

أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين في ل انتشار Covid-19 دراسة تطبيقية علي بيئة الأعمال المصرية

د. إيهاب إبراهيم حامد عبد العال¹ أ.شريف ناجى عبد الجيد محمد²

د.محمد محمد حامد تمرز³

المستخلص

يعد قرار الاحتفاظ بمستوى معين للنقدية من أهم القرارات التي تتخذها إدارات الشركات لما لها من تأثير على قرارات المستثمرين سواء الحاليين أو المرتقبين ، بل ويزداد الأمر تعقيداً في ظل وجود وباء عالمي مثل COVID-19 ، لذا تسعى الدراسة إلى اختبار أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على ترشيد قرارات المستثمرين في ظل انتشار COVID-19 ، وذلك من خلال تقديم ثلاثة نماذج الأول نموذج لقياس أثر انتشار COVID-19 علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية لدي منشآت الأعمال، والثاني نموذج لقياس العلاقة بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وترشيد قرارات المستثمرين، والثالث نموذج لقياس أثر انتشار COVID-19 علي العلاقة بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وترشيد قرارات المستثمرين، وذلك من خلال الاعتماد على التقارير المالية المنشورة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية في القطاعات المختلفة ، حيث تم جمع البيانات من التقارير المالية المنشورة لهذه المنشآت ، وذلك عن المتغير المستقل مستوى الإحتفاظ بالنقدية والمتغير التابع

¹ أستاذ مساعد المحاسبة بمعهد القاهرة العالى للغات والترجمة الفورية والعلوم الإدارية بالمقطم .

البريد الإلكتروني : dr.ehabagwa@gmail.com

² مدرس مساعد بالمعهد العالى للعلوم الإدارية بأوسيم .

البريد الإلكتروني : nsherif656@gmail.com

³ أستاذ مساعد المحاسبة بكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية بالرياض .

البريد الإلكتروني : mtemraz69@gmail.com

أثر مستوى الإحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين في ظل انتشار Covid-19 دراسة
تطبيقية علي بيئة الأعمال المصرية

ترشيد قرارات المستثمرين والذي تم قياسه بالتغيرات في أسعار الأسهم، ولقد تم التعامل مع انتشار COVID-19 علي أنه حدث وقياس الأثر قبل وبعد هذا الحدث، بالإضافة إلى إدراج عدداً من المتغيرات الرقابية وهي حجم المنشأة والرافعة المالية ومعدل العائد علي الأصول. ولقد توصلت الدراسة إلي قبول الفروض العدمية بعدم وجود أثر جوهري لانتشار COVID-19 علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية، وكذلك عدم وجود أثر جوهري لمستوي الإحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين، وأخيراً عدم وجود أثر جوهري لانتشار COVID-19 علي العلاقة بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وترشيد قرارات المستثمرين.

الكلمات المفتاحية: مستوى الإحتفاظ بالنقدية، ترشيد قرارات المستثمرين، انتشار COVID-19.

The Impact of Cash Holding on Rationalizing Investors' Decisions in Light of Covid-19 Spread: an Applied Study to the Egyptian Business Environment

Abstract

The decision to maintain a certain level of cash is one of the most important decisions undertaken by corporate management because of its impact on investors' decisions, whether current or prospective, and the whole issue becomes more complicated during the outbreak of pandemics such as COVID-19. So, this study examines the impact of the level of cash holding on rationalizing Investors' decisions in light of the spread of COVID-19 through presenting three models. The first model measures the impact of the spread of COVID-19 on the level of cash holding in business establishments. The second model measures the relationship between the level of cash holding and the rationalization of investors' decisions. The third model measures the influence of the spread of COVID- 19 on the relationship between the level of cash holding and the rationalization of investors' decisions. The study relies on the published financial reports of companies listed on the Egyptian stock market in different sectors, where data were collected from the financial reports published for these establishments. The data identified the level of cash holding as the independent variable, whereas the data identified the rationalization of investors' decisions in view of changes of stock prices as the dependent variable. The outbreak of COVID-19 has been treated as an event and the impact is measured before and after

the event. Additionally, there is inclusion of a number of control variables, namely the size of the facility, the financial leverage and the rate of return on assets. The study concluded that the null hypotheses were accepted that there was no significant impact of the spread of COVID-19 on the level of cash holding, as well as the absence of a significant impact of the level of cash holding on rationalizing investors' decisions, and finally, the absence of a significant impact of the spread of COVID-19 on the relationship between the level of cash holding and the rationalization of investors' decisions.

Key Words: The Level of Cash Holding, Rationalization of Investors' Decisions, COVID-19.

مقدمة :

تعتمد قرارات المستثمرين بشكلٍ رئيسي علي المعلومات المتاحة، كما تعتمد هذه القرارات بصفة خاصة علي المعلومات المحاسبية عن أداء مُنشآت الأعمال، حيث تمثل المعلومات أهم مدخلات القرار للمستثمرين؛ فهي التي توجه المستثمرين نحو إتخاذ القرارات كما أنها بما تحمل من مؤشر معلوماتي تُساعد علي تحسين جودة تلك القرارات، ولذلك فإن المستثمرين وبصورة مستمرة بحاجة للمزيد من المعلومات عن الأداء الماضي ومعلومات عن الأداء الحالي وأيضاً معلومات تُساعد علي التنبؤ بالأداء المستقبلي. هذا علي مستوي المستثمرين أما علي مستوي سوق رأس المال ككل، فإن كفاءة سوق رأس المال لا تتحقق بتوافر قدر كبير من المعلومات فحسب بل وأيضاً بتحقق الإفصاح والشفافية.

وإذا كانت المعلومات بشكل عام والمعلومات المحاسبية بشكل خاص مؤثرة علي قرارات المستثمرين، فإن مستوي الإحتفاظ بالنقدية يُعد من أهم المعلومات التي تؤثر علي قرارات المستثمرين. فإذا كانت المنشآت تُقرر اختيارياً مقدار ما يجب توزيعه من الأرباح لأسهم المستثمرين، وهو أمرٌ محل ترقب من المستثمرين، فإنها تُقرر بالتوازي مع ذلك مستوي الإحتفاظ بالنقدية، وكلا القرارين مُرتبطٌ بالحاضر والمستقبل، فهو يؤثر علي المستثمر الحالي والمستثمر المُرتقب.

لذا فإن المعلومات المحاسبية تُعتبر شريان الحياة بالنسبة للمنشآت ، كما أن الهدف الرئيسي للمعلومات المحاسبية هو مساعدة متخذي القرارات علي اتخاذ قراراتٍ مستنيرة ، ومن ثم يجب أن تكون تلك المعلومات دقيقة ومكتملة وشاملة وأن تُقدم للمستثمر في الوقت المناسب، لأن المعلومات المحاسبية ذات الجودة العالية تدعم عملية المفاضلة بين الاستراتيجيات، وكذلك توفر فرصة لتقييمها.

مشكلة الدراسة :

تقف إدارات مُنشآت الأعمال طويلاً أمام اتخاذ قرار تحديد مستوى الإحتفاظ بالنقدية، فهو من ناحية يساعد علي وضع الخطط الإستراتيجية للمُنشأة موضع التنفيذ هذا في الأجل الطويل، أما في الأجل القصير فإنه يحمل في طياته مخاطر تخلي بعض المستثمرين عن أسهم بعض المُنشآت التي لا تقوم بتوزيع أرباح علي المُساهمين، وهذا القرار يحتاج إلي دراسة مُتعمقة لجوانب مُتعددة منها: ما هي الإستثمارات المُستقبلية المتوقعة، وما هي بدائل مصادر التمويل لهذه الإستثمارات، وكذلك طبيعة المستثمر وطريقة تفكيره هل هو مستثمر يفكر في الأجل الطويل أم الأجل القصير، وأيضاً فكر الإدارة في المخاطر المُحتمل التعرض لها مُستقبلاً وكيف يُمكن التحوط لهذه المخاطر.

وتزداد المُشكلة تعقداً في ظل الأزمات إذ تُغير الأزمات من طريقة تفكير إدارة المُنشأة وكذلك من سلوك المستثمرين، ويسود مُناخ من عدم التأكد يؤدي إلي نقص المعلومات وغموض التوقعات، بما يؤثر علي اتجاهات وقرارات الأشخاص. ويرى (Nguyen et al., 2021a) أنه على الرغم من أن معظم المُنشآت تعاني من التأثير السلبي للأوبئة، إلا أن هذا التأثير يختلف باختلاف أنواع المرض وتطوره. وتجدر الإشارة إلى أنه في حين يُنظر إلى انتشار COVID -19 على أنه وباء عالمي، فإن تأثيره السلبي على أداء المُنشآت في سوق رأس المال محل جدل واختلاف ، وقد لا يولي المستثمر أي اهتمام عندما يكون الوباء في مرحلته الأولية، ولكن عندما تصبح المعلومات المتعلقة بالوباء أكثر انتشاراً، يبدأ المستثمرون في التصرف بتوتر في الفترات اللاحقة.

كما يري أيمن (2021) أن تكاليف الاحتفاظ بالنقدية عند مستوى عالي قد تكون تكاليفه مرتفعة ومنها التكلفة المتكبدة وتعرف بالفرق بين الأرباح من الاحتفاظ بالنقدية والفوائد التي ستدفعها المنشآت لتمويل مبالغ نقدية إضافية، وقد تتكبد المنشأة تكلفة الفرصة البديلة من خلال الاحتفاظ بمستويات عالية من النقدية، وارتفاع تكاليف الوكالة المتمثلة في الاحتفاظ بمستويات نقدية عالية. كما يري Bansal et al., (2021) أن تأثير مستوى الإحتفاظ بالنقدية علي سوق رأس المال وعائد الأسهم يتوقف علي طبيعة تطلعات المستثمرين المستقبلية وعلي مستوى تقبلهم للمخاطر .

ولما كان قرار تحديد مستوى الإحتفاظ بالنقدية لدي منشأة الأعمال يؤثر علي الحاضر والمستقبل، ولما كان هذا القرار مهماً للمنشأة كما أنه دائماً محل إهتمام المستثمرين. فإن دراسة أثر مستوى الإحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرار المستثمرين تُعد قضية بحثية بالغة الأهمية، وتزداد أهمية هذه الدراسة في ظل الأزمات حيثُ تؤثر الأزمات علي التدفقات النقدية، ومن ثم تؤثر علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية. ولقد تم اعتبار انتشار فيروس COVID -19 كأحد الأزمات العالمية، لذا تستهدف الدراسة الحالية دراسة أثر مستوى الإحتفاظ بالنقدية في ظل انتشار COVID -19 علي ترشيد قرارات المستثمرين. وإذ يُقرر Nguyen et al., (2021b) أن دراسة تأثير انتشار COVID-19 على ربحية الأسهم والسيولة للمنشآت المدرجة في سوق الأوراق المالية أمرٌ بالغ الأهمية، فإن الباحثين يهدفوا في دراسة أثر انتشار COVID-19 علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية، وهل أدى هذا الانتشار لتغيرات في مستويات الإحتفاظ بالنقدية؟ بالإضافة إلي دراسة أثر مستوى

أثر مستوى الإحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين في ظل انتشار Covid-19 دراسة تطبيقية علي بيئة الأعمال المصرية

الإحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين، وعلى ذلك يمكن صياغة مشكلة الدراسة في الأسئلة البحثية التالية:

1- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لانتشار Covid-19 علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية بُمُنشآت الأعمال المُدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية؟

2- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوي الإحتفاظ بالنقدية علي قرارات المستثمرين بُمُنشآت الأعمال المُدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية؟

3- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لانتشار Covid-19 علي العلاقة بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وقرارات المستثمرين بُمُنشآت الأعمال المُدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.

4- هل توجد فروق جوهرية في العلاقة بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وقرارات المستثمرين بُمُنشآت الأعمال المُدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية قبل وبعد انتشار COVID-19.

هدف الدراسة :

يتمثل هدف الدراسة في تحديد أثر مستوى الإحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين في ظل انتشار Covid-19 وذلك بالتطبيق علي بيئة الأعمال المصرية ، ولتحقيق هذا الهدف فإنه يمكن تقسيمه إلى الأهداف الفرعية التالية :

- 1- دراسة أثر انتشار Covid-19 وأثره علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية.
- 2- بيان مستوى الإحتفاظ بالنقدية وأثره علي التغير في السعر السوقي للسهم
- 3- أثر انتشار Covid-19 علي العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وترشيد قرارات المستثمرين.
- 4- القيام بدراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة فى سوق الأوراق المالية المصرية.

أهمية الدراسة :

تتمثل الأهمية العلمية للدراسة في دعم نتائج عدد من الدراسات السابقة في مجال تحديد مستوى الإحتفاظ بالنقدية وأثره علي أسعار أسهم ، وإذ تتعدد نتائج الدراسات السابقة حيث تتوافق أحياناً وتتعارض أحياناً، تأتي هذه الدراسة لتدعم البحث في هذه القضية بهدف تحسين جودة القرارات المتعلقة بمستوي الإحتفاظ بالنقدية، وكذلك تتمثل الأهمية العلمية فيما تقدمه هذه الدراسة من إثراء علمي في مجال شائك تندر فيه الكتابات البحثية نظراً لتعدد الأبعاد المؤثرة علي قرارات الإحتفاظ بالنقدية، وبالأخص في ظل الأزمات والأوبئة، كما تتمثل الأهمية العملية لهذه الدراسة فيما تقدمه من نتائج عملية تتمثل في مجموعة من النتائج تُساعد المستثمرين علي ترشيد قراراتهم الإستثمارية، وتساعد مديري المنشآت علي اتخاذ أفضل القرارات المناسبة، وذلك في مجال تحديد المستوي المناسب للإحتفاظ بالنقدية، وتتمثل الإضافة العملية في تقديم قياس لأثر انتشار Covid-19 علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية، ثم تقديم قياس لأثر مستوى الإحتفاظ بالنقدية علي التغير

في السعر السوقي للسهم، وبعد ذلك يتم قياس أثر انتشار Covid-19 علي العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والسعر السوقي للسهم، ومن المتوقع أن تتمثل الأهمية العملية لهذه النتائج في دعم عمليات اتخاذ القرارات لدي مديري منشآت الأعمال، كما تدعّم وترشد القرارات لدي المستثمرين في سوق الأوراق المالية.

منهجية الدراسة :

تحقيقاً للهدف الأساسى للدراسة وكذلك أهدافها الفرعية فقد اعتمد الباحثون على المنهج الإيجابي ويجمع المنهج الإيجابي بين المنهجين الاستنباطي والإستقرائي وكلاهما مطلوب لإتمام هذه الدراسة، وإذ يتم الاعتماد علي المنهج الاستنباطي لتطوير واشتقاق الفروض من الدراسات السابقة والنظريات العلمية، فإنه يتم الاعتماد علي المنهج الاستقرائي لاختبار هذه الفروض في الواقع العملى ، أما الطريقة البحثية التي تعتمد عليها هذه الدراسة فهي الدراسة التطبيقية ، والتي تقوم بجمع بيانات واقعية من واقع البيانات المنشورة والتقارير المالية، وهي بيانات أكثر موثوقية من غيرها، ثم يتم تحليل هذه البيانات إحصائياً للحصول علي نتائج واقعية قابلة للتعميم.

ويتم جمع البيانات من محتوى التقارير المالية لمجموعة من المنشآت كعينة للدراسة، يتم اختيارها بضوابط معينة، وهذه البيانات والتقارير منشورة علي موقع مباشر البورصة المصرية، أو علي المواقع الإلكترونية لهذه المنشآت، ويتبع ذلك استخدام الاختبارات الإحصائية لتحليل واختبار هذه البيانات وعرض ومناقشة نتائج هذه الإختبارات.

حدود الدراسة :

سنتقتصر الدراسة التطبيقية على التقارير المالية للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية وفقاً للمؤشر EGX 100 خلال عامي 2019 ، 2020 ، بعد استبعاد القوائم للبنوك ومُنشآت الاستثمارات المالية والتأمين ، نظراً للطبيعة الخاصة لتلك المنشآت والتي تعد فيها النقدية عنصراً رئيسياً ومن ثم سوف تتأثر النتائج في حالة إدراج القوائم المالية لتلك المنشآت ضمن عينة الدراسة.

خطة الدراسة :

لتحقيق هدف الدراسة سوف يتم استكمالها على النحو التالي :

أولاً : الدراسات السابقة واشتقاق فروض الدراسة .

ثانياً : التأصيل النظرى لمتغيرات الدراسة .

ثالثاً : الدراسة التطبيقية .

الخلاصة والنتائج والتوصيات .

المراجع .

أولاً : الدراسات السابقة واشتقاق فروض الدراسة :

في ضوء متغيرات الدراسة سوف يتم تقسيم الدراسات السابقة إلى ثلاثة مجموعات من الدراسات كما يلي:

المجموعة الأولى وتتناول أثر انتشار Covid-19 على قرارات المستثمرين معبراً عنه بالتقلب في العائد على الأسهم ومن بين تلك الدراسات دراسة (Woo & Kim, 2020) والتي بحثت تفضيلات المتداولون لخيارات الأسهم في سوق الأوراق المالية لأسباب تشمل تأثير الرافعة المالية وتكاليف المعاملات والقيود

أثر مستوى الإحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين في ظل انتشار Covid-19 دراسة تطبيقية علي بيئة الأعمال المصرية

المفروضة على البيع على المكشوف، بالإضافة للقيام بالتنبؤ بالعوائد المستقبلية للأسهم باستخدام سلوك المتداولين في سوق الأوراق المالية ، وتوصلت الدراسة إلي أن المعلومات التي تم تحقيقها في سوق الخيارات لديها القدرة التنبؤية للعوائد المستقبلية للأصل المالي الأساسي، بناءً على فكرة تفضيل المتداولين لسوق الخيارات علي سوق الأسهم. كما أن سوق خيارات الأسهم الموحدة يتسم بالكفاءة ويؤثر على عملية اكتشاف الأسعار في سوق الأوراق المالية، ويتم حساب مؤشرات الحجم المستخدمة في هذه الدراسة من خلال تجميع كل من حجم البيع وحجم الشراء. إلا إن تلك المؤشرات يؤدي إلى تقييد هذه الدراسة لأن المؤشرات لا تتعامل مع حجم التداول الصافي، والذي يتم حسابه عن طريق طرح حجم البيع من حجم الشراء.

بينما استهدفت دراسة (Lin et al., 2021) اختبار أثر عمليات الشراء الهامشي والبيع على المكشوف على قلب العائد في سوق الأسهم الصينية أثناء انتشار فيروس كورونا، وتوصلت الدراسة إلي أن قلب العائد للأسهم المؤهلة لبرنامج التداول الهامشي والبيع على المكشوف ذات معدل دوران هامشي أعلى مما يُعد قلباً أعلى ، ومع ذلك فإن معدل دوران البيع على المكشوف لا يرتبط بشكل كبير بالتغير في قلب العائد. كما أن أثر الشراء الهامشي والبيع على المكشوف على تقلبات الأسعار أثناء انتشار COVID-19 قد تسبب في ارتفاع كبير في عدم التأكد، ومن المرجح أن يزيد متداولو الشراء الهامشي من المضاربة عندما تكون حالة عدم التأكد في السوق عالية. كما توصلت الدراسة إلي أن الأسهم ذات معدل دوران هامشي أعلى لديها تقلبات أعلى بكثير في عوائد الأسهم من تلك التي لديها معدل دوران منخفض أثناء انتشار فيروس كورونا ، وأيضاً فإنه عندما تكون مخاطر

الإصابة عالية ، فإن الأسهم ذات معدل دوران التداول الهامشي الأعلى تظهر تقلباً أعلى في عائد الأسهم من تلك التي لديها معدل دوران منخفض في التداول الهامشي، علي عكس الأسهم ذات معدل دوران البيع على المكشوف الأعلى التي تميل إلى أن يكون لها تقلب عائد أقل من تلك التي لديها معدل دوران منخفض للبيع على المكشوف.

أما دراسة (Bansal et al., 2021) فقد اتجهت نحو التحقق من أثر إدارة الأرباح الحقيقية (REM) على العوائد غير العادية للأسهم، في ظل الدور الوسيط لأثر السوق والحجم والقيمة وحجم التداول، بالإضافة إلى تناول نظرية تجانس الدخل كشكل خاص من أشكال إدارة الأرباح ، حيث يتلاعب المديرون بموجبه بالأرباح، لتبدو أقل تقلباً بمرور الوقت ، وقد أظهرت النتائج أن المستثمرين ينظرون إلى REM المنخفض كعنصر من عناصر المخاطرة ؛ وبالتالي يقومون بخصم أسعار الأسهم بمعدل أعلى، على العكس تظهر النتائج أن المستثمرين ينظرون بإيجابية إلى حركة الأرباح سريعة الارتفاع ؛ وبالتالي فإنهم يحتفظون بالأسهم حتى ولو بمعدل عائد أقل. كما أظهرت نتائج الدراسة أن علاوة الأسهم قد انخفضت نتيجة التقلبات السريعة في مستويات الربح ، بالإضافة إلى أن المنشآت ذات المستوى الأعلى والمنشآت الكبيرة والمنشآت ذات القيمة الأعلى والمنشآت ذات التداول الأعلى من المرجح أن تقوم بإدارة الأرباح بالزيادة ، ومن المتوقع أن يقوم المستثمرون بتشكيل استراتيجيات استثمار مناسبة لتحقيق عوائد أفضل من خلال اتخاذ مراكز طويلة وقصيرة الأجل بناءً على الاتجاه (صعوداً وهبوطاً) لحركة الأرباح السريعة، كما أن المستثمرين يخصصون أوزاناً مختلفة لأشكال مختلفة من إدارة الأرباح اعتماداً على حجم المخاطر التي ينطوي عليها كل شكل من أشكال إدارة الأرباح.

ونظراً لتأثير الإجراءات الحكومية على عوائد الأسهم خلال جائحة COVID-19

19 فقد اتجهت دراسة (Nguyen et al., 2021a) إلى بحث أثر انتشار COVID-19 والإجراءات الحكومية لمكافحة الأمراض على عوائد الأسهم والسيولة لمُنشآت الأعمال المُدرجة في فيتنام في قطاع الخدمات المالية، بالإضافة لقياس أثر جائحة COVID-19 على سوق الأسهم، في ظل تضارب التوقعات بشأن هذا الأثر. ولذلك فإن هذه الدراسة هدفت لإجراء بحث متعمق لسيولة سوق الأوراق المالية وربحياتها في ظل انتشار الوباء وسياسات مكافحة الأمراض التي تفرضها الحكومة ، وقد توصلت الدراسة إلي أن النمو اليومي في العدد الإجمالي للحالات المؤكدة الناجمة عن COVID-19 له آثار سلبية كبيرة على عوائد سوق الأسهم والسيولة ، رغم أن فرض الحكومة للإغلاق يؤدي إلى نتائج مهمة وإيجابية على أداء الأسهم. كما توصلت الدراسة لوجود اختلافات ملحوظة في عوائد الأسهم الكبيرة والصغيرة في ظل انتشار COVID-19.

كذلك بحثت دراسة (Nguyen et al., 2021b) عوائد الأسهم الصينية

خلال فترات الوباء المختلفة لتقييم تأثيرها على أداء سوق الأوراق المالية ، وتوصلت الدراسة إلي أن تأثير الوباء لم يعد مقصوراً على الجوانب الصحية والاجتماعية، بل إنه يؤثر على الاقتصاد أيضاً ، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن المستثمرين في مراكز الشراء يجب أن يتبعوا استراتيجية "الانتظار والترقب" خلال الأيام العشرة الأولى بعد الإعلان عن الوباء. قد تؤدي الاستجابة السريعة للانسحاب من السوق إلى خسارة كبيرة لأن عوائد الأسهم، قد تتعافي سريعاً مع نشر المزيد من المعلومات حول الوباء وتعود السوق على أخبار الوباء ، بالإضافة إلى ذلك ونظراً للانخفاض الحاد في سعر السهم يمكن التفكير في شراء الأسهم حتى يتمكن المستثمرون من

جني الأرباح عندما يتعافى السوق ، كما تشير النتائج إلى أن استجابة سوق الأسهم أكثر سلبية مع ارتفاع مستوى تطور المرض. وهذا يؤكد التوقعات المعتادة في سوق الأسهم، وقد لا يولي المستثمر أي اهتمام خاص عندما يكون الوباء في مرحلته الأولية، ولكن عندما تصبح المعلومات المتعلقة بالوباء أكثر انتشاراً، يبدأ المستثمرون في التصرف بتوتر في الفترات اللاحقة ، بالإضافة إلى أن استغلال العوائد غير الطبيعية يجب أن يتم في المراحل الأولى من الوباء.

بينما اختبرت دراسة (Neukirchen et al., 2022) العلاقة بين كفاءة المنشأة وعوائد الأسهم خلال جائحة COVID-19، بالإضافة إلى بحث العلاقة بين كفاءة المنشأة وعائد أسهمها بالاعتماد علي المحافظ التي تمتلكها منشآت الأعمال ، وانتهت الدراسة إلي أن المنشآت الأكثر كفاءة حققت عوائد أعلى خلال الفترة التي انخفضت فيها أسواق الأسهم الأمريكية بشكل كبير، كما توصلت الدراسة إلي أن المنشآت عالية الكفاءة حققت عوائد تراكمية أعلى بنسبة 9.44 نقطة مئوية على الأقل خلال انهيار السوق. كما أن المحفظة طويلة الأجل التي تمتلكها منشآت والتي تتسم بالكفاءة كانت تحقق أيضاً عائداً أسبوعياً إيجابياً بشكل ملحوظ بنسبة 3.53 % في المتوسط. وبشكل عام تظهر النتائج أن كفاءة المنشأة لها قوة تفسيرية كبيرة لعوائد الأسهم خلال فترة الأزمة.

أما دراسة (Nagel et al., 2022) فقد اختبرت فائدة الإفصاح عن إشارات الخطر (RDs) لدعم قرارات الاستثمار بشكل كبير، بالإضافة إلى تحديد أثر الإفصاح عن معلومات المخاطر المرتبطة بالعوائد غير العادية للأسهم، من خلال تحليل التقارير المالية للمنشآت المدرجة في سوق رأس المال ، وبالتركيز علي إشارات الخطر كإشارات تحذير محتملة للمستثمرين ، وقد توصلت الدراسة إلى أن

المستثمرين يقدرون العبارات الرئيسية المتعلقة بالعمل، حيث يهتم المستثمرين بالعبارات الرئيسية التي تحتوي على كلمات تشير إلى عدم التأكد على أنها إشارة سلبية (إيجابية)، كما توصلت الدراسة إلي قيام بعض المنشآت بزيادة قيمة المعلومات الخاصة بالبحث والتطوير لمستثمري الأسهم من خلال توفير معلومات مخصصة ضمن العبارات الرئيسية. بالإضافة إلى ذلك فقد توجه النتائج انتباه المستثمرين في الأسهم إلى فقرات نصية ذات صلة قد يكون تحليلها مفيداً فيما يتعلق بقرارات المستثمرين في سوق رأس المال ، كما تشير النتائج إلي آثار على المنشآت المفصح عنها وعلى المستثمرين في الأسهم وعلى هيئة الأوراق المالية والبورصات، فقد تقوم المنشآت بتغيير RDS الخاصة بها لزيادة قيمة المعلومات للمستثمرين في الأسهم والاستفادة من مزايا زيادة سيولة الأسهم وانخفاض تكلفة رأس المال الذي يأتي جنباً إلى جنب مع انخفاض في عدم تماثل المعلومات.

أما المجموعة الثانية فقد تناولت مستوى الإحتفاظ بالنقدية وأثره علي التغير في السعر السوقي للسهم ومن بين تلك الدراسات دراسة (زلط، 2019) والتي سعت نحو تحديد طبيعة العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية وأثر ذلك علي تقلبات أسعار الأسهم في القطاعات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري، في ظل مجموعة من المتغيرات الرقابية مثل حجم المنشأة ، والرافعة المالية، ومعدل الإنفاق الإستثماري، ومعدل التوزيعات النقدية، ومعدل العائد علي حقوق الملكية ، ولقد أشارت نتائج الدراسة إلي قدرة النموذج المقترح علي تفسير تقلبات أسعار الأسهم للقطاعات محل الدراسة في ضوء إلتزام المنشآت بتطبيق سياسات التحفظ المحاسبي وحسب مستوي الإحتفاظ بالنقدية، وكذلك أشارت النتائج إلي وجود تأثير معنوي مباشر لتطبيق سياسات التحفظ المحاسبي علي

مستوي الاحتفاظ بالنقدية وعلي تقلبات أسعار الأسهم ووجود تأثير معنوي لكل من التوزيعات النقدية المدفوعة ومعدل العائد علي حقوق الملكية والرافعة المالية علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية، بالإضافة لوجود فروق جوهرية بين قطاعات الدراسة فيما يتعلق بالتحفظ المحاسبي ومستوي الاحتفاظ بالنقدية وتقلبات أسعار الأسهم.

ونظراً لأهمية الاحتفاظ بالنقدية في البنوك فقد استهدفت دراسة (Trinh et

al., 2021) اختبار أهمية الاحتفاظ بالنقدية للبنوك وأثر ذلك علي قرارات مجلس الإدارة المتعددة، واختبار مدي الاعتماد علي حجم التدفق النقدي لتحقيق الكفاءة المالية لمنشآت الأعمال ،وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن المستثمرين يقدرون بشكل سلبي احتفاظ البنوك بقدر كبير من النقدية ، ورغم أن وجود أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة يؤدي لرقابة جيدة علي الاحتياطات النقدية بما يؤدي إلى تعزيز ثقة الجمهور، إلا أن القيمة السلبية لمعلومات الاحتفاظ بالنقدية كبيرة. كما توصلت الدراسة لإمكانية زيادة القيمة السوقية للبنك عندما تتخفف تكاليف الوكالة، وهو ما يتماشى مع دور رقابي فعال لمجلس الإدارة.

كذلك تعرضت دراسة (Chuan et al., 2021) لأهمية الاحتفاظ بالنقدية

لمنشآت الأعمال التي تعاني من مخاطر مالية مستقبلية، مقابل تلك المنشآت التي لديها تدفقات مالية كبيرة، بالإضافة لاختبار مدي وجود علاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم ، وقد توصلت الدراسة إلي أن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية ومتوسط عوائد الأسهم علاقة إيجابية وقوية لتخفيض المخاطر وإنشاء محافظ نقدية أفضل، وهذا يعني وجود علاقة سلبية بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم. كما توصلت الدراسة إلي أن أثر الاستثمار والربحية معاً لا يمكن أن يُفسر أثر الاحتفاظ بالنقدية بشكل كامل. كما أن المنشآت التي لديها احتفاظ بكم نقدية كبير أكثر

مخاطرة ، وبالتالي لديها عوائد متوقعة أعلى لأنها تمتلك عدداً كبيراً من خيارات النمو المحفوفة بالمخاطر ، كما توجد علاقة إيجابية بين الإنفاق على البحوث والتطوير وعوائد الأسهم المستقبلية؛ نظراً لأن الإنفاق المرتفع على البحوث والتطوير يجب أن يؤدي إلى عدد أكبر من خيارات النمو المحفوفة بالمخاطر ، أيضاً توصلت الدراسة إلي أن الاحتفاظ بالنقدية المرتفع قد يكون عرضة لمخاطر أعلى.

أما دراسة (Nyborg & Wang, 2021) فقد سعت نحو تقديم السبب والدليل على أن سيولة الأسهم تزيد من ميل الشركة للاحتفاظ بالنقدية ، وقد انتهت الدراسة إلى أن الشركات التي لديها أسهم أكثر سيولة لها تأثير إيجابي على الاحتفاظ بالنقدية ، ومن ثم تزيد من اتجاه الشركة نحو الاحتفاظ بالنقدية بشكل أكثر ويرجع السبب في ذلك لإعادة شراء الأسهم للاستفادة من الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها أو لتحقيق الاستقرار في أسعار أسهمها .

وأخيراً تناولت المجموعة الثالثة من الدراسات مجموعة من المتغيرات المختلفة التي تؤثر على الاحتفاظ بالنقدية ومن بين تلك الدراسات دراسة (مُصطفى، 2020) والتي بحثت العلاقة بين محاسبة القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية اعتماداً على مفهوم الوكالة كمدخل يمكن الاستناد إليه في تفسير قيام الوحدة بالاحتفاظ بالنقدية ، توصلت الدراسة إلي وجود دليلاً عملياً في بيئة الأعمال المصرية للعلاقة بين محاسبة القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية، ومن ثم تفسير التغيرات التي تحدث في مستوى النقدية المحتفظ بها، وأن تلك النتائج ترتبط بمتغيرات معينة تضمنها نموذج الانحدار المتعدد، كما ترتبط بطريقة توصيف وقياس متغيرات النموذج، ومن ثم في حالة اختلاف متغيرات النموذج وطريقة

توصيفها وقياسها، قد تتغير النتائج تبعاً لذلك ، كما توصلت الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة ارتباط طردية ذات دلالة إحصائية للنقدية المحتفظ بها مع كل من معدل العائد على الأصول وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية. وكذلك وجود علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة إحصائية للنقدية المحتفظ بها مع كل من صافي رأس المال العامل والأرباح المحتجزة ، كما تبين من نموذج الانحدار وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للقيمة العادلة على مستوى النقدية المحتفظ بها، ووجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على مستوى النقدية المحتفظ بها من كل من معدل العائد على الأصول، وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، ووجود فروق ذات دلالة إحصائية بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصرية فيما يتعلق بمستوى الاحتفاظ بالنقدية، ويتضح ذلك من اختلاف متوسط النقدية المحتفظ بها في القطاعات المختلفة، حيث حقق قطاع خدمات النقل والشحن أعلى متوسط.

أيضاً تعرضت دراسة (**Javadi & et al., 2021**) لاستخدام العلاقة بين مشكلات الوكالة والاحتفاظ بالنقدية لبحث سبل وجود علاقة سلبية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والاحتفاظ بالنقدية للشركات غير الأمريكية في 19 دولة ، وقد توصلت الدراسة إلى أن خفض النقدية المحتفظ بها يساعد على التخفيف من مشكلات الوكالة في ظل وجود حالة من عدم التأكد في السياسة الاقتصادية .

بينما تناولت دراسة (**Chowdhury, Doukas & Park, 2021**) مدى تأثير توجيه أصحاب المصالح على الاحتفاظ بالنقدية من خلال ضبط الإدارة غير الفعالة وخفض تكاليف الوكالة ، وذلك من خلال تحديد دور التشريع المتدرج لقوانين الدوائر الانتخابية عبر الولايات المختلفة على توجيه أصحاب المصالح ، وقد توصلت الدراسة إلى أن القيمة الحدية للاحتفاظ بالنقدية تزداد بشكل ملحوظ

إحصائياً واقتصادياً بعد إقرار قوانين الدوائر الانتخابية ، حيث يكون تأثير قوانين الدوائر الانتخابية على الاحتفاظ بالنقدية أقوى بالنسبة للشركات ذات أصحاب المصالح الأضعف نسبياً وتكاليف الوكالة المرتفعة ، وعدم تماثل المعلومات المرتفع ، كما أظهرت نتائج الدراسة أن كفاءة الاستثمار وعمليات الاندماج والشراء والنفقات الرأسمالية قد تحسنت بشكل ملحوظ بعد اعتماد قوانين الدوائر الانتخابية .

أما دراسة (أمين، 2021) فقد سعت إلى بحث واختبار مدى تأثير التدفقات النقدية التشغيلية على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية لعينة من المنشآت غير المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من 2016 وحتى 2019 ، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية معنوية لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية لمنشآت الأعمال غير المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية، فضلا عن وجود تأثير إيجابي ومعنوي لدور التدفقات النقدية التشغيلية على العلاقة بينهما ، مع وجود علاقة إيجابية ومعنوية مع حجم المنشأة كمتغير رقابي، وعلاقة إيجابية غير معنوية مع الرفع المالي للمنشأة ، كما تحسن النموذج في ظل معالجة صافي رأس المال العامل كمتغير رقابي لوجود تأثير إيجابي ومعنوي لصافي رأس المال العامل مع الاحتفاظ بالنقدية، وكذلك وجود تأثير معنوي إيجابي للتدفقات النقدية على العلاقة محل الدراسة ، كما توصلت الدراسة وأيضاً إلى وجود انخفاض في معامل الانحدار الخاص بالنموذج بعد إدخال المتغيرات الرقابية للنموذج.

ونظراً لتأثير الأزمة المالية العالمية على السياسات المالية للشركات ومنها الاحتفاظ بالنقدية فقد اتجهت دراسة (Batuman, Yildiz & Karan, 2021)

نحو بحث تأثير الأزمة المالية العالمية على محددات الاحتفاظ بالنقدية فى الشركات وعلى التعديلات التى تقوم بها الشركات للوصول إلى مستوى النقدية المستهدف وذلك على عينة من الشركات فى أوربا الشرقية ، وقد انتهت الدراسة إلى أن محددات الاحتفاظ بالنقدية تختلف اختلافاً كبيراً فى فترات ما قبل الأزمة وما بعدها ، وأن سرعة الوصول إلى المستوى النقدى الأمثل أقل فى فترة ما بعد الأزمة .

واستمراراً للبحث فى نفس الاتجاه فقد سعت دراسة (**Chang & Yang, 2022**)

إلى بحث دور الاحتفاظ بالنقدية أثناء الأزمات على سرعة التعافى بعد الأزمات ، وقد توصلت الدراسة إلى أنه إذا كان لدى الشركة حيازات نقدية أعلى فإن أداؤها التشغيلى يتعافى بسرعة أكبر بعد الأزمة المالية ، كما إن الاحتفاظ بالنقدية بشكل مرتفع يزيد من النفقات الرأسمالية ونفقات البحوث والتطوير مما يحسن من أداء الشركات بسرعة أكبر بعد الأزمة المالية ، وأخيراً تؤثر الاختلافات فى قيود التمويل وحوكمة الشركات ودرجة التطور المالى على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وسرعة التعافى بعد الأزمة ، ومن ثم فإنه يجب على الشركات أن تحتفظ بشكل حكيم بالأموال النقدية فى حساباتها للحماية من حالات الطوارئ غير المتوقعة .

أما عن تأثير التباين الثقافى بين الدول على احتفاظ الشركات بالنقدية فقد اتجهت دراسة (**So & Zhang, 2022**) نحو بحث تأثير التباين الثقافى على احتفاظ الشركات بالنقدية من خلال التركيز على الشركات متعددة الجنسية ، وقد توصلت الدراسة إلى أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية بالشركات يرتبط ارتباطاً إيجابياً بدرجة الاختلافات الثقافية داخل الشركات متعددة الجنسية ، وأنه يمكن تفسير هذه العلاقة الايجابية من خلال الدوافع والوكالة ، وأن تنوع الأعمال والتركيز الجغرافى يمكن أن يخفف من المستويات العالية للاحتفاظ بالنقدية المرتبطة بالتباين الثقافى .

بينما تناولت دراسة (Nejadmalayeri & Usman, 2022) تأثير
التفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية ومبيعات الأصول على انتشار ديون الشركات وذلك
بعد الأزمة المالية العالمية عام 2008 ، وقد انتهت الدراسة إلى أن هناك ارتباط
غير خطى واضح واضح بين هوامش الائتمان وسيولة الأصول وهو ما يتوافق مع
التوقعات التحليلية وخاصة بالنسبة للشركات ذات الربحية العالية والمنخفضة على
السواء .

أما دراسة (Zhang & Zhou, 2022) فقد تعرضت لبحث تأثير المنافسة
في السوق على احتفاظ الشركات بالنقدية وذلك على عينة من الشركات المدرجة في
سوق الأوراق المالية الصينية في الفترة من عام 1998 إلى عام 2019 ، وقد
توصلت الدراسة إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يتأثر سلباً بمنافسة السوق وأنه يتم تخفيف
هذا التأثير بالنسبة للشركات المملوكة ، وكذلك الشركات التي لديها إجمالي أصول
كبير .

بينما اتجهت دراسة (Kuo, Du & Lee, 2022) نحو البحث عما إذا
كانت جودة القائم بعملية المراجعة تساهم في تعزيز قيمة الشركة من خلال تحسين
تقييم السوق للشركات المحتفظة بالنقدية ، حيث تعمل جودة المراجعة العالية على
تحسين جودة التقارير المالية مما يحد من سوء استخدام الإدارة للموارد المتاحة لها ،
وبالتالي يحسن من الاحتفاظ بالنقدية ، وقد توصلت الدراسة إلى أن الخبرة الصناعية
للمراجع تحسن من الاحتفاظ بالنقدية .

وأخيراً تعرضت دراسة (El Yasiani & Movaghari, 2022) لبحث
محددات الاحتفاظ بالنقدية للشركات ، وذلك نظراً لكون النقدية المحتفظ بها من قبل

الشركات أصبحت مركزة بشكل متزايد بمرور الوقت مما أدى إلى تلاشي عوائد المساهمين وتفاقم مشاكل الوكالة ، وقد انتهت الدراسة إلى أن الرافعة المالية تعتبر عاملاً رئيسياً للاحتفاظ بالنقدية ، حيث تعد سياسات النقد والديون مرتبطان ارتباطاً وثيقاً ببعضهما البعض ، كما تختلف محددات الاحتفاظ بالنقدية بين الشركات المقيدة وغير المقيدة في سوق الأوراق المالية .

التعليق على الدراسات السابقة:

يتبين من العرض السابق للدراسات السابقة أن اهتمامات الدراسات السابقة أنصبت علي ثلاث محاور رئيسية حيث تناولت المجموعة الأولى الدراسات التي تناولت أثر انتشار Covid-19 على قرارات المستثمرين معبراً عنه بالتقلب في العائد على الأسهم ، وتناولت المجموعة الثانية الدراسات التي اهتمت بأثر مستوى الإحتفاظ بالنقدية علي السعر السوقي للسهم ، وأخيراً تناولت المجموعة الثالثة الدراسات التي تعرضت لأثر مجموعة من المتغيرات المختلفة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وقد اختلفت تلك الدراسات من حيث النتائج التي توصلت إليها ، فضلا عن أنها لم تتناول أثر مستوى الإحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين في ظل انتشار Covid-19 (متغيرات الدراسة) بشكل مجتمع وتطبيق ذلك على البيئة المصرية وهو ما تسعى إليه الدراسة ، وعلى ذلك تتمثل فروض الدراسة في ثلاثة فروض وهم :

H_1 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لانتشار Covid-19 علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية بُمُنشآت الأعمال المُدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.

H_2 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوي الإحتفاظ بالنقدية علي قرارات المستثمرين بُمُنشآت الأعمال المُدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.

أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين في ظل انتشار Covid-19 دراسة تطبيقية علي بيئة الأعمال المصرية

H₃: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لانتشار Covid-19 علي العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقرارات المستثمرين بُمُنشآت الأعمال المُدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.

ثانياً : التأسيس النظري لمتغيرات الدراسة

يتناول هذا القسم التأسيس النظري لمتغيرات الدراسة وذلك علي النحو التالي:

مستوي الاحتفاظ بالنقدية

وفقاً لنظرية العلاقة التبادلية التعويضية Trade-off theory تتبع مزايا الاحتفاظ بالنقدية من دافع تخفيض تكلفة المعاملات ودافع الإحتياط ضد المخاطر (Chireka & Fakoya, 2017) ، كما يري (Mumtaz et al., 2020) أن الاحتفاظ بالنقدية يعد بمثابة حماية ضد الأوقات الصعبة عندما ترغب المُنشآت في الحصول على تمويل من مصادر خارجية، إلا أن الاحتفاظ بمزيد من النقدية يكلف المُنشآت علاوة سيولة في شكل معدل عائد أقل ناتج عن هذه الأصول السائلة المخزنة. ومن منظور نظرية الوكالة التي تتناول المشاكل التي تنشأ بين المساهمين والإدارة. وتفسر النظرية مستوى الاحتفاظ بالنقدية علي أنه قد يسبب تضارب بين زيادة ثروة المساهمين وتعظيم مكافآت الإدارة، عندما يكون لدى الأصيل والوكيل توقعات متناقضة للمخاطر (Khan et al., 2017).

ترشيد قرارات المستثمرين

يعتمد أداء أسواق الأسهم بشكل كبير على سلوك المستثمرين ومن أهم المتغيرات التي تؤثر علي سلوك المستثمر حجم التداول والأخبار والتقارير المالية ومعدلات الفائدة، وقد اتفق (محمد، وآخرون 2018 (Ali,2021) ; على أن المعلومات المحاسبية تقوم بدورٍ مهم في ترشيد قرارات المستثمرين. كما أن أسعار الأسهم وعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية ترتبط بشكل كبير بقرارات منشآت الأعمال المهمة مثل قرار تحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية. بالإضافة إلى ذلك معدلات الفائدة على الودائع والإقراض والنمو الاقتصادي والأوضاع السياسية واستقرار البنوك. ووفق دراسة (Bondia et al., 2019) يتمثل التحدي المستمر للمستثمر في تحديد المعلومات ذات الصلة بقراره . فعند اتخاذ قرار بشراء سهم، يتعين على المستثمر الفردي الاختيار من بين الأسهم المتاحة، ومع كون المعلومات التي يتعين تحليلها معقدة ولا تقع في دائرة اختصاص المستثمرين، فإن مثل هذه الظروف تجعل قرار شراء أو بيع الأسهم معقداً بطبيعته.

ثالثاً : الدراسة التطبيقية

يتناول هذا القسم الدراسة التطبيقية بهدف اختبار أثر انتشار Covid-19 علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وكذلك أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين، ثم قياس واختبار أثر انتشار Covid-19 علي العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وترشيد قرارات المستثمرين، وذلك من خلال اختبار فروض الدراسة بالتطبيق على عينة من المنشآت المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية، وكذلك بهدف قياس واختبار الفروض التي تم اشتقاقها بعد تحليل الدراسات السابقة المرتبطة بالموضوع. ولذا فإن هذا القسم يتناول تحديد وقياس متغيرات الدراسة، ووصف مجتمع الدراسة والعينة المستهدفة من المنشآت، ومصادر الحصول على

البيانات والنماذج والأساليب الإحصائية التي سيتم الإعتماد عليها لاختبار الفروض
وتفسير النتائج لهذه الدراسة التطبيقية.

متغيرات ونموذج الدراسة

تشتمل هذه الدراسة علي متغير تابع واحد وهو ترشيد قرارات المستثمرين،
وتعكس قرارات المستثمرين كاستجابة للمعلومات المحاسبية المنشورة في صورة
قرارات شراء أو بيع لأسهم المنشآت حسب ما تعكسه هذه المعلومات عن أداء
المنشأة، ومن المعروف أن الطلب المتزايد علي أسهم المنشآت التي وفرت معلومات
محاسبية ملائمة عن أدائها المتميز سيؤدي إلي ارتفاع أسعار أسهمها، وعلي
العكس إذا وفرت التقارير المالية معلومات محاسبية عن أداء ضعيف للمنشأة، فإن
ذلك يؤدي لزيادة عرض الأسهم الأمر الذي يتبعه انخفاض في أسعار أسهم هذه
المنشآت، وبالتالي فإن المعلومات المحاسبية الملائمة تنعكس في صورة تغير في
أسعار الأسهم، وتمثل المعلومات عن مستوى الإحتفاظ بالنقدية وما يتبعها من
مستوي التوزيعات علي المستثمرين أحد أهم المعلومات التي تؤثر علي قرارات
المستثمرين، ومن ثم يمكن استخدام عوائد الأسهم كمقياس لترشيد قرارات
المستثمرين.

$$P_{tp} = \{ (P_{t1} - P_{t0}) / P_{t0} \}$$

P_{tp} : عوائد الأسهم في فترة الدراسة

P_{t0} : سعر السهم أول العام

P_{t1} : سعر السهم آخر العام

كما تشتمل الدراسة علي متغير مستقل رئيسي هو مستوى الإحتفاظ بالنقدية، ولقد أكدت الدراسات السابقة علي تضارب واختلاف أثر مستوى الإحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين، وذلك وفقاً لنمط المستثمر وطريقة تعامله مع المخاطر، ويمكن قياس مستوى الإحتفاظ بالنقدية من خلال تجنب التوزيعات الموزعة من صافي الربح ثم تحييد حجم الشركات بالقسمة علي إجمالي الأصول وذلك كما يظهر بالنموذج التالي:

$$HM = (NP - D) / TA$$

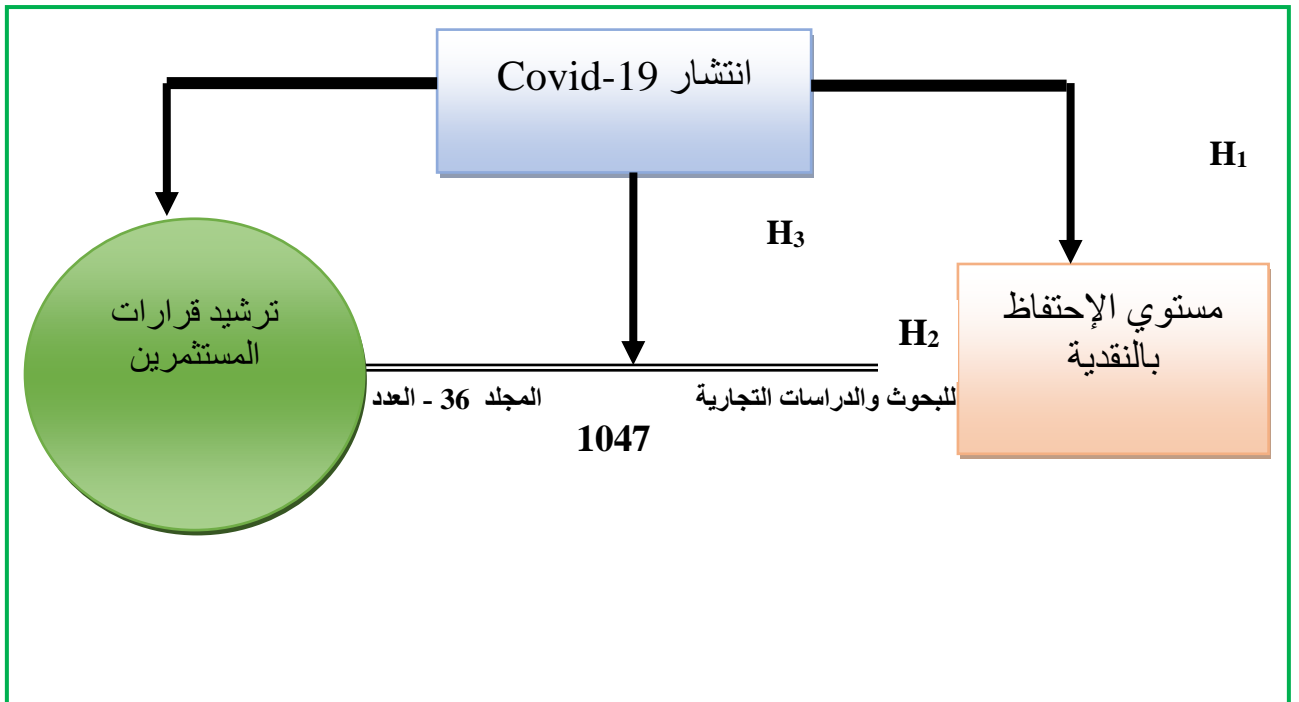
HM: مستوى الإحتفاظ بالنقدية

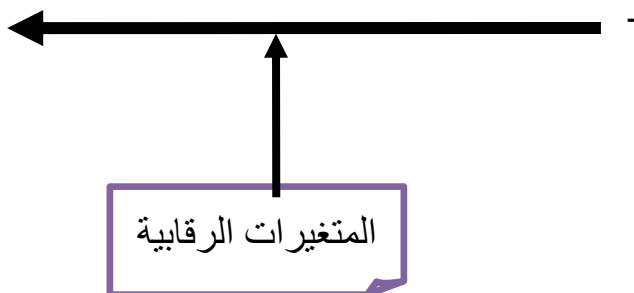
NP: صافي ربح العام

D: توزيعات الأسهم للعام

TA: إجمالي الأصول

كما تشتمل الدراسة علي عدد من المتغيرات الرقابية الأخرى مثل حجم المنشأة والرافعة المالية ومعدل العائد علي الأصول، وتم استخدامهم كمتغيرات ضابطة للعلاقة بين المتغيرات المستقل والمتغير التابع، ويتم قياس أثر المتغير المستقل علي المتغير التابع قبل وبعد انتشار Covid-19 وفي ظل المتغيرات الرقابية وبدونها وذلك كما بالنموذج الوصفي التالي:





(النموذج المقترح: إعداد الباحثون)

علي ذلك يمكن صياغة نموذج الدراسة كما بالنموذج التالي:

$$ID = B_0 + B_1 X_1 + B_2 X_2 + B_3 X_3 + B_4 X_4 + e$$

ID: ترشيد قرارات المستثمرين

X_1 : مستوى الإحتفاظ بالنقدية

X_2 : حجم المنشأة

X_3 : الرافعة المالية

X_4 : معدل العائد علي الأصول

e : الخطأ العشوائي

B_0, B_1 : معاملات نموذج الإنحدار

ويمكن توضيح طرق قياس المتغيرات كما يظهر بالجدول (1) :

جدول (1) ترميز وقياس متغيرات الدراسة

م	نوع المتغير	اسم المتغير	عناصر القوائم	طريقة القياس
1	المتغير المستقل	مستوي الإحتفاظ بالنقدية	النقدية وما في حكمها أخر العام	$HM = (NP - D) / TA$
2	المتغير التابع	ترشيد قرارات المستثمرين	تغيرات أسعار الأسهم	$P_{tp} = \{ (P_{t1} - P_{t0}) / P_{t0} \}$
3	متغيرات رقابية	حجم المنشأة، الرافعة المالية، معدل العائد علي الأصول	إجمالي الأصول الديون/ حق الملكية صافي الدخل/ إجمالي الأصول	إجمالي الأصول الديون/ حق الملكية صافي الدخل/ إجمالي الأصول

مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في شركات المساهمة المصرية المقيدة والمتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصرية ، فيما عدا البنوك والمنشآت المالية نظراً لطبيعتها الخاصة، وتشكل شركات المساهمة العامة أحد أهم الأشكال القانونية للمنشآت الفاعلة في مجال تحقيق التنمية الاقتصادية نظراً لقدرتها على تجميع المدخرات من شريحة واسعة من المواطنين في منطقة جغرافية واسعة ولا يوجد بينهم أي اتصال، وتوفير بدائل استثمارية أمام صغار المدخرين. وتساهم المعلومات المحاسبية المنشورة للمنشآت المساهمة في رفع مستوى الكفاءة الاقتصادية واستقرار الأسواق المالية ورفع في مستوى الشفافية وبناء الثقة مع المساهمين وحماية استثماراتهم، ولذلك يمكن اختيار شركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية كمجتمع لهذه الدراسة لأنها أكثر المنشآت إلزاماً بقواعد وآليات حوكمة المنشآت.

أثر مستوى الإحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين في ظل انتشار Covid-19 دراسة
تطبيقية علي بيئة الأعمال المصرية

ويمكن اختيار عينة من هذه الشركات والتي تُمثل قطاعات الأعمال المختلفة وذلك بضوابط توافر التقارير المالية لهذه الشركات لعامي 2019-2020 وكذلك بضوابط استبعاد البنوك والمُنشآت المالية ، وبالتالي فإن العينة تشتمل علي الشركات المحددة كما يظهر بالجدول (2):

جدول (2) شركات عينة الدراسة

م	عدد الشركات	القطاع	م	عدد الشركات	القطاع
1	9 شركات	قطاع الموارد الأساسية	7	1 شركة	قطاع التجارة والتوزيع
2	5 شركات	قطاع الرعاية الصحية والأدوية	8	3 شركات	قطاع النقل والشحن
3	7 شركات	قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية	9	2 شركة	قطاع الخدمات التعليمية
4	4 شركات	قطاع السياحة والترفيه	10	2 شركة	قطاع المقاولات والإنشاءات الهندسية
5	2 شركة	قطاع الاتصالات والإعلام والتكنولوجيا	11	2 شركة	قطاع مواد البناء
6	1 شركة	قطاع الطاقة والخدمات المساندة	12	3 شركات	قطاع المنسوجات والملابس

وتتمثل عينة الدراسة في القوائم المالية المنشورة لعامي الدراسة لقياس أثر انتشار Covid-19 علي متغيرات الدراسة المختلفة قبل وبعد انتشار Covid-19 (2019-2020) ، حيث تنطبق عليها شروط الدراسة الحالية والتي أهمها: توافر التقارير المالية لهذه الشركات في فترة الدراسة، واستبعاد الشركات التي لا تتوفر التقارير المالية الخاصة بها أو التي لا يمكن للباحثون أن يصلوا إليها في فترة الدراسة ، وكذلك البنوك والمُنشآت المالية. ويمكن توضيح عينة الدراسة النهائية كما يظهر بالجدول (3):

جدول (3) عينة الدراسة

م	القطاع	الشركات	م	القطاع	الشركات	
1	قطاع الموارد الأساسية	مصر للأسمدة MFPC	22	قطاع الرعاية الصحية والأدوية	إبيكو	
2		عتاقة	23		أكتوبر فارما	
3		سماد مصر	24		سبأ	
4		مصر للألمونيوم	25		مينا	
5		الألمونيوم العربية	26		جلاكسو سيمنتكلاين	
6	قطاع الطاقة والخدمات المساندة	مصر للكماويات	27	قطاع خدمات ومنتجات صناعية	الكابلات	
7		كفر الزيات	28		الشروق للطباعة	
8		حديد عز	29		السويدي	
9		الحديد والصلب المصرية	30		دلتا للطباعة	
10		أموك الأسكندرية للزيوت	31		انترناشونال بيزنس	
11		أم ام جروب للتوزيع	32		فاروتك	
12		قطاع السياحة والترفيه	أسيوط الاسلامية		33	المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي
13			المصرية للسياحة		34	المصرية

أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين في ظل انتشار Covid-19 دراسة تطبيقية علي بيئة الأعمال المصرية

للإتصالات	والتكنولوجيا			
القاهرة للإستثمار	قطاع الخدمات التعليمية	35	المصرية للمنتجات	14
قناة السويس لتوطين التكنولوجيا		36	بيراميدز	15
العامة لمنتجات الخزف	قطاع مواد البناء	37	المصرية لخدمات النقل	16
		38	القناة للتوكيلات الملاحية	17
العامة لصناعة الورق	قطاع الورق ومواد التعبئة	39	الإسكندرية لتداول الحاويات	18
وادي كوم امبو	قطاع المقاولات	40	جولدن تكس للأصواف	19
			دايس للملابس	20
الجيزة العامة		41	النساجون الشرقيون	21

الإحصاء الوصفي لبيانات المتغيرات

يمكن إجراء الاختبارات الإحصائية الوصفية للمتغيرات المختلفة، وذلك بعد جمع البيانات من واقع التقارير المالية المنشورة للشركات قيد الدراسة، وذلك بهدف وصف البيانات المالية التي تم استخراجها من القوائم المالية، وللحصول علي المتوسطات للإعتماد عليها عند إجراء الاختبارات الإحصائية اللازمة وتحديد قبول أو رفض الفروض الإحصائية ويمكن عرض هذا التحليل كما يلي:

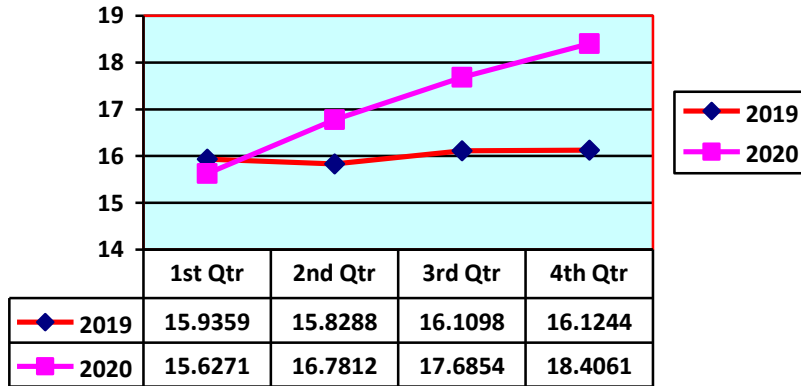
تم اجراء الإحصاء الوصفي لمتغير الدراسة التابع وهو تغيرات أسعار الأسهم والتي تم احتسابها لكل شركة خلال فترة الأزمة وقبلها، بهدف تحديد مدي تأثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية قبل وبعد انتشار Covid-19 وأثر ذلك علي ترشيد

د.إيهاب إبراهيم حامد عبد العال ، شريف ناجي عبد الجيد محمد ، د. محمد محمد حامد تمارز

قرارات المستثمرين، ويمكن قياس ذلك من خلال قياس عوائد الأسهم لكل منشأة علي مدار فترة الدراسة، ولقد تم اجراء الإحصاء الوصفي لبيانات المتغير التابع وكانت النتائج كما بالجدول (4):

جدول (4) الإحصاء الوصفي لبيانات المتغير التابع

المتوسط	الانحراف المعياري	التباين	أقل قيمة	أكبر قيمة	N	أسعار الأسهم للعينة	رمز المتغير
					Valid		
15.9359	23.91775	572.059	.20	101.90	41	الربع الأول 2019	Y11
15.8288	23.72116	562.693	.18	101.90	41	الربع الثاني 2019	Y12
16.1098	23.37271	546.284	.18	101.90	41	الربع الثالث 2019	Y13
16.1244	23.47659	551.150	.19	101.90	41	الربع الرابع 2019	Y14
15.6271	24.53593	602.012	.18	101.90	41	الربع الأول 2020	Y21
16.7812	24.50744	600.614	.31	101.90	41	الربع الأول 2020	Y22
17.6854	24.12500	582.016	.44	101.90	41	الربع الأول 2020	Y23
18.4061	24.40206	595.460	.74	101.90	41	الربع الأول 2020	Y24



يتبين من الجدول السابق أن متوسط أسعار الأسهم لمُنشآت العينة قد بلغت للربع الأول من عام 2019 (15.936 جنيه) ، بينما قد بلغ لعام 2020 (15.627 جنيه) ، كما يتبين أن متوسط أسعار الأسهم للربع الثاني من عام 2019 قد بلغ (15.829 جنيه) بالمقارنة مع عام 2020 والذي بلغ (16.781 جنيه) ، أما متوسط أسعار الأسهم للربع الثالث من عام 2019 قد بلغ (16.109 جنيه) بالمقارنة مع عام 2020 والذي بلغ (17.6854 جنيه) ، أما متوسط أسعار الأسهم للربع الرابع فق بلغ (16.124 جنيه) لعام 2019، كما بلغ (18.406 جنيه) لعام 2020.

كما تم اجراء التحليل الإحصائي الوصفي باستخدام مقاييس النزعة المركزية كالوسط والمنوال، وباستخدام مقاييس التشتت كالتباين والانحراف المعياري، وذلك لمستوي الإحتفاظ بالنقدية، للوقوف علي المستويات المختلفة للإحتفاظ بالنقدية قبل وأثناء الأزمة، ولقد كانت النتائج كما بالجدول (5):

جدول (5) الإحصاء الوصفي لمستوي الإحتفاظ بالنقدية

المتغيرات	N	أكبر قيمة	أقل قيمة	التباين	الإنحراف المعياري	المتوسط
مستوي الإحتفاظ بالنقدية بعد	41	77867015 16	11582.0 0	1817599213934 21	13481836 72	43553648 6.7
مستوي الإحتفاظ بالنقدية قبل	41	94258297 88	13261.0 0	2250844694797 10	15002815 38	39973230 3.9

من الجدول السابق يتضح أن متوسط مستوي الإحتفاظ بالنقدية قبل انتشار Covid-19 لمُنشآت العينة قد بلغ حوالى 400 مليار جنيه ، كما بلغت أكبر قيمة لمستوي الإحتفاظ بالنقدية قبل انتشار Covid-19 9.4 تريليون جنيه. أما متوسط مستوي الإحتفاظ بالنقدية بعد انتشار Covid-19 لمُنشآت العينة قد بلغ 435,5 مليار جنيه كما بلغت أكبر قيمة لمستوي الإحتفاظ بالنقدية بعد انتشار Covid-19 7.7 تريليون جنيه.

أيضاً تم اجراء التحليل الإحصائي الوصفي باستخدام مقاييس النزعة المركزية كالوسط والمنوال، وباستخدام مقاييس التشتت كالتباين والانحراف المعياري،

أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين في ظل انتشار Covid-19 دراسة تطبيقية علي بيئة الأعمال المصرية

وذلك للمتغيرات الرقابية، للوقوف علي المستويات المختلفة لهذه المتغيرات قبل وأثناء الأزمة، ولقد كانت النتائج كما بالجدول (6):

جدول (6) الإحصاء الوصفي للمتغيرات الرقابية

المتغيرات	N	أكبر قيمة	أقل قيمة	التباين	الانحراف المعياري	المتوسط
حجم المنشأة قبل	41	12687068948	1795536	1076450590870646400	3280930646	1900947071
حجم المنشأة بعد	41	13931007213	1710935	129624415842021600	3600339092	2034040360
الرافعة المالية قبل	41	.60	.00	.294	.54177	.2925
الرافعة المالية بعد	41	.56	.02	.411	.64127	.232
العائد علي الأصول قبل	41	.63	.00	.032	.18009	.0786
العائد علي الأصول بعد	41	.70	.00	.044	.20921	.1179

يتضح من الجدول السابق أن أكبر حجم لمنشأة كمتغير رقابي قبل انتشار Covid-19 لمنشآت العينة قد بلغ 12.6 مليار جنيه ، كما بلغ أكبر حجم لمنشأة كمتغير رقابي بعد انتشار Covid-19 لمنشآت العينة 13.9 مليار جنيه. أما أقل حجم لمنشأة كمتغير رقابي بعد انتشار Covid-19 لمنشآت العينة 1.8 مليون جنيه و أقل حجم لمنشأة كمتغير رقابي بعد انتشار Covid-19 لمنشآت العينة

1.7 مليون جنيه. كما يتضح أن أعلى معدل للرافعة المالية قبل الانتشار قد بلغ 0.60 بالمقارنة مع أعلى معدل بعد الانتشار وقد بلغ 0.56، أما معدل العائد علي الأصول فقد بلغ أكبر معدل قبل الانتشار 0.63، أما بعد الانتشار فقد بلغ 0.70.

نتائج اختبار الفروض

ويتم اجراء اختباري الارتباط والانحدار للوقوف على علاقات الارتباط وعلاقات الإنحدار بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. كما يتم إجراء اختبارات الفروق الجوهرية للوقوف علي مدى وجود فروق جوهرية في قيم المتغير التابع قبل وبعد انتشار Covid-19، وذلك علي النحو التالي:

اختبار الارتباط

ويستخدم الإرتباط الخطى لاختبار مدى قوة واتجاه العلاقة بين متغيرات الدراسة المستقلة والمتغير التابع ، ولقد قام الباحثون بإجراء اختبار الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ، وكانت النتائج كما بالجدول (7):

أثر مستوى الإحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين في ظل انتشار Covid-19 دراسة
تطبيقية علي بيئة الأعمال المصرية

جدول (7) مصفوفة الإرتباط لمتغيرات الدراسة قبل انتشار Covid-19

	Y1	صافي الربح قبل	مستوي الإحتفا ظ بالنقدية قبل	حجم المنشأة قبل	الرافعة المالية قبل	العائد علي الأصول قبل
Pearson Correlation	1	.273	-.155	.191	.292	.336
Y1 Sig. (2-tailed)		.657	.570	.232	.064	.032
N		41	41	41	41	41
Pearson Correlation		1	-.068	-.067	-.014	.284
صافي الربح قبل ل Sig. (2-tailed)			.674	.677	.931	.072
N			41	41	41	41
Pearson Correlation			1	-.099	.194	-.048
مستوي الإحتفا ظ بالنقدية قبل Sig. (2-tailed)				.536	.224	.765
N				41	41	41
Pearson Correlation				1	-.158	-.175
حجم المنشأة قبل ل Sig. (2-tailed)					.324	.273
N					41	41
Pearson Correlation					1	.199
الرافعة المالية قبل Sig. (2-tailed)						.211
N						41
Pearson Correlation						1
العائد علي الأصول قبل Sig. (2-tailed)						
N						

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- وجود ارتباط ضعيف سالب بين متغير الدراسة المستقل مستوى الإحتفاظ بالنقدية ومتغير الدراسة التابع ترشيد قرارات المستثمرين في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصرية بمعامل ارتباط 0.155.

- وجود ارتباط ضعيف موجب بين متغير الدراسة الرقابي حجم المنشأة ومتغير الدراسة التابع ترشيد قرارات المستثمرين في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصرية بمعامل ارتباط 2.,.
- وجود ارتباط ضعيف موجب بين متغير الدراسة الرقابي الراجعة المالية ومتغير الدراسة التابع ترشيد قرارات المستثمرين في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصرية بمعامل ارتباط 3.,.
- وجود ارتباط ضعيف موجب بين متغير الدراسة الرقابي معدل العائد علي الأصول ومتغير الدراسة التابع ترشيد قرارات المستثمرين في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصرية بمعامل ارتباط 34.,.

ولقد تم إجراء اختبار الارتباط للمتغيرات بعد انتشار Covid-19، وكانت النتائج كما بالجدول (8):

أثر مستوي الإحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين في ظل انتشار Covid-19 دراسة
تطبيقية علي بيئة الأعمال المصرية

جدول (8) مصفوفة الإرتباط لمتغيرات الدراسة بعد انتشار Covid-19

	صافي. الربح. بعد	مستوي. الإحتفاظ. بالنقدية بعد	حجم المنشأة بعد	الرافعة. المالية بعد	العائد علي الأصول بعد	Y2
صافي الربح بعد	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	1				
مستوي الإحتفاظ. بالنقدية بعد	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	.036 .821 41	1			
حجم المنشأة بعد	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	-.027 .865 41	-.125 .437 41	1		
الرافعة المالية. بعد	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	-.307 .051 41	.098 .543 41	-.095 .554 41	1	
العائد علي الأصول بعد	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	.841 .000 41	.130 .418 41	-.156 .330 41	-.103 .522 41	1
Y2	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	.113 .482 41	-.087 .589 41	.163 .694 41	.306 .684 41	.323 .888 41

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- وجود ارتباط قوى سالب بين متغير الدراسة المستقل مستوى الإحتفاظ بالنقدية ومتغير الدراسة التابع ترشيد قرارات المستثمرين في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصرية بمعامل ارتباط -0.87.
 - وجود ارتباط ضعيف موجب بين متغير الدراسة الرقابي حجم المنشأة ومتغير الدراسة التابع ترشيد قرارات المستثمرين في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصرية بمعامل ارتباط 0.163.
 - وجود ارتباط ضعيف موجب بين متغير الدراسة الرقابي الرافعة المالية ومتغير الدراسة التابع ترشيد قرارات المستثمرين في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصرية بمعامل ارتباط 0.306.
 - وجود ارتباط ضعيف موجب بين متغير الدراسة الرقابي معدل العائد علي الأصول ومتغير الدراسة التابع ترشيد قرارات المستثمرين في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصرية بمعامل ارتباط 0.323.
- مما يشير إلى اختلاف قوة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بعد انتشار Covid-19.

اختبار الانحدار

ويتم اجراء اختبار الانحدار لمعرفة أثر المتغيرات المستقلة علي المتغير التابع، حيثُ يتم تحديد إلي أي مدي يرجع التغير في المتغير التابع إلي التغير في المتغير المستقل ويمكن اجراء اختبار الانحدار لفروض الدراسة كما يظهر بالجدول (9):

جدول (9) نتائج اختبار الانحدار لفروض

	Model	Model	Model
	Before	After	Total
R	.155	.087	.120
R Square	.0240	.0075	.014
Adjusted R Square	-.017	-.018	-.011
Std. Error of the Estimate	23.76347	24.51728	23.78041
R Square Change	.008	.008	.014
F Change	.329	.296	.567
Change Statistics	df1	1	1
	df2	39	39
	Sig. F Change	.570	.589

بالنظر إلي النتائج السابقة يتضح ما يلي:

1- بلغ معامل التحديد الاحصائي R^2 للنموذج 2.40% وذلك قبل انتشار Covid-19 مما يشير إلي وجود أثر غير جوهري لمستوي الإحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين ، مما يمكن معه القول بقبول الفرض العدمي الأول من فروض الدراسة القائل بأنه " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لانتشار Covid-19 علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية بُمُنشآت الأعمال المُدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية " .

2- بلغ معامل التحديد الاحصائي R^2 للنموذج 0.75% وذلك بعد انتشار Covid-19 مما يشير إلي وجود أثر غير جوهري لمستوي الإحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين ، مما يمكن معه القول بقبول الفرض العدمي الثاني من فروض الدراسة القائل بأنه " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوي الإحتفاظ بالنقدية علي قرارات المستثمرين بُمُنشآت الأعمال المُدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية " .

3- بلغ معامل التحديد الاحصائي R^2 للنموذج 1.4% وذلك لأثر انتشار Covid-19 علي العلاقة بين مما مستوي الإحتفاظ بالنقدية وترشيد قرارات المستثمرين ، مما يمكن معه القول بقبول الفرض العدمي الثالث من فروض الدراسة القائل بأنه " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لانتشار Covid-19 علي العلاقة بين مستوي الإحتفاظ بالنقدية وقرارات المستثمرين بُمُنشآت الأعمال المُدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية " .

اختبار الفروق الجوهرية

تم اجراء اختبار الفروق الجوهرية لقيم المتغير المستقل وأيضاً المتغير التابع قبل وبعد انتشار Covid-19 وذلك عن طريق قياس الفروق في قيم متوسطات المتغيرات المختلفة قبل وبعد الظاهرة، وكانت النتائج كما يظهر بالجدول (10) :

جدول (10) نتائج اختبار الفروق الجوهرية

		مستوي الإحتفاظ بالنقدية		ترشيد قرارات المستثمرين	
		Equal variances assumed	Equal variances not assumed	Equal variances assumed	Equal variances not assumed
Levene's Test for Equality of Variances	F	.082		.023	
	Sig.	.775		.879	
	t	.178	.179	.282	.283
	df	80	80	80	80
	Sig. (2-tailed)	.859	.859	.774	.774
t-test for Equality of Means	Mean Difference	56209465.46	56209465.469	1.523	1.523
	Std. Error Difference	315064985.1	314412918.36	5.28	5.328
	95% Confidence Interval of the Difference			12.044	12.042
	Lower	-570789836.8	-569503707.69		
	Upper	683208767.8	681922638.63	8.997	8.994

بالنظر إلي النتائج السابقة يتضح ما يلي:

- بلغت قيمة اختبار T بفرض تساوى التباينين 0.178 وذلك عندي مستوى معنوية أكبر من 5% بينما بلغت قيمة اختبار T بفرض عدم تساوى التباينين 0.179 وذلك عند مستوى معنوية أكبر من 5%، الأمر الذي يشير إلي عدم

وجود فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية بين مستوي الإحتفاظ بالنقدية قبل وبعد انتشار Covid-19.

- بلغت قيمة اختبار T بفرض تساوى التباينين 0.282 وذلك عندى مستوي معنوية أكبر من 5% بينما بلغت قيمة اختبار T بفرض عدم تساوى التباينين 0.283 وذلك عند مستوي معنوية أكبر من 5%، الأمر الذي يشير إلي عدم وجود فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية بين ترشيد قرارات المستثمرين مقاسة بالتغير في أسعار الأسهم قبل وبعد انتشار Covid-19.

ولتحديد السبب فى قبول الفروض العدمية الثلاثة فقد قام الباحثون بإجراء اختبار الفروق الجوهرية لكل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة على مستوى القطاعات الاقتصادية المختلفة ، وذلك كما يظهر بالجدول (11) ، والجدول (12):

أثر مستوى الإحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين في ظل انتشار Covid-19 دراسة
تطبيقية علي بيئة الأعمال المصرية

جدول رقم (11) اختبار الفروق الجوهرية بين القطاعات

القطاع	مستوي الإحتفاظ بالنقدية		صافي الدخل		العائد علي الأصول		الرافعة المالية		Y	
	قبل	بعد	قبل	بعد	قبل	بعد	قبل	بعد	قبل	بعد
قطاع الموارد الأساسية	125255126	359476486	29139480	19675605	0.01787	0.01247	1.223	0.845	3.61	7.36
قطاع الطاقة والخدمات المساندة	7434325	6738670	36781340	1687149	0.01051	0.00048	0.008	0.067	12.96	11.51
قطاع التجارة والتوزيع	216357189	320144341	788351300	782351300	0.68456	0.66140	0.988	1.393	23.77	28.99
قطاع السياحة والترفيه	25986777	102691190	8219909	22915138	0.01467	0.03965	0.041	0.039	10.44	7.86
قطاع النقل والشحن	375566603	465880814	196130090	481654561	0.05102	0.11019	0.002	0.017	2.66	2.55
قطاع المنسوجات	69671809	81992588	11982295	45755517	0.00726	0.02615	0.818	1.220	3.97	2.72
قطاع الرعاية الصحية والأدوية	63939922	115415444	8038586	7518722	0.06345	0.05331	0.002	0.017	.80	.76
قطاع خدمات ومنتجات صناعية	8286794	10772524	23990554	10846991	0.14128	0.06025	1.163	0.106	7.21	13.59
قطاع الاتصالات والإعلام والتكنولوجيا	507410	206121137	184345	18845	0.00013	0.00013	0.818	1.220	6.05	4.56
قطاع الخدمات التعليمية	90293854	93686401	231563836	330405210	0.01825	0.02372	0.041	0.039	11.27	15.28
قطاع مواد البناء	9314717	168385	37896	554124	0.00058	0.00804	0.008	0.067	2.47	1.50
قطاع الورق ومواد التعبئة	9314717	168385	2749876	6102976	0.01619	0.03390	1.223	0.845	5.35	4.96
قطاع المقاولات	5038411	987277	11582	16117	65572473	68884467	0.07684	0.01433	4.818	2.220

يتضح من الجدول السابق مايلي:

- أن مستوى الإحتفاظ بالنقدية قد زاد في القطاعات التالية (قطاع الموارد الأساسية، قطاع التجارة والتوزيع، قطاع السياحة والترفيه، قطاع النقل والشحن، قطاع المنسوجات، قطاع الرعاية الصحية والأدوية، قطاع خدمات ومنتجات صناعية، قطاع الاتصالات والإعلام والتكنولوجيا، قطاع الخدمات التعليمية،

قطاع المقاولات) وذلك بعد انتشار Covid-19 ، وانخفض في القطاعات التالية (قطاع الطاقة والخدمات المساندة، قطاع مواد البناء، قطاع الورق ومواد التعبئة) وذلك قبل انتشار Covid-19.

- أن صافي الدخل قد تأثر بعد انتشار Covid-19 في كلاً من القطاعات التالية حيثُ زاد في كلاً من (قطاع السياحة والترفيه ، قطاع النقل والشحن، قطاع المنسوجات، قطاع الخدمات التعليمية، قطاع مواد البناء، قطاع الورق ومواد التعبئة، قطاع المقاولات) ، وانخفض صافي الدخل في القطاعات التالية (قطاع الموارد الأساسية، قطاع الطاقة والخدمات المساندة، قطاع التجارة والتوزيع ، قطاع الرعاية الصحية والأدوية، قطاع خدمات ومنتجات صناعية، قطاع الاتصالات والإعلام والتكنولوجيا) وذلك قبل انتشار Covid-19.
- أن العائد علي الأصول قد تأثر بعد انتشار Covid-19 في القطاعات التالية حيثُ زاد في كلاً من القطاعات التالية (قطاع السياحة والترفيه، قطاع النقل والشحن، قطاع المنسوجات، قطاع الخدمات التعليمية، قطاع مواد البناء، قطاع الورق ومواد التعبئة، قطاع المقاولات) وانخفض في القطاعات التالية (قطاع الموارد الأساسية، قطاع الطاقة والخدمات المساندة ، قطاع التجارة والتوزيع ، قطاع الرعاية الصحية والأدوية، قطاع خدمات ومنتجات صناعية).
- أما العائد علي الأصول في قطاع الاتصالات والإعلام والتكنولوجيا فلم يتأثر قبل انتشار Covid-19.

- أن الرافعة المالية قد تأثرت بعد انتشار Covid-19 في كلاً من القطاعات التالية حيثُ زادت في كلاً من (قطاع الطاقة والخدمات المساندة، قطاع التجارة والتوزيع، قطاع النقل والشحن، قطاع المنسوجات، قطاع الرعاية الصحية والأدوية، قطاع الاتصالات والإعلام والتكنولوجيا، قطاع مواد البناء) ،

وانخفضت في كلاً من (قطاع الموارد الأساسية، قطاع السياحة والترفيه، قطاع خدمات ومنتجات صناعية، قطاع الخدمات التعليمية، قطاع الورق ومواد التعبئة، قطاع المقاولات)

- أن المتغير التابع ترشيد قرارات المستثمرين قد زاد في كلاً من القطاعات التالية (قطاع الموارد الأساسية، قطاع التجارة والتوزيع، قطاع خدمات ومنتجات صناعية، قطاع الخدمات التعليمية) وذلك بعد انتشار Covid-19 ، وانخفض في القطاعات التالية (قطاع الطاقة والخدمات المساندة، قطاع السياحة والترفيه، قطاع النقل والشحن، قطاع المنسوجات، قطاع الرعاية الصحية والأدوية، قطاع الاتصالات والإعلام والتكنولوجيا، قطاع مواد البناء، قطاع الورق ومواد التعبئة، قطاع المقاولات) وذلك قبل انتشار Covid-19.

جدول رقم (12) الفروق بين قيم المتغيرات المستقلة والتابعة قبل وبعد انتشار COVID-19

		Sum of Squares	df	Mean Square	Sig.
مستوي الاحتفاظ بالنقدية بعد	Between Groups	301283915970582720.000	12	25106992997548560.0	0.000
	Within Groups	.000	0	.	
	Total	301283915970582720.000	12		
مستوي الاحتفاظ بالنقدية قبل	Between Groups	289524255242111680.0	12	24127021270175968.00	0.000
	Within Groups	.000	0	.	
	Total	289524255242111680.000	12		
صافي الربح قبل	Between Groups	2436632757852969000.00	12	203052729821080704.0	0.000
	Within Groups	.000	0	.	
	Total	2436632757852969000.00	12		
صافي الربح بعد	Between Groups	2688808428942075400.00	12	224067369078506208.0	0.000
	Within Groups	.000	0	.	
	Total	2688808428942075400.00	12		
الرافعة المالية قبل	Between Groups	4.148	12	.346	0.000
	Within Groups	.000	0	.	
	Total	4.148	12		
الرافعة المالية بعد	Between Groups	6.901	12	.575	0.000
	Within Groups	.000	0	.	
	Total	6.901	12		
العائد علي الأصول قبل	Between Groups	.444	12	.037	0.000
	Within Groups	.000	0	.	
	Total	.444	12		
العائد علي الأصول بعد	Between Groups	.449	12	.037	0.000
	Within Groups	.000	0	.	
	Total	.449	12		
Y1	Between Groups	475.619	12	39.635	0.000
	Within Groups	.000	0	.	
	Total	475.619	12		
Y2	Between Groups	745.760	12	62.147	0.000
	Within Groups	.000	0	.	
	Total	745.760	12		

يُظهر الجدول السابق وجود فروق بين القطاعات قبل وبعد انتشار Covid-19 حيث توجد فروق جوهرية في قيم المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة بين القطاعات المختلفة قبل وبعد انتشار Covid-19 ، وذلك بمستوى معنوية 99%.

تفسير وتبرير نتائج الدراسة

يمكن تبرير عدم تغير العلاقات والأثر بين متغيرات الدراسة قبل وأثناء انتشار Covid-19 بعدد من المبررات منها:

- 1- أن بعض القطاعات الاقتصادية قد حققت أرباحاً وارتفعت أسهمها بقدر يعادل الخسائر لدي القطاعات الأخرى ، مما أدى تلاشى الأثر النهائي وهو ما أوضحته النتائج الظاهرة بالجدولين 11 ، 12.
- 2- أن بعض الدول ومن بينها مصر حققت معدلات نمو اقتصادي في عام 2020 قد يكافئ الخسائر الناتجة عن انتشار Covid-19.
- 3- نجحت العديد من الدول في إدارة الأزمة وسرعة التأقلم معها وبالتالي امتصاص أثر الجائحة .
- 4- نقص المعلومات في بعض الأحيان أدى إلي عدم إسراع المستثمرين في اتخاذ القرارات والإنتظار لحين توافر معلومات يمكن أن يبني عليها قرار ملائم الأمر الذي أدى إلي عدم تأثر سوق الأوراق المالية.

الخلاصة والنتائج والتوصيات

اتجهت هذه الدراسة إلى بحث أثر انتشار Covid-19 علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية، كما هدفت لبيان مستوى الإحتفاظ بالنقدية وأثره علي التغير في السعر السوقي للسهم، بالإضافة إلى توضيح أثر انتشار Covid-19 علي العلاقة بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وترشيد قرارات المستثمرين. وفي سبيل تحقيق هذه الأهداف البحثية تم تأصيل متغيرات الدراسة في الإطار النظري من خلال عرض النظريات العلمية والإفتراضات البحثية، ونتائج وخلصات الدراسات السابقة، ولقد خلصت الدراسة النظرية إلي تضارب النتائج حول أثر انتشار Covid-19 علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية، كما اختلفت وجهة نظر المستثمرين حول أثر مستوى الإحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قراراتهم ، فيري البعض أن الإحتفاظ بالنقدية قد يحقق عوائد أعلى في الأجل الطويل لكنها مصحوبة بمخاطر أعلى، وينظر إليها مستثمرون آخرون علي أنها تقلل من التوزيعات الممكن الحصول عليها علي الأقل في الأجل القصير، وعلى ذلك فقد اختلفت استجابات منشآت الأعمال لانتشار Covid-19 في مجال الإحتفاظ بالنقدية.

ولقد توصلت الدراسة التطبيقية إلي ما يلي:

- قبول الفرض العدم الأول حيث لا توجد علاقة ارتباط بين متغير الدراسة المستقل مستوى الإحتفاظ بالنقدية ومتغير الدراسة التابع ترشيد قرارات المستثمرين في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصرية، كما لا يوجد أثر جوهري لمستوي الإحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين. فلقد بلغ معامل الإنحدار R^2 للنموذج 2.40% وعند مستوى معنوية أكبر من 5%.

أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية علي ترشيد قرارات المستثمرين في ظل انتشار Covid-19 دراسة
تطبيقية علي بيئة الأعمال المصرية

- قبول الفرض العدم الثاني حيث لا توجد علاقة ارتباط بين متغير الدراسة المستقل انتشار Covid-19 ومتغير الدراسة مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصرية. كما لا يوجد أثر جوهري لانتشار Covid-19 علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية. فلقد بلغ معامل الإنحدار R^2 للنموذج 0.75% وعند مستوى معنوية أكبر من 5%.

- قبول الفرض العدم الثالث حيث لا يوجد أثر لانتشار Covid-19 علي العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وترشيد قرارات المستثمرين في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصرية. كما لا يوجد أثر جوهري لانتشار Covid-19 علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية. فلقد بلغ معامل الإنحدار R^2 للنموذج 0.75% وعند مستوى معنوية أكبر من 5%.

- يرجع السبب في قبول الفروض العدمية الثلاثة لارتفاع وانخفاض قيم المتغيرات المستقلة والرقابية وكذلك قيمة المتغير التابع فيما بين القطاعات الاقتصادية قبل وبعد انتشار Covid-19 مما أدى تلاشى الأثر النهائي .

وفي ضوء النتائج السابقة يوصى الباحثون إدارة المنشآت القيام بعمل موازنة بين المتغيرات المختلفة وخاصة توزيع الأرباح وحجم المخاطر التي تتعرض لها المنشآت قبل اتخاذ قرار تحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، نظراً لجوهريه هذه القرارات على قرارات المستثمرين سواء الحاليين أو المرتقبين.

كما يوصى الباحثون الباحثين بإجراء المزيد من الدراسات عن :

- أثر التكاليف السياسية وحجم المنشأة وعقود المديونية ومكافآت الإدارة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

- دور التحفظ المحاسبي في تحديد مستوى الإحتفاظ بالنقدية.
- تحديد العوامل المؤثرة في قرار تحديد مستوى الإحتفاظ بالنقدية فى البيئة المصرية.
- أثر هياكل الملكية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- أمين ، حمدي مصطفى .(2021). أثر التدفقات النقدية التشغيلية على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية- دراسة تطبيقية على المنشآت غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية .كلية التجارة . جامعة دمياط ، 2(2) ، 427 - 474.
- زلط ، علاء عاشور .(2019). دراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومستوى الاحتفاظ بالنقدية وانعكاساتها علي تقلبات أسعار الأسهم للمنشآت المقيدة بالبورصة المصرية . مجلة التجارة والتمويل. كلية التجارة . جامعة طنطا ، 39 (3) ، 48-99.
- محمد، شريف ناجي، هلال، سمير رياض، أبو موسى، أحمد عبدالسلام .(2018). نموذج مقترح لقياس محددات المرونة الاستراتيجية باستخدام المعلومات المحاسبية بهدف تحقيق الميزة التنافسية المستدامة . المجلة المصرية للدراسات التجارية . كلية التجارة . جامعة المنصورة ، 42 (1) ، 242-280.

-
-
- مصطفى، سيد محمد سيد (2020). العلاقة بين محاسبة القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية في ضوء مفهوم الوكالة دراسة تطبيقية . مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية . كلية التجارة . جامعة بنى سويف ، 9 (3) ، 461-407.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية

- Ali, M. S. (2018). Interest rates and investors behaviour: cointegration and Granger causality. ACRN Oxford Journal of Finance and Risk Perspectives, 7(1), 1-15.
- Bansal, M., Ali, A., & Choudhary, B. (2021). Real earnings management and stock returns: moderating role of cross-sectional effects. Asian Journal of Accounting Research, 6(3), 266-280.
- Batuman, B., Yildiz, Y., & Karan, M. B. (2021). The impact of the global financial crisis on corporate cash holdings: evidence from Eastern European countries. Borsa Istanbul Review, 1-10.
- Bondia, R., Biswal, P. C., & Panda, A. (2019). The unspoken facets of buying by individual investors in Indian stock market. Review of Behavioral Finance, 11(3), 324-351.
- Chang, C. C., & Yang, H. (2022). The role of cash holdings during financial crises. Pacific-Basin Finance Journal, 72, 1-23.
- Chireka, T., & Fakoya, M. B. (2017). The determinants of corporate cash holdings levels: evidence from selected South African retail firms. Investment Management and Financial Innovations, 14(2), 79-93.

-
-
- Chowdhury, R., Doukas, J. A., & Park, J. C. (2021). Stakeholder orientation and the value of cash holdings: Evidence from a natural experiment. *Journal of Corporate Finance*, 69, 1-29.
 - Chuan 'Chewie' Ang , F.Y. Eric C. Lam , Tai Ma, Shujing Wang K.C. John Wei. (2019). What is the real relationship between cash holdings and stock returns? .*International Review of Economics and Finance*, 64, 513–528.
 - Elyasiani, E., & Movaghari, H. (2022). Determinants of corporate cash holdings: An application of a robust variable selection technique. *International Review of Economics & Finance*, 80, 967-993.
 - Javadi, S., Mollagholamali, M., Nejadmalayeri, A., & Al-Thaqeb, S. (2021). Corporate cash holdings, agency problems, and economic policy uncertainty. *International Review of Financial Analysis*, 77, 1-19.
 - Khan, H. A., Ahmad, W., & Rahman, I. U. (2021). Determinants of Corporate Cash Holdings in Textile Sector of Pakistan. *Global Economics Review*, VI (I), 182-199.
 - Kuo, N. T., Li, S., Du, Y. G., & Lee, C. F. (2022). Does individual auditor quality contribute to firm value? Evidence from the market valuation on corporate cash holdings. *International Review of Economics & Finance*, 79, 135-153.
 - Lin, Y., Wang, Y., & Fu, X. M. (2022). Margin purchases, short sales and stock return volatility in China: Evidence from the COVID-19 outbreak. *Finance Research Letters*, 46, 1-9.
 - Mumtaz, M., Ahmad, W., & Shah, S. A. A. (2020). Determinants of Corporate Cash Holdings in Hospitality

-
-
- Sector of France, Spain and United States of America. *Global Economics Review*, 3, 55-66
- Nagel, D. Y., Fuhrmann, S., & Guenther, T. W. (2022). “Red” and “green” flags of risk disclosures—identifying associations between positive and negative key phrases and consecutive cumulative abnormal stock returns. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 18(1), 132-152.
 - Nejadmalayeri, A., & Usman, A. (2022). Real asset liquidity, cash holdings, and the cost of corporate debt. *Global Finance Journal*, 53, 1-27.
 - Neukirchen, D., Engelhardt, N., Krause, M., & Posch, P. N. (2022). Firm efficiency and stock returns during the COVID-19 crisis. *Finance Research Letters*, 44, 1-8.
 - Nguyen, C. T., Hai, P. T., & Nguyen, H. K. (2021a). Stock market returns and liquidity during the COVID-19 outbreak: evidence from the financial services sector in Vietnam. *Asian Journal of Economics and Banking*, 5(3), 324-342.
 - Nguyen, Q. T. T., Anh, D. L. T., & Gan, C. (2021b). Epidemics and Chinese firms' stock returns: is COVID-19 different?. *China Finance Review International*, 11(3), 303-321.
 - Nyborg, K. G., & Wang, Z. (2021). The effect of stock liquidity on cash holdings: The repurchase motive. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 905-927.
 - So, J. Y. C., & Zhang, J. F. (2022). The effect of cultural heterogeneity on cash holdings of multinational businesses. *Research in International Business and Finance*, 1-25.

- Trinh, V. Q., Elnahass, M., & Cao, N. D. (2021). The value relevance of bank cash Holdings: The moderating effect of board busyness. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 73, 1-23..
- Woo, M., & Kim, M. A. (2021). Option volume and stock returns: evidence from single stock options on the Korea Exchange. *Journal of Derivatives and Quantitative Studies*, 29(4), 280-300.
- Zhang, X., & Zhou, H. (2022). The effect of market competition on corporate cash holdings: An analysis of corporate innovation and financial constraint. *International Review of Financial Analysis*, 82, 1-11.