

## محددات النقدية المحتفظ بها

### دراسة اختبارية علي الشركات المساهمة المصرية

#### إعداد

دكتور

ألفت علي مندور

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة جامعة الزقازيق

دكتور

سعد السيد حسن الشتري

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة جامعة الزقازيق

أميره حلمي الصاوي

باحث ماجستير محاسبة

كلية التجارة جامعة الزقازيق

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد الثالث والأربعون - العدد الثاني أبريل 2021

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

## الملخص:

اهتمت هذه الدراسة باختبار محددات النقدية المحتفظ بها في الشركات المساهمة المصرية، وذلك لعينة مكونة من 110 شركة (550) مشاهدة من الشركات المدرجة ببورصة الأوراق المالية المصرية والتي تنتمي إلى 12 قطاعاً اقتصادياً غير مالي في الفترة من 2013-2017، وقد تم قياس النقدية المحتفظ باستخدام، نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول، وقد تم قياس التدفقات النقدية التشغيلية باستخدام التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية خلال العام إلى إجمالي الأصول، وتم قياس التوزيعات النقدية المدفوعة باستخدام متغير وهمي يأخذ القيمة واحد في حالة قيام الشركة بدفع توزيعات وصفر بخلاف ذلك، وتم قياس الرفع المالي باستخدام نسبة إجمالي الإلتزامات إلى إجمالي الأصول، وتم قياس حجم الشركة باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، وتوصلت النتائج الاختبارية باستخدام نموذج الانحدار المتعدد، إلى وجود علاقة موجبة بين التدفقات النقدية التشغيلية والنقدية المحتفظ بها، وجود علاقة موجبة بين التوزيعات النقدية المدفوعة والنقدية المحتفظ بها، عدم وجود علاقة بين الرفع المالي والنقدية المحتفظ بها، عدم وجود علاقة بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها.

المصطلحات الرئيسية، النقدية المحتفظ بها Cash holdings، التدفقات النقدية التشغيلية Operating Cash Flows، التوزيعات النقدية المدفوعة Dividends، الرفع المالي Leverage، حجم الشركة Company Size.

## **Abstract**

**The recent study aimed to examine determinants of cash holding in Egyptian companies listed in the Egyptian stock exchange market applying on 550 observations extracted from 110 companies belong to 12 economic sectors from 2013 to 2017. Cash holding was used as dependent variable measured by the ratio of cash and cash equivalents to total assets. While, independent variables were operating cash flow measured by dividing cash flows from operation activities on total assets, cash dividends as a dummy variable took the value (1) if the company paid cash dividends for stockholders and zero otherwise, leverage measured by the percentage of total liabilities to total assets and finally firm size measured by the natural logarithm of total assets. Results by multiple regression model indicate that there is a significant positive relationship between operating cash flows and cash holdings, a significant positive relationship between cash dividends and cash holdings. Versus, there isn't a significant relationship between leverage and cash holdings and there isn't a significant relationship between firm size and cash holdings.**

**Keywords: Cash holdings, Operating Cash Flows, Dividend, Leverage, Firm Size.**

## مقدمة و مشكلة الدراسة

أوضحت العديد من البحوث في مجالي المحاسبة والتمويل أن النقدية ما هي إلا مكون جوهري من مكونات الميزانية (Hilgen, 2015) و قد أشارت دراسة (Ali et al., 2016) أنه ينظر للنقدية على أنها أصل مهم لكثير من الشركات، ويرجع السبب في ذلك نظراً إلى الدور الحيوي الذي يلعبه النقد انطلاقاً من أنه يمثل أحد أهم البنود الموجودة داخل قسم أصول الشركات في قائمة المركز المالي الخاصة بكل شركة نظراً لكونه أكثر الأصول سيولة وهو مقياس لقدرة الشركة لدفع مديونيتها في الوقت المحدد (Gill and Shah, 2012). أيضاً أشارت دراسة (أبو العز، 2013) أن النقدية وما في حكمها بصفة عامة تتضمن أرصدة النقدية المتاحة لاستخدامات المنشأة، ومنها النقدية المحتفظ بها في خزينة المنشأة، والشيكات القابلة للتحويل (أوالتظهير)، والأرصدة غير المقيدة في الحسابات الجارية لدي البنوك، وحسابات التوفير.

نتيجة لأهمية دور النقدية بالنسبة لأي شركة يمكن القول أن اتخاذ القرار فيما يتعلق بقدر النقدية المحتفظ بها يمثل أحد العوامل الأساسية في إدارة الشركات، وهو ما يمكن وصفه بأنه مرتبط ارتباط وثيق بالعمليات اليومية للشركات والاستثمار وخاصة أن النقدية هي من أهم الأصول السائلة للشركات، وهي مطلب هام لتأكيد استمرار العمليات التجارية. لهذا أصبح من المتحتم على الشركات باختلاف انشطتها أن تحدد المستوى الأمثل لمقدار للنقدية المحتفظ بها لتحسن عملياتها والمتوافق مع طبيعة الهيكل التمويلي لها (Kariuki et al., 2015). أيضاً أيدت دراسة (Al-Amri et al., 2015) أن قرار الاحتفاظ بالنقدية يعتبر من أهم القرارات المالية والإدارية لأي شركة، ويسهم في بقائها واستمرارها، بالإضافة إلى أنه يلعب دور مهم في الأزمات المالية الحديثة. أيضاً أوضحنا دراستي (Couderc, 2006; Wai and Zhu, 2013) أنه في ظل اتسام سوق المال بكونه سوق نشط يمكن القول أنه لا يوجد دافع للشركات نحو الاحتفاظ بنقدية كبيرة، حيث أنه يمكن تحويل الأصول إلى نقدية أو الحصول على التمويل بتكلفة عادلة في السوق مباشرة عند الحاجة إلى نقدية. على النقيض، ينطوي الواقع العملي على اتسام السوق بكونه غير مكتمل مما ينتج عنه تحمل تكاليف المعاملات نتيجة وجود حالة عدم تماثل المعلومات مما يوفر أساساً منطقياً لاحتفاظ الشركات بالنقدية. تناولت العديد من الدراسات البحث عن اقتصاديات احتفاظ الشركات بالنقدية وتعد من أولى البحوث التي تناولت تلك القضية دراسة (Keynes, 1936)، والتي تناولت توفير تكاليف المعاملات والتحوط ضد قصور النقدية في المستقبل كدوافع للشركة للاحتفاظ بالنقدية (Cash Holdings). أشارت دراسة (Keynes, 1936) إلى وجود وجهتي نظر مفسرتين لاحتفاظ الشركات بالنقدية تتمثل

أولها في ما يسمى بدافع المعاملة (Transaction Motivation) والذي ينطوي على قيام الشركات بالاتجاه نحو الاحتفاظ بالنقد بغرض تخفيض تكاليف معاملات التمويل أو تجنب التخلص من الأصول نتيجة للحاجة العاجلة للنقدية، بمعنى أن الشركة يمكنها أن توفر تكاليف معاملات تحويل بدائل النقدية إلى نقدية. بينما يتمثل ثانيهما فيما يطلق عليه دافع الوقاية أو الحماية (Precautionary Motivation) والذي ينطوي على ضمان وجود فرص استثمار مربحة للشركات بدلاً من فقد تلك الفرص بسبب الافتقار إلى وجود نقدية محتفظ بها (عفيفي، 2015).

وهناك العديد من الدراسات مثل ( Opler et al., 1999; Ozkan and Ozkan, 2004; ) والتي اهتمت بمحددات الاحتفاظ بالنقدية مثل حجم الشركة، التدفقات النقدية التشغيلية، التوزيعات النقدية المدفوعة، الرفع المالي، الربحية، وهدفت هذه الدراسات إلى استكشاف الظروف التي تؤدي بالشركات إلى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية. واستندت هذه الدراسات على نظريات مختلفة لتفسير احتفاظ الشركات بالنقدية، مثل نظرية المفاضلة الساكنة، نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، نظرية التدفق النقدي الحر، نظرية الوكالة (عفيفي، 2015)

وبناء على ما سبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة في الإجابة عن التساؤل التالي:  
ما هي محددات النقدية المحتفظ بها في الشركات المساهمة المصرية؟

#### هدف البحث:

في ضوء مشكلة البحث، يتمثل الهدف الرئيسي في دراسة واختبار محددات النقدية المحتفظ بها في الشركات المساهمة المصرية.

#### أهمية البحث:

- تعتبر هذه الدراسة إضافة إلى الدراسات السابقة المهمة بدراسة محددات النقدية المحتفظ بها.
- ندرة الدراسات السابقة التي تناولت محددات النقدية المحتفظ بها في البيئة المصرية ( وذلك في حدود علم الباحثة).
- تكمن أهمية هذه الدراسة في مساهمتها بتقديم معلومات ربما يتوقع أن يستفد منها الباحثون والأكاديميون في تخصص المحاسبة.
- تضارب نتائج الدراسات السابقة عن محددات النقدية المحتفظ بها، مما يعني الحاجة إلى المزيد من الدراسات عن محددات النقدية المحتفظ بها.

## خطة البحث:

في ضوء مشكلة البحث وتحقيق لأهدافه، تتضمن خطة البحث ثلاثة أقسام، يتعرض القسم الأول إلي نظريات النقدية المحتفظ بها، بينما يتعرض القسم الثاني إلي الدراسات السابقة وتطوير فرضيات البحث، ويتعرض القسم الثالث إلي الدراسة الاختبارية.

### القسم الأول: نظريات النقدية المحتفظ بها

أوضحت دراسة (Hilgen, 2015) وجود دافعين أساسيين لاحتفاظ الشركات بالنقدية، حيث يتمثل الدافع الأول فيما يعرف بدافع تكاليف المعاملات، فهناك تكاليف ثابتة ومتغيرة مرتبطة بحجم راس المال الخارجي والذي يجبر الشركات علي الاحتفاظ بالنقدية. أما عن الدافع الثاني فهو يتمثل فيما يعرف بدافع الوقاية نتيجة لوجود حالة من عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة تضطر الشركات للاحتفاظ بمبالغ نقدية كبيرة، وفيما يلي عرض للنظريات التي فسرت دوافع احتفاظ الشركات بالنقدية:

### أولاً: نظرية المفاضلة الساكنة (Static Tradeoff Theory)

تنطوي نظرية المفاضلة الساكنة علي افتراض أن تكاليف المعاملات والدوافع الوقائية تمثل أهم الأسباب التي تدفع الشركة للاحتفاظ بالنقدية، وقد اوضحت دراسة (Ozkan and Ozkan, 2004) أن تكاليف المعاملات يقصد بها أن الشركات تقوم بالاحتفاظ باحتياطي نقدي بسبب التكاليف المرتبطة بالتمويل الخارجي، ومع ذلك فالشركات ذات التمويل الداخلي المحدود يمكن أن تتجنب مثل هذه التكاليف عن طريق بيع أصولها وطرح قيمة الأسهم أو تقليل مدفوعات حصة أرباح الأسهم. الجدير بالذكر أن المنظور المتوازن للنقدية المحتفظ بها يقوم علي افتراض وجود مستوي استحواذ نقدي امثل عند قيام الشركات بتقييم الفوائد الحدية والتكاليف الحدية للاستحواذ النقدي، أيضاً أوضحت دراسة (Opler et al., 1999) أنه يوجد مستوي أمثل للنقدية عندما تكون التكلفة الحدية لنقص (عجز) النقدية مساوية للتكلفة الحدية للاحتفاظ بالنقدية (Al- Najjar, 2015).

أما عن الدوافع الوقائية للاحتفاظ بالنقدية فقد أوضحت دراسة (Borhanuddin and Ching, 2011) أنها تعتمد علي عدم تماثل المعلومات وتكلفة وكالة الديون والاحتفاظ بأصول سائلة. فيما يتعلق بعدم تماثل المعلومات، اوضحت دراسة (Borhanuddin and Ching, 2011) أن وجود حالة من عدم تماثل المعلومات بين اصحاب المصالح يجعل من الصعب جمع النقد الخارجي، حيث أن أصحاب المصالح الخارجيين مثل المستثمرين يريدون ضمان أن الأوراق المالية غير مبالغ في سعرها وبالتالي يتم خصمها بشكل مناسب، ويرجع السبب في ذلك نظراً الي أن الأطراف خارج

الإدارة يعرفوا أقل من مديري الشركات فخصمها بما يخفض سعرها الآن. في الواقع ربما يطلب أصحاب المصالح (من هم خارج الشركة) حدوث تخفيض كبير في أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة حتى تجد الإدارة أنه من الأكثر ربحية لها ألا تقوم بالبيع في الوقت الحالي وتقلل الاستثمارات بدلاً من ذلك بمعنى آخر، يمكن القول أن وجود حالة من عدم تماثل المعلومات يجعل النقد الخارجي أكثر غلاءً. أما عن تكلفة وكالة الديون فهذا الصدد أوضحت دراسة (Opler et al., 1999) أن تكاليف الوكالة تزداد عند اختلاف فوائد أصحاب الأسهم عن فوائد أصحاب الدين ومن المحتمل عندما تختلف الفوائد بين الطبقات المختلفة من أصحاب الديون. أشارت دراسة (Jensen and Meckling, 1976) أنه نتيجة لوجود هذا النوع من التكاليف يمكن القول أن الشركات ذات مستوي الرفع المالي المرتفع تجد من الصعوبة والغلاء القيام بجمع مقدار أكبر من النقد الخارجي وأحياناً هذه الشركات تجد أيضاً من المستحيل إعادة فحص اتفاقيات الديون الموجودة لمنع الإفلاس مثل هذه الشركات لديها حوافز عالية للمشاركة في استبدال الأصول، نتيجة لذلك يمكن أن يحدث ارتفاع في مستوي الدين وبشكل خاص فيما يتعلق بالعائد المتوقع وكذلك مصاريف الدين، ومن المحتمل أن تواجه هذه الشركات أيضاً مشكلة نقص الاستثمار وهو ما ايدته نتائج دراسة (Myers, 1977). بعبارة أخرى، يمكن القول أن القيام بجمع النقدية للاستثمار ربما يكون ذي فائدة لأصحاب الديون إلا أنه علي النقيض قد لا يثمر تحقيق فائدة لأصحاب الأسهم، لذلك لا يفضل أصحاب الأسهم الاستثمار علي الرغم من أن الشركات لديها مشروعات قيمة. انطلاقاً من ذلك تتولد رغبة لدي الشركات في تجنب مواجهة المواقف التي تتسم فيها تكاليف وكالة الديون بأنها عالية جداً للدرجة التي لاتمكنهم من القيام بجمع أموال لتمويل أنشطتهم واستثمارها في مشروعات قيمة (Opler et al., 1999)

### ثانياً: نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل (Pecking Order Theory)

أشارت العديد من البحوث في مجال التمويل مثل (Ditmar et al., 2003; Borhanuddin and Ching, 2011) أن نظريات التمويل تقوم علي الفرض القائل بأنه لا يوجد مستوي أمثل للنقدية المحتفظ بها، وأن أرصدة النقدية ما هي إلا عبارة عن نتائج ربحية الشركة واحتياجات التمويل. الجدير بالذكر أن نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل تنطوي علي الفرض القائل بأن الشركات تجد أن حقوق الملكية مكلفة للغاية بسبب اتسام السوق بوجود حالة من عدم تماثل المعلومات، ونتيجة لذلك تتسم تكلفة التمويل الخارجي للمشروعات الاستثمارية بكونها أعلى من تكلفة التمويل الخارجي. انطلاقاً من ذلك، تتجه الشركات نحو استخدام النقدية المولدة داخلياً قبل سعيها نحو الحصول علي تمويل خارجي، ولهذا فإن الاحتفاظ بأرصدة نقدية قدر الإمكان في اليد يعد مفضلاً للشركات في ظل

وجود العديد من الفرص الاستثمارية، علي وجه الخصوص لتلك التي تواجه تحديات أكبر في الحصول علي تمويل خارجي، ولذلك لا تلجأ الشركات لزيادة التمويل من خلال حقوق الملكية. تجدر الإشارة أيضاً إلي أنه يمكن للشركة عادة أن تصدر ديون في حالة عدم توافر مصادر تمويل كافية علي النقيض، في حالة توافر مصادر تمويل كافية سوف تستخدم الشركات الأموال في مشروعات مربحة متاحة، والقيام بالتسديدات المستحقة عن الأصول أو تراكم الأصول السائلة. تنطوي أيضاً نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل علي افتراض أن النقدية والديون سوف يتزايدان بشكل اني في ظل توافر مصادر تمويل كبيرة تحت تصرف الشركة. بمعنى اخر، أنه لا يوجد تخطيط للاحتفاظ بمستوي محدد من النقدية (عفيفي، 2015)

### ثالثاً: نظرية التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow Theory)

في دراسة أجراها (Jensen, 1986) تناول بها تحليلاً لصراعات الوكالة الكبرى الناتجة عن انفصال الملكية عن الإدارة والمرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية لدي الشركات، وقد اشار (Jensen, 1986) إلي أن الاحتفاظ بالنقدية يخلق صراعات وكالة كبري بين أصحاب الأسهم والمديرين وهذا الصراع من شأنه أن يجعل هذه القضية تمثل مشكلة بحثية تحوز اهتمام العديد من الباحثين، واستناداً لنظرية الوكالة يمكن القول أن المديرين يفترضون أنهم سوف يتصرفون طبقاً لمصالحهم الشخصية وانطلاقاً من هذا تتولد الرغبة لدي المديرين في الاحتفاظ بالنقد سائلاً قدر الإمكان (Hedman and Peersson, 2014).

تقوم نظرية التدفق النقدي الحر علي الفرض القائل بأنه في ظل وجود تكلفة الوكالة للخيار الإداري فربما تحتفظ الإدارة بالنقدية لتنفيذ مشروعاتها علي حساب أصحاب الأسهم وهو الأمر الذي يفسر حدوثه وفقاً لهذه النظرية انطلاقاً من وجود ثلاثة أسباب رئيسية لاحتفاظ إدارة الشركة بأرصدة نقدية كبيرة يتمثل أولها في دافع تجنب المخاطر، حيث أن الإدارات التي تتجنب المخاطر تميل إلي امتلاك مبالغ كبيرة من النقدية كمانع ضد أي مخاطر يمكن أن تنشأ في المستقبل. أما عن الدافع الثاني فيتمثل في رغبة الإدارة في السماح لنفسها بالتمتع بنسبة مرونة أكبر في تنفيذ مشروعاتها الخاصة. أما عن الدافع او السبب الثالث فيتمثل في رغبة الإدارة في عدم القيام بدفع حصص أصحاب الأسهم من الأرباح تفضيلاً للاحتفاظ بهذه الأرباح في صورة نقدية داخل الشركة (Borhanuddin and Ching, 2011).



## رابعاً: نظرية الوكالة (Agency Theory)

تمتد الجذور التاريخية لنظرية الوكالة إلى ما ورد بكتاب Adam Smith الشهير (ثروة الأمم) بأنه كل إنسان يسعي إلى تعظيم منفعته الذاتية، وتنشأ تكاليف الوكالة كانعكاس لوقوع مشاكل الوكالة والتي تحدث بسبب عدم الاتفاق في المصالح بين أطراف العلاقة الوكالية الناتج عن وجود حالة عدم تماثل المعلومات المتوافرة لطرفي العلاقة الوكالية. وتنشأ هذه الحالة من محاولة الوكيل لإخفاء أو تشويه جزء من المعلومات التي يمتلكها الأصل، ويؤكد Adm Smith في هذا الصدد علي أن الأصل في مشكلة الوكالة وما ينتج عنها من تكاليف وكالة يتحملها الملاك أو المساهمون مرجعه الأساسي وجود فجوة معلوماتية بالدرجة الأولى، من قبل من يقوم بإعدادها، ومن يتحكم فيها كماً وكيفاً، ثم من يقوم باستخدامها. وبوجه عام يمكن القول أن وجود هذه الفجوة بين معدي المعلومات المحاسبية ومستخدميها يعد المصدر الرئيسي لمشاكل الوكالة وتكاليفها، نظراً لإتاحة الفرصة للإدارة للقيام بالتحكم في المعلومات بإخفائها أو بإظهارها في صورة مغايرة للحقيقة، والسبيل الرئيسي إلى ذلك هو التحكم في اختيار بدائل محاسبية معينة وإهمال بدائل أخرى قد تكون الأكثر ملاءمة عند إعداد هذه المعلومات (زهران، 1990)

أوضحت دراسة (Dittmar et al., 2003) أن العلاقة بين مشكلات الوكالة والاحتفاظ بالنقدية غير واضحة كما هو الحال في نظريات الاحتفاظ بالنقدية السابقة، حيث يمكن أن تنشأ صراعات بين المديرين وأصحاب الأسهم فيما يتعلق بتوزيع رأس المال الداخلي. تنطوي نظرية التدفقات النقدية الحرة علي الفرض القائل بأنه في غياب فرص الاستثمار الجيدة يحتمل أن يجمع المديرين النقدية ولا يوزعونها علي أصحاب الأسهم، وهو ما أوضحتها دراسة (Dittmar et al., 2003) بأن الشركات التي تعمل في دول ذات هيكل حوكمة ضعيف تجعل المستثمرين أقل حماية لذلك يحتمل أن مشكلات الوكالة تكون أكثر حدة.

ليس هذا فحسب، وإنما أيدت نتائج دراسة (Kelvecha and Lins, 2007) أن مشكلات الوكالة بين المديرين والمستثمرين الخارجيين تؤثر سلبياً علي قيمة الشركة عن طريق التقييم الأقل للاحتفاظ بالنقدية، وفي النهاية يمكن أن ينشأ صراع بين أصحاب الأسهم الأقلية وأصحاب الأسهم الكبار، ويرجع السبب في ذلك إلى أنه من المتوقع اتخاذ أصحاب الأسهم الكبار لقرارات من شأنها تمكينهم من الحصول علي فوند خاصة أعلي من خلال سيطرتهم.

تنطوي نظرية الوكالة علي الفرض القائل بأنه الشركات التي لديها مستويات عالية من التدفقات النقدية الحرة من الممكن أن تعاني من نتائج صراعات الوكالة إذا لم تستخدم هذه النقدية للاستثمار في

مشروعات مربحة. أيضاً ومن الممكن أن يزيد المديرين مكاسبهم الخاصة بتكويم النقد لينالو القوة المسيطرة وبذلك تزيد صرعات الوكالة بين المديرين وأصحاب الأسهم. وبهذا الصدد أشارت دراسة (Chen, 2008) إلي أن المديرين سوف يتمتعون بقوة أكبر في الشركات التي لها مستويات أعلى من النقدية، وهو ما أيدته نتائج دراسة (Myers and Rajan, 1998) بأن المديرين يزيدوا من فوائدهم بغض النظر عن تحقيق أهداف الشركة من عدمه (وبشكل خالص في الشركات ذات مستويات النقدية العالية). نتيجة لذلك، يمكن القول أن المديرين في الشركات التي تمتلك مستويات عالية من النقدية يمكن اعتبارهم منتهزين (انتهازية) مما يؤدي إلي وقوع نوع صراعات الوكالة وبالتالي ارتفاع تكاليفها.

مما سبق تخلص الباحثة: إلي أنه تُعد النقدية أحد العناصر الهامة والأساسية التي تسهم في استمرارية الشركة وبقائها، فقد لعبت دوراً هاماً في الأزمة المالية العالمية، فالشركات التي لديها مستوى نقدية كبير استطاعت أن تصمد ضد الكساد، وبالتالي تطلبت حاجة أقل إلي الاقتراض، ومن ناحية أخرى تعتبر النقدية هي الأصل الأكثر عرضة لإساءة الاستخدام وذلك بسبب سيولته وطبيعته التقديرية، وذلك عن طريق المديرين، عندما يحتفظ المديرين بنقدية أكثر يكون لديهم الدافع لتوسيع إمبراطوريتهم وتحقيق منافع شخصية علي حساب باقي حملة الأسهم، وذلك عن طريق إنفاق نقدية أكثر علي مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة.

## القسم الثاني: الدراسات السابقة وتطوير فرضيات البحث

الدراسات التي تناولت العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والنقدية المحتفظ بها:

توصلت نتائج دراسة (Opler et al., 1999) إلي وجود علاقة موجبة بين التدفقات النقدية التشغيلية والنقدية المحتفظ بها، واتفقت نتائج دراسة (Ozkan and Ozkan, 2004) مع الدراسة السابقة بوجود علاقة موجبة بين التدفقات النقدية التشغيلية والنقدية المحتفظ بها، وذلك لعدد 1029 شركة بريطانية وذلك خلال الفترة من 1984 إلي 1999، وأشارت نتائج دراسة (Le et al., 2018) إلي وجود علاقة موجبة بين التدفقات النقدية التشغيلية والنقدية المحتفظ بها، وذلك علي عينة مكونة من 456 شركة في لندن، وذلك خلال الفترة من 2001 إلي 2016، وهذا ما أيدته نتائج دراسة (Maheshwari and Rao, 2017) وذلك علي عينة مكونة من 395 شركة هندية وذلك خلال الفترة من 2007 إلي 2012، وجاءت نتائج دراسة (Gill and Shah, 2012) متفقة مع الدراسات

السابقة بوجود علاقة موجبة بين التدفقات النقدية التشغيلية والنقدية المحتفظ بها، باستخدام عينة مكونة من 166 شركة في كندية وذلك خلال الفترة من 2008 إلى 2010. ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات في ظل تدفقات نقدية كبيرة سوف تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية، بسبب أن المديرين يفضلون استخدام مصادر التمويل الداخلية، علي تلك الخارجية. برغم ذلك فإن توليد تدفق نقدي يمكن رؤيته كبديل للاحتياطات النقدية، وذلك يتضمن علاقة عكسية في هذه الحالة (عفيفي، 2015) وبالرغم من ذلك توصلت دراسة (Hilgen, 2015) إلي عدم وجود علاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والنقدية المحتفظ بها، وذلك علي عينة مكونة من 270 شركة ألمانية خلال الفترة من 2005 إلى 2013، ويمكن إرجاع ذلك الي اختلاف بيئة التطبيق والتي تؤدي الي اختلاف النتائج. ومما سبق يمكن صياغة الفرضية الأولى كما يلي:

ف1: توجد علاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والنقدية المحتفظ بها.

الدراسات التي تناولت العلاقة بين التوزيعات النقدية المدفوعة والنقدية المحتفظ بها:

توصلت دراسة (Ozkan and Ozkan, 2004) الي وجود علاقة موجبة بين التوزيعات النقدية المدفوعة والنقدية المحتفظ بها، وذلك باستخدام عينة مكونة من 1029 شركة بريطانية خلال الفترة من 1984 إلى 1999، كما أوضحت نتائج دراسة (Ahmed et al., 2020) إلي ان التوزيعات النقدية المدفوعة تزيد من مستوي النقدية المحتفظ بها، وذلك علي عينة مكونة من 115 شركة صينية، وذلك خلال الفترة من 2012 إلى 2016، وتوصلت نتائج دراسة (Maheshwari and Rao, 2017) باستخدام عينة مكونة من 395 شركة هندية خلال الفترة من 2007 إلى 2012، إلي وجود علاقة موجبة بين التوزيعات النقدية المدفوعة والنقدية المحتفظ بها، واتفقت دراسة (Lee et al., 2018) مع الدراسات السابقة بوجود علاقة موجبة بين التوزيعات النقدية المدفوعة والنقدية المحتفظ بها، وذلك علي عينة مكونة من 456 مشاهدة في بورصة لندن خلال الفترة من 2011 إلى 2016.

وهذه النتيجة تتفق مع نموذج تكاليف المعاملات أن الأصول السائلة تزيد مع حجم توزيعات الشركة. أيضا توصلت نتائج دراسة (Opler et al., 1999) إلي وجود علاقة سالبة بين التوزيعات النقدية المدفوعة والنقدية المحتفظ بها، ونتائج هذه الدراسة تتفق مع نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، والتي تقترح بأن الشركات التي تقوم بدفع توزيعات سيكون لديها نقدية أقل.

وعلي الرغم من ذلك توصلت نتائج دراسة (Gill and Shah, 2012) إلي عدم وجود علاقة بين التوزيعات النقدية المدفوعة والنقدية المحتفظ بها، وذلك علي عينة مكونة من 166 شركة كندية خلال الفترة من 2008 إلي 2010، وهذا ما أبدته نتائج دراسة (Aras et al., 2019) وذلك علي عينة مكونة من 840 مشاهدة خلال الفترة من 2005 إلي 2014 في بورصة تركيا.

ومما سبق يمكن صياغة فرضية الدراسة الثانية كما يلي:

ف2: توجد علاقة بين التوزيعات النقدية المدفوعة والنقدية المحتفظ بها.

الدراسات التي تناولت العلاقة بين الرفع المالي والنقدية المحتفظ بها:

توصلت نتائج دراسة (Kariuki et al., 2015) إلي وجود علاقة موجبة بين الرفع المالي والنقدية المحتفظ بها، وذلك علي عينة مكونة من 504 شركة في كينيا، كما اوضحت نتائج دراسة (Shah, 2011) وذلك علي عينة مكونة من 380 شركة خلال الفترة من 1996 إلي 2008 إلي وجود علاقة موجبة بين الرفع المالي والنقدية المحتفظ بها، وأشارت نتائج دراسة (Gill and Shah, 2012) وذلك علي عينة مكونة من 166 شركة كندية خلال الفترة من 2008 إلي 2010 إلي وجود علاقة موجبة بين الرفع المالي والنقدية المحتفظ بها.

وهذا ما فسره دراسة (Opler, 1999) بأن الشركات في ظل ديون منخفضة يتوقع أن تحتفظ بنقدية أكثر، وذلك بسبب أن الشركة تكون معرضة لمراقبة أقل من قبل السوق، بالإضافة إلي ذلك بأن تكلفة الأموال تزيد مع الرفع المالي ويؤدي ذلك لتكلفة الفرصة البديلة لحيازة أصول سائلة (عفيفي، 2015).

هذا بالإضافة إلي ذلك توصلت دراسة كلاً من (Opler et al., 1999 ; Ozkan and Ozkan, 2004) إلي وجود علاقة سالبة بين الرفع المالي والنقدية المحتفظ بها، وأشارت دراسة (Hligen, 2015) وذلك علي عينة مكونة من 270 شركة ألمانية خلال الفترة من 2005 إلي 2013 إلي وجود علاقة سالبة بين الرفع المالي والنقدية المحتفظ بها، وتوصلت أيضاً دراسة (Ahmed et al., 2020) وذلك علي عينة مكونة من 115 شركة صينية، خلال الفترة من 2012 إلي 2016 إلي وجود علاقة سالبة بين الرفع المالي والنقدية المحتفظ بها.

وهذا يتفق من نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، أن الرفع المالي للشركة يتفاعل بشكل عكسي للتغيرات في مصادر التمويل الداخلية للشركة، ففي ظل تجميع الشركة لأموال من الداخل ينخفض

الرفع المالي لها، وبذلك فإن التغيرات في الموارد الداخلية تعتبر القوي المحركة للتغيرات في الاحتفاظ بالنقدية (عفيفي، 2015).

وعلي الرغم من ذلك توصلت دراسة (Aras et al., 2019) إلي عدم وجود علاقة بين الرفع المالي والنقدية المحتفظ بها، وذلك علي عينة مكونة من 840 مشاهدة خلال الفترة من 2005 إلي 2014 في بورصة تركيا.

ومما سبق يمكن صباغة الفرضية الثالثة للدراسة كما يلي:

ف3: توجد علاقة بين الرفع المالي والنقدية المحتفظ بها.

توصلت دراسة (Shah, 2011) إلي وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها، وذلك علي عينة مكونة من 380 شركة باكستانية خلال الفترة من 1996 إلي 2008، كما اوضحت نتائج دراسة (Ozkan and Ozkan, 2004) أن الشركات الكبرى تحتفظ بنقدية أكثر مقارنة بالشركات الصغرى، وذلك باستخدام عينة مكونة من 1029 شركة خلال الفترة من 1984 إلي 1999، وتوصلت نتائج دراسة (Le et al., 2018) إلي وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها، وذلك علي عينة مكونة من 456 مشاهدة وذلك خلال الفترة من 2011 إلي 2016 في بورصة لندن، وأشارت نتائج دراسة (Aras et al., 2019) إلي وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها وذلك علي عينة مكونة من 5840 مشاهدة خلال الفترة من 2005 إلي 2014، وهذا ما أيدته نتائج دراسة (Opler et al., 1999) بوجود علاقة موجبة بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها.

ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات الكبرى عادة ما تحتفظ بمستوي مرتفع من النقدية للمحافظة علي مستوي جودة العمليات وفرص الاستثمار.

وتوصلت دراسة (Hilgen, 2015) إلي وجود علاقة سالبة بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها، وذلك علي عينة مكونة من 270 شركة ألمانية خلال الفترة من 2005 إلي 2013 وأشارت نتائج دراسة (Gill and Shah, 2012) إلي وجود علاقة سالبة بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها، وذلك علي عينة مكونة من 166 شركة كندية خلال الفترة من 2008 إلي 2010 ، وهذا ما أيدته دراسة (Maheshwari and Rao, 2017) وذلك علي عينة مكونة من 395 شركة هندية خلال الفترة 2007 إلي 2012 .

ويمكن تفسير ذلك بأن حجم الشركة يعتبر مقياساً عكسياً لدرجة عدم تماثل المعلومات وتكلفة التمويل الخارجي، وأنه من المتوقع احتفاظ الشركات الصغيرة بأرصدة نقدية أكبر مقارنة بالشركات الكبيرة.

وعلى الرغم من ذلك توصلت دراسة (Wasiuzzaman, 2014) الي عدم وجود علاقة بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها، وذلك علي عينة مكونة من 192 شركة ماليزية وذلك خلال الفترة من 2000 إلى 2007 .

ومما سبق يمكن صياغة الفرضية الرابعة للدراسة كما يلي:  
ف4: توجد علاقة بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ به

### القسم الثالث: الدراسة الاختبارية

#### أولاً: تصميم الدراسة الاختبارية

##### 1- مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة الحالية في الشركات المساهمة المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من 2013 إلى 2017 موزعة علي 12 قطاعاً اقتصادياً مختلفاً، ويتم الاعتماد في إتمام الدراسة الحالية علي اختبار عينة من تلك الشركات.

ويوضح الجدول رقم (1) التوزيع القطاعي لعينة الدراسة.

#### جدول رقم (1)

##### التوزيع القطاعي لعينة الدراسة

م	القطاع	العينة	النسبة
1	الاتصالات	3	2.72%
2	الأغذية والمشروبات	14	12.72%
3	التشييد ومواد البناء	12	10.90%
4	التكنولوجيا	3	2.72%
5	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	14	12.72%
6	الرعاية الصحية	10	9.09%
7	السياحة والترفيه	10	9.09%
8	العقارات	15	13.6%
9	الكيمائيات	7	6.36%
10	منتجات منزلية وشخصية	10	9.09%
11	الموارد الأساسية	8	7.27%
12	موزعين وتجار التجزئة	4	3.63%
	الإجمالي	110	100%

## 2- مصادر الحصول علي البيانات:

اعتمدت الباحثة في الحصول علي كافة البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الاختبارية علي شركة مصر لنشر المعلومات، إذ أمدتها بالقوائم المالية للشركات بهدف استخراج البيانات اللازمة لقياس المتغير التابع، والمتغيرات المستقلة .

## 3- حدود الدراسة:

يقتصر تطبيق الدراسة الاختبارية علي عينة من الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية والتي تنتمي إلي 12 قطاعاً اقتصادياً بعد استبعاد الآتي:

1- تم استبعاد قطاعي البنوك والخدمات المالية نظراً لطبيعة نشاط كل منهما.

2- تم استبعاد ثلاث قطاعات أخرى وهي (الإعلام، والمرافق، والغاز والبتروك) نظراً لعدم بيانات كاملة خاصة بكل شركة.

## 4- النموذج العام للدراسة:

تعتمد الباحثة في اختبار فرضيات الدراسة علي نموذج الانحدار المتعدد التالي:

$$Chit = \beta_0 + \beta_1CFOit + \beta_2DVIDit + \beta_3LEVit + \beta_4SIZit + \varepsilon it$$

حيث أن:

**Chit** : النقدية المحتفظ بها للشركة *i* في العام

**B1CFOit** : التدفقات النقدية التشغيلية للشركة *i* في العام *t*

**B2DVIDit** : التوزيعات النقدية المدفوعة للشركة *i* في العام *t*

**B3LEVit** : الرفع المالي للشركة *i* في العام *t*

**B4SIZit** : حجم الشركة *i* في العام *t*

**B0** : ثابت الانحدار

**Eit** : بند الخطأ العشوائي

## 5-التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث

جدول رقم (2) التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات		التعريف الإجرائي للمتغيرات
اسم المتغير	رمز المتغير	
المتغير التابع		التعريف الإجرائي للمتغيرات
النقدية المحتفظ بها	CH	نسبة النقدية وما في حكمها إلي إجمالي الأصول

المتغيرات المستقلة		التعريف الإجرائي للمتغيرات
التدفقات النقدية التشغيلية	CFO	
التوزيعات المدفوعة	DIVID	متغير وهمي يأخذ القيمة واحد في حالة قيام الشركة بدفع توزيعات وصفر بخلاف ذلك.
الرفع المالي	LEV	نسبة إجمالي الإلتزامات إلي إجمالي الأصول
حجم الشركة	SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول

### ثانياً: تحليل النتائج

#### 1- الإحصاءات الوصفية:

يعرض الجدول رقم(3) بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، بهدف إظهار الخصائص التي تتسم بها علي مستوي شركات عينة الدراسة، وتشمل تلك الإحصاءات الوصفية كلاً من الحد الأدنى، الحد الأقصى، المتوسط، والوسيط، الانحراف المعياري.



جدول رقم ( 3 )  
الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عدد الشركات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري
المتغير التابع						
نسبة النقدية لإجمالي الأصول	110	0.00159	0.433941	0.1223	0.07536	0.127074
المتغيرات المستقلة						
التدفقات النقدية التشغيلية	110	0.001502	0.355837	0.094031	0.065861	0.095794
التوزيعات النقدية المدفوعة	110	0.000	1.00000	0.543636	1.0000	0.498546
الرفع المالي	110	0.065951	1.046557	0.434061	0.393752	0.263617
حجم الشركة	110	6.235036	9.892311	8.616280	8.706660	0.837562

من خلال ما تم عرضه من الجدول السابق من إحصاءات وصفية لمتغيرات الدراسة يمكن الوقوف على مجموعة من الملاحظات التالية:

- فيما يتعلق بمستوي النقدية المحتفظ بها لأجمالي الأصول، يلاحظ وجود مدي واسع لقيم هذا المتغير التابع، إذ يتبين أن أكبر قيمة للنقدية المحتفظ بها هي (0.433941) في حين أن أقل قيمة للنقدية المحتفظ بها لإجمالي الأصول هي (0.00159) وهذا يعني وجود تفاوت كبير بين شركات العينة في مستوي النقدية المحتفظ بها.

- فيما يتعلق بالمتغيرات المستقلة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمن بالجدول رقم (3) ان متوسط التدفقات النقدية التشغيلية بلغ (0.094031) وبلغ الانحراف المعياري له (0.095794) كما نجد أن بلغ متوسط التوزيعات النقدية المدفوعة ( 0.543636 ) وهذا يعني أن 54% من شركات العينة تقوم بدفع توزيعات، وان 46% من شركات العينة لم تدفع توزيعات، وقد بلغ الإنحراف المعياري له (0.498546).

كما نجد أن متوسط الرفع المالي بلغ (0.434061) بمدي يتراوح بين (0.065951)، (1.046557) وإنحراف معياري قدره (0.263617)، كما نجد ايضاً ان حجم شركات العينة ( مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة ) يتراوح ما بين ( 6.235036 ، 9.892311 ) ومتوسط بلغ (8.616280) تقريباً وهو ما يعني كبر حجم الشركات المكونة لعينة البحث.

## 2- نتائج تحليل الارتباط

يظهر الجدول رقم (4) نتائج تحليل الارتباط لبيرسون بين متغيرات البحث، ولإجراء تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة فقد تم استخدام مصفوفة ارتباط بيرسون (pearson) بالنسبة لعلاقة المتغيرات المستقلة مع المتغير التابع، يلاحظ أن هناك ارتباط موجب ودال احصائياً عند مستوي (0.05) بين التدفقات النقدية التشغيلية ونسبة النقدية لإجمالي الأصول، كما تشير النتائج إلي وجود ارتباط موجب ودال احصائياً وذلك عند مستوي معنوية (0.05) بين التوزيعات النقدية المدفوعة ونسبة النقدية لإجمالي الأصول، وتشير النتائج الي عدم وجود ارتباط بين الرفع المالي ونسبة النقدية لإجمالي الأصول، واطهرت النتائج ايضاً الي وجود ارتباط موجب ودال احصائياً بين حجم الشركة ونسبة النقدية لإجمالي الأصول.

- بالنسبة لعلاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة، لم يكن الارتباط قوياً والذي يسبب مشكلة الازدواج الخطي حيث كانت أكبر قيمة هي (0.24) بين حجم الشركة والرفع المالي، وكانت أقل قيمة هي (0.094) بين التوزيعات النقدية المدفوعة والتدفقات النقدية التشغيلية.

جدول رقم (4) مصفوفة الإرتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات الدراسة

حجم الشركة	الرفع المالي	التوزيعات النقدية المدفوعة	التدفقات النقدية التشغيلية	النقدية لإجمالي الأصول	المتغير
				1	النقدية لإجمالي الأصول
			1	**0.437	التدفقات النقدية التشغيلية
		1	**0.094	**0.179	التوزيعات النقدية المدفوعة
	1	**0.19-	**0.141	0.0100	الرفع المالي
1	**0.24	0.008	**0.097	**0.094	حجم الشركة

\*\* الارتباط دال عند مستوي معنوية  $> 1\%$  (Sing  $> 0.01$ ).

\* الارتباط دال عند مستوي معنوية  $> 5\%$  (Sing  $> 0.05$ ).

## 3- نتائج تحليل الانحدار

يستخدم الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression) بشكل واسع لربط العلاقة بين المتغير التابع (النقدية المحفوظ بها)، المتغيرات المستقلة (التدفقات النقدية التشغيلية،

التوزيعات النقدية المدفوعة، الرفع المالي، حجم الشركة) وقد تم الاعتماد علي طريقة المربعات الصغرى (OLS) (Ordinary Least Squares) لتقدير معالم الانحدار الخطي المتعدد، إذ تعتبر هذه الطريقة من اكثر الطرق استخداماً في تقدير معالم نموذج الانحدار الخطي، ويرجع ذلك الي أن المقدرات المتحصل عليها باستخدام هذه الطريقة تتميز بانها خطية وغير متحيزة، فمن بين الطرق المستخدمة في تقدير معالم نموذج الانحدار الخطي تتميز طريقة المربعات الصغرى بانها أفضل المقدرات، لأنها أقل تبايناً (عناني، 2011).

يظهر جدول رقم (5) نتائج التحليل الإحصائي لنموذج انحدار العلاقة بين تركيز الملكية ونسبة النقدية وما في حكمها لإجمالي الأصول حيث تبين ما يلي:

- خلو النموذج المقدر من اية مشاكل قياسية تؤثر علي نتائجه
- أن النموذج دال إحصائياً، حيث تبلغ دلالة F (0.000) وذلك عند مستوي معنوية (0.05).
- بلغ معامل التحديد للنموذج (0.23) وهو ما يعني أن المتغيرات التفسيرية في النموذج تفسر (0.23) من إجمالي التغيرات في نسبة النقدية وما في حكمها لإجمالي الأصول (المتغير التابع) وأن (0.77) من المتغيرات ترجع إلي الخطأ العشوائي، أو الي متغيرات أخرى لم يتم إدراجها في النموذج
- كما اظهرت نتائج الانحدار إلي وجود تأثير معنوي عند مستوي معنوية (0.05) بين التدفقات النقدية التشغيلية ونسبة النقدية لإجمالي الأصول، وتتفق هذه النتيجة مع اغلب ما توصلت اليه نتائج الدراسات السابقة مثل ( Opler et al., 1999; Ozkan and Ozkan; Le et al., ) (2018; Gill and Shah, 2012; Wasiuzzaman, 2014) والتي توصلت إلي وجود علاقة موجبة بين التدفقات النقدية التشغيلية والنقدية المحتفظ بها، وبذلك يتم قبول الفرضية الأولى للدراسة والقائلة بوجود علاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والنقدية المحتفظ بها.
- كما تشير نتائج الانحدار المتعدد إلي وجود علاقة موجبة ذو دلالة احصائية بين التوزيعات النقدية المدفوعة والنقدية المحتفظ بها وتتسق تلك النتيجة مع نتائج العديد من الدراسات السابقة مثل ( Wasiuzzaman, 2014; Ahmed et al., 2020; Ozkan and Ozkan, 2004; Le ) (et al., 2018; Maheshwari, 2014) وبذلك يتم قبول الفرضية الثانية للدراسة والقائلة بوجود علاقة بين التوزيعات النقدية المدفوعة والنقدية المحتفظ بها.
- كما اظهرت نتائج الانحدار المتعدد الي عدم وجود تأثير معنوي بين الرفع المالي والنقدية المحتفظ بها، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Aras et al., 2019) والتي توصلت إلي عدم وجود

علاقة بين الرفع المالي والنقدية المحتفظ بها، وبذلك يتم رفض الفرضية الثالثة للدراسة والقائلة بوجود علاقة بين الرفع المالي والنقدية المحتفظ بها.

- كما أظهرت نتائج الانحدار أيضاً إلي عدم وجود تأثير معنوي بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها، وتتسق هذه النتيجة مع دراسة (Wasiuzzaman, 2014) والتي توصلت إلي عدم وجود علاقة بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها، وبذلك يتم رفض الفرضية الرابعة للدراسة والقائلة بوجود علاقة بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها.

يوضح الجدول رقم (5) نتائج تحليل الانحدار

المتغيرات المستقلة	معاملات الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة (t)	قيمة (p)	معامل تضخم التباين (VIF)
ثابت الانحدار	-0.019035	0.050029	-0.380	0.703	
التدفقات النقدية التشغيلية	0.5592	0.060522	9.02396	0.0000	1.29
التوزيعات النقدية المدفوعة	0.029404	0.00959	3.06393	0.0023	1.03
الرفع المالي	-0.03382	0.021244	-1.59206	0.1120	1.34
حجم الشركة	0.00815	0.00588	1.38664	0.1661	1.07
معامل التحديد $R^2$ ( ) 0.231		معامل التحديد المعدلة ( $R^2$ ) 0.219			
قيمة (F) المحسوبة 20.31		دلالة اختبار (F) 0.000			
حجم العينة 110					

4- تحليلات اضافية للتأكد من صحة النتائج:

- تم الاعتماد علي نموذج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار محددات النقدية المحتفظ بها، بهدف الوصول الي اهم المتغيرات المؤثرة في المتغير التابع، كما تم الاعتماد علي طريقة M-Regression نظرا لعدم اتباع البيانات التوزيع الطبيعي، لذا سيصار الي تدعيم النتائج الحالية بنتائج تحليل الانحدار ذلك.

- يعرض الجدول رقم (6) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لمحددات النقدية المحتفظ بها بطريقة (M-Regression) وقد اظهرت نتائج تحليل الانحدار المتعدد معنوية النموذج وهو ما يستدل عليه من دلالة (F) حيث أن قيمة (F) (0.00) كذلك تظهر نتائج الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول أن

قيمة معامل التحديد (R2) تعادل (0.32) من إجمالي التغير في نسبة النقدية لإجمالي الأصول، وأن (0.68) من التغيرات ترجع إلي الخطأ العشوائي أو متغيرات أخرى لم يتم إدراجها في النموذج.

- جدول رقم (6) محددات النقدية المحتفظ بها بطريقة (M-Regression)

المتغيرات المستقلة	معامل الانحدار	قيمة (Z)	Sig -
- ثابت الانحدار	- 0.218	- 0.53	- 0.599
- التدفقات النقدية التشغيلية	- 0.411	- 8.21	- 0.000
- التوزيعات النقدية المدفوعة	- 0.0306	- 3.62	- 0.000
- الرفع المالي	- 0.002	- 0.17	- 0.866
- حجم الشركة	- 0.0019	- 0.40	- 0.688
- معامل التحديد (R2) 0.32		- دلالة اختبار (F) 0.00	

#### خلاصة ونتائج الدراسة

- استهدفت الباحثة في هذه الدراسة اختبار محددات النقدية المحتفظ بها في البيئة المصرية، وتم التوصل إلي:
- وجود علاقة موجبة وداله إحصائياً عند مستوي معنوية (0.05) بين التدفقات النقدية التشغيلية والنقدية المحتفظ بها، وهذا يعني أن الشركات في ظل تدفقات نقدية كبيرة سوف تحتفظ بمستوي مرتفع من النقدية، بسبب أن المديرين يفضلون استخدام مصادر تمويل داخلية عن تلك الخارجية.
- وجود علاقة موجبة ودالة احصائياً بين التوزيعات النقدية المدفوعة والنقدية المحتفظ بها، وهذا يتفق مع نموذج تكاليف المعاملات أن الأصول السائلة تزيد مع حجم الشركة.
- عدم وجود علاقة بين الرفع المالي والنقدية المحتفظ بها، ويمكن إرجاع ذلك إلي اختلاف بيئة التطبيق.
- عدم وجود علاقة بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها، ويمكن ارجاع ذلك إلي اختلاف بيئة التطبيق.
- وتري الباحثة أن سبب هذا الاختلاف في نتائج الدراسات السابقة قد يكون سبب اختلاف البيئة، والتي تلعب الدور الرئيسي في اختلاف هذه النتائج.

## المراجع

أولاً: المراجع العربية:

أبو العز، محمد السعيد. 2013. *تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار والائتمان*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

عفيفي، هلال عبد الفتاح. 2015. أثر حوكمة مجلس الإدارة علي الاحتفاظ بالنقدية، دراسة اختبارية علي الشركات المساهمة المصرية، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنصورة، العدد الرابع.

عناي، محمد عبد السميع. 2011. *التحليل القياسي والاحصائي للبيانات مدخل حديث باستخدام Spss*، الدار الجامعية، الطبعة الثالثة، الاسكندرية.

زهران، علاء الدين محمود. 1990. استخدام نظريات الوكالة في تحليل مشاكل الاختيار من بين الطرق والقواعد المحاسبية البديلة مع التطبيق علي بعض المنشآت المصرية. رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

Ahmed, R., W. Qi. S. Ullah and D. Kimani. 2020. Determinants of corporate cash holdings: An empirical study of Chines listed firms. *Corporate Ownership and Control* 15 (3): 57-65.

Al-Amri, K., M. Al-Busaidi, and S. Akguc. 2015. Conservatism and corporate cash holdings: A riskis prospective. *Investment Management and Financial Innovations* 12 (1): 101-113.

Ali, S. M. Ullah. and N. Ullah. 2016. Determinants of corporate cash holdings A case of textile sector in Pakistan. *International Journal of Economics & Management Sciences* 5 (3): 1-10.

Al-Najjar, B. 2015. The effect of governance mechanisms on small and medium sized enterprise cash holdings: Evidence from the united kingdom. *Journal Of Small Business Management* 53 (2): 303-320.

- Aras, G. O. K. Furtuna and N. Tezcan. 2019. The determinants of corporate cash holdings: Does country legal regime matter? Evidence from Bric and Turkey. *Journal Of Economics Finance and Accounting* 6(4): 192-205.
- Borhanuddin, R. L. and P. W. Ching. 2011. Cash holdings ownership concentration and Board Independence: Evidence from Malaysia. *Malaysian accounting Review* 10 (1): 63-88.
- Chen, Y. 2008. Corporate governance and cash holdings: listed new economy versus old economy firms. *Corporate Governance* 16 (5): 430-442.
- Couderc, N. 2006. La detention dactifsliquides par les entreprises: Quelles explications? (corporate cash holdings: with English summary). *Revue Economique* 57 (3): 485-495.
- Dittmar, A. K., J. M. Mahrt-Smith, and H. Servaes. 2003. International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal Of Financial and Quantitative Analysis* 38 (1): 111-133.
- Ghill, A. and C. Shah. 2012. The determinants of cash holdings: Evidence from Canda. *International Journal Of Economics and Finance* 4 (1): 70-79.
- Harford, J. S., A. Mansi, and W. F. Maxwell. 2008. Corporate governance and firm cash holdings in the U S. *Journal of financial Economics* 87 (3): 535-555.
- Hedman, E. and J. Persson. 2014. Corporate cash holdings: An empirical study of ownership identities on the Swedish market. School Of Economics and Management. LUND UNI VERSITY. Available at: <http://up.lub./u.se/ student-papers/search/publication/449717>.

- Hilgen, M. 2015. The determinants of cash holdings: Evidence from German listed firms. Available at: [essay. Utwente.n1/68088/1/Hilgwn-MA-MB.pdf:1-69](https://www.utwente.nl/68088/1/Hilgwn-MA-MB.pdf)
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 79 (2): 323-329.
- Keynes, J. M. 1936. *The general theory of employment*. In: Interest and money. London, Harcourt Brace.
- Kariuki, S. N., G. S. Namusonge. and G. O. Orwa. 2015. Determinants of corporate cash holdings: Evidence from private manufacturing firms in Kenya. *International Journal Of Advance Research In Management and Social Sciences* 4 (6): 15-33.
- Kalcheva, I. and K. V. Lins. 2007. International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *The Review Of Financial Studies* 20 (4): 1087-1112.
- Le, D. H., p. L. Tran.T. P. Ta and D. M. VY. 2018. Determinants of corporate cash holdings: Evidence from UK listed firms. *Peer-Reviewed and open access Journal* 14 (3): 561-569.
- Maheshwari, Y. and K. T. V. Rao. 2017. Determinants of corporate cash holdings. *Global Business Review* 18 (2): 118-135.
- Myers, S. C. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal Of Financial Economics* 5: 147-175
- Myers, S. C. and R. G. Rajan. 1998. The paradox of liquidity. *The Quarterly Journal Of Economics* 113 (3): 733-771.



- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson. 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics* 52 (1): 3-46.
- Ozkan, A. and N. Ozkan. 2004. Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking and Finance* 28 (9): 2103-2134.
- Shah, A. The corporate cash holdings: Determinants and implications. 2011. *African Journal Of Business Management* 5(34): 12939-12950.
- Thir, S. H., A. Quddus. Z. Kahnum and M. Usman. 2020. Determinants of cash holding decision: Evidence from food Industry of Pakistan. *In proceeding of the 27 Th International Business Information Management Association Conference-Innovation Management and Education Excellence Vision* 3032-3039.
- Wai, W. Y. and Y. Zhu. 2013. The Effect of corporate governance on cash holdings: Evidence from Hong Kong Working Paper Baptist University, Hong Kong: 1-35.
- Wasiuzzaman, S. 2014. Analysis of corporate cash holdings of firms in Malaysia. *Journal Of Asia Business Studies* (8): 118- 135.