا كان معدل الضريبة لديها أقل مما هو عليه في بلد الشركة الأم، مما يساعدها على تحقيق وفورات ضريبية. كما أوضحت دراسة (Kariuki et al., 2015) إلى أن قوانين الضرائب في بعض البلدان تشجع الشركات متعددة الجنسيات على الاحتفاظ بالمزيد من النقدية، وهو الأمر الذى يساعدها على تفادى الخضوع لمعدلات الضريبة المرتفعة ببلد الشركة الأم. وقد بحثت دراسة (Bigelli & Sánchez-Vidal, 2012) التى أجريت على عدداً من الشركات الإيطالية غير المسجلة فى سوق الأسهم خلال الفترة من (1996-2005)، العلاقة بين معدل الضريبة الفعال والاحتفاظ بالأرصدة النقدية. وأشارت الدراسة السابقة، أنه فى حالة أن أظهرت الشركة فى تقاريرها المالية حجم نقدية مرتفع والذي كان من الممكن استخدامه لتخفيض الديون أو إعادة شراء الأسهم، فستزداد تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر فى الأصول السائلة، وبالتالي زيادة معدل الضريبة على الشركة. ورغم ذلك، فقد أوضحت الدراسة أن معدلات الضريبة الفعالة المرتفعة تتوافق مع الدروع الضريبية المرتفعة من الديون *Higher Tax Shields from Debt* وتكاليف الفرصة البديلة للاحتفاظ بمزيد من النقدية وديون أقل، لذلك فإن الشركات ذات معدلات الضريبة الفعالة المرتفعة تسعى إلى الاحتفاظ بأرصدة نقدية أقل. وقد وجدت الدراسة دليلاً تطبيقياً على وجود علاقة سالبة معنوية بين معدل الضريبة الفعال ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، بينما لم تتوصل دراسة (Beuselinck & Du, 2017) إلى وجود أية علاقة جوهرية.

• مستوى التضخم *The Level of Inflation*:

قامت دراسة (Beuselinck & Du, 2017) التى أجريت على عدداً من الشركات التابعة الأمريكية متعددة الجنسيات الموجودة فى الصين، بتحري العلاقة بين مستوى التضخم ومستويات الاحتفاظ بالنقدية، وتوقعت الدراسة أن ارتفاع مستوى التضخم يخفض من مستويات تراكم النقدية لدى الشركات، مبررة ذلك فى أن الحيازات النقدية تتسبب فى فقدان القوة الشرائية، فضلاً عن أن حجم النقدية المتولدة من الشركات تكون أقل أثناء فترات التضخم المرتفعة. وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين مستوى التضخم ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. واتفقت دراستى (Wang et al., 2014; Huang et al., 2013) مع توقعات الدراسة السابقة وإن اختلفتا فى نتائجهما، حيث توصلتا أدلتها التجريبية إلى أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يرتفع بشكل جوهري مع ارتفاع مستوى التضخم.

إزاء ما تقدم، يتبين للباحث عدم وجود اتفاق بين النظريات المالية المعاصرة للاحتفاظ بالنقدية حول المحددات أو العوامل الاستراتيجية المثالية التي قد تؤثر على اتخاذ القرارات بشأن تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن أن الأدلة التجريبية لم تسفر عن نتائج حاسمة، حيث وجد تباين واختلاف واضح بين نتائج الدراسات السابقة التي انطوى عليها التراث الفكري المحاسبي، في درجة واتجاه وطبيعة العلاقة التأثيرية بين معظم المحددات المالية والتشغيلية ومستويات الاحتفاظ بالنقدية، وهو الأمر الذي يتطلب لتشخيص مسببات هذا التناقض، مزيداً من الدراسة والتفحص لقضية محددات الاحتفاظ بالنقدية وبخاصة في البيئة المحاسبية المصرية.

٣. مراجعة وتحليل أدبيات التراث الفكري المحاسبي واشتقاق وصياغة فروض الدراسة في صورتها البديلة:

تحقيقاً للأهداف البحثية التي تسعى إليها الدراسة الحالية، يعتمد الباحث في هذا القسم من الدراسة، على مراجعة وتحليل أهم الاسهامات العلمية التي قدمتها أدبيات التراث الفكري المحاسبي المعاصرة، التي اهتمت بدراسة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، وكذلك التي اهتمت بدراسة تأثير كلاً من مستوى جودة المستحقات واحتمالية التعرض لخطر الضوابط المالية عن إدخالهما كمتغيرات منظمة لتلك العلاقة، وذلك بغرض التوصل إلى الفجوة البحثية التي تمثل نقطة انطلاق للدراسة الحالية، وإضافة للدراسات السابقة في هذا المجال، ومن ثم اشتقاق وبناء وصياغة فروض الدراسة في صورتها البديلة، وذلك على النحو التالي:

١/٣ أدبيات التراث الفكري المحاسبي التي اهتمت بالعلاقة الارتباطية التأثيرية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة:

يدخل ضمن أحد مجالات اهتمام الدراسة الحالية، بحث العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، وبمراجعة أدبيات التراث الفكري المحاسبي التطبيقي المرتبطة بهذا المجال، توصل الباحث إلى أن العديد من الأدبيات قد أخذت في دراستها وتحليلها لتلك العلاقة، مجالات رؤية ووجهات نظر يتضح فيها التعارض والاختلاف فيما بينها. ولأغراض هذه الدراسة، سوف يتناول الباحث أهم تلك الأدبيات في نطاق ما يخدم متطلبات الدراسة الحالية.

وفقاً لوجهة النظر الأولى، توصلت العديد من الدراسات (Asante-Darko et al., 2018; Ullah & Kamal, 2018; Ameer, 2012; Sun et al., 2012; Bates, et al., 2009; Saddour, 2006)

إلى أن الإدارة الفعالة لأنشطة النقدية ومحاولة وضعها عند المستوى الأمثل، يساهم في الاستفادة من الفرص الاستثمارية ويخفض من تكلفة رأس المال، مما ينعكس على زيادة القيمة السوقية للشركة. وبالتالي يتوقع أنصار هذا الرأي، أن القيمة السوقية للشركة سوف ترتبط بشكل إيجابي وذو دلالة معنوية مع مستوى الاحتفاظ بالنقدية. ومن خلال مراجعة وتحليل الأطر النظرية لتلك الدراسات، تبين للباحث أن أصحاب هذا الرأي يستندون في توقعاتهم بشأن طردية العلاقة السابقة، على أن الشركات التي تمتلك أرصدة نقدية مرتفعة، وبناء على استخدامات النقدية المتوقعة في أغراض المعاملات، ومرونتها المالية التي تعبر عن قدرتها على تحسين وضعها الاقتصادي، وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية، وحسن نية الإدارة في إدارة واستغلال هذه النقدية، ينعكس ذلك بدوره إيجاباً على القيمة السوقية للشركة، وهو ما

يتسق مع دافع المعاملات وفقاً لنظرية المقايضة. كما أنه في ظل الضغوط التنافسية التي تتعرض لها الشركات، فإن تراكم النقدية بالشركة، يوفر لها الكثير من فرص النمو مقارنة بالمنافسين، ومن ثم إمكانية مواصلة السعى نحو تمويل الصفقات الاستثمارية المتوقعة ذات صافي القيمة الحالية الموجبة دون الحاجة إلى مصادر التمويل الخارجي ذات التكلفة المرتفعة، وبالتالي تكون أكثر احتمالاً لتعظيم قيمتها السوقية، وهو ما يتسق بقوة مع افتراضات نظرية ترتيب الأولويات. كذلك، فإن الشركات تحتفظ بالأرصدة النقدية، لأغراض تقليل مخاطر تذبذب التدفقات النقدية عندما تصبح التدفقات النقدية المستقبلية أكثر خطورة، وهو ما يتسق مع دافع التحوط من المخاطر وفقاً لنظرية المقايضة.

ووفقاً لوجهة النظر الثانية، توصلت دراستي (Azmat, 2014; Martinez-Sola et al., 2013) إلى أن الشركات ولأغراض تحقيق المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية، تسعى لتحقيق التوازن بين منافع الاحتفاظ بالنقدية وتكاليف الاحتفاظ بها لتعظيم القيمة السوقية للشركة، وهو ما يتسق مع افتراضات نظرية المقايضة. وبالتالي يتوقع أنصار هذا الرأي، وجود علاقة ارتباط مقعرة *Concave Relationship* بين الاحتفاظ بالأرصدة النقدية والقيمة السوقية للشركة عند المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية، وفي حالة الانحراف زيادة أو نقصاناً عن هذا المستوى، فإن الأمر يترك تأثيراً سلبياً على القيمة السوقية للشركة.

وفيما يتعلق بوجهة النظر الثالثة، فقد توصلت بعض الدراسات (مليجي، ٢٠١٨)، (Nguyen et al., 2016; Sheikh & Khan, 2016) إلى أن إدارة واستخدام النقدية المحتفظ بها لأغراض وأهداف شخصية، يؤدي إلى تعارض المصالح، مما يعكس على القيمة السوقية للشركة. وبالتالي يتوقع أنصار هذا الرأي، أن العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة معنوية. ومن خلال مراجعة وتحليل الأطر النظرية لتلك الدراسات، تبين للباحث أن أصحاب هذا الرأي يستندون في توقعاتهم بشأن العلاقة العكسية السابقة، على أن احتفاظ الشركات بمستوى مرتفع من النقدية، يؤدي إلى تفاقم مشاكل الوكالة، ويجعلها أكثر عرضة لقيام الإدارة بالتوسع في عمليات الشراء والاستحواذ في بعض الصفقات التي قد لا تكون ذات جدوى اقتصادية، والتي من شأنها أن تؤدي إلى تدنية القيمة السوقية للشركة. وتتسق وجهة النظر السابقة مع دافع الوكالة وفقاً لنظرية التدفق النقدي الحر، حيث أن الاحتفاظ بمستويات أعلى من النقدية، يحفز مديري الشركات على نهج السلوك الانتهازي في استغلال موارد الشركة لتحقيق بعض المنافع الشخصية على حساب مصالح المساهمين والأطراف الأخرى ذات العلاقة، ودون التعرض للرقابة من جانب مصادر التمويل الخارجي، مما يؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة، وانخفاض كفاءة قرارات الاستثمار، وتدنية ثروات المساهمين، وهو ما يؤثر سلباً على القيمة السوقية للشركة.

أما فيما يتعلق بوجهة النظر الرابعة، فقد توصلت دراستي (Nguyen et al., 2017; Moghaddam et al., 2015) إلى أن تعظيم أو تدنية القيمة السوقية للشركة لا يرتبط بشكل مباشر مع الاحتفاظ بالنقدية لعدم وجود مستويات نقدية مثالية لدى الشركات. وبالتالي يتوقع أنصار هذا الرأي، وجود علاقة غير خطية بين الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، وهو ما يتماشى مع توقعات نظرية ترتيب الأولويات، حيث تفترض عدم وجود مستوى أمثل للاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات، وأن النقدية يمكن استخدامها كحائط صد بين الأرباح المحتجزة واحتياجات الاستثمار.

بهذا الشكل، وفي ضوء التحليل السابق للدراسات المعنية بتحري العلاقة بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، تبين للباحث أن الجدل بين الأكاديميين والممارسين للمهنة ما زال سارياً حول اتجاه تلك العلاقة المتقلبة وغير المستقرة، مما تحتاج إلى مزيد من التمحيص والتحري لتشخيص مسببات هذا التناقض، وبخاصة في البيئة المحاسبية المصرية، مما قد يقلل من الجدل المستمر المثار حولها. وتفترض الدراسة الحالية أن الشركات في محاولتها لتعزيز كفاءة إدارتها لسياساتها الاستثمارية وتدعيم موقفها المالي الحالي والمستقبلي، تميل إلى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية من خلال اتباعها لعدة دوافع أساسية منها دافعي المعاملات والتحوط من المخاطر، وهو ما ينعكس على القيمة السوقية للشركة. ومن ثم، تتوقع الدراسة الحالية أن القيمة السوقية للشركات الممثلة في عينة الدراسة سوف ترتبط بشكل إيجابي ومعنوي مع مستوى الاحتفاظ بالنقدية. وهكذا، يمكن للباحث اشتقاق وبناء وصياغة الفرض الأول التي تستند عليه الدراسة الحالية في صورته البديلة، في العبارة التالية:

Ha₁: "توجد علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة".

٢/٣ أدبيات التراث الفكري المحاسبى التي اهتمت بالعلاقة التأثيرية والانعكاسات المحاسبية لمستوى جودة المستحقات على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة:

أوضحت العديد من الدراسات (Wang, 2017; Kent et al., 2016; Gaio & Raposo, 2011; Gaio, 2010; Francis et al., 2004) إلى أن الفجوة بين صافى الربح والتدفقات النقدية التشغيلية تنشأ نتيجة المستحقات *Accruals* التي تمثل الجزء غير النقدي من صافى الربح، حيث تقوم الإدارة بتضليل بعض أصحاب المصالح حول الأداء الاقتصادي الحقيقي للشركة من خلال تعديل التدفقات النقدية عن الفترات المحاسبية بالاعتماد على المستحقات المحاسبية. وتتطوى المحاسبة عن المستحقات *Accounting for Accruals* على جانب هام من الحكم الشخصي والتقديرية الحكيمة للتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، مما يمهّد الطريق إلى ممارسات إدارة الأرباح، ومن ثم يتم الاعتماد على جودة المستحقات كمؤشر لوجود مثل هذه الممارسات من عدمه، كما يعكس المستوى المرتفع لجودة المستحقات، ارتفاعاً في مستوى جودة الأرباح في ظل ثبات ظروف البيئة التشغيلية للشركة.

و يدخل ضمن أحد مجالات اهتمام الدراسة الحالية، بحث تأثير مستوى جودة المستحقات في ظل وجود دوافع لدى الشركات للاحتفاظ بالنقدية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة. وبمراجعة أهم أدبيات التراث الفكري المحاسبى التطبيقي المعنية بهذا المجال، تكشف للباحث ندرة شديدة في الدراسات السابقة التي تناولت هذا التأثير بشكل مباشر، حيث اقتصر بعض الدراسات على علاقة مستوى جودة المستحقات بمستويات الاحتفاظ بالنقدية، بينما اقتصر البعض الآخر على علاقة مستوى جودة المستحقات بالقيمة السوقية للشركة، كما أنها أجريت جميعها على أسواق أسهم لدول متقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية، وفرنسا، وأسبانيا،... الخ، والتي تختلف خصائصها اختلافاً جذرياً عن خصائص أسواق الأسهم الناشئة التي ينتمى إليها السوق المصرى، وهذا ما دعى الباحث إلى دراسة واختبار هذا التأثير في البيئة المصرية، خاصة بعد انخفاض ثقة المستخدمين المهتمين والأطراف الأخرى ذات العلاقة في التقارير المالية المنشورة نتيجة تدنى جودة المعلومات المحاسبية.

ومن خلال مراجعة وتحليل الأطر النظرية للأدبيات المحاسبية التي تناولت العلاقة بين مستوى جودة المستحقات ومستويات الاحتفاظ بالنقدية، توصل الباحث إلى أن تلك الدراسات (Derouchie et al., 2018; Taghavi & Javanmard, 2013; Mokhtari et al., 2012; Sun et al., 2012; García-Teruel et al., 2009)، قد تبنت خطأ فكرياً واحداً تجاه العلاقة بين مستوى جودة المستحقات ومستوى احتفاظ الشركة بالأرصدة النقدية، حيث يقضى بوجود علاقة سالبة معنوية بينهما، وخاصة في ظل وجود متغيرات حاكمة مالية وتشغيلية معينة، كما أكدت أدلتها التجريبية، أن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية سوف يعكس بشكل دائم الانخفاض في مستوى جودة المستحقات. وقد أشارت تلك الدراسات في إطار تنفيذها لسلبية العلاقة السابقة، إلى أن جودة المعلومات المحاسبية قد تقلل من الآثار السلبية لعدم تماثل المعلومات، وتخفيض تكاليف الوكالة وتكاليف المعاملات التجارية نتيجة الاختيار العكسي *Adverse Selection*، مما يسمح للشركات بتقليل مستوى حيازاتها النقدية.

يقود النقاش السابق إلى أهمية توخي الحذر عند دراسة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، وذلك بالسيطرة على مستوى الاحتفاظ بالأرصدة النقدية، ويرجع ذلك إلى أن ارتفاع أو انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، قد يرجع لمستوى جودة المستحقات في ظل وجود دوافع لدى الشركات للاحتفاظ بالنقدية (Sun et al., 2012)، وكما أن دراسات الأدب المحاسبى (Asante-Darko et al., 2018; Ullah & Kamal, 2018; Ameer, 2012; Sun et al., 2012; Bates, et al., 2009; Saddour, 2006) أثبتت أدلتها التجريبية أن هناك علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة كما أشار الباحث سلفاً، فإنه من الثابت أيضاً وتماشياً مع أظهرته دراسته (Kiriukhin, 2018; Chia-Wu, 2012) أن مستوى جودة المستحقات هو أحد المحددات أو أحد العوامل التفسيرية للقيمة السوقية للشركة.

وفقاً للسياق السابق، يمكن للباحث القول بأن ارتفاع أو انخفاض القيمة السوقية للشركة لن يرجع بالأساس وبشكل مباشر إلى التغير في مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وإنما قد يرجع أيضاً إلى التغير في مستويات جودة المستحقات في ظل وجود دوافع للاحتفاظ بالنقدية، وهو الأمر الذي سيؤثر بطبيعة الحال في مستوى الاحتفاظ بالأرصدة النقدية، مما ينعكس بدوره على القيمة السوقية للشركة.

بهذا الشكل، وفي ضوء التحليل السابق للدراسات المعنية بتحري تأثير مستوى جودة المستحقات على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، تتوقع الدراسة الحالية ظهور علاقة ارتباط بين مستوى جودة المستحقات والقيمة السوقية للشركة، كذلك ظهور علاقة ارتباط بين التأثير المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية ومستوى جودة المستحقات وبين القيمة السوقية للشركة، مما قد ينتج عن ذلك تأثيراً محتملاً على اتجاه وقوة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات الممثلة في عينة الدراسة. وهكذا، يمكن للباحث اشتقاق وبناء وصياغة الفرض الثاني التي تستند عليه الدراسة الحالية في صورته البديلة، في العبارة التالية:

Ha₂: "يؤثر ارتفاع (انخفاض) مستوى جودة المستحقات في ظل وجود دوافع للاحتفاظ بالنقدية، تأثيراً إيجابياً (سلبياً) ذو دلالة معنوية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة".

٣/٣ أدبيات التراث الفكرى المحاسبى التى اهتمت بالعلاقة التأثيرية والانعكاسات المحاسبية لاحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة: وفقاً لتفسيرات نظرية سوق رأس المال *Capital Market Theory*، فإن الضوائق المالية *Financial Distress* تنشأ بشكل رئيسى من عوامل الخطر الداخلية بالشركة، مثل: سوء الإدارة، الرافعة المالية العالية، انخفاض معدل العائد على الاستثمار مقارنة بعائد السوق للاستثمارات المماثلة، ضعف الحوكمة، انخفاض الطلب على المنتجات وارتفاع تكلفة الانتاج، انخفاض الحوافز المادية والمعنوية للعاملين، وعدم كفاءة هيكل التشغيل بالشركة، ومع ذلك فقد تنشأ أيضاً تلك الضوائق بسبب بعض العوامل الخارجية التى لا تخضع لسيطرة الشركة، مثل: ارتفاع أسعار الفائدة، التغيرات غير المواتية فى سياسة الحكومة، وارتفاع معدلات الاقتراض (*Kanyugi, 2016; Mahama, 2015*). وأشارت دراسة (*Ndicu, 2018*) إلى أن الضوائق المالية للشركة تحدث عندما تواجه بالتعثر المالى، والذي قد يشير إلى النقص الشديد فى التدفقات النقدية التشغيلية، وبالتالي عدم قدرة الشركة للوفاء بالتزاماتها المستحقة على المدى القصير، أو قد تكون التزاماتها أكبر من أصولها، بحيث تلتزم الشركة فى هذه الأحوال باتخاذ الإجراءات العلاجية الضرورية اللازمة.

ويدخل ضمن أحد مجالات اهتمام الدراسة الحالية، بحث تأثير احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية فى ظل وجود دوافع لدى الشركات للاحتفاظ بالنقدية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة. وبمراجعة أهم الأدبيات المحاسبية التطبيقية المعنية بهذا المجال، تكشف للباحث ندرة شديدة فى الدراسات السابقة التى تناولت هذا التأثير بشكل مباشر، حيث اقتصر بعض الدراسات على علاقة خطر الضوائق المالية بمستويات الاحتفاظ بالنقدية، بينما اقتصر البعض الآخر على علاقة خطر الضوائق المالية بالقيمة السوقية للشركة، كما أنها أجريت جميعها على أسواق أسهم أجنبية، والتي تختلف خصائصها اختلافاً جذرياً عن خصائص سوق الأسهم المصرى كأحد أسواق المال الناشئة، وهذا ما دعى الباحث إلى دراسة واختبار هذا التأثير فى البيئة المصرية، خاصة فى ظل المخاطر الداخلية والخارجية التى قد تتعرض لها الشركات أمام تهديدات المنافسة التجارية العالمية.

ومن خلال مراجعة وتحليل الأدبيات المحاسبية التطبيقية التى تناولت العلاقة بين خطر الضوائق المالية ومستويات الاحتفاظ بالأرصدة النقدية، توصل الباحث إلى أن هناك جدل كبير بين الباحثين بشأن اتجاه ودلالة هذه العلاقة، فلم تسفر الأدلة التجريبية للدراسات السابقة عن نتائج حاسمة، بل شابها التضارب والاختلاف. فقد وجدت دراستى (*Farinha et al., 2018; Powell, 2018*) أدلة تطبيقية تدعم وجود علاقة موجبة معنوية بين خطر الضوائق المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وهو ما يعنى أن الشركات ذات الاحتمالية المرتفعة للمرور بضائقة مالية فى المستقبل المنظور سوف يرتفع لديها مستوى تراكم النقدية. وعلى النقيض من ذلك، عارضت دراسة (*Kariuki et al., 2015*) النتائج التى توصلت إليها الدراستين السابقتين، حيث وجدت أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية ينخفض بشكل جوهري مع ارتفاع احتمالية تعرض الشركة لخطر الضوائق المالية، وأشارت الدراسة السابقة إلى أنه من المرجح أن تعود فوائد الحيازات النقدية للشركة إلى حاملى السندات بدلاً من حاملى الأسهم، عندما تكون احتمالية تعرضها لخطر الضوائق المالية فى المستقبل المنظور مرتفعة. وفى هذا السياق، أشارت دراسة (*Chao*)

(*et al., 2012*) بأنه عند ارتفاع احتمالية تعرض الشركة لخطر الضوائق المالية، فهي ستلجأ لخفض مستوى الاحتفاظ بالنقدية دون المستوى النموذجي أو الأمثل له. بينما، لم تتوصل بعض الدراسات (عفيفي، ٢٠١٥)، (*Mokhtari et al., 2012; García-Teruel et al., 2009*)، إلى وجود علاقة معنوية بين احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. ويكشف ما سبق للباحث في ظل وجهات النظر المتعارضة للدراسات السابقة، غموض العلاقة بين احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث ما زالت تلك العلاقة متقلبة وغير مستقرة، وتحتاج إلى مزيد من التمهيد والتحري لتشخيص مسببات هذا التناقض.

يقود النقاش السابق إلى أهمية توخي الحذر عند دراسة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، وذلك بالسيطرة على مستوى الاحتفاظ بالأرصدة النقدية، ويرجع ذلك إلى أن ارتفاع أو انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، قد يرجع لخطر الضوائق المالية الذي يمكن أن تتعرض له الشركة في ظل وجود دوافع لديها للاحتفاظ بالنقدية، الأمر الذي يفسر أن العديد من الدراسات (*Farinha et al., 2018; Powell, 2018; Kariuki et al., 2015; Mokhtari et al., 2009; García-Teruel et al., 2012*) ضمننت احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية كأحد المحددات أو أحد العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. وكما أن دراسات الأدب المحاسبي كما أشار الباحث سلفاً، أثبتت أدلتها التجريبية أن هناك علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، فإنه من الثابت أيضاً وتماشياً مع ما أظهرته بعض الدراسات (*Ndicu, 2018; Kanyugi, 2016; Mahama, 2015*) أن احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية هو أحد المحددات أو أحد العوامل التفسيرية للقيمة السوقية للشركة.

وفقاً للسياق السابق، يمكن للباحث القول بأن ارتفاع أو انخفاض القيمة السوقية للشركة لن يرجع بالأساس وبشكل مباشر إلى التغير في مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وإنما قد يرجع أيضاً إلى احتمالية تعرض الشركة لخطر الضوائق المالية في المستقبل المنظور من عدمه في ظل وجود دوافع للاحتفاظ بالنقدية، وهو الأمر الذي سيؤثر بطبيعة الحال في مستوى الاحتفاظ بالأرصدة النقدية، مما ينعكس بدوره على القيمة السوقية للشركة.

بهذا الشكل، وفي ضوء التحليل السابق للدراسات المعنية بتحري تأثير احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، تتوقع الدراسة الحالية ظهور علاقة ارتباط بين احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية والقيمة السوقية للشركة، كذلك ظهور علاقة ارتباط بين التأثير المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية وبين القيمة السوقية للشركة، مما قد ينتج عن ذلك تأثيراً محتملاً على اتجاه وقوة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات الممثلة في عينة الدراسة. وهكذا، يمكن للباحث اشتقاق وبناء وصياغة الفرض الثالث التي تستند عليه الدراسة الحالية في صورته البديلة، في العبارة التالية:

Ha₃: "يؤثر ارتفاع (انخفاض) احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية في ظل وجود دوافع للاحتفاظ بالنقدية، تأثيراً سلبياً (إيجابياً) ذو دلالة معنوية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة".

٤. مشكلة وتساؤلات الدراسة واشتقاق الفجوة البحثية:

تكتسّف للباحث في ضوء ما انتهت إليه الدراسة النظرية، ومن خلال مراجعة وتحليل أدبيات التراث الفكرى المحاسبى الأكاديمى المتخصص في مجال الدراسة، محدودية في البحوث والدراسات المحاسبية السابقة وبخاصة في البيئة المحاسبية المصرية، التي اهتمت بدراسة اتجاه وقوة علاقة الارتباط المتذبذبة وغير المستقرة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، خاصة بعد أن أسفرت الأدلة التجريبية لتلك البحوث والدراسات عن نتائج غير حاسمة، بل شابها التناقض والتباين الواضح، إلى جانب أن معظمها قد تمت في بيئات أجنبية تختلف في خصائصها وسماتها وطبيعتها القانونية والاقتصادية والثقافية عن خصائص بيئة الأعمال المصرية كأحد اقتصاديات الدول الناشئة. كذلك لم تحظى دراسة الانعكاسات المحاسبية والعلاقات التائية لكل من مستوى جودة المستحقات واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية عند إدخالها كمتغيرات منظمة لتلك العلاقة الارتباطية السابقة، بأى اهتمام من جانب الأدبيات المحاسبية، بل قد يكون التراث الفكرى المحاسبى قد أغفل تماماً قياس وتحليل وتفسير تلك التأثيرات على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة.

وبهذا الشكل، يظهر جلياً وجود فجوة بحثية لم يتم تغطيتها حتى الآن، وقد أخذ الباحث على عاتقه تقليل تلك الفجوة، من خلال تحرى واختبار هذه العلاقات في بيئة الأعمال المصرية، بغرض تقديم قرائن وأدلة تفسيرية عن اتجاه وقوة ودلالة العلاقة بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية لعينة مختارة من الشركات المساهمة الصناعية المقيدة في سوق المال المصرى، ثم دراسة تأثير كلاً من مستوى جودة المستحقات واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية كمتغيرات منظمة لتلك العلاقة.

وهكذا، يمكن للباحث صياغة عناصر مشكلة الدراسة الرئيسية من خلال التساؤلات التالية:

١/٤ هل هناك علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة؟، وإذا ما وجدت تلك العلاقة، فما هي اتجاهها وقوتها ودلالاتها؟.

٢/٤ هل هناك تأثير ذو دلالة معنوية لمستوى جودة المستحقات عند إدخاله كمتغير منظم للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة؟، وإذا ما وجد هذا التأثير، فما هو اتجاهه وقوته ودلالته؟.

٣/٤ هل هناك تأثير ذو دلالة معنوية لاحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية عند إدخاله كمتغير منظم للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة؟، وإذا ما وجد هذا التأثير، فما هو اتجاهه وقوته ودلالته؟.

وتمثل الإجابة على التساؤلات السابقة جوهر مشكلة هذه الدراسة، والتي سيقوم الباحث بدراستها وتفنيدها في محاولة للوصول إلى النتائج، وتقديم التوصيات المناسبة، والتي يمكن الاستفادة منها على مستوى المجال التطبيقي في بيئة الأعمال المصرية.

٥. أهداف الدراسة:

في ضوء مشكلة وتساؤلات الدراسة الحالية، يسعى الباحث لتحقيق الهدف الرئيسى التالى: دراسة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية (كمتغير مستقل) والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة (كمتغير تابع)، فضلاً عن دراسة تأثير كلاً من مستوى جودة المستحقات

واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية (كمتغيرات منظمة) عند إدخالهما على تلك العلاقة، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الرقابية المالية والتشغيلية التي قد يكون لها تأثير محتمل على القيمة السوقية للشركة.

ووصولاً لتحقيق هذا الهدف، تسعى الدراسة الحالية إلى تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

١/٥ تحرى واختبار اتجاه وقوة ودلالة العلاقة الارتباطية التأثيرية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية ومجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى، وبين القيمة السوقية للشركة.

٢/٥ تحرى واختبار اتجاه وقوة ودلالة تأثير مستوى جودة المستحقات ومجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى، على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة.

٣/٥ تحرى واختبار اتجاه وقوة ودلالة تأثير احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية ومجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى، على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة.

٦. أهمية الدراسة:

تستقى الدراسة الحالية أهميتها من خلال كونها امتداداً للدراسات السابقة التي تناولت العلاقة المتذبذبة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، والتي تسعى إلى تضيق الفجوة البحثية في الأدب المحاسبي، من خلال تقديمها دليلاً تطبيقياً وعملياً من بيئة الأعمال المصرية، عن تأثير سياسة الاحتفاظ بالنقدية (كأحد سياسات التحفظ المالي) على القيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية المقيدة في سوق المال المصري من جهة، وتأثير مستوى جودة المستحقات واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية في ظل وجود دوافع للاحتفاظ بالنقدية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية لتلك الشركات من جهة أخرى، وذلك من خلال بناء وتوصيف وتقديم ثلاثة نماذج محاسبية متعددة المتغيرات تمثل فروض الدراسة، أولهم لقياس العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، وثانيهم لقياس تأثير مستوى جودة المستحقات على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، وثالثهم لقياس تأثير احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، مع الدعم التطبيقي على عينة قوامها 52 شركة مساهمة صناعية مقيدة في سوق المال المصري خلال نطاق فترة الدراسة، والذي يمتد لسبع سنوات مالية متتالية تبدأ من عام 2012 وتنتهي في عام 2018، مع إمكانية الاستفادة على مستوى الممارسة العملية للأشخاص والجهات المعنية المهمة بمجال الدراسة، من استعراض وتحليل النتائج التي توصل إليها الباحث من خلال دراسته التطبيقية.

٧. قيود الدراسة:

تخضع الدراسة الحالية لقيود التالية:

١/٧ القيود الجغرافية:

يقتصر الجانب التطبيقي للدراسة الحالية على الشركات المساهمة الصناعية المقيدة في سوق المال المصري، دون أن تمتد الدراسة لغيرها من الشركات.

٢/٧ القيود الزمنية:

فرض التحليل الإحصائي للدراسة الحالية، قيام الباحث بإجراء دراسة تطبيقية تركز في قياسها لمتغيرات الدراسة، على تحليل البيانات المالية الفعلية السنوية للشركات المساهمة الصناعية المقيدة

في سوق المال المصري والممثلة في عينة الدراسة، وذلك خلال نطاق فترة الدراسة (2012-2018). وكنتيجة لاحتمالية عدم الاتساق الهيكلي لتلك البيانات، أو نظراً لعدم تماثل الظروف الاقتصادية السائدة في كل سنة مالية عن غيرها من السنوات المالية الأخرى داخل نطاق فترة الدراسة، خاصة في ظل الأحداث السياسية التي مرت بها البلاد خلال تلك الفترة، فإن الباحث يعلم تماماً أن ذلك الأمر، قد يشكل أحد القيود التي تؤثر سلباً في بعض الحالات على دقة النتائج.

٣/٧ القيود الموضوعية:

- استند الباحث في قياسه المحاسبي للقيمة السوقية (المتغير التابع بالدراسة) لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كلاً على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، على مقياس بديل *Alternative Proxy* يعتمد على البيانات السوقية وهو مؤشر *Modified Tobin's Q* أحد الصيغ المعدلة لمؤشر *Tobin's Q*، والذي يعتبر أكثر المقاييس دقة واستحداثاً في دراسات الأدب المحاسبي المعاصر.
 - استند الباحث في قياسه المحاسبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية (المتغير المستقل بالدراسة) لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كلاً على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، على نسبة النقدية وما في حكمها إلى القيمة الدفترية لصافي الأصول، باعتبارها أفضل النسب المحاسبية دقة في النتائج وأكثرها انتشاراً في البحوث والدراسات المحاسبية المعاصرة.
 - استند الباحث في قياسه المحاسبي لمستوى جودة المستحقات (المتغير المنظم الأول بالدراسة) لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كلاً على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، على نموذج الانحدار الذي قدمته دراسة (Dechow & Dichev, 2002) والمعدل بواسطة دراسة (McNichols, 2002)، والذي يعرف في الأدب المحاسبي الأكاديمي بنموذج *Modified DD Model* للعلاقة بين مستحقات رأس المال العامل والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، نظراً لقابليته للتطبيق العملي على البيانات المتاحة في بيئة الأعمال المصرية.
 - استند الباحث في قياسه المحاسبي لاحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية (المتغير المنظم الثاني بالدراسة) لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كلاً على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، على مقياس بديل وهو مؤشر (Z-SCORE) وفقاً لنموذج الانحدار التي استندت عليه دراسة (Altman & James, 1984)، والذي يعد من أشهر النماذج وأكثرها قبولاً في أدبيات التراث الفكري، ويمثل الأساس المنطقي الذي انطلقت منه العديد من البحوث والدراسات في مجال قياس احتمالية تعرض الشركات لخطر الضوائق المالية في المستقبل المنظور.
- وهكذا، لن تمتد الدراسة الحالية لغيرها من نماذج القياس الأخرى لقياس متغيرات الدراسة سالفة الذكر، وهو الأمر الذي يعلمه الباحث تماماً أنه قد يؤدي في بعض الأحوال إلى نتائج مختلفة في حالة الاعتماد على نماذج قياس أخرى بديلة.

٤/٧ القيود الفنية:

تركز الدراسة الحالية على القياس المحاسبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركات الممثلة في عينة الدراسة، دون أن تمتد لقياس قيمة أو حجم الأصول النقدية المحتفظ بها.

٨. توصيف مجتمع وعينة ونطاق الدراسة التطبيقية وأسلوب جمع البيانات:

هدفت الدراسة الحالية إلى تحرى واختبار اتجاه وقوة ودلالة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة من جهة، وتحرى تأثير كلاً من مستوى جودة المستحقات واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية عند إدخالهما كمتغيرات منظمة لتلك العلاقة من جهة أخرى. ولتحقيق هذا الهدف، حدد الباحث مجتمع الدراسة التطبيقية من جميع الشركات المساهمة الصناعية المقيدة في سوق المال المصرى خلال نطاق فترة الدراسة، والذي يشمل بيانات مالية فعلية تمتد لسبع سنوات مالية متتالية تبدأ من عام 2012 وتنتهى فى عام 2018. ولقد قام الباحث بانتقاء مفردات عينة الدراسة وفقاً لأسلوب العينة الحتمية، على أن يحكم اختيار الشركات التى تتضمنها تلك العينة خلال نطاق فترة الدراسة لأغراض تحقيق التجانس فيما بينها، المعايير والشروط التالية:

١/٨ أن تكون الشركة المختارة من الشركات الصناعية، وذلك لأغراض قياس احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية (أحد المتغيرات المنظمة بالدراسة الحالية)، والذي اعتمد الباحث فى قياسه المحاسبى على مؤشر (Z-SCORE) الذى استندت عليه دراسة (Altman & James, 1984)، والذي يختص هذا المؤشر بصيغته الحالية فى تطبيقه فقط على الشركات الصناعية المدرجة بأسواق الأوراق المالية.

٢/٨ أن تكون نهاية السنة المالية للشركة المختارة فى نهاية ديسمبر من كل عام، لأغراض توحيد واتساق القياس، ولمنع أى قصور أو ضعف قد يحدث عند مقارنة النتائج، ومن ثم تستبعد الشركات التى تعد قوائمها المالية فى تاريخ آخر بخلاف ذلك.

٣/٨ أن تمسك الشركة المختارة بحساباتها بالعملة المحلية (الجنيه المصرى)، وذلك لأغراض استبعاد تأثيرات تحويل القيم المالية والتغيرات فى أسعار الصرف، ومن ثم تستبعد الشركات التى تمسك بحساباتها بعملة بخلاف ذلك.

٤/٨ أن تتوفر للشركة المختارة وبصفة منتظمة خلال نطاق فترة الدراسة، كافة البيانات المالية الفعلية اللازمة لحساب متغيرات الدراسة، ولأغراض إجراء الاختبارات البحثية، مع استبعاد أى مشاهدات مفقودة لأى متغير من متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة.

٥/٨ أن تكون الشركة المختارة قد مضى على قيدها فى البورصة المصرية أكثر من سبع سنوات (أى قيدت قبل بداية عام 2012 والذي يمثل أول عام للنطاق الزمنى المحدد لفترة الدراسة).

٦/٨ ألا تكون الشركة المختارة قد توقفت، أو أدمجت، أو تعرضت للشطب، أو تم إيقاف تداول أسهمها خلال نطاق فترة الدراسة.

وطبقاً للمعايير والشروط السابقة، فقد بلغ إجمالى حجم الشركات المساهمة الصناعية المقيدة فى سوق المال المصرى الممثلة فى عينة الدراسة 52 شركة، تغطى سبعة قطاعات مختلفة من القطاعات الاقتصادية بسوق المال المصرى وهو ما يمثل 51% من مجتمع الدراسة البالغ 102 شركة صناعية مقيدة فى سوق المال المصرى حتى نهاية عام 2018، بحيث يمكن للباحث بذلك الاطمئنان الكافى على دقة تمثيلها لمختلف الشركات المساهمة الصناعية المصرية، ومن ثم زيادة قابلية وإمكانية تعميم نتائج الدراسة الحالية التى يمكن التوصل إليها.

وقد بلغ إجمالي عدد المشاهدات للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة خلال النطاق المحدد لفترة الدراسة 364 مشاهدة، منها 52 مشاهدة خاصة بعام 2012، و52 مشاهدة خاصة بعام 2018 وهما فقط لأغراض قياس التغيرات لبعض المتغيرات البحثية، على أن تمثل الـ 260 مشاهدة المتبقية، إجمالي عدد المشاهدات المتاحة للتحليل الإحصائي.

ويوضح الباحث من خلال الجدولين [1]، [2]، هيكلية عملية اختيار الشركات المساهمة الصناعية المقيدة في سوق المال المصري والممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة، وتوزيعها بحسب القطاعات الاقتصادية المنتمية إليها، ونسبة تمثيلها داخل عينة الدراسة.

ونظراً لأن الدراسة الحالية استندت على مدخل تحليل المحتوى *Content Analysis* لفحص المعلومات الواردة بالتقارير والقوائم المالية السنوية للشركات، فقد اعتمد الباحث في جمع بيانات الدراسة التطبيقية على التقارير والقوائم المالية السنوية والإيضاحات المتممة لها المنشورة على بعض قواعد البيانات بالمواقع الإلكترونية الرسمية للشركات الممثلة في عينة الدراسة، وتقارير مجلس الإدارة السنوية المرفقة بالقوائم المالية والمعدة وفقاً لأحكام المادة (40) من قواعد الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، وتقارير الإفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين والمعدة وفقاً لأحكام المادة (30) من قواعد الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، وتقارير الإحصاءات السنوية للسوق الرئيسي الصادرة من مركز معلومات البورصة المصرية، وكذلك بعض المواقع الإلكترونية على شبكة الانترنت ذات الصلة مثل: موقع البورصة المصرية www.egx.com.eg، وموقع معلومات مباشر www.mubasher.info.

٩. بناء وتوصيف متغيرات الدراسة ومنهجية قياسها المحاسبي:

في ضوء مشكلة وتساؤلات الدراسة، ولأغراض تحقيق الأهداف البحثية، يمكن للباحث تحديد وتوصيف متغيرات الدراسة ومنهجية قياسها المحاسبي، على النحو التالي:

١/٩ المتغير التابع للدراسة (القيمة السوقية للشركة) - *Dependent Variable*:

تعكس القيمة السوقية للشركة، تقييم السوق لمدى فعالية إدارة وكفاءة الشركة في استخدام مواردها ورقابته، وتبيان مركزها التنافسي الحقيقي في السوق في وقت معين، وهي بذلك تمثل مؤشر جيد للملاك والمساهمين عن أوضاع الشركة، ولتصورات المستثمرين حول آفاق أعمالهم واستثماراتهم المستقبلية، كما تساعد المحللون وغيرهم من أصحاب المصالح الأخرى على تكوين فكرة واضحة عن القيمة الاقتصادية الحقيقية للشركة. وتمثل القيمة السوقية للشركة وفقاً لفروض الدراسة وأهدافها، المتغير التابع محل الاهتمام في الدراسة الحالية.

ولأغراض هذه الدراسة، واتساقاً مع العديد من البحوث والدراسات المحاسبية التطبيقية المعنية بقياس القيمة السوقية للشركة، (Wang, 2017; Sarun, 2016; Chia-Wu, 2012; Gaio & Raposo, 2011)، اعتمدت الدراسة الحالية في قياسها المحاسبي للقيمة السوقية لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كلاً على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، على مقياس بديل وأحد الصيغ المعدلة لمؤشر *Tobin's Q* وهو مؤشر *Modified Tobin's Q* كمقياس يعتمد على البيانات السوقية، مما يعني أنه يتضمن عوامل المخاطرة والربحية المستقبلية للشركة، والذي يتم حسابه وفقاً للمعادلة الرياضية التالية:

$$\text{Modified Tobin's } Q_{i,t} = (BVTAS_{i,t} + MVE_{i,t} - BVE_{i,t}) / BVTAS_{i,t} \dots (1)$$

جدول [١]

هيكلية عملية اختيار الشركات المساهمة الصناعية المقيدة في سوق المال المصري
والممثلة في عينة الدراسة

عدد الشركات	بيان
220 (118)	إجمالي حجم الشركات المقيدة في سوق المال المصري مع نهاية عام 2018 إجمالي حجم الشركات المساهمة المستبعدة التي لم تصنف كشركات صناعية
102	إجمالي حجم الشركات المساهمة الصناعية (مجتمع الدراسة التطبيقية) <u>الشركات المستبعدة من عينة الدراسة:</u>
(3)	شركات تعد قوائمها المالية في 31/3
(34)	شركات تعد قوائمها المالية في 30/6
(2)	شركات تعد قوائمها المالية في 31/12 وتم إيقاف تداول أسهمها
(2)	شركات تعد قوائمها المالية في 31/12 وتم شطبها
(8)	شركات تعد قوائمها المالية في 31/12 ولم يمضى على قيدها في البورصة أكثر من ٧ سنوات
(1)	شركات تعد قوائمها المالية في 31/12 وغير كاملة البيانات المالية
52	إجمالي حجم الشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث).

جدول [٢]

توزيع الشركات المساهمة الصناعية المقيدة في سوق المال المصري بحسب القطاعات الاقتصادية
ونسبة تمثيلها داخل عينة الدراسة

نسبة التمثيل داخل عينة الدراسة	حجم عينة الدراسة	نوع القطاع
9.6%	5	موارد أساسية
7.7%	4	كيماويات
25%	13	التشييد ومواد البناء
23.1%	12	أغذية ومشروبات
9.6%	5	رعاية صحية وأدوية
19.2%	10	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
5.8%	3	منتجات منزلية وشخصية
100%	52	الإجمالي

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث).

حيث، $Modified\ Tobin's\ Q_{i,t}$ تعبر عن القيمة السوقية للشركة i في آخر الفترة t ، $BVTAS_{i,t}$ القيمة الدفترية لإجمالي الأصول للشركة i في آخر الفترة t ، $MVE_{i,t}$ القيمة السوقية لإجمالي حقوق المساهمين للشركة i (وتقاس بسعر إغلاق السهم في سوق المال في آخر الفترة مضروباً في عدد الأسهم المكتتب فيها) في آخر الفترة t ، $BVE_{i,t}$ القيمة الدفترية لإجمالي حقوق المساهمين للشركة i في آخر الفترة t .

وكلما كانت قيمة مؤشر *Modified Tobin's Q* أكبر من الواحد الصحيح، فإنما يعني ذلك أن القيمة السوقية لإجمالي حقوق المساهمين للشركة أعلى من إجمالي أصولها، وهو ما يعكس الأداء الجيد والربحية العالية، ومن ثم يشير إلى ارتفاع القيمة السوقية للشركة، والعكس صحيح.

٢/٩ المتغير المستقل للدراسة (مستوى الاحتفاظ بالنقدية) – *Independent Variable*:

يمثل مستوى الاحتفاظ بالنقدية وفقاً لفروض الدراسة وأهدافها، المتغير المستقل الرئيسي محل الاهتمام في الدراسة الحالية. ومن خلال مراجعة واستقراء لأهم الأدبيات المحاسبية السابقة المعنية بمجال الاحتفاظ بالنقدية، وجد الباحث أن هناك طرق مختلفة استندت عليها البحوث والدراسات السابقة في قياسها المحاسبى لمستوى الاحتفاظ بالنقدية، فمن أهمها: نسبة النقدية وما في حكمها إلى القيمة الدفترية لإجمال الأصول (*Hasanzadeh et al., 2015; Huang et al., 2015; Uyar & Kuzey, 2014*)، نسبة النقدية وما في حكمها إلى القيمة السوقية لإجمالي الأصول (*Lee, 2012*)، اللوغاريتم الطبيعي لنسبة النقدية وما في حكمها إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول (*Dudley & Zhang, 2016*)، اللوغاريتم الطبيعي لنسبة النقدية وما في حكمها إلى القيمة الدفترية لصافي الأصول (*Chenxi, 2016; Al-dhamari & Ismail, 2014*)، اللوغاريتم الطبيعي للنقدية في آخر الفترة (*Asante-Darko et al., 2018*)، واللوغاريتم الطبيعي لنسبة النقدية وما في حكمها إلى المبيعات (*Al-Najjar, 2014; Harford et al., 2008*). وقد اعتمدت الدراسة الحالية في قياسها المحاسبى لمستوى الاحتفاظ بالنقدية لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كلاً على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، على المعادلة الرياضية للنموذج التالي، باعتبارها أفضل النسب المحاسبية دقة في النتائج وأكثرها انتشاراً في البحوث والدراسات المحاسبية التطبيقية (*Roy, 2018; Ullah & Kamal, 2018; Bick et al., 2017; Cheung, 2016; Dudley & Zhang, 2016; Aroui & Pijourlet, 2015; Ameer, 2012; Gill & Shah, 2012*):

$$CASH_{i,t} = (C \& CEQ)_{i,t} / (BVTAS_{i,t} - (C \& CEQ)_{i,t}) \dots (2)$$

حيث، $CASH_{i,t}$ تعبر عن مستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركة i في آخر الفترة t ، $(C \& CEQ)_{i,t}$ النقدية وما في حكمها للشركة i (والتي تشمل النقدية بالخرينة ولدى البنوك (C) ، والأصول التي في حكم النقدية (CEQ) مثل رصيد الاستثمارات المالية قصيرة الأجل) في آخر الفترة t ، $BVTAS_{i,t}$ القيمة الدفترية لإجمالي الأصول للشركة i في آخر الفترة t ، $(BVTAS_{i,t} - (C \& CEQ)_{i,t})$ القيمة الدفترية لصافي الأصول للشركة i في آخر الفترة t .

ومن ثم، وفي ضوء المعادلة الرياضية للنموذج بعاليه، فإنه بزيادة النقدية وما في حكمها إلى القيمة الدفترية لصافي الأصول، تزداد مستويات الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركة، والعكس صحيح.

٣/٩ المتغيرات المنظمة للدراسة – *Moderator Variables*:

تمثل هدف الدراسة الحالية في دراسة العلاقة بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، ودراسة تأثير كلاً من مستوى جودة المستحقات واحتمالية التعرض لخطر الضوابط المالية كمتغيرات منظمة يؤثر إدخالها على نموذج الانحدار الممثل للعلاقة بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، ومن ثم على اتجاه وقوة ودلالة هذه العلاقة.

١/٣/٩ مستوى جودة المستحقات:

يتوقع الفرض الثاني من الدراسة الحالية، أن هناك تأثير لمستوى جودة المستحقات في ظل وجود دوافع لدى الشركات للاحتفاظ بالنقدية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، ولذلك تقوم الدراسة الحالية باختبار إدخال مستوى جودة المستحقات كمتغير منظم لعلاقة الانحدار الممثلة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة. وتماشياً مع بعض الإصدارات المعاصرة من دراسات الأدب المحاسبي التطبيقي (Wang, 2017; Kent et al., 2016; Chia-Wu, 2012; Jones et al., 2008; Ecker et al., 2006; Francis et al, 2005) اعتمدت الدراسة الحالية في قياسها المحاسبي لمستوى جودة المستحقات لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كلاً على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، على نموذج الانحدار الذي قدمته دراسة (Dechow & Dichev, 2002)، والمعدل بواسطة دراسة (McNichols, 2002) بإضافة التغير في إيرادات المبيعات وإجمالي الآلات والمعدات والممتلكات كمتغيرات جديدة لأغراض زيادة القوة التفسيرية وتخفيض خطأ القياس بالنموذج، والذي يعرف في الأدب المحاسبي الأكاديمي بنموذج Modified DD Model، وهو يركز في قياسه على العلاقة بين مستحقات رأس المال العامل والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، والذي يأخذ الشكل التالي:

$$\Delta WC_{i,t} / TAS_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1(CFO_{i,t-1} / TAS_{i,t-1}) + \beta_2(CFO_{i,t} / TAS_{i,t-1}) + \beta_3(CFO_{i,t+1} / TAS_{i,t-1}) + \beta_4(\Delta REV_{i,t} / TAS_{i,t-1}) + \beta_5(PPE_{i,t} / TAS_{i,t-1}) + \epsilon_{i,t} \dots (3)$$

حيث، $\Delta WC_{i,t}$ التغير في رأس المال العامل للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، $TAS_{i,t-1}$ إجمالي الأصول للشركة i في آخر الفترة السابقة $t-1$ ، $CFO_{i,t-1}$ صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية للشركة i في آخر الفترة السابقة $t-1$ ، $CFO_{i,t}$ صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، $CFO_{i,t+1}$ صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية للشركة i في آخر الفترة القادمة $t+1$ ، $\Delta REV_{i,t}$ التغير في إيرادات المبيعات للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، $PPE_{i,t}$ إجمالي الآلات والمعدات والممتلكات (دون استبعاد الإهلاكات) للشركة i في آخر الفترة الحالية t .

ويمكن التعبير عن جودة المستحقات وفقاً لنموذج الانحدار بعاليه من خلال قيمة الإنحراف المعياري لقيمة خطأ التقدير العشوائي (البواقي) $(\epsilon_{i,t})$ σ (كمقياس عكسي لمستوى جودة المستحقات)، والذي يعكس مدى تدخل الإدارة من خلال مساهمة مستحقات رأس المال العامل *Working Capital Accruals* في تحقيق التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، بحيث كلما ارتفعت قيمة الإنحراف المعياري لقيمة خطأ التقدير العشوائي (البواقي)، كلما دل ذلك على تباين وعدم استقرار العلاقة بين المستحقات والتدفقات النقدية، وهو ما يشير إلى انخفاض مستوى جودة المستحقات، والعكس صحيح.

٢/٣/٩ احتمالية التعرض لخطر الضوابط المالية:

يتوقع الفرض الثالث من الدراسة الحالية، أن هناك تأثير لاحتمالية التعرض لخطر الضوابط المالية في ظل وجود دوافع لدى الشركات للاحتفاظ بالنقدية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، ولذلك تقوم الدراسة الحالية باختبار إدخال احتمالية التعرض لخطر الضوابط المالية كمتغير منظم لعلاقة الانحدار الممثلة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة. ولأغراض الدراسة الحالية، تم الاعتماد في القياس المحاسبي لاحتمالية التعرض لخطر الضوابط المالية لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كلاً على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، على مقياس بديل وهو

مؤشر (*Z-SCORE*) وفقاً للصيغة الرياضية التالية لنموذج الانحدار التي استندت عليه دراسة (*Altman & James, 1984*)، والتي أكدت دراسة (*Gunathilaka, 2014*) إلى أنه يعد من أشهر النماذج وأكثرها قبولاً في الأدبيات المحاسبية والتمويلية، ويمثل الأساس المنطقي الذي انطلقت منه العديد من الدراسات في مجال قياس احتمالية تعرض الشركات لخطر الضوائق المالية في المستقبل المنظور:

$$Z-SCORE_{i,t} = 1.2 (NWC / TAS)_{i,t} + 1.4 (RE / TAS)_{i,t} + 3.3 (EBIT / TAS)_{i,t} + 0.6 (MVE / BVTL)_{i,t} + 1 (SALES / TAS)_{i,t} \dots (4)$$

حيث، $Z-SCORE_{i,t}$ القيمة الفعلية لاحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية للشركة i في آخر الفترة t ، $(NWC / TAS)_{i,t}$ نسبة صافي رأس المالى العامل إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول للشركة i في آخر الفترة t ، $(RE / TAS)_{i,t}$ نسبة الأرباح المرحلة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول للشركة i في آخر الفترة t ، $(EBIT / TAS)_{i,t}$ نسبة صافي الربح (أو الخسارة) قبل الفوائد والضريبة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول للشركة i في آخر الفترة t ، $(MVE / BVTL)_{i,t}$ نسبة القيمة السوقية لإجمالي حقوق المساهمين إلى القيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات للشركة i في آخر الفترة t ، $(SALES / TAS)_{i,t}$ نسبة المبيعات إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول للشركة i في آخر الفترة t .

وبعد استخراج قيمة مؤشر (*Z-SCORE*) الفعلية لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة وفقاً للصيغة الرياضية للنموذج بعاليه، ومقارنتها بقيمة (*Z-SCORE*) المعيارية (أو الفاصلة) والتي تعادل 3، اعتمد الباحث في تحديد احتمالية تعرض كل شركة من الشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة لخطر الضوائق المالية في المستقبل المنظور، على المنهجية التالية:

- إذا كانت قيمة (*Z-SCORE*) الفعلية أكبر من أو تساوى قيمة (*Z-SCORE*) المعيارية، فإنها تعنى أن الشركة تتميز بخصائص مالية مشابهة للشركات المساهمة الصناعية التي نجحت في الماضى، وذات موقف مالى قوى، وبالتالي فإنها لا تعاني من احتمالية تعرضها لخطر الضوائق المالية في المستقبل المنظور، بل يمكن القول بأن تلك الشركة تتمتع ببسر مالى.
- إذا كانت قيمة (*Z-SCORE*) الفعلية أقل من قيمة (*Z-SCORE*) المعيارية، فإنها تعنى أن الشركة تتميز بخصائص مالية مشابهة للشركات المساهمة الصناعية التي فشلت في الماضى، وذات موقف مالى ضعيف، وبالتالي فإنها تعاني من احتمالية تعرضها لخطر الضوائق المالية في المستقبل المنظور، بل يمكن القول بأن تلك الشركة تمر بحالة من حالات التعثر مالى.

٤/٩ المتغيرات الرقابية المالية والتشغيلية للدراسة - *Operational and Financial Control*

:Variables

تبحث الدراسة الحالية تأثير كلاً من مستوى جودة المستحقات واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية في ظل وجود دوافع لدى الشركات للاحتفاظ بالنقدية على علاقة الانحدار الممثلة بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة. ولأغراض التحكم وضبط تأثير بعض العوامل أو المتغيرات الحاكمة الأخرى على تلك العلاقة، فقد قام الباحث بتضمين النماذج التطبيقية المقترحة بالدراسة الحالية والممثلة لتلك العلاقة، ببعض من تلك المتغيرات، والتي من المتوقع أن يكون لها تأثيراً محتملاً على القيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية محل الدراسة، علماً بأنها لا تدخل ضمن نطاق أو مجال الدراسة الحالية، وهو ما اصطلح على تسميتها في البحوث والدراسات الأكاديمية بالمتغيرات الضابطة أو الرقابية المالية والتشغيلية.

وبمراجعة أهم دراسات الأدب المحاسبي والتمويلية السابقة المتعلقة بهذا المجال، توصل الباحث إلى أن هناك بعض المتغيرات المالية والتشغيلية التي قد تؤثر تأثيراً هاماً وجوهرياً في القيمة السوقية للشركة بخلاف المتغيرات المفسرة الأخرى بالدراسة الحالية، وهو الأمر الذي يجعل أخذ هذه المتغيرات بعين الاعتبار عند دراسة العلاقة بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة أمراً ضرورياً وذات أهمية. وتتمثل أهم هذه المتغيرات التي تناولتها الدراسة الحالية، وأمكن للباحث حصرها وتحديد منهجية قياسها في ضوء البيانات المتاحة ضمن التقارير والقوائم المالية المنشورة للشركات الممثلة في عينة الدراسة، وفقاً لما هو موضح بجدول [٣].

ويعرض الباحث من خلال جدول [٤]، توصيفاً لمتغيرات الدراسة، ورمزها الممثل لها عند التحليل الإحصائي للبيانات، والعلاقات المتوقعة للمتغيرات المفسرة مع المتغير التابع.

١٠. التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة التطبيقية واختبار فروض الدراسة وصياغة وتقدير النماذج المحاسبية متعددة المتغيرات:

في ضوء مشكلة وتساؤلات الدراسة الحالية، ولأغراض تحقيق الأهداف البحثية التي تسعى لها، قام الباحث باستخدام برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) الإصدار (24)، وبرنامج مشاهدات الاقتصاد القياسي (E-Views) الإصدار (10)، في إجراء التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة التطبيقية، لأغراض اختبار فروض الدراسة لتحديد مدى قبول صحتها من عدمه، ومن ثم اقتراح وصياغة وتقدير النماذج المحاسبية متعددة المتغيرات المناسبة. ومن خلال هذا القسم من الدراسة، يتناول الباحث عرضاً تفصيلياً للتحليل الإحصائي لبيانات الدراسة، وذلك على النحو التالي:

١/١٠ اختبارات صلاحية بيانات الدراسة التطبيقية للتحليل الإحصائي:

اعتمد الباحث للتحقق من صلاحية بيانات الدراسة التطبيقية للتحليل الإحصائي، على إجراء الاختبارات الإحصائية التالية:

١/١/١٠ اختبار تبعية بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة للتوزيع الطبيعي:

للتحقق من مدى اقتراب بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة *Related Quantitative Variables* من التوزيع الطبيعي *Normal Distribution*، قام الباحث باستخدام اختبار *Jarque-Bera Test*. وتكون قاعدة القرار برفض الفرض العدمي بأن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، إذا كانت القيمة الاحتمالية *p-value* للاختبار أكبر من 5%، والعكس صحيح (Gümüştekin & Topçu, 2018; Górecki, 2014; Tomasz et al., 2018; Verbeek, 2014). ويوضح الباحث من خلال جدول [٥] نتائج اختبار تبعية بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة للتوزيع الطبيعي.

يتضح للباحث من جدول [٥]، أن القيمة الاحتمالية *p-value* لجميع المتغيرات أقل من 5% - فيما عدا المتغير حجم الشركة (*CSIZE*) - مما يدل على أن النمط الذي تسلكه بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة لا يتبع التوزيع الطبيعي، ومن ثم قبول الفرض العدمي بأن تلك البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، ويؤكد ذلك أن معاملات الالتواء *Skewness* لا تقترب من الصفر، كما أن معاملات التفرطح *Kurtosis* لا تتراوح بين (3, -3). ولذلك، وفي محاولة من الباحث للتغلب على مشكلة عدم تبعية بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة للتوزيع الطبيعي، فقد تم إعادة إجراء اختبار *Jarque-Bera Test* بعد استخدام دالة اللوغاريتم الطبيعي *Natural Logarithm Function* لتلك البيانات، إلا أن نتائج إعادة الاختبار لم تفرز بجديد، حيث أن النمط الذي تسلكه بيانات معظم المتغيرات مازال لا يتبع التوزيع الطبيعي.

جدول [٣]

المتغيرات الرقابية المالية والتشغيلية ومنهجية قياسها وفقاً لدراسات الأدب المحاسبي والتمويلي السابقة

الدراسة	منهجية القياس	المتغير
<i>Ullah & Kamal, 2018</i>	اللوغاريتم الطبيعي للقيمة الدفترية لإجمالي الأصول في آخر الفترة.	حجم الشركة
<i>Asante-Darko et al., 2018</i>	القيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات في آخر الفترة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في آخر الفترة.	نسبة الرافعة المالية
<i>Ali et al., 2016</i>	صافي رأس المال العامل في آخر الفترة (ويمثل إجمالي رأس المال العامل مطروحاً منه النقدي وما في حكمها) إلى القيمة الدفترية لصافي الأصول في آخر الفترة.	مؤشر السيولة (صافي رأس المال العامل إلى صافي الأصول)
<i>Shin et al., 2017</i>	متغير وهمي يأخذ القيمة (1) في حالة قيام الشركة بدفع توزيعات أرباح نقدية على المساهمين خلال الفترة، ويأخذ القيمة (0) بخلاف ذلك.	توزيعات الأرباح النقدية
<i>Ameer, 2012</i>	(صافي الأصول الثابتة في آخر الفترة الحالية مطروحاً منه صافي الأصول الثابتة في آخر الفترة السابقة) إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في آخر الفترة الحالية.	مؤشر الانفاق الاستثماري إلى الأصول
(مليجي، ٢٠١٨) (عفيفي، ٢٠١٦)	(القيمة السوقية لإجمالي حقوق المساهمين في آخر الفترة مضافاً إليها القيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات في آخر الفترة) إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في آخر الفترة.	فرص نمو الاستثمار
<i>Derouiche et al., 2018</i>	صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية في آخر الفترة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في آخر الفترة.	معدل صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى الأصول
<i>Rosikah et al., 2018</i> <i>Subanidja et al., 2016</i> <i>Ullah & Kamal, 2018</i>	معدل العائد على الأصول (صافي الربح التشغيلي في آخر الفترة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في آخر الفترة).	الأداء المالي
<i>Martinez-Sola et al., 2013</i>	الأصول غير الملموسة في آخر الفترة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في آخر الفترة.	نسبة الأصول غير الملموسة إلى الأصول

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث).

جدول [٤]

توصيف متغيرات الدراسة

العلاقة المتوقعة مع المتغير التابع	رمز المتغير فى التحليل الإحصائى	اسم المتغير	صفة المتغير
	<i>MVF</i>	القيمة السوقية للشركة	المتغير التابع
+	<i>CASH</i>	مستوى الاحتفاظ بالنقدية	المتغير المستقل
+	<i>ACCQ</i>	مستوى جودة المستحقات	المتغيرات المنظمة
-	<i>Z-SCORE</i>	احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية	
±	<i>CASH*ACCQ</i>	التأثير المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية ومستوى جودة المستحقات	المتغيرات التفاعلية
±	<i>CASH*Z-SCORE</i>	التأثير المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية	
±	<i>CSIZE</i>	حجم الشركة	المتغيرات الرقابية المالية والتشغيلية
-	<i>FLEV</i>	نسبة الرافعة المالية	
+	<i>NWC/NAS</i>	مؤشر السيولة (صافى رأس المال العامل إلى صافى الأصول)	
+	<i>Dividummy</i>	توزيعات الأرباح النقدية	
+	<i>CAPEX/TAS</i>	مؤشر الانفاق الاستثمارى إلى الأصول	
+	<i>INVGO</i>	فرص نمو الاستثمار	
+	<i>CFO/TAS</i>	معدل صافى التدفق النقدى التشغيلى إلى الأصول	
+	<i>ROA</i>	الأداء المالى	
-	<i>INTANGIBLE</i>	نسبة الأصول غير الملموسة إلى الأصول	

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث).

وَجدير بالذكر، فإن هذه المشكلة يمكن التغاضى عنها، وذلك نظراً لكبر حجم مشاهدات عينة الدراسة نوعاً ما المتاحة للتحليل الإحصائى والتي بلغت (260) مشاهدة، بحيث يكون هذا الشرط غير ذى تأثير على صحة النماذج التطبيقية للدراسة (Verbeek, 2014)، خاصة وأن جميع القيم الاحتمالية *p-value* لتلك المتغيرات (باستثناء المتغير حجم الشركة) مساوية لـ 0.000.

٢/١/١٠ اختبار علاقة التداخل الخطى المتعدد بين متغيرات الدراسة المفسرة:

اختبر الباحث مدى وجود مشكلة التداخل الخطى المتعدد *Multi-Collinearity* بين متغيرات الدراسة المفسرة (المستقلة والمنظمة والرقابية)، باستخدام مقياس *Collinearity Diagnostics* وذلك من خلال حساب معامل التباين المسموح به *Tolerance* لكل متغير من تلك المتغيرات المفسرة، ومن ثم إيجاد معامل تضخم التباين (*Variance Inflation Factor (VIF)*)، إذ يعد ذلك الاختبار مقياساً لتأثير التداخل الخطى (أى الارتباط) بين المتغيرات المستقلة والمنظمة والرقابية. ويرى أصحاب الخبرة فى المجال الإحصائى (Kutner et al., 2005) أنه كلما كانت قيمة معامل *Tolerance* أكبر من 0.1، وقيمة (*VIF*) أقل من 10، فإن ذلك يعد مبرراً كافياً للحكم على أن المتغيرات المفسرة لا تعاني من وجود مشكلة التداخل الخطى. وقد جاءت نتائج الاختبار كما هو موضح بجدول [٦].

جدول [٥]

نتائج اختبار تبعية بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة للتوزيع الطبيعي

باستخدام *Jarque-Bera Test*

<i>Kurtosis</i>	<i>Skewness</i>	<i>Jarque-Bera Test</i>		<i>Observation</i>	المتغيرات الكمية المتصلة
		<i>p-value</i>	<i>Jarque-Bera</i>		
5.92	1.51	0.000	191.05	260	<i>MVF</i>
5.57	1.73	0.000	201.75	260	<i>CASH</i>
4.136	1.154	0.000	71.68	260	<i>ACCQ</i>
17.477	3.457	0.000	2788	260	<i>CASH*ACCQ</i>
41.48	4.942	0.000	17098	260	<i>Z-SCORE</i>
54.573	6.03	0.000	30389	260	<i>CASH *Z-SCORE</i>
2.53	0.250	0.077	5.128	260	<i>CSIZE</i>
4.13	0.623	0.000	30.88	260	<i>FLEV</i>
4.13	-0.085	0.001	14.20	260	<i>NWC/NAS</i>
223.5	-14.38	0.000	535913	260	<i>CAPEX/TAS</i>
5.92	1.56	0.000	197.4	260	<i>INVGO</i>
10.29	0.141	0.000	576.2	260	<i>CFO/TAS</i>
5.57	1.509	0.000	170.12	260	<i>ROA</i>
29.59	4.988	0.000	8738	260	<i>INTANGIBLE</i>

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

جدول [٦]

نتائج اختبار التداخل الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة والمنظمة والرقابية

باستخدام مقياس *Collinearity Diagnostics*

<i>Collinearity Diagnostics</i>										المتغيرات المستقلة والمنظمة والرقابية
النموذج التطبيقي للفرض الثالث				النموذج التطبيقي للفرض الثاني				النموذج التطبيقي للفرض الأول		
<i>b</i>		<i>a</i>		<i>b</i>		<i>a</i>		<i>VIF</i>	<i>Tolerance</i>	
<i>VIF</i>	<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>	<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>	<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>	<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>	<i>Tolerance</i>	
2.701	0.370	1.414	0.707	5.259	0.190	1.664	0.601	1.367	0.732	<i>CASH</i>
				2.374	0.421	1.530	0.654			<i>ACCQ</i>
				6.745	0.148					<i>CASH*ACCQ</i>
7.589	0.132	1.936	0.517							<i>Z-SCORE</i>
7.811	0.128									<i>CASH *Z-SCORE</i>
1.600	0.625	1.600	0.625	1.727	0.579	1.693	0.591	1.591	0.629	<i>CSIZE</i>
2.082	0.480	1.961	0.510	1.673	0.598	1.652	0.605	1.592	0.628	<i>FLEV</i>
2.401	0.416	2.377	0.421	2.395	0.418	2.392	0.418	2.267	0.441	<i>NWC/NAS</i>
1.346	0.743	1.343	0.744	1.456	0.687	1.456	0.687	1.343	0.745	<i>Dividummy</i>
1.014	0.986	1.014	0.986	1.016	0.984	1.014	0.986	1.011	0.989	<i>CAPEX/TAS</i>
2.601	0.384	2.517	0.397	2.197	0.455	2.172	0.460	2.086	0.479	<i>INVGO</i>
1.356	0.738	1.355	0.738	1.361	0.735	1.357	0.737	1.355	0.738	<i>CFO/TAS</i>
2.310	0.433	2.294	0.436	2.322	0.431	2.322	0.431	2.290	0.437	<i>ROA</i>
1.308	0.765	1.302	0.768	1.300	0.769	1.300	0.769	1.298	0.770	<i>INTANGIBLE</i>

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

وبفحص قيم معامل *Tolerance* الواردة بجدول [6] لجميع المتغيرات المفسرة (المستقلة والمنظمة والرقابية) المتعلقة بالنماذج التطبيقية للدراسة، تبين للباحث أنها أكبر من 0.1، كما أن غالبية قيم معامل تضخم التباين (*VIF*) أقل بكثير من القيمة 10، مما يدل على أن جميع المتغيرات المستقلة والمنظمة والرقابية يوجد فيما بينها ارتباط ضعيف جداً، ومن ثم فإن النماذج التطبيقية للدراسة الممثلة للفروض البحثية، لا تعاني من تعدد العلاقات الخطية، أو مشكلة التداخل (الازدواج) الخطى المتعدد.

١٠/١/٣ اختبار ثبات تباين خطأ التقدير العشوائى (البواقى) للنماذج التطبيقية للدراسة:

يمثل أحد الافتراضات الهامة التى تستند عليها نماذج الانحدار الخطية *Linear Regression Models* وطريقة المربعات الصغرى *Ordinary Least Square (OLS)*، افتراض ثبات تباين أخطاء التقدير العشوائية (البواقى) *Homoscedasticity* لكل قيمة من قيم المتغيرات المفسرة الكمية المتصلة بالنماذج التطبيقية للدراسة، وتكون قاعدة القرار بقبول الفرض العدمى بأن النموذج التطبيقى لا يعاني من مشكلة اختلاف تباين خطأ التقدير العشوائى، إذا كانت القيمة الاحتمالية *p-value* لاختبار *Heteroscedasticity Test* أكبر من 5%، والعكس صحيح (*Gümüştekin & Topçu, 2018; Górecki, Tomasz et al., 2018; Verbeek, 2014*). ويوضح الباحث من خلال جدول [٧] نتائج اختبار ثبات تباين خطأ التقدير العشوائى (البواقى) للنماذج التطبيقية للدراسة:

جدول [٧]

نتائج اختبار ثبات تباين خطأ التقدير العشوائى (البواقى) للنماذج التطبيقية للدراسة

باستخدام *Heteroscedasticity Test*

<i>p-value</i>	Chi^2	النماذج التطبيقية للدراسة
0.9237	0.009174	النموذج التطبيقى الأول
0.9260	0.008618	<i>a</i>
0.9219	0.009612	<i>b</i>
0.9243	0.009027	<i>a</i>
0.9264	0.008527	<i>b</i>

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائى).

يتضح للباحث من جدول [٧]، أن القيمة الاحتمالية *p-value* لاختبار Chi^2 لكل نموذج من النماذج التطبيقية المستخدمة فى الدراسة الحالية أكبر من 5%، وهو ما يشير إلى ثبات تباين أخطاء التقدير العشوائية (البواقى) لتلك النماذج، ومن ثم قبول الفرض العدمى بأن جميع النماذج التطبيقية للدراسة الممثلة للفروض البحثية، لا تعاني من مشكلة اختلاف تباين خطأ التقدير العشوائى (البواقى).

١٠/١/٤ اختبار توصيف النماذج التطبيقية للدراسة:

استهدف الباحث إجراء هذا الاختبار، لتحديد ما إذا كانت النماذج التطبيقية للدراسة تتضمن جميع المتغيرات الملائمة من عدمه، وذلك لضمان عدم تحيز معاملات الانحدار المقدر لتلك النماذج، ويتم ذلك من خلال اختبار *Ramsey RESET Test*، وتكون قاعدة القرار برفض الفرض العدمى بأن النموذج التطبيقى لا يتضمن جميع المتغيرات الملائمة، إذا كانت القيمة الاحتمالية *p-value* للاختبار أكبر من 5%، والعكس صحيح (*Gümüştekin & Topçu, 2018; Górecki, Tomasz et al., 2018; Verbeek, 2014*). ويوضح الباحث من خلال جدول [٨] نتائج اختبار *Ramsey RESET Test* لتوصيف النماذج التطبيقية للدراسة:

جدول [٨]

نتائج اختبار توصيف النماذج التطبيقية للدراسة باستخدام Ramsey RESET Test

<i>p-value</i>	<i>F-test</i>	النماذج التطبيقية للدراسة
0.6080	0.263758	النموذج التطبيقي الأول
0.9264	0.008544	<i>a</i>
0.8383	0.041792	<i>b</i>
0.6555	0.331176	<i>a</i>
0.6816	0.168702	<i>b</i>

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [٨]، أن القيمة الاحتمالية *p-value* لاختبار *F-test* لكل نموذج من النماذج التطبيقية المستخدمة في الدراسة الحالية أكبر من 5%، وهو ما يشير إلى أن جميع متغيرات الدراسة ملائمة وتصلح لنماذج التقدير، ومن ثم رفض الفرض العدمي بأن النماذج التطبيقية للدراسة الممثلة للفروض البحثية، لا تتضمن أي متغيرات غير ملائمة.

٥/١/١٠ اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة:

قام الباحث لاختبار علاقات الارتباط الأحادية *Univariate Correlation* بين متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة، باستخدام مصفوفة الارتباط بيرسون *Pearson Correlation Matrix*. ويوضح الباحث من خلال جدول [٩] نتائج اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة:

جدول [٩]

نتائج اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة

متغيرات النماذج التطبيقية	MVF	CASH	CSIZE	FLEV	NWC/NAS	Dividummy	CAPEXTAS	INVGO	CFO/TAS	ROA	INTANGIBLE	Z-SCORE	ACCQ	CASH*ACCQ	CASH*ZSCORE
MVF	1														
CASH	0.196***	1													
CSIZE	0.246***	-0.033	1												
FLEV	-0.145**	-0.245***	0.255***	1											
NWC/NAS	-0.209***	-0.006	-0.455***	-0.495***	1										
Dividummy	0.200***	0.219***	0.150**	-0.101*	-0.495***	1									
CAPEXTAS	-0.008	0.027	0.024	-0.018	-0.007	-0.063	1								
INVGO	0.935***	0.173***	0.229***	0.245***	-0.192***	0.219***	-0.013	1							
CFO/TAS	-0.203***	0.355***	0.075	-0.066	-0.102*	0.271***	-0.014	0.277***	1						
ROA	-0.439***	0.355***	0.034	-0.159***	0.271***	0.365***	-0.043	0.529***	0.370***	1					
INTANGIBLE	0.298***	0.002	0.265***	-0.063	0.014	0.041	0.031	0.284***	0.066	0.045	1				
Z-SCORE	-0.286***	0.327***	-0.197***	-0.485***	0.383***	0.206***	0.040	0.291***	0.155**	0.385***	0.101	1			
ACCQ	0.100	0.319***	-0.354***	-0.006	0.165***	-0.188***	0.061	0.092	0.000	0.061	-0.060	0.150**	1		
CASH*ACCQ	-0.085*	0.844***	-0.242***	-0.261***	0.114*	0.077	0.022	0.070	0.223***	0.253***	-0.056	0.279***	0.602***	1	
CASH*Z-SCORE	0.238***	0.618***	-0.152*	-0.373***	0.206***	0.184***	0.046	0.223***	0.226***	0.332***	0.021	0.847***	0.255***	0.543***	1

* مستوى المعنوية *p-value* أقل من 10%.

** مستوى المعنوية *p-value* أقل من 5%.

*** مستوى المعنوية *p-value* أقل من 1%.

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [9]، ما يلي:

- توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية (*Cash*) - المتغير المستقل الرئيسي في الدراسة الحالية - والقيمة السوقية للشركة (*MVF*) - المتغير التابع في الدراسة الحالية - حيث بلغت قيمة معامل الارتباط 0.196 عند *p-value* أقل من 1%. وتتسق هذه النتيجة مع ما تتوقعه الدراسة، فكلما ارتفع (انخفض) مستوى الاحتفاظ بالنقدية، كلما ارتفعت (انخفضت) القيمة السوقية للشركة، وهو ما يتفق مبدئياً مع الفرض البحثي الأول في الدراسة الحالية.
- توجد علاقة ارتباط سالبة ولكنها ليست ذات دلالة معنوية بين مستوى جودة المستحقات (*ACCQ*) - المتغير المنظم الأول في الدراسة الحالية - والقيمة السوقية للشركة (*MVF*)، حيث كانت إشارة معامل الارتباط لقيمة الانحراف المعياري لقيمة خطأ التقدير العشوائي (البواقى) لنموذج *Modified DD Model*، والذي يستخدم كمقياس عكسي لمستوى جودة المستحقات (*ACCQ*)، إشارة موجبة. وهو ما يعنى عدم وجود تأثير ملحوظ لمستوى جودة المستحقات على القيمة السوقية للشركة. أما فيما يتعلق بالتأثير المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية ومستوى جودة المستحقات والذي يمثله المتغير التفاعلي (*CASH*ACCQ*)، فقد أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية مع القيمة السوقية للشركة (*MVF*)، حيث كانت إشارة معامل الارتباط لقيمة الانحراف المعياري لقيمة خطأ التقدير العشوائي (البواقى) لنموذج *Modified DD Model* كمقياس عكسي لمستوى جودة المستحقات، إشارة سالبة والتي بلغت قيمته -0.085 عند *p-value* أقل من 10%، وهو ما يتفق مبدئياً مع الفرض البحثي الثاني في الدراسة الحالية الخاص بتأثير مستوى جودة المستحقات في ظل وجود دوافع للاحتفاظ بالنقدية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة المساهمة لصناعية الممثلة في عينة الدراسة.
- توجد علاقة ارتباط سالبة ذات دلالة معنوية بين قيمة مؤشر (*Z-SCORE*) المعبرة عن احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية - المتغير المنظم الثاني في الدراسة الحالية - والقيمة السوقية للشركة (*MVF*)، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط -0.286 عند *p-value* أقل من 1%. كما أن التأثير المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية والذي يمثله المتغير التفاعلي (*CASH*Z-SCORE*)، أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية مع القيمة السوقية للشركة (*MVF*)، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط 0.238 عند *p-value* أقل من 1%، وهو ما يتفق مبدئياً مع الفرض البحثي الثالث في الدراسة الحالية الخاص بتأثير احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية في ظل وجود دوافع للاحتفاظ بالنقدية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة.
- توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين القيمة السوقية للشركة (*MVF*) وكل من: (1) حجم الشركة (*CSIZE*)، (2) توزيعات الأرباح النقدية (*Dividummy*)، (3) فرص نمو الاستثمار (*INTANGIBLE*)، (4) نسبة الأصول غير الملموسة إلى إجمالي الأصول، وعلاقة ارتباط سالبة ذات دلالة معنوية وكل من: (1) مؤشر السيولة (صافي رأس المال العامل إلى صافي الأصول) (*NWC/NAS*)، (2) معدل صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى الأصول (*CFO/TAS*)، (3) الأداء المالي (*ROA*)، عند *p-value* أقل من 1%، كما وجدت علاقة ارتباط سالبة ذات دلالة معنوية مع نسبة الرافعة المالية (*FLEV*) عند *p-value* أقل من 5%، في حين وجدت علاقة ارتباط سالبة ولكنها ليست ذات دلالة معنوية مع مؤشر الانفاق الاستثماري إلى الأصول (*CAPEX/TAS*).

وهكذا، وفي ضوء قيم معاملات الارتباط التي أظهرها اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة، يتضح للباحث وجود مؤشرات مبدئية على احتمالية ظهور تأثير لكل من مستوى الاحتفاظ بالنقدية، مستوى جودة المستحقات (على الرغم من عدم وجود تأثير ملحوظ مبدئياً وفقاً لنتائج اختبار علاقات الارتباط الأحادية باستخدام مصفوفة الارتباط بيرسون)، واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية، على القيمة السوقية للشركة، وهو ما يمثل أساساً مناسباً لاختبار فروض الدراسة الحالية باستخدام تحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات.

٢/١٠ الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النماذج التطبيقية للدراسة:

بعد التأكد من صلاحية بيانات الدراسة التطبيقية للتحليل الإحصائي، يقدم الباحث وصفاً إحصائياً تحليلياً للسمات الرئيسية لبيانات متغيرات النماذج التطبيقية المقترحة بالدراسة الحالية، وذلك كما يلي:

١/٢/١٠ الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة الكمية المتصلة:

بحساب الإحصاءات الوصفية *Descriptive Statistics* لمتغيرات الدراسة الكمية المتصلة، جاءت النتائج كما هو موضح بجدول [١٠]:

جدول [١٠]

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة الكمية المتصلة

Range	Standard Deviation	Mean	Maximum	Minimum	Observ.	Year	المتغيرات الكمية المتصلة
2.950	0.561	1.278	3.050	0.100	52	2013	MVF
2.956	0.584	1.291	3.037	0.081	52	2014	
2.422	0.508	1.065	2.492	0.070	52	2015	
2.722	0.487	1.051	2.777	0.055	52	2016	
3.759	0.744	1.371	3.869	0.110	52	2017	
3.814	0.594	1.211	3.869	0.055	260	Total	
0.659	0.166	0.147	0.663	0.0038	52	2013	CASH
0.771	0.204	0.157	0.774	0.0026	52	2014	
0.648	0.152	0.124	0.649	0.0014	52	2015	
0.676	0.172	0.154	0.677	0.0011	52	2016	
0.807	0.177	0.121	0.811	0.0034	52	2017	
0.810	0.174	0.141	0.811	0.0011	260	Total	
0.291	0.065	0.101	0.301	0.010	52	2013	ACCQ
0.291	0.065	0.101	0.301	0.010	52	2014	
0.291	0.065	0.101	0.301	0.010	52	2015	
0.291	0.065	0.101	0.301	0.010	52	2016	
0.291	0.065	0.101	0.301	0.010	52	2017	
0.291	0.065	0.101	0.301	0.010	260	Total	
0.169	0.030	0.018	0.169	0.00004	52	2013	CASH*ACCQ
0.200	0.037	0.020	0.200	0.00003	52	2014	
0.132	0.029	0.015	0.132	0.00005	52	2015	
0.111	0.028	0.018	0.111	0.00012	52	2016	
0.244	0.044	0.018	0.244	0.00024	52	2017	
0.241	0.034	0.018	0.244	0.00003	260	Total	
34.991	4.870	3.854	35.250	0.258	52	2013	Z-SCORE
21.182	3.332	3.478	21.507	0.326	52	2014	
10.356	2.221	2.537	10.261	0.095	52	2015	
9.649	2.039	2.306	8.901	0.748	52	2016	
19.008	3.094	3.117	17.780	1.228	52	2017	
36.477	3.296	3.058	35.250	1.228	260	Total	
15.435	2.256	0.914	15.436	0.00101	52	2013	CASH*Z-SCORE
9.084	1.582	0.800	9.085	0.00094	52	2014	

Range	Standard Deviation	Mean	Maximun	Minimum	Observ.	Year	المتغيرات الكمية المتصلة
3.510	0.785	0.445	3.508	0.00200	52	2015	CASH*ZSCORE
4.933	0.900	0.472	4.885	0.04853	52	2016	
5.085	0.907	0.457	5.032	0.05304	52	2017	
15.489	1.406	0.618	15.436	0.05304	260	Total	
5.701	1.503	20.177	23.388	17.686	52	2013	CSIZE
5.909	1.469	20.257	23.349	17.439	52	2014	
6.340	1.510	20.286	23.757	17.418	52	2015	
6.862	1.550	20.388	24.375	17.513	52	2016	
6.542	1.530	20.500	24.471	17.929	52	2017	
7.054	1.510	20.321	24.471	17.418	260	Total	
0.833	0.187	0.381	0.842	0.009	52	2013	FLEV
0.842	0.203	0.398	0.850	0.008	52	2014	
0.837	0.195	0.416	0.860	0.023	52	2015	
1.261	0.251	0.498	1.295	0.034	52	2016	
1.259	0.239	0.480	1.286	0.027	52	2017	
1.287	0.220	0.434	1.295	0.008	260	Total	
0.745	0.186	0.079	0.519	-0.226	52	2013	NWC/NAS
1.172	0.205	0.057	0.503	-0.669	52	2014	
0.878	0.203	0.075	0.509	-0.369	52	2015	
1.057	0.235	0.031	0.611	-0.446	52	2016	
1.565	0.264	0.062	0.672	-0.893	52	2017	
1.565	0.220	0.061	0.672	-0.893	260	Total	
3.172	0.423	-0.0535	0.139	-3.033	52	2013	CAPEX/TAS
0.289	0.047	0.0078	0.237	-0.052	52	2014	
0.497	0.065	0.0000	0.163	-0.334	52	2015	
0.300	0.048	0.0078	0.218	-0.082	52	2016	
0.397	0.055	0.0066	0.165	-0.232	52	2017	
3.270	0.195	-0.0063	0.237	-3.033	260	Total	
2.950	0.564	1.280	3.050	0.100	52	2013	INVGO
2.956	0.584	1.291	3.037	0.081	52	2014	
2.422	0.508	1.065	2.492	0.070	52	2015	
3.308	0.571	1.128	3.465	0.157	52	2016	
3.759	0.749	1.379	3.869	0.110	52	2017	
3.799	0.607	1.228	3.869	0.070	260	Total	
0.589	0.110	.08190	0.391	-0.198	52	2013	CFO/TAS
0.846	0.137	0.0586	0.690	-0.156	52	2014	
1.061	0.141	0.0236	0.377	-0.684	52	2015	
0.831	0.128	0.0592	0.514	-0.317	52	2016	
0.460	0.098	0.0005	0.228	-0.232	52	2017	
1.374	0.126	0.0448	0.690	-0.684	260	Total	
0.315	0.074	0.072	0.315	0.000	52	2013	ROA
0.276	0.071	0.065	0.276	0.000	52	2014	
0.264	0.063	0.054	0.264	0.000	52	2015	
0.415	0.088	0.064	0.415	0.000	52	2016	
0.231	0.071	0.070	0.231	0.000	52	2017	
0.415	0.073	0.065	0.415	0.000	260	Total	
0.046	0.007	0.00196	0.046	0.000	52	2013	INTANGIBLE
0.036	0.006	0.00146	0.036	0.000	52	2014	
0.028	0.005	0.00110	0.028	0.000	52	2015	
0.033	0.006	0.00150	0.033	0.000	52	2016	
0.031	0.005	0.00137	0.031	0.000	52	2017	
0.046	0.006	0.00148	0.046	0.000	260	Total	

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [١٠]، ما يلي:

- يلاحظ ارتفاع القيمة السوقية للشركة (*MVF*)، والتي استخدمت الدراسة الحالية للتعبير عنها مؤشر *Modified Tobin's Q*، حيث بلغت قيمة الوسط الحسابي للشركات الممثلة في عينة الدراسة 1.211، والتي وصلت لأعلى قيمة لها في عام 2017 حيث بلغت 1.371. وجدير بالإشارة، فكلما كانت قيمة مؤشر *Modified Tobin's Q* أكبر من الواحد الصحيح، فإنما يعكس ذلك الأداء الجيد والربحية العالية، ومن ثم يشير إلى ارتفاع القيمة السوقية للشركة، والعكس صحيح. كما يلاحظ أن قيمة الانحراف المعياري لهذا المتغير قد بلغت 0.594، وهي تشير إلى وجود اختلافات (فروق) ضئيلة للقيمة السوقية للشركة فيما بين الشركات الممثلة في عينة الدراسة.
- يلاحظ انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية (*CASH*)، حيث بلغت قيمة الوسط الحسابي للشركات الممثلة في عينة الدراسة 0.141، والتي وصلت لأقل قيمة لها في عام 2017 حيث بلغت 0.121. وتتفق هذه النتيجة إلى حد كبير مع ما توصلت إليه بعض الدراسات التي تمت في بيئة الأعمال المصرية، ففي دراسة (مليجي، ٢٠١٨) والتي تمت على عينة مكونة من 140 شركة مساهمة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2015 حتى عام 2017، بلغت قيمة الوسط الحسابي لمستوى النقدية المحتفظ بها في الشركات محل الدراسة 0.170 في عام 2017. كما بلغ المتوسط العام لنسبة الاحتفاظ بالنقدية في دراسة (محمد، ٢٠١٧) والتي تمت على عينة مكونة من 50 شركة مساهمة مصرية حاصلة على تصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة خلال الفترة من عام 2007 حتى عام 2016 ما يعادل 0.13. كذلك بلغ متوسط نسبة الاحتفاظ بالنقدية في دراسة (بلال، ٢٠١٧) والتي تمت على عينة مكونة من 126 شركة مساهمة مقيدة بالبورصة المصرية وتتنمى إلى قطاعات غير مالية خلال الفترة من عام 2013 حتى عام 2015 ما يعادل 0.1102. في حين بلغت قيمة الوسط الحسابي لمستوى النقدية المحتفظ بها في دراسة (عفيفي، ٢٠١٦) والتي تمت على عينة مكونة من 122 شركة مساهمة غير مالية مسجلة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2005 حتى عام 2010 ما يعادل 0.117. وعلاوة على ما سبق، يلاحظ أن قيمة الانحراف المعياري لهذا المتغير قد بلغت 0.174، وهي تعتبر قيمة منخفضة جداً، مما تشير إلى تقارب مستويات الاحتفاظ بالنقدية فيما بين الشركات الممثلة في عينة الدراسة. وتتفق الدراسة الحالية مع وجهة نظر دراسة (مليجي، ٢٠١٨)، في أن انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية على مستوى ممارسات البيئة المصرية بصفة عامة، وعلى مستوى الشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة بصفة خاصة، وبخاصة في العام 2017 الذي وصل فيه مستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى أدنى مستوياته، إلى صدور قانون الاستثمار المصري الجديد رقم (72) لسنة 2017 كبديل عن قانون ضمانات وحوافز الاستثمار القديم رقم (8) لسنة 1997 وما اعتراه من العديد من المشكلات للمستثمرين، حيث عمل القانون الجديد على زيادة كفاءة الاستثمار من خلال تغطيته لمجالات متنوعة من القطاعات الهامة للاقتصاد والتي تتضمن الزراعة والصناعة والسياحة وغيرها، مع توفير حماية قوية للمستثمرين، وتعزيز الشفافية، والمساواة في الفرص الاستثمارية، وتخصيص أراضي بالمجان لبعض الأنشطة الاستراتيجية، فضلاً عن رغبة الشركات في تقليل تكلفة الفرصة البديلة نتيجة لانخفاض العوائد على الأصول السائلة.
- وفيما يتعلق بمستوى جودة المستحقات (*ACCQ*)، والتي استخدمت الدراسة الحالية كمقياس عكسي لقياسه المحاسبي، قيمة الانحراف المعياري لقيمة خطأ التقدير العشوائي (البواقى) لنموذج *Modified*

DD Model للعلاقة بين مستحقات رأس المال العامل والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، فقد بلغت قيمة الوسط الحسابي للشركات الممثلة في عينة الدراسة وخلال جميع سنوات النطاق الزمني للدراسة دون استثناء 0.101 بإنحراف معياري قدره 0.065 وبمعامل التواء موجب (كما تبين لنا سلفاً في نتائج جدول [٥]). وتؤكد النتيجة السابقة للباحث، أن غالبية الشركات الممثلة في عينة الدراسة، تتميز بارتفاع في مستوى جودة المستحقات خلال نطاق فترة الدراسة.

- وفيما يتعلق باحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية (*Z-SCORE*)، والتي استخدمت الدراسة الحالية لقياسه المحاسبي، قيمة مؤشر (*Z-SCORE*) التي تمثل القيمة الفعلية لاحتمالية تعرض الشركة لخطر الضوائق المالية في المستقبل المنظور، والذي يعكس تساوى أو ارتفاع قيمة مؤشر (*Z-SCORE*) الفعلية عن قيمته المعيارية التي تبلغ 3، عدم احتمالية تعرض الشركة لخطر الضوائق المالية في المستقبل المنظور والعكس صحيح، فقد بلغت قيمة الوسط الحسابي لمؤشر (*Z-SCORE*) للشركات الممثلة في عينة الدراسة 3.058، وهي قيمة أكبر من القيمة المعيارية، وهو ما يشير إلى أن معظم الشركات الممثلة في عينة الدراسة، لا تعاني من احتمالية تعرضها لخطر الضوائق المالية في المستقبل المنظور، بل يمكن للباحث القول بأن غالبية الشركات تتمتع ببسر مالي. فضلاً عن ما سبق، يلاحظ أن قيمة الانحراف المعياري لهذا المتغير قد بلغت 3.296، مما يعكس وجود اختلافات (فروق) كبيرة لاحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية فيما بين الشركات الممثلة في عينة الدراسة.
- أما ما يتعلق بالتأثير المشترك للمتغيرات التفاعلية للشركات الممثلة في عينة الدراسة، فقد تميزت قيمة الوسط الحسابي للأثر المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية ومستوى جودة المستحقات والذي يمثله المتغير التفاعلي (*CASH*ACCQ*) بالثبات النسبي خلال نطاق فترة الدراسة حيث بلغت 0.018 بإنحراف معياري قيمته 0.034، في حين بلغت قيمة الوسط الحسابي للأثر المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية والذي يمثله المتغير التفاعلي (*CASH*Z-SCORE*) 0.618 بإنحراف معياري قدره 1.406، وهو ما يعكس وجود اختلافات (فروق) كبيرة لهذا التأثير المشترك فيما بين الشركات الممثلة في عينة الدراسة.
- أما فيما يخص المتغيرات الرقابية المالية والتشغيلية للشركات الممثلة في عينة الدراسة، فقد تراوحت قيمة الانحراف المعياري لجميع المتغيرات ما بين (0.607, 0.006)، مما يشير إلى وجود اختلافات (فروق) ضئيلة جداً فيما بين الشركات الممثلة في عينة الدراسة، وذلك فيما عدا المتغير حجم الشركة (*CSIZE*)، حيث بلغت قيمة الانحراف المعياري 1.510، الأمر الذي يعكس وجود اختلافات (فروق) كبيرة لحجم الشركة فيما بين الشركات الممثلة في عينة الدراسة.

٢/٢/١٠ الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة الوصفية المنفصلة:

استخدمت الدراسة الحالية متغيراً وهمياً وحيداً *One Dummy Variable* يعبر عن توزيعات الأرباح النقدية (*Dividummy*) (حيث يأخذ القيمة (1) في حالة قيام الشركة الممثلة في عينة الدراسة بدفع توزيعات أرباح نقدية على المساهمين خلال الفترة، ويأخذ القيمة (0) بخلاف ذلك). وبحساب الإحصاءات الوصفية لهذا المتغير الذي يمثل أحد أنواع المتغيرات الوصفية المنفصلة *Separate Descriptive Variables*، جاءت النتائج كما هو موضح بجدول [١١]:

جدول [١١]

الإحصاءات الوصفية للمتغير الوصفي المنفصل (الوهمي) (Dividummy)

السنوات	مشاهدات متحققة (1)		مشاهدات غير متحققة (0)		الإجمالي	
	عدد	%	عدد	%	عدد	%
2013	32	61.5	20	38.5	52	100
2014	33	63.5	19	36.5	52	100
2015	30	57.7	22	42.3	52	100
2016	32	61.5	20	38.5	52	100
2017	28	53.8	24	46.2	52	100
الإجمالي	155	59.6	105	40.4	260	100

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [١١]، زيادة عدد المشاهدات المتحققة للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة التي قامت بدفع توزيعات أرباح نقدية على المساهمين حيث بلغ 155 مشاهدة بنسبة 59.6% من إجمالي عدد المشاهدات البالغ 260 مشاهدة.

٣/١٠ تحليل ومناقشة نتائج اختبار فروض الدراسة باستخدام تحليل الانحدار الخطي متعدد المتغيرات:

يسعى الباحث من خلال هذا القسم من الدراسة، إلى استخدام الأساليب والتحليلات الإحصائية المناسبة لتحديد مدى قبول صحة فروض الدراسة من عدمه، ومن ثم تقدير النماذج التطبيقية متعددة المتغيرات الممثلة لها، وذلك من خلال اختبار العلاقة الارتباطية التأثيرية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية (كمتغير مستقل) والقيمة السوقية للشركة (كمتغير تابع) من جهة، واختبار تأثير كلاً من مستوى جودة المستحقات واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية عند إدخالهما كميتغيرات منظمة لتلك العلاقة من جهة أخرى، مع الأخذ في الاعتبار المتغيرات الرقابية المالية والتشغيلية والتي قد يكون لها تأثيراً محتملاً على المتغير التابع. ويمكن للباحث التعبير عن النموذج التطبيقي الرئيسي متعدد المتغيرات المقترح للدراسة الحالية للعلاقات بين متغيرات المشكلة البحثية، من خلال عرض الشكل [١].

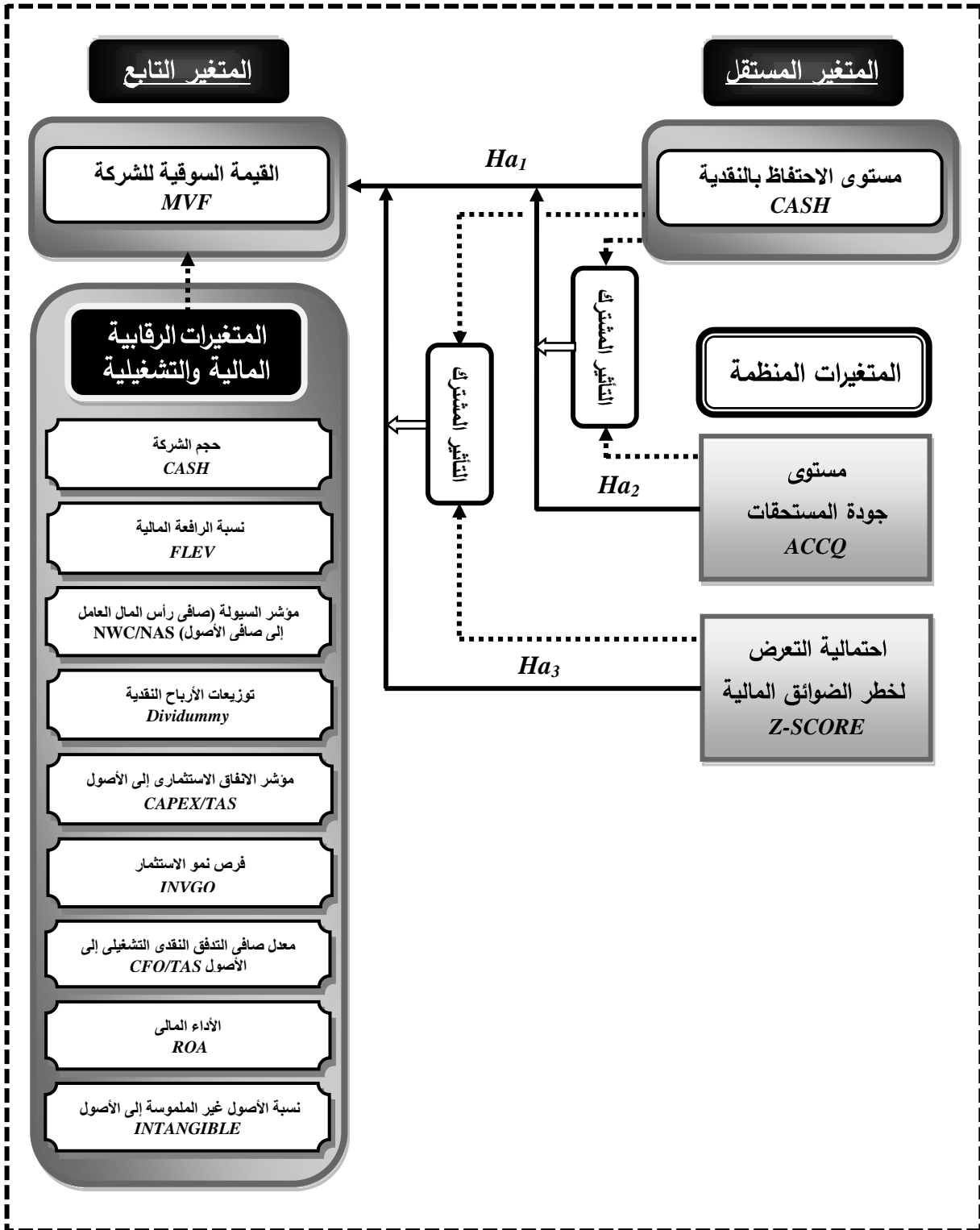
وهكذا، ومن خلال توصيف الباحث في القسم السابق من الدراسة الحالية لمتغيرات الدراسة والمنهجية المتبعة لقياسها المحاسبي، وعلاقة المتغيرات المفسرة المتوقعة مع المتغير التابع، فضلاً عن التعبير من خلال الشكل [١] عن النموذج التطبيقي الرئيسي متعدد المتغيرات المقترح للعلاقات بين متغيرات المشكلة البحثية، يمكن للباحث صياغة النموذج التطبيقي الرئيسي متعدد المتغيرات المقترح في الدراسة الحالية في شكل معادلة انحدار، وذلك على النحو التالي:

$$MVFi,t = \beta_0 + \beta_1(CASH_{i,t}) + \beta_2(ACCQ_{i,t}) \pm \beta_3(CASH_{i,t}*ACCQ_{i,t}) - \beta_4(Z-SCORE_{i,t}) \pm \beta_5(CASH_{i,t}*Z-SCORE_{i,t}) \pm \beta_6(CSIZE_{i,t}) - \beta_7(FLEV_{i,t}) + \beta_8(NWC/NAS_{i,t}) + \beta_9(Dividummy_{i,t}) + \beta_{10}(CAPEX/TAS_{i,t}) + \beta_{11}(INVGO_{i,t}) + \beta_{12}(CFO/TAS_{i,t}) + \beta_{13}(ROA_{i,t}) - \beta_{14}(INTANGIBLE_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (5)$$

حيث، $MVFi,t$ القيمة السوقية للشركة i في آخر الفترة t ، $CASH_{i,t}$ مستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركة i في آخر الفترة t ، $ACCQ_{i,t}$ مستوى جودة المستحقات للشركة i في آخر الفترة t ، $CASH_{i,t}*ACCQ_{i,t}$ متغير تفاعلي يعبر عن إدخال مستوى جودة المستحقات على علاقة الانحدار للشركة i في آخر الفترة t ، $Z-SCORE_{i,t}$ احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية للشركة i في آخر الفترة t ، $CASH_{i,t}*Z-SCORE_{i,t}$ متغير تفاعلي يعبر عن إدخال احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية على علاقة الانحدار للشركة i في

الشكل [١]

النموذج التطبيقي الرئيسي متعدد المتغيرات المقترح للعلاقات بين متغيرات المشكلة البحثية



- المصدر: (الشكل من إعداد الباحث).

آخر الفترة t ، $CSIZE_{i,t}$ حجم الشركة للشركة i في آخر الفترة t ، $FLEV_{i,t}$ نسبة الرافعة المالية للشركة i في آخر الفترة t ، $NWC/NAS_{i,t}$ مؤشر السيولة (صافي رأس المال العامل إلى صافي الأصول) للشركة i في آخر الفترة t ، $Dividummy_{i,t}$ توزيعات الأرباح النقدية للشركة i في آخر الفترة t ، $CAPEX/TAS_{i,t}$ مؤشر الانفاق الاستثماري إلى الأصول للشركة i في آخر الفترة t ، $INVGO_{i,t}$ فرص نمو الاستثمار للشركة i في آخر الفترة t ، $CFO/TAS_{i,t}$ معدل صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى الأصول للشركة i في آخر الفترة t ، $ROA_{i,t}$ الأداء المالي للشركة i في آخر الفترة t ، $INTANGIBLE_{i,t}$ نسبة الأصول غير الملموسة إلى الأصول للشركة i في آخر الفترة t ، β_0 الحد الثابت في نموذج الانحدار، $\beta_1 - \beta_{14}$ معاملات الانحدار المقدرة في نموذج الانحدار، $\epsilon_{i,t}$ خطأ التقدير العشوائي (البواقي) الناتج من نموذج الانحدار.

وجدير بالذكر، فقد استند الباحث في إجراء التحليلات الإحصائية للدراسة الحالية على أسلوب *Panel Data*، والذي يمثل مزيجاً بين بيانات السلاسل الزمنية *Time-Series Data* والبيانات المقطعية (اللحظية) *Cross-Sectional Data*، والذي يتم بموجبه جمع بيانات ظاهرة بحثية محددة لمجموعة من منشآت الأعمال لفترة زمنية معينة. وتحقيقاً للغرض من هذا القسم من الدراسة، قام الباحث باستخدام نموذج الانحدار التجميعي *Pooled OLS Regression Model* كأحد أهم وأبسط نماذج الانحدار الخطية متعددة المتغيرات لأسلوب الـ *Panel Data* (Chireka & Fakoya, 2017; Verbeek, 2014)، حيث بموجبه يتم اعتبار جميع مشاهدات الدراسة الحالية البالغة 260 مشاهدة، ككيان واحد دون الأخذ في الاعتبار أي اختلافات بين الشركات الممثلة في عينة الدراسة عبر الزمن أو بسبب اختلاف القطاعات الاقتصادية المنتمية إليها، وهو ما يشير إلى أن معاملات الانحدار المقدرة بهذا النموذج والذي يعتمد في تقديرها على طريقة المربعات الصغرى (*OLS*)، تكون ثابتة لكل الشركات ولجميع الفترات الزمنية داخل النطاق الزمني المحدد لفترة الدراسة.

١٠/٣/١٠ تحليل ومناقشة نتائج تحليل الانحدار الخطي متعدد المتغيرات لاختبار فرض الدراسة الأول باستخدام نموذج الانحدار التجميعي *Pooled OLS Regression Model*:

أمكن للباحث بناء النموذج التطبيقي متعدد المتغيرات الممثل للفرض الأول للدراسة، والخاص بالعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، من خلال صياغة معادلة الانحدار التالية:

$$MVFi,t = \beta_0 + \beta_1(CASH_{i,t}) \pm \beta_2(CSIZE_{i,t}) - \beta_3(FLEV_{i,t}) + \beta_4(NWC/NAS_{i,t}) + \beta_5(Dividummy_{i,t}) + \beta_6(CAPEX/TAS_{i,t}) + \beta_7(INVGO_{i,t}) + \beta_8(CFO/TAS_{i,t}) + \beta_9(ROA_{i,t}) - \beta_{10}(INTANGIBLE_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (6)$$

ويعرض الباحث من خلال جدول [١٢]، نتائج تحليل الانحدار الخطي متعدد المتغيرات لاختبار فرض الدراسة الأول.

يتضح للباحث من جدول [١٢]:

- أن قيمة F المحسوبة من خلال اختبار تحليل التباين (*ANOVA*) بلغت 227.745 عند p -value أقل من 1%، مما يثبت معنوية نموذج الانحدار ككل وصلاحيته في التنبؤ بالتغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة).
- بلغت قيمة $Adjusted R^2$ المحسوبة 0.897، مما يعني أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر نسبة 89.7% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة)، بينما نسبة 10.3% من هذه التغيرات ترجع لعوامل أو متغيرات أخرى.

جدول [١٢]

نتائج تحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات لاختبار فرض الدراسة الأول
 باستخدام نموذج الانحدار التجميعي *Pooled OLS Regression Model*

النموذج التطبيقي الممثل للفرض الأول للدراسة				المتغيرات المفسرة	المتغير التابع
(T) Test		Unstandardized Coefficients			
p-value	T-statistic	Standard Error	β		
0.753	-0.314	0.203	-0.064	Constant	القيمة السوقية للشركة <i>MVF</i>
0.049	1.978	0.079	0.157	CASH	
0.177	1.354	0.010	0.013	CSIZE	
0.000	-5.913	0.068	-0.401	FLEV	
0.071	-1.814	0.081	-0.147	NWC/NAS	
0.454	0.749	0.028	0.021	Dividummy	
0.815	-0.234	0.061	-0.014	CAPEX/TAS	
0.000	35.429	0.028	0.995	INVGO	
0.001	-3.477	0.109	-0.379	CFO/TAS	
0.001	-3.420	0.244	-0.833	ROA	
0.975	0.031	2.340	0.073	INTANGIBLE	
0.901				R^2	
0.897				Adjusted R^2	
227.745				F-statistic	
0.000				p-value (F-statistic)	
260				Observations	

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

- وجود تأثير إيجابي ذو دلالة معنوية لمستوى الاحتفاظ بالنقدية (CASH) (معبراً عنه بنسبة النقدية وما في حكمها إلى صافي الأصول) على القيمة السوقية للشركة (MVF) عند p -value أقل من 5%، وتدل قيمة معامل الانحدار ($\beta = 0.157$) على مقدار التأثير، حيث أن ارتفاع (انخفاض) مستوى الاحتفاظ بالنقدية بنسبة 1% يؤدي إلى ارتفاع (انخفاض) القيمة السوقية للشركة بنسبة 0.157%، وهو الأمر الذي يتماشى كما تبين لنا سلفاً في نتائج جدول [٩] من وجود علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين المتغيرين. ويشير الباحث إلى أن التأثير الإيجابي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركة، إنما يدل على الدور الإيجابي الذي تلعبه إدارات الشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة في إدارة واستغلال الأصول النقدية بشكل فعال عند توافر فرص نمو مناسبة للاستثمارات، وهو الأمر الذي يمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثي الأول للدراسة (H_{a1}) في صورته البديلة. وتتفق هذه النتيجة مع ما انتهت إليه نتائج العديد من الدراسات (Asante-Darko et al., 2018; Ullah & Kamal, 2018; Ameer, 2012; Sun et al., 2012; Bates, et al., 2009; Saddour, 2006)، التي أكدت على أن الشركات في محاولتها لتعزيز كفاءة إدارتها لسياساتها الاستثمارية وتدعيم موقفها المالي الحالي والمستقبلي، تزداد دوافعها للاحتفاظ بأرصدة نقدية كبيرة، وهو ما ينعكس إيجاباً على القيمة السوقية للشركة، وإن كان ذلك يتعارض لما انتهت إليه بعض الدراسات (مليجي، ٢٠١٨)، (Nguyen et al., 2016; Sheikh & Khan, 2016) حيث توصلت أدلتها التجريبية لوجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية، بينما توصلت دراستي (Nguyen et al., 2017; Moghaddam et al., 2015) إلى عدم وجود علاقة خطية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة.

• وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية المالية والتشغيلية، فقد تبين وجود تأثير إيجابي ذو دلالة معنوية لفرص نمو الاستثمار (*INVGO*)، ووجود تأثير سلبي ذو دلالة معنوية لكل من: (1) نسبة الرافعة المالية (*FLEV*)، (2) معدل صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى الأصول (*CFO/TAS*)، (3) الأداء المالي (*ROA*)، (4) مؤشر السيولة (صافي رأس المال العامل إلى صافي الأصول) (*NWC/NAS*)، على القيمة السوقية للشركة (*MVF*). ويفسر الباحث الإشارة السالبة للأداء المالي (*ROA*) في علاقته مع القيمة السوقية للشركة، إلى أن الشركات المساهمة الصناعية محل الدراسة ليست بعد مستقرة في ظل الضغوط الاقتصادية المحلية والعالمية، كما أنه لا يجب أن ينظر دائماً إلى الزيادة في الأداء المالي للشركة على أنه إشارة إيجابية للمستثمرين المرتقبين، فقد يسعى المزيد من المستثمرين بالمضاربة لتحقيق أرباح قصيرة الأجل من خلال انتشار وارتفاع أسعار أسهم الشركة. في حين، تبين عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لكل من: (1) حجم الشركة (*CZIZE*)، (2) توزيعات الأرباح النقدية (*Dividummy*)، (3) مؤشر الانفاق الاستثماري إلى الأصول (*CAPEX/TAS*)، (4) نسبة الأصول غير الملموسة إلى الأصول (*INTANGIBLE*)، على القيمة السوقية للشركة (*MVF*).

ومما سبق، يمكن للباحث تقدير نموذج الانحدار المعبر عن متغيرات النموذج التطبيقي الأول للدراسة، من خلال تمثيله بمعادلة الانحدار التالية:

$$MVF = -0.064 + 0.157(CASH) + 0.013(CSIZE) - 0.401(FLEV) - 0.147(NWC/NAS) + 0.021(Dividummy) - 0.014(CAPEX/TAS) + 0.995(INVGO) - 0.379(CFO/TAS) - 0.833(ROA) + 0.073(INTANGIBLE) + \epsilon \dots (7)$$

٢/٣/١٠ تحليل ومناقشة نتائج تحليل الانحدار الخطي متعدد المتغيرات لاختبار فرض الدراسة الثاني

باستخدام نموذج الانحدار التجميعي *Pooled OLS Regression Model*:

أمكن للباحث بناء النموذج التطبيقي متعدد المتغيرات الممثل للفرض الثاني للدراسة، والخاص بتأثير مستوى جودة المستحقات على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، من خلال صياغة معادلة الانحدار التالية:

$$MVF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(CASH_{i,t}) + \beta_2(ACCQ_{i,t}) \pm \beta_3(CSIZE_{i,t}) - \beta_4(FLEV_{i,t}) + \beta_5(NWC/NAS_{i,t}) + \beta_6(Dividummy_{i,t}) + \beta_7(CAPEX/TAS_{i,t}) + \beta_8(INVGO_{i,t}) + \beta_9(CFO/TAS_{i,t}) + \beta_{10}(ROA_{i,t}) - \beta_{11}(INTANGIBLE_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (8a)$$

وفيما يتعلق بدراسة التأثير المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية ومستوى جودة المستحقات على القيمة السوقية للشركة، وبعد إعادة الباحث صياغة معادلة الانحدار السابقة، أصبح النموذج التطبيقي يأخذ الشكل التالي:

$$MVF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(CASH_{i,t}) + \beta_2(ACCQ_{i,t}) \pm \beta_3(CASH_{i,t} * ACCQ_{i,t}) \pm \beta_4(CSIZE_{i,t}) - \beta_5(FLEV_{i,t}) + \beta_6(NWC/NAS_{i,t}) + \beta_7(Dividummy_{i,t}) + \beta_8(CAPEX/TAS_{i,t}) + \beta_9(INVGO_{i,t}) + \beta_{10}(CFO/TAS_{i,t}) + \beta_{11}(ROA_{i,t}) - \beta_{12}(INTANGIBLE_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (8b)$$

ويعرض الباحث من خلال جدول [١٣]، نتائج تحليل الانحدار الخطي متعدد المتغيرات لاختبار فرض الدراسة الثاني:

جدول [١٣]

نتائج تحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات لاختبار فرض الدراسة الثانية
 باستخدام نموذج الانحدار التجميعي *Pooled OLS Regression Model*

النموذج التطبيقي الممثل للفرض الثاني للدراسة								المتغيرات المفسرة	المتغير التابع
(b) بعد إدخال تأثير المتغير التفاعلي (CASH*ACCQ)				(a) قبل إدخال تأثير المتغير التفاعلي (CASH*ACCQ)					
(T) Test		Unstandardized Coefficients		(T) Test		Unstandardized Coefficients			
p-value	T-statistic	Standard Error	β	p-value	T-statistic	Standard Error	β		
0.598	-0.527	0.212	-0.112	0.498	-0.678	0.212	-0.144	Constant	
0.028	2.217	0.154	0.342	0.213	1.249	0.087	0.109	CASH	
0.034	2.132	0.280	0.598	0.197	1.293	0.226	0.292	ACCQ	
0.069	-1.828	0.901	-1.647					CASH*ACCQ	
0.173	1.367	0.010	0.014	0.104	1.632	0.010	0.017	CSIZE	
0.000	-6.256	0.069	-0.432	0.000	-6.058	0.069	-0.418	FLEV	
0.034	-2.131	0.083	-0.176	0.040	-2.064	0.083	-0.172	NWC/NAS	
0.266	1.115	0.029	0.032	0.281	1.081	0.029	0.031	Dividummy	
0.695	-0.393	0.061	-0.024	0.764	-0.301	0.061	-0.018	CAPEX/TAS	
0.000	34.282	0.029	0.982	0.000	34.513	0.029	0.988	INVGO	
0.000	-3.552	0.109	-0.386	0.001	-3.439	0.109	-0.374	CFO/TAS	
0.001	-3.236	0.244	-0.789	0.001	-3.249	0.245	-0.796	ROA	
0.945	0.069	2.328	0.161	0.938	0.078	2.339	0.181	INTANGIBLE	
0.903				0.902				R^2	
0.899				0.898				Adjusted R^2	
192.513				207.750				F-statistic	
0.000				0.000				p-value (F-statistic)	
260				260				Observations	

القيمة السوقية للشركة MVF

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [١٣]:

➤ أظهرت نتائج النموذج التطبيقي (a) (قبل إدخال تأثير المتغير التفاعلي $(CASH_{i,t} * ACCQ_{i,t})$) على

علاقة الانحدار)، ما يلي:

- أن قيمة F المحسوبة من خلال اختبار تحليل التباين (ANOVA) بلغت 207.750 عند p -value أقل من 1%، مما يثبت معنوية نموذج الانحدار ككل وصلاحيته في التنبؤ بالتغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة).
- بلغت قيمة $Adjusted R^2$ المحسوبة للنموذج 0.898، مما يعني أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر نسبة 89.8% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة)، بينما نسبة 10.2% من هذه التغيرات ترجع لعوامل أو متغيرات أخرى.
- وجود تأثير سلبي ولكن غير دال معنوياً لمستوى جودة المستحقات (ACCQ) على القيمة السوقية للشركة (MVF)، حيث كانت إشارة معامل الانحدار لقيمة الإنحراف المعياري لقيمة خطأ التقدير

- العشوائى (البواقى) لنموذج *Modified DD Model*، والذي يستخدم كمقياس عكسى لمستوى جودة المستحقات (*ACCQ*)، إشارة موجبة ($\beta = 0.292$). ويشير الباحث إلى أن النتيجة السابقة بصفة عامة، تدل على أن مستوى جودة المستحقات له تأثير عكسى على القيمة السوقية للشركة، إلا أن هذا التأثير لم يكن ملحوظاً أو جوهرياً فى الشركات المساهمة الصناعية الممثلة فى عينة الدراسة.
- أما فيما يتعلق بتأثير المتغيرات الرقابية المالية والتشغيلية على القيمة السوقية للشركة (*MVF*)، فقد وجدت نتائج تأثير تلك المتغيرات من حيث إشارات معاملات الانحدار (β) ومستويات القيم الاحتمالية *p-value*، متشابهة تماماً لما جاء فى تحليل الانحدار الخطى المتعدد لاختبار فرض الدراسة الأول.
 - أظهرت نتائج النموذج التطبيقي (b) (بعد إدخال تأثير المتغير التفاعلى $CASH_{i,t} * ACCQ_{i,t}$) على علاقة الانحدار)، ما يلى:
 - أن قيمة *F* المحسوبة من خلال اختبار تحليل التباين (*ANOVA*) بلغت 192.513 عند *p-value* أقل من 1%، مما يثبت معنوية نموذج الانحدار ككل وصلاحيته فى التنبؤ بالتغيرات التى تطرأ على المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة).
 - زادت القدرة التفسيرية لنموذج الانحدار، حيث ارتفعت قيمة $Adjusted R^2$ المحسوبة ارتفاع طفيف من 0.898 بالنموذج (a) لتصبح 0.899 بالنموذج (b)، مما يعنى أن المتغيرات المفسرة أصبحت مجتمعة تفسر نسبة 89.9% من التغيرات التى قد تحدث فى المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة)، بينما نسبة 10.1% من هذه التغيرات ترجع لعوامل أو متغيرات أخرى.
 - وجود تأثير سلبى ذو دلالة معنوية لمستوى جودة المستحقات (*ACCQ*) على القيمة السوقية للشركة (*MVF*) عند *p-value* أقل من 5%، حيث كانت إشارة معامل الانحدار لقيمة الإنحراف المعيارى لقيمة خطأ التقدير العشوائى (البواقى) لنموذج *Modified DD Model* كمقياس عكسى لمستوى جودة المستحقات (*ACCQ*)، إشارة موجبة ($\beta = 0.598$). وتدلل قيمة معامل الانحدار على مقدار هذا التأثير، حيث أن انخفاض (ارتفاع) مستوى جودة المستحقات بنسبة 1% يؤدي إلى ارتفاع (انخفاض) القيمة السوقية للشركة بنسبة 0.598%، وهى تلك النتيجة التى تتعارض مع ما انتهت إليه دراستى (*Kiriukhin, 2018; Chia-Wu, 2012*). وعلى الرغم أنه كان من المتوقع وجود تأثير إيجابى لمستوى جودة المستحقات على القيمة السوقية للشركة، بحيث يؤدي ارتفاع (انخفاض) مستوى جودة المستحقات إلى ارتفاع (انخفاض) القيمة السوقية للشركة، إلا أن الباحث يرى أن النتيجة التى تم التوصل إليها، تفيد بأن هناك قصوراً فى قدرة الشركات المساهمة الصناعية محل الدراسة على الاستجابة الفعالة لجودة المستحقات وتفسيرها بطريقة صحيحة وربطها بشكل فعال مع القيمة السوقية للشركة، مع اتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة إذا لزم الأمر عند انخفاض مستويات هذه الجودة. وفيما يتعلق بالتأثير المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية ومستوى جودة المستحقات والذي يمثله المتغير التفاعلى ($CASH * ACCQ$)، فقد أظهرت النتائج وجود تأثير إيجابى ذو دلالة معنوية على القيمة السوقية للشركة (*MVF*) عند *p-value* أقل من 10%، حيث كانت إشارة معامل الانحدار لقيمة الإنحراف المعيارى لقيمة خطأ التقدير العشوائى (البواقى) لنموذج *Modified DD Model* كمقياس عكسى لمستوى جودة المستحقات (*ACCQ*)، إشارة سالبة ($\beta = -1.647$)، مما تدل هذه النتيجة على أن ارتفاع (انخفاض) مستوى جودة المستحقات فى ظل وجود دوافع للشركات المساهمة الصناعية الممثلة فى عينة الدراسة للاحتفاظ بالنقدية، قد تؤدي إلى ارتفاع (انخفاض) القيمة السوقية للشركة. وقد لوحظ أن بإدخال

المتغيرين ($ACCQ$)، ($CASH*ACCQ$) معاً على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية ($CASH$) والقيمة السوقية للشركة (MVF)، أدى إلى ارتفاع التأثير المباشر الإيجابي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركة، حيث زادت قيمة معامل الانحدار زيادة كبيرة لأكثر من الضعف من ($\beta = 0.157$) لتصبح ($\beta = 0.342$) عند p -value أقل من 5%، وهو ما يشير إلى أن ارتفاع مستويات جودة المستحقات لدى الشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة وفي ظل وجود دوافع لديها للاحتفاظ بالنقدية، سوف تظهر العلاقة الإيجابية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة بشكل أكثر وضوحاً وقوة، وهي تلك النتيجة التي تتفق مع ما توصلت إليه دراسة ($Sun et al., 2012$) من نتائج، وما أشارت إليه دراسة ($Mokhtari et al., 2012$) بشأن الدور الذي تلعبه جودة المستحقات في زيادة التأثير الإيجابي للأرصدة النقدية المحتفظ بها على القيمة السوقية للشركة، مما يمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثي الثاني للدراسة (Ha_2) في صورته البديلة.

• وفيما يتعلق بتأثير المتغيرات الرقابية المالية والتشغيلية على القيمة السوقية للشركة (MVF)، فقد جاءت أيضاً نتائج تأثير تلك المتغيرات من حيث إشارات معاملات الانحدار (β) ومستويات القيم الاحتمالية p -value، متشابهة تماماً لما جاء في تحليل الانحدار الخطي متعدد المتغيرات لاختبار فرض الدراسة الأول.

ومما سبق، يمكن للباحث تقدير نموذج الانحدار المعبر عن متغيرات النموذج التطبيقي الثاني للدراسة، بعد إدخال تأثير المتغير التفاعلي ($CASH_{i,t}*ACCQ_{i,t}$) على علاقة الانحدار، من خلال تمثيله بمعادلة الانحدار التالية:

$$MVF = - 0.112 + 0.342(CASH) + 0.598(ACCQ) - 1.647(CASH*ACCQ) + 0.014(CSIZE) - 0.432(FLEV) - 0.176(NWC/NAS) + 0.032(Dividummy) - 0.024(CAPEX/TAS) + 0.982(INVGO) - 0.386(CFO/TAS) - 0.789(ROA) + 0.161(INTANGIBLE) + \epsilon \dots (9)$$

١٠/٣/٣ تحليل ومناقشة نتائج تحليل الانحدار الخطي متعدد المتغيرات لاختبار فرض الدراسة الثالث باستخدام نموذج الانحدار التجميعي *Pooled OLS Regression Model*:

أمكن للباحث بناء النموذج التطبيقي متعدد المتغيرات الممثل للفرض الثالث للدراسة، والخاص بتأثير احتمالية التعرض لخطر الضوابط المالية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، من خلال صياغة معادلة الانحدار التالية:

$$MVF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(CASH_{i,t}) - \beta_2(Z-SCORE_{i,t}) \pm \beta_3(CSIZE_{i,t}) - \beta_4(FLEV_{i,t}) + \beta_5(NWC/NAS_{i,t}) + \beta_6(Dividummy_{i,t}) + \beta_7(CAPEX/TAS_{i,t}) + \beta_8(INVGO_{i,t}) + \beta_9(CFO/TAS_{i,t}) + \beta_{10}(ROA_{i,t}) - \beta_{11}(INTANGIBLE_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (10a)$$

وفيما يتعلق بدراسة التأثير المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية واحتمالية التعرض لخطر الضوابط المالية على القيمة السوقية للشركة، وبعد إعادة الباحث صياغة معادلة الانحدار السابقة، أصبح النموذج التطبيقي يأخذ الشكل التالي:

$$MVF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(CASH_{i,t}) - \beta_2(Z-SCORE_{i,t}) \pm \beta_3(CASH_{i,t}*Z-SCORE_{i,t}) \pm \beta_4(CSIZE_{i,t}) - \beta_5(FLEV_{i,t}) + \beta_6(NWC/NAS_{i,t}) + \beta_7(Dividummy_{i,t}) + \beta_8(CAPEX/TAS_{i,t}) + \beta_9(INVGO_{i,t}) + \beta_{10}(CFO/TAS_{i,t}) + \beta_{11}(ROA_{i,t}) - \beta_{12}(INTANGIBLE_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (10b)$$

ويرض الباحث من خلال جدول [٤]، نتائج تحليل الانحدار الخطي متعدد المتغيرات لاختبار فرض الدراسة الثالث:

جدول [١٤]

نتائج تحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات لاختبار فرض الدراسة الثالث
 باستخدام نموذج الانحدار التجميعي *Pooled OLS Regression Model*

النموذج التطبيقي الممثل للفرض الثالث للدراسة								المتغيرات المفسرة	المتغير التابع
(b) بعد إدخال تأثير المتغير التفاعلي (CASH*Z-SCORE)				(a) قبل إدخال تأثير المتغير التفاعلي (CASH*Z-SCORE)					
(T) Test		Unstandardized Coefficients		(T) Test		Unstandardized Coefficients			
p-value	T-statistic	Standard Error	β	p-value	T-statistic	Standard Error	β		
0.958	0.052	0.205	0.011	0.900	-0.126	0.204	-0.026	Constant	
0.581	0.552	0.111	0.061	0.028	2.212	0.080	0.178	CASH	
0.042	-2.045	0.010	-0.020	0.151	-1.440	0.005	-0.007	Z-SCORE	
0.129	1.525	0.023	0.036					CASH*Z-SCORE	
0.222	1.225	0.010	0.012	0.214	1.245	0.010	0.012	CSIZE	
0.000	-6.171	0.077	-0.476	0.000	-5.964	0.075	-0.448	FLEV	
0.192	-1.309	0.083	-0.109	0.144	-1.466	0.083	-0.121	NWC/NAS	
0.403	0.838	0.028	0.023	0.443	0.768	0.028	0.021	Dividummy	
0.874	-0.158	0.061	-0.010	0.872	-0.161	0.061	-0.010	CAPEX/TAS	
0.000	32.743	0.031	1.022	0.000	32.918	0.031	1.013	INVGO	
0.000	-3.530	0.108	-0.383	0.001	-3.505	0.109	-0.381	CFO/TAS	
0.001	-3.361	0.243	-0.818	0.001	-3.487	0.243	-0.848	ROA	
0.958	0.053	2.338	0.123	0.961	-0.048	2.339	-0.113	INTANGIBLE	
0.903				0.902				R ²	
0.899				0.898				Adjusted R ²	
191.991				208.122				F-statistic	
0.000				0.000				p-value (F-statistic)	
260				260				Observations	

القيمة السوقية للشركة MVF

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [١٤]:

➤ أظهرت نتائج النموذج التطبيقي (a) (قبل إدخال تأثير المتغير التفاعلي $(CASH_{i,t} * Z-SCORE_{i,t})$)

على علاقة الانحدار)، ما يلي:

- أن قيمة F المحسوبة من خلال اختبار تحليل التباين (ANOVA) بلغت 208.122 عند p -value أقل من 1%، مما يثبت معنوية نموذج الانحدار ككل وصلاحيته في التنبؤ بالتغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة).
- بلغت قيمة $Adjusted R^2$ المحسوبة للنموذج 0.898، مما يعني أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر نسبة 89.8% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة)، بينما نسبة 10.2% من هذه التغيرات ترجع لعوامل أو متغيرات أخرى.
- وجود تأثير سلبي ولكن غير دال معنوياً لمؤشر (Z-SCORE) (والذي يمثل القيمة الفعلية لاحتمالية تعرض الشركة لخطر الضوائق المالية في المستقبل المنظور، والذي يعكس تساوى أو ارتفاع قيمته

الفعلية عن قيمته المعيارية التي تبلغ 3، عدم احتمالية تعرض الشركة لخطر الضوائق المالية في المستقبل المنظور والعكس صحيح)، على القيمة السوقية للشركة (MVF). ويشير الباحث إلى أن النتيجة السابقة بصفة عامة، تدل على أن ارتفاع (انخفاض) احتمالية تعرض الشركة لخطر الضوائق المالية، له تأثير طردي على القيمة السوقية للشركة، إلا أن هذا التأثير لم يكن ملحوظاً أو جوهرياً في الشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة.

• وفيما يتعلق بتأثير المتغيرات الرقابية المالية والتشغيلية على القيمة السوقية للشركة (MVF)، فقد جاءت أيضاً نتائج تأثير تلك المتغيرات من حيث إشارات معاملات الانحدار (β) ومستويات القيم الاحتمالية p -value، متشابهة تماماً لما جاء في تحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات لاختبار فرض الدراسة الأول، باستثناء المتغير مؤشر السيولة (صافي رأس المال العامل إلى صافي الأصول) (NWC/NAS) الذي تبين عدم وجود تأثير معنوي لهذا المتغير على المتغير التابع.

➤ أظهرت نتائج النموذج التطبيقي (b) (بعد إدخال تأثير المتغير التفاعلي ($CASH_{i,t} * Z-SCORE_{i,t}$) على علاقة الانحدار)، ما يلي:

• أن قيمة F المحسوبة من خلال اختبار تحليل التباين ($ANOVA$) بلغت 191.991 عند p -value أقل من 1%، مما يثبت معنوية نموذج الانحدار ككل وصلاحيته في التنبؤ بالتغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة).

• زادت القدرة التفسيرية لنموذج الانحدار، حيث ارتفعت قيمة $Adjusted R^2$ المحسوبة ارتفاع طفيف من 0.898 بالنموذج (a) لتصبح 0.899 بالنموذج (b)، مما يعنى أن المتغيرات المفسرة أصبحت مجتمعة تفسر نسبة 89.9% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة)، بينما نسبة 10.1% من هذه التغيرات ترجع لعوامل أو متغيرات أخرى.

• وجود تأثير سلبي ذو دلالة معنوية لمؤشر ($Z-SCORE$) على القيمة السوقية للشركة (MVF) عند p -value أقل من 5%، وتدل قيمة معامل الانحدار ($\beta = -0.020$) على مقدار هذا التأثير، وهذا يعنى أن انخفاض (ارتفاع) قيمة مؤشر ($Z-SCORE$) (كمؤشر عن ارتفاع (انخفاض) احتمالية تعرض الشركة لخطر الضوائق المالية) بنسبة 1% يؤدي إلى ارتفاع (انخفاض) القيمة السوقية للشركة بنسبة 0.020%، وإن كان ذلك يتعارض لما انتهت إليه دراسة ($Kanyugi, 2016$)، حيث قدمت دليلاً تطبيقياً عن وجود تأثير عكسي لاحتمالية تعرض الشركة لخطر الضوائق المالية على القيمة السوقية للشركة.

وعلى الرغم أنه كان من المتوقع وجود تأثير إيجابي لمؤشر ($Z-SCORE$) مع القيمة السوقية للشركة، بحيث يؤدي ارتفاع (انخفاض) قيمة مؤشر ($Z-SCORE$) (أي أن الشركة لا تعاني (تعاني) من احتمالية تعرضها لخطر الضوائق المالية في المستقبل المنظور) إلى ارتفاع (انخفاض) القيمة السوقية للشركة، إلا أن الباحث يرى أن النتيجة التي تم التوصل إليها، تفيد بأن هناك قصوراً في قدرة الشركات المساهمة الصناعية محل الدراسة على الاستجابة الفعالة لخطر الضوائق المالية وتفسيره بطريقة صحيحة وربطه بشكل فعال مع القيمة السوقية للشركة، مع اتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة إذا لزم الأمر عند انخفاض قيمة مؤشر ($Z-SCORE$) عن الحد الذي يدخلها في منطقة التعثر المالي. وفيما يتعلق بالتأثير المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية والذي يمثله المتغير التفاعلي ($CASH * Z-SCORE$)، فقد أظهرت النتائج وجود تأثير إيجابي ولكن غير دال معنوياً على القيمة السوقية للشركة (MVF)، وتدل هذه النتيجة بصفة عامة على أن ارتفاع (انخفاض) قيمة مؤشر ($Z-SCORE$) (كمؤشر عن انخفاض (ارتفاع) احتمالية تعرض الشركة لخطر الضوائق المالية) في ظل وجود دوافع للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة للاحتفاظ بالنقدية، قد

تؤدي إلى ارتفاع (انخفاض) القيمة السوقية للشركة، إلا أن هذا التأثير لم يكن ملحوظاً أو جوهرياً في الشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة. وقد لوحظ أن بإدخال المتغير (*Z-SCORE*) فقط على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية (*CASH*) والقيمة السوقية للشركة (*MVF*)، أدى إلى ارتفاع التأثير المباشر الإيجابي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركة، حيث زادت قيمة معامل الانحدار من ($\beta = 0.157$) لتصبح ($\beta = 0.178$) عند *p-value* أقل من 5%، في حين لوحظ أن بإدخال المتغيرين (*Z-SCORE*)، (*CASH*Z-SCORE*) معاً على ذات العلاقة السابقة، أدى إلى انخفاض التأثير المباشر الإيجابي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركة، حيث انخفضت قيمة معامل الانحدار من ($\beta = 0.157$) لتصبح ($\beta = 0.061$) مع عدم وجود دلالة معنوية لهذا التأثير، مما يشير إلى أن ارتفاع أو انخفاض قيمة مؤشر (*Z-SCORE*) المعبرة عن احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية وفي ظل وجود دوافع للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة للاحتفاظ بالنقدية، لن يؤثر على العلاقة الإيجابية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة، مما يمكن معه رفض الباحث صحة الفرض البحثي الثالث للدراسة (*Ha3*) في صورته البديلة وقبوله في صورته العدمية، والذي يمكن صياغته على النحو التالي:

"لا يؤثر ارتفاع (انخفاض) احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية في ظل وجود دوافع للاحتفاظ بالنقدية، تأثيراً ذو دلالة معنوية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة".

• وفيما يتعلق بتأثير المتغيرات الرقابية المالية والتشغيلية على القيمة السوقية للشركة (*MVF*)، فقد جاءت أيضاً نتائج تأثير تلك المتغيرات من حيث إشارات معاملات الانحدار (β) ومستويات القيم الاحتمالية *p-value*، متشابهة تماماً لما جاء في تحليل الانحدار الخطي متعدد المتغيرات لاختبار فرض الدراسة الأول، باستثناء المتغير مؤشر السيولة (صافي رأس المال العامل إلى صافي الأصول) (*NWC/NAS*) الذي تبين عدم وجود تأثير معنوي لهذا المتغير على المتغير التابع. ومما سبق، يمكن للباحث تقدير نموذج الانحدار المعبر عن متغيرات النموذج التطبيقي الثالث للدراسة، بعد إدخال تأثير المتغير التفاعلي (*CASH*Z-SCORE*) على علاقة الانحدار، من خلال تمثيله بمعادلة الانحدار التالية:

$$MVF = 0.011 + 0.061(CASH) - 0.020(Z-SCORE) + 0.036(CASH*Z-SCORE) + 0.012(CSIZE) - 0.476(FLEV) - 0.109(NWC/NAS) + 0.023(Dividummy) - 0.010(CAPEX/TAS) + 1.022(INVGO) - 0.383(CFO/TAS) - 0.818(ROA) + 0.123(INTANGIBLE) + \epsilon \dots (11)$$

وبذلك، فقد استهدفت التحليلات الإحصائية لبيانات الدراسة التطبيقية المعروضة في هذا القسم من الدراسة، اختبار اتجاه وقوة ودلالة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة من جهة، واختبار تأثير كلا من مستوى جودة المستحقات واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية عند إدخالهما كمتغيرات منظمة لتلك العلاقة من جهة أخرى، ومن ثم أمكن تقدير النماذج المحاسبية متعددة المتغيرات المناسبة، وذلك بالتطبيق على 52 شركة من الشركات المساهمة الصناعية المقيدة في سوق المال المصري.

وقد خلصت تلك التحليلات إلى وجود علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، كذلك وجود تأثير إيجابي ذو دلالة معنوية لمستوى جودة المستحقات وعدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لاحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية، في ظل وجود دوافع للاحتفاظ بالنقدية، على العلاقة الإيجابية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة.

وهكذا، يمكن للباحث تلخيص نتائج اختبار فروض الدراسة من خلال نتائج تحليل الانحدار الخطي متعدد المتغيرات التي تمت باستخدام نموذج الانحدار التجميعي *Pooled OLS Regression Model*، كما هو موضح بجدول [١٥].

جدول [١٥]

نتائج اختبار فروض الدراسة

الفرض	صيغة الفرض	المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة)		
		طبيعة الفرض بالدراسة	نتائج التحليل الإحصائي	نتيجة قبول صحة الفرض من عدمه
H_{a1}	توجد علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة.	علاقة ارتباط موجبة ذات تأثير معنوي	علاقة ارتباط موجبة ذات تأثير معنوي	قبول صحة الفرض في صورته البديلة
H_{a2}	يؤثر ارتفاع (انخفاض) مستوى جودة المستحقات في ظل وجود دوافع للاحتفاظ بالنقدية، تأثيراً إيجابياً (سلبياً) ذو دلالة معنوية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة.	تأثير طردى معنوي	تأثير طردى معنوي	قبول صحة الفرض في صورته البديلة
H_{a3}	يؤثر ارتفاع (انخفاض) احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية في ظل وجود دوافع للاحتفاظ بالنقدية، تأثيراً سلبياً (إيجابياً) ذو دلالة معنوية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة.	تأثير عكسي معنوي	تأثير طردى غير معنوي	رفض صحة الفرض في صورته البديلة وقبوله في صورته العدمية

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث).

١١. نتائج الدراسة:

تعد الدراسة الحالية بمثابة إضافة علمية إلى أدبيات التراث الفكر المحاسبي، من خلال تقديمها لأدلة تفسيرية وقرائن عملية من بيئة الأعمال المصرية، فيما يتعلق بالعلاقة الارتباطية التأثيرية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية المقيدة في سوق المال المصري من جهة، وتأثير كلاً من مستوى جودة المستحقات واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية عند إدخالهما كمتغيرات منظمة لتلك العلاقة من جهة أخرى. وقد توصلت الدراسة الحالية إلى عدة نتائج والتي من أهمها:

١/١١ قدمت الدراسة الحالية دليلاً تطبيقياً من بيئة الأعمال المصرية على الشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة (2012-2018) بحسب نتائج الإحصاءات الوصفية، يشير إلى ارتفاع القيمة السوقية للشركة، حيث بلغت قيمة الوسط الحسابي للشركات الممثلة في عينة الدراسة 1.211، والتي وصلت لأعلى قيمة لها في عام 2017 حيث بلغت 1.371. كما لوحظ انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث بلغت قيمة الوسط الحسابي للشركات الممثلة في عينة الدراسة 0.141، والتي وصلت لأقل قيمة لها في عام 2017 حيث بلغت 0.121. كذلك لوحظ أن غالبية الشركات الممثلة في عينة الدراسة، تتميز بارتفاع في مستوى جودة المستحقات خلال نطاق فترة الدراسة. كما تبين أن غالبية الشركات الممثلة في عينة الدراسة، لا تعاني من احتمالية تعرضها لخطر الضوائق المالية في المستقبل المنظور. أما فيما يتعلق بالتأثير المشترك للمتغيرات التفاعلية للشركات الممثلة في عينة الدراسة، فقد تميزت

قيمة الوسط الحسابي للأثر المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية ومستوى جودة المستحقات بالثبات النسبي خلال نطاق فترة الدراسة حيث بلغت 0.018، في حين بلغت قيمة الوسط الحسابي للأثر المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية 0.618 بإنحراف معياري قدره 1.406، وهو ما يعكس وجود اختلافات (فروق) كبيرة لهذا التأثير المشترك فيما بين الشركات الممثلة في عينة الدراسة.

٢/١١ قدمت الدراسة الحالية دليلاً إحصائياً على أن القيمة السوقية للشركة، ترتبط بعلاقة ارتباط أحادية موجبة ذات دلالة معنوية مع كلاً من مستوى الاحتفاظ بالنقدية، والتأثير المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية، وترتبط بعلاقة ارتباط أحادية سالبة ذات دلالة معنوية مع قيمة مؤشر (Z -SCORE) المعبرة عن احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية، في حين ترتبط بعلاقة ارتباط أحادية سالبة ولكنها ليست دالة معنوياً مع مستوى جودة المستحقات.

٣/١١ قدمت الدراسة الحالية دليلاً إحصائياً على وجود تأثير إيجابي ذو دلالة معنوية لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركة عند p -value أقل من 5%، مما أمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثي الأول للدراسة (H_{a1}) في صورته البديلة.

٤/١١ قدمت الدراسة الحالية دليلاً إحصائياً إضافياً بعد إدخال المتغيرين مستوى جودة المستحقات والتأثير المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية ومستوى جودة المستحقات، معاً على علاقة الانحدار بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، على وجود تأثير سلبي ذو دلالة معنوية لمستوى جودة المستحقات على القيمة السوقية للشركة عند p -value أقل من 5%. كذلك وجود تأثير إيجابي ذو دلالة معنوية للأثر المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية ومستوى جودة المستحقات على القيمة السوقية للشركة عند p -value أقل من 10%. كما تبين ارتفاع التأثير المباشر الإيجابي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركة، حيث زادت قيمة معامل الانحدار زيادة كبيرة لأكثر من الضعف من ($\beta = 0.157$) لتصبح ($\beta = 0.342$) عند p -value أقل من 5%، كما ارتفعت القدرة التفسيرية للنموذج، مما يشير إلى أن ارتفاع مستويات جودة المستحقات لدى الشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة وفي ظل وجود دوافع لديها للاحتفاظ بالنقدية، سوف تظهر العلاقة الإيجابية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة بشكل أكثر وضوحاً وقوة، مما أمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثي الثاني للدراسة (H_{a2}) في صورته البديلة.

٥/١١ قدمت الدراسة الحالية دليلاً إحصائياً إضافياً آخر بعد إدخال المتغيرين قيمة مؤشر (Z -SCORE) المعبرة عن احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية والتأثير المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية، معاً على علاقة الانحدار بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة، على وجود تأثير سلبي ذو دلالة معنوية لقيمة مؤشر (Z -SCORE) المعبرة عن احتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية على القيمة السوقية للشركة عند p -value أقل من 5%. كذلك وجود تأثير إيجابي ولكن غير دال معنوياً للأثر المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية واحتمالية التعرض لخطر الضوائق المالية على القيمة السوقية للشركة، وتدلل هذه النتيجة بصفة عامة على أن ارتفاع (انخفاض) قيمة مؤشر

(Z-SCORE) المعبرة عن احتمالية التعرض لخطر الضوابط المالية في ظل وجود دوافع للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة للاحتفاظ بالنقدية، قد تؤدي إلى ارتفاع (انخفاض) القيمة السوقية للشركة، إلا أن هذا التأثير لم يكن ملحوظاً أو جوهرياً في الشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة. كما تبين انخفاض التأثير المباشر الإيجابي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركة، حيث انخفضت قيمة معامل الانحدار من $(\beta = 0.157)$ لتصبح $(\beta = 0.061)$ مع عدم معنوية التأثير، مما يشير إلى أن ارتفاع أو انخفاض قيمة مؤشر (Z-SCORE) المعبرة عن احتمالية التعرض لخطر الضوابط المالية في ظل وجود دوافع للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة للاحتفاظ بالنقدية، لن يؤثر على العلاقة الإيجابية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية الممثلة في عينة الدراسة، مما أمكن معه رفض الباحث صحة الفرض البحثي الثالث للدراسة (Ha3) في صورته البديلة وقبوله في صورته العدمية.

وجدير بالإشارة، إن الباحث يعلم تماماً أن محدودية حجم عينة الدراسة الحالية، في ضوء نقص البيانات المالية الفعلية المتاحة من جانب، بالإضافة إلى المعايير والشروط التي حكمت اختيار الشركات المساهمة الصناعية التي تتضمنتها هذه العينة خلال نطاق فترة الدراسة من جانب آخر، يشكل أحد القيود التي قد تؤثر سلباً على دقة النتائج التي توصلت إليها الدراسة الحالية، مع اقتناع الباحث أن زيادة حجم العينة في البحوث والدراسات المستقبلية قد تؤدي إلى نتائج مختلفة.

١٢. توصيات ومجالات الدراسات المحاسبية المستقبلية:

في ضوء ما خلصت إليه الدراسة النظرية، ووفقاً لما توصلت إليه الدراسة التطبيقية من نتائج، يمكن للباحث اقتراح التوصيات التالية:

١/١٢ يوصى الباحث بضرورة توجيه اهتمام وتنمية وعى إدارات منشآت الأعمال المصرية بأهمية تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية، بما له من تأثير إيجابي على القيمة السوقية للشركة، وهو الأمر الذي يعد من الأمور الجوهرية لبقائها واستمرارها ومن ثم نموها، في ظل المنافسة شديدة الضراوة التي تشهدها بيئة الأعمال الحالية، وذلك من خلال تبني الخطط والإجراءات الكفيلة بحسن استخدامها للنقدية المتوقعة في أغراض المعاملات، وزيادة مرونتها المالية وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية، والحد من السلوك الانتهازي للإدارة في إدارتها واستغلالها لهذا المورد الحيوي الهام الذي يلعب دوراً محورياً في العديد من القرارات المالية والإدارية، إلى جانب الحد من الآثار المتعلقة بمشاكل الوكالة وانخفاض تكاليفها.

٢/١٢ يرى الباحث أن قضية الاحتفاظ بالنقدية، ما زالت في حاجة إلى مزيد من الدراسة والتفحص وبخاصة في البيئة المحاسبية المصرية، حيث يوصى الباحث بإجراء المزيد من الدراسات المحاسبية المستقبلية، خاصة فيما يتعلق باستخدام نماذج قياس أخرى بخلاف ما استندت عليه الدراسة الحالية في قياسها المحاسبى للمتغيرات التابعة والمستقلة بالدراسة، كذلك إدخال متغيرات منظمة جديدة لم تدخل ضمن مجال اهتمام الدراسة الحالية (مثل: أنماط هيكل الملكية، مستويات التحفظ المحاسبى، المسؤولية الاجتماعية للشركات، خصائص مجلس الإدارة، القيود المالية، استمرارية تحقيق الأرباح، القدرة التنبؤية للأرباح، التجنب الضريبي الضار، ومحاسبة القيمة العادلة) ودراسة واختبار تأثيراتها على علاقة الانحدار الممثلة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة

• مراجع الدراسة •

١. المراجع باللغة العربية:

- بلال، السيد حسن سالم [2017]، "العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، السنة الحادية والعشرون، العدد الرابع، الجزء الأول، ديسمبر، ص ص.201-248.
- عفيفي، هلال عبد الفتاح [2016]، "العلاقة بين التحفظ المحاسبي والتحفظ المالي: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، السنة العشرون، العدد الثاني، الجزء الأول، يوليو، ص ص.171-311.
- عفيفي، هلال عبد الفتاح [2015]، "أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المساهمة المصرية - دراسة اختبارية"، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنصورة، المنصورة، السنة التاسعة والثلاثون، العدد الرابع، ص ص.51-118.
- محمد، أحمد سليم [2017]، "العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية والمسئولية الاجتماعية للشركات - دراسة تطبيقية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، السنة الحادية والعشرون، العدد الثاني، الجزء الأول، يوليو، ص ص.611-647.
- مليجي، مجدى مليجي عبد الحكيم [2018]، "تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، السنة الثانية والعشرون، العدد الرابع، الجزء الأول، ديسمبر، ص ص.331-401.

٢. المراجع باللغة الإنجليزية:

- Al-dhamari, Redhwan & Ismail, Ku Nor Izah Ku [2015], "Cash Holdings, Political Connections, and Earnings Quality", *International Journal of Managerial Finance*, Vol.11, No.2, pp.215-231.
- Ali, Abbas & Yousaf, Samran [2012], "Determinants of Cash holding in German Market", *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, Vol.12, No.6, September, pp.28-34.
- Ali, Shaukat et al. [2016], "Determinants of Corporate Cash Holdings: A Case of Textile Sector in Pakistan", *International Journal of Economics & Management Sciences*, Vol.5, No.3, pp.1-10.
- Al-Najjar, Basil [2014], "The Effect of Governance Mechanisms on Small and Medium-Sized Enterprise Cash Holdings: Evidence from the United Kingdom", *Journal of Small Business Management*, Vol.53, No.2, pp.303-320.
- Al-Najjar, Basil [2013], "The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Some Emerging Markets", *International Business Review*, Vol.22, pp.77-88.
- Al-Najjar, Basil & Belghitar, Yacine [2011], "Corporate Cash Holdings and Dividend Payments: Evidence from Simultaneous Analysis", *Managerial and Decision Economics*, Vol.32, pp.231-241.
- Al-Najjar, Basil & Clark, Ephraim [2017], "Corporate Governance and Cash Holdings in MENA: Evidence from Internal and External Governance Practices", *Research in International Business and Finance*, Vol.39, pp.1-12.
- Altman, Edward I. & James, La Fleur K. [1984], "Managing a Return to Financial Health", *The Journal of Business Strategy*, Summer, pp.31-38.
- Ameer, Rashid [2012], "Impact of Cash Holdings and Ownership Concentration on Firm Valuation: Empirical Evidence from Australia", *Review of Accounting and Finance*, Vol.11, No.4, pp.448-467.

- Arouri, Mohamed & Pijourlet, Guillaume [2015], "CSR Performance and the Value of Cash Holdings: International Evidence", *Journal of Business Ethics*, Vol.140, No.2, pp.263-284.
- Asante-Darko, Disraeli et al. [2018], "Governance Structures, Cash Holdings and Firm Value on the Ghana Stock Exchange", *Corporate Governance*, Vol.18, No.4, pp.671-685.
- Azmat, Qurat-ul-ann [2014], "Firm Value and Optimal Cash Level: Evidence from Pakistan", *International Journal of Emerging Markets*, Vol.9, No.4, pp.488-504.
- Bates, Thomas W. et al. [2009], "Why do U.S. Firms Hold so Much more Cash than they Used to?", *The Journal of Finance*, Vol.LXIV, No.5, October, pp.1985-2021.
- Beuselinck, Christof & Du, Yan [2017], "Determinants of Cash Holdings in Multinational Corporation's Foreign Subsidiaries: US Subsidiaries in China", *Corporate Governance: An International Review*, Vol.25, No.2, pp.100-115.
- Bick, Patty et al. [2018], "Fair Value Accounting and Corporate Cash Holdings", *Advances in Accounting*, Vol.40, March, pp.98-110.
- Bigelli, Marco & Sánchez-Vidal, Javier [2012], "Cash holdings in private firms", *Journal of Banking & Finance*, Vol.36, pp.26-35.
- Cai, Weixing et al. [2016], "Do Business Groups Affect Corporate Cash Holdings?. Evidence from a Transition Economy", *China Journal of Accounting Research*, Vol.9, pp.1-24.
- Chenxi, Liu [2016], "Earnings Transparency and Corporate Cash Holdings", available online at: <https://ssrn.com/abstract=2824898>, Vol.50, No.24, July, pp.119-123.
- Cheung, Adrian (Wai Kong) [2016], "Corporate Social Responsibility and Corporate Cash Holdings", *Journal of Corporate Finance*, Vol.37, April, pp.412-430.
- Chia-Wu, Lu [2012], "Earnings Quality, Risk-taking and Firm Value: Evidence from Taiwan", *International Proceedings of Economics Development and Research (IPEDR)*, Vol.50, No.24, pp.119-123.
- Chireka, Trust & Fakoya, Michael Bamidele [2017], "The Determinants of Corporate Cash Holdings Levels: Evidence from Selected South African Retail Firms", *Investment Management and Financial Innovations*, Vol.14, No.2, pp.79-93.
- Chao, Raul O. et al. [2012], "Financial Distress and Risky Innovation", *Working Paper, University of Virginia, Darden School of Business*, available online at: https://www.memphis.edu/finance/pdfs/seminars/2012/fir_seminar_20121109.pdf, pp.1-42.
- Dao, Mai Chi & Maggi, Chiara [2018], "The Rise in Corporate Saving and Cash Holding in Advanced Economies: Aggregate and Firm Level Trends", *IMF Working Paper*, available online at: [file:///C:/Users/document/Downloads/wp18262%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/document/Downloads/wp18262%20(1).pdf), pp.1-63.
- Dittmar, Amy et al. [2003], "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings", *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol.38, No.1, March, pp.111-133.
- Dechow, Patricia M. & Dichev, Ilia D. [2002], "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors", *The Accounting Review*, Vol.77, Supplement, pp.35-59.
- Derouiche, Imen et al. [2018], "Accruals Quality, Financial Constraints and Corporate Cash Holdings", available online at: http://afros.tdasociety.org/wpcontent/uploads/2018/06/AFR_OS_2018_paper_126.pdf, pp.1-27.
- Dudley, Evan & Zhang, Ning [2016], "Trust and Corporate Cash Holdings", *Journal of Corporate Finance*, Vol.41, pp.363-387.
- Ecker, Frank et al. [2006], "A Returns-Based Representation of Earnings Quality", *The Accounting Review*, Vol.81, No.4, pp.749-780.

- Farinha, Jorge et al. [2018], "Cash Holdings and Earnings Quality: Evidence from the Main and Alternative UK Markets", **International Review of Financial Analysis**, Vol.56, pp.238-252.
- Francis, Jennifer et al. [2005], "The Market Pricing of Accruals Quality", **Journal of Accounting and Economics**, Vol.39, pp.295-327.
- Francis, Jennifer et al. [2004], "Costs of Equity and Earnings Attributes", **The Accounting Review**, Vol.79, No.4, pp.967-1010.
- Gaio, Cristina [2010], "The Relative Importance of Firm and Country Characteristics for Earnings Quality around the World", **European Accounting Review**, Vol.19, No.4, pp.693-739.
- Gaio, Cristina & Raposo, Clara [2011], "Earnings Quality and Firm Valuation: International Evidence", **Accounting and Finance**, Vol.51, pp.467-499.
- Gao, Huasheng et al. [2013], "Determinants of Corporate Cash Policy: Insights from Private Firms", **Journal of Financial Economics forthcoming**, available online at: <http://ssrn.com/abstract=2023999>, pp.1-42.
- García-Teruel, Pedro J. et al. [2009], "Accruals Quality and Corporate Cash Holdings", **Accounting and Finance**, Vol.9, pp.95-115.
- Gill, Amarjit & Shah, Charul [2012], "Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada", **International Journal of Economics and Finance**, Vol.4, No.1, January, pp.70-79.
- Górecki, Tomasz et al. [2018], "Testing Normality of Functional Time Series", **Journal of Time Series Analysis**, Vol.39, pp.471-487.
- Guizani, Muncef [2017], "The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings in an Oil Rich Country: Evidence from Kingdom of Saudi Arabia", **Borsa Istanbul Review**, Vol.17, No.3, pp.133-143.
- Gümüştekin, Ezgi & Topçu, Güneş [2018], "Normality of Turkish Stock Returns over Time", available online at: <https://aak.slu.cz/pdfs/aak/2018/04/04.pdf>, pp.40-51.
- Gunathilaka, Chandana [2014], "Financial Distress Prediction: A Comparative Study of Solvency Test and Z-Score Models with Reference to Srilanka", **The IUP Journal of Financial Risk Management**, Vol.XI, No.3, pp.39-51.
- Harford, Jarrad et al. [2008], "Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US", **Journal of Financial Economics**, Vol.87, pp.535-555.
- Hasanzadeh, Rasoul Baradaran et al. [2015], "The Effects of the Earnings Quality on Cash Holding in Listed Companies at Tehran Stock Exchange (TSE)", **Australian Journal of Basic and Applied Sciences**, Vol.6, No.13, pp.104-110.
- Huang, Chih Jen et al. [2015], "Over-investment, the Marginal Value of Cash Holdings and Corporate Governance", **Studies in Economics and Finance**, Vol.32, No.2, pp.204-221.
- Huang, Chuangxia et al. [2014], "An Empirical Study on Listed Company's Value of Cash Holdings: An Information Asymmetry Perspective", **Discrete Dynamics in Nature and Society**, available online at: <https://www.hindawi.com/journals/ddns/2014/897278/>, pp.1-12.
- Huang, Ying et al. [2013], "Investor Protection and Cash Holdings: Evidence from US Cross Listing", **Journal of Banking & Finance**, Vol.37, pp.937-951.
- Islam, Sohani [2012], "Manufacturing Firms' Cash Holding Determinants: Evidence from Bangladesh", **International Journal of Business and Management**, Vol.7, No.6, March, pp.172-184.
- Jones, Keith L. et al. [2008], "Do Models of Discretionary Accruals Detect Actual Cases of Fraudulent and Restated Earnings?. An Empirical Analysis", **Contemporary Accounting Research**, Vol.25, No.2, Summer, pp.499-531.
- Kanyugi, Michael Gitonga [2016], "The Effects of Financial Distress on the Value of Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange", Unpublished Master Thesis, School of Business, University of Nairobi, Kenya.

- Kariuki, Samuel Nduati et al. [2015], “Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Private Manufacturing Firms in Kenya”, **International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences (IJARMSS)**, Vol.4, No.6, June, pp.15-33.
- Kent, Pamela et al. [2016], “Choice of Governance Structure and Earnings Quality”, **Accounting Research Journal**, Vol.29, No.4, pp.372-390.
- Kim, Jiyoung et al. [2011], “Determinants of Corporate Cash-Holding Levels: An Empirical Examination of the Restaurant Industry”, **International Journal of Hospitality Management**, Vol.30, pp.568-574.
- Kiriukhin, Oleg [2018], “Accruals Quality and Firm Value”, Unpublished PhD Thesis, Booth School of Business, The University of Chicago, Chicago, U.S.A.
- Kutner, Micheal H. et al. [2005], “**Applied Linear Statistical Models**”, 5th Edition, McGraw Hill/Irwin, New York.
- Lee, Choonsik & Park, Heungju [2016], “Financial Constraints, Board Governance Standards, and Corporate Cash Holdings”, **Review of Financial Economics**, Vol.28, pp.21-34.
- Lee, Jimmy [2012], “The Role of Accounting Conservatism in Firms’ Financial Decisions”, **available online at: <http://ssrn.com/abstract=1718494>**, pp.1-43.
- Lin, Cho-Min et al. [2018], “The Relationship between Cash Value and Accounting Conservatism: The Role of Controlling Shareholders”, **International Review of Economics and Finance**, Vol.55, pp.233-245.
- Loncon, Tiago Rodrigues & Caldeira, João Frois [2014], “Capital Structure, Cash Holdings and Firm Value: A Study of Brazilian Listed Firms”, **Revista Contabilidade and Finanças**, Vol.25, No.64, pp.46-59.
- Lu, Louise et al. [2016], “Corporate Social Responsibility Disclosure and the Value of Cash Holdings”, **European Accounting Review**, **available online at: <http://dx.doi.org/10.1080/09638180.2016.1187074>**, June, pp.1-25.
- Mahama, Muntari [2015], “Assessing the State of Financial Distress in Listed Companies in Ghana: Signs, Sources, Detection and Elimination – A Test of Altman’s Z-Score”, **European Journal of Business and Management**, Vol.7, No.3, pp.1-10.
- Martinez-Sola, Cristina et al. [2013], “Corporate Cash Holding and Firm Value”, **Applied Economics**, Vol.45, pp.161-170.
- McNicholas, Maureen F. [2002], “Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors”, **The Accounting Review**, Vol.77, Supplement, pp.61-69.
- Mihai, Iuliana Oana et al. [2018], “Determining the Factors of Cash Holdings – the Case of Romanian Non-Financial Companies”, **Forum Scientiae Oeconomia**, Vol.6, No.3, pp.53-65.
- Moghaddam, Abolfazl Ghadiri et al. [2015], “The Relationship between Capital Structure, Cash Holdings and Firm Value in Companies Listed in Tehran Stock Exchange”, **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business (ijcrb)**, Vol.6, No.9, pp.1-11.
- Mokhtari, Bager et al. [2012], “The Investigation of the Relationship between Accruals Quality and Corporate Cash Holdings in Firms Listed in Tehran Stock Exchange (TSE)”, **Journal of Management Research**, Vol.4, No.3, pp.120-132.
- Ndicu, Ndua Daniel [2018], “Financial Innovations Risk, Financial Distress and Firms Value: A Critical Review of Literature”, **European Scientific Journal**, Vol.14, No.10, pp.99-118.
- Nguyen, Phuong-Anh et al. [2017], “Does Corporate Social Responsibility Create Shareholder Value?. The Importance of Long-Term Investors”, **Journal of Banking and Finance**, **available online at: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.09.013>**, pp.1-21.

- Nguyen, Thi Lien Hoa et al. [2016], "Firm Value, Corporate Cash Holdings and Financial Constraint: A Study from a Developing Market", **Australian Economic Papers – Special Conference Issue**, pp.368-385.
- Powell, Gary E. [2018], "The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings for Indonesian Firms", **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, Vol.22, No.1, pp.1-12.
- Rosikah et al. [2018], "Effects of Return on Asset, Return on Equity, Earning per Share on Corporate Value", **The International Journal of Engineering and Science (IJES)**, Vol.7, No.3 Ver.1, pp.6-14.
- Roy, Amitava [2018], "Corporate Governance and Cash Holdings in Indian Firms", **Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis**, Vol.99, pp.93-119.
- Saddour, Khaoula [2006], "The Determinants and the Value of Cash Holdings: Evidence from French firms", **available online at: <http://www.finance.dauphine.fr/wpcontent/uploads/2015/07/cereg200606.pdf>**, pp.1-33.
- Sarun, Anuar [2016], "Corporate Governance, Earnings Quality and Firm Value: Evidence from Malaysia", Unpublished PhD Thesis, College of Business, Victoria University, Melbourne, Australia.
- Sheikh, Nadeem Ahmed & Khan, Muhammad Imran [2016], "Effects of Excess Cash, Board Attributes and Insider Ownership on Firm Value: Evidence from Pakistan", **Australasian Accounting, Business and Finance Journal (AABFJ)**, Vol.10, No.1, pp.29-39.
- Shin, Minshik et al. [2017], "Earnings Quality Effect on Corporate Excess Cash Holdings and their Marginal Value", **Emerging Markets Finance and Trade**, **available online at: <http://dx.doi.org/10.1080/1540496X.2016.1273767>**, February, pp.1-60.
- Subanidja, Steph et al. [2016], "The Determinants of Firm Value: The Role of Earnings Management and Good Corporate Governance", **Corporate Ownership & Control**, Vol.13, No.4, Summer, pp.609-615.
- Sun, Qian et al. [2012], "Earnings Quality and Corporate Cash Holdings", **Accounting and Finance**, Vol.52, pp.543-571.
- Taghavi, Seyed Ali Mohammad & Javanmard, Ali [2013], "The Effects of Earning Management on Corporate Cash Holdings: Empirical Evidence from Iran", **Shiraz Journal of System Management**, Vol.1, No.2, pp.95-119.
- Ullah, Sabeeh & Kamal, Yasir [2018], "Corporate Cash Holdings and Shareholder Wealth: Evidence from Pakistani Market", **Pakistan Business Review**, January, pp.978-994.
- Uyar, Ali & Kuzey, Cemil [2014], "Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from the Emerging Market of Turkey", **Applied Economics**, Vol.46, No.2, pp.1035-1048.
- Verbeek, Marno [2014], "A Guide to Modern Econometrics", 4th Edition, John Wiley & Sons, **available online at: https://www.academia.edu/34753984/Marno_Verbeek_A_Guide_to_Modern_Econometrics_Wiley**.
- Wang, Liu [2017], "Do Investors Care about Earnings Quality?. An Empirical Analysis", **available online at: https://efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2017Athens/papers/EFMA2017_0548_fullpaper.pdf**, January, pp.1-32.
- Wang, Yanchao et al. [2014], "Inflation, Operating Cycle, and Cash Holdings", **China Journal of Accounting Research**, Vol.7, pp.263-276.
- Wasiuzzaman, Shaista [2014], "Analysis of Corporate Cash Holdings of Firms in Malaysia", **Journal of Asia Business Studies**, Vol.8, No.2, pp.118-135.