

# تأثير كفاءة إستغلال الأصول على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة

"دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"

دكتور

سيد سالم محمد أبو سالم

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

said.abosalm1984@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد السادس والأربعون - العدد الرابع - أكتوبر ٢٠٢٤

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

## تأثير كفاءة إستغلال الأصول على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة

"دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"

سيد سالم محمد أبو سالم

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر

### ملخص

استهدف هذا البحث التحقق من تأثير كفاءة إستغلال الأصول على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية، وذلك في محاولة لفهم التأثير الذي يمكن أن تمارسه كفاءة إستغلال الأصول على تقييم المستثمرين لقرارات الإحتفاظ بالنقدية داخل الشركات المساهمة المصرية، خاصةً في ظل ندرة الدراسات السابقة التي تعرضت لدراسة هذا التأثير في البيئة المصرية. ومن أجل اختبار فرضية البحث، اعتمد الباحث على عينة مكونة من ١٠٦ شركة مساهمة مصرية (٦٢٣ مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى ستة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالي في الفترة بين عامي ٢٠١٦م و٢٠٢١م. وقد اعتمد الباحث على نموذجين للإندجار الخطى المتعدد، استخدم أولهما في اختبار العلاقة بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وذلك قبل إدخال متغير كفاءة إستغلال الأصول كمتغير منظم لتلك العلاقة. أما ثانيهما فتم استخدامه في اختبار إدخال متغير كفاءة إستغلال الأصول كمتغير منظم لعلاقة الإندجار بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وذلك من خلال اختبار تأثير متغير التفاعل بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وكفاءة إستغلال الأصول على قيمة الشركة. وتشير نتائج البحث إلى أن تقييم المستثمرين لقرارات الإحتفاظ بالنقدية داخل الشركات المساهمة المصرية تتأثر بدرجة كفاءة إستغلال الأصول في تلك الشركات.

**الكلمات الدالة: الإحتفاظ بالنقدية، قيمة الشركة، كفاءة إستغلال الأصول، معدل دوران الأصول، نظرية**

**الوكالة، نظرية المبادلة الساكنة، نظرية التدفق النقدي الحر.**

## ١. مشكلة البحث

أدى ظهور الشركات المساهمة، وتعدد وتعقد أنشطتها، إلى بروز ظاهرة انفصال الملكية عن الإدارة، وضرورة استعانة الملاك بفريق من المديرين المحترفين كوكلاء عنهم لإدارة أنشطة الشركة مقابل عائد يدفعه الملاك لهم. وهو الأمر الذى يضمن استمرارية السياسات الإدارية للشركة، بصرف النظر عن أى تغيير فى أشخاص الملاك،<sup>(١)</sup> بالإضافة إلى إمكانية استخدام الكفاءات الإدارية المتمرسية فى إدارة شؤون الشركة لصالح ملاكها (العظمة والعدلي، ١٩٨٦).

وتصوغ نظرية الوكالة العلاقة بين الملاك والإدارة فى شكل علاقة وكالة يعرفها كل من (Jensen and Meckling, 1976: p. 308) بأنها: "عقد يتفق بمقتضاه شخص أو أكثر يسمى (الأصيل) مع شخص آخر يسمى (الوكيل) لأداء بعض الخدمات نيابة عنهم، والذى يتضمن أو يشتمل تفويض سلطة اتخاذ بعض القرارات للوكيل". فوفقاً لهذا العقد يوفر الطرف الأول (الأصيل) الموارد التى يعهد بها إلى الطرف الثانى (الوكيل) ليقوم بإدارتها نيابة عن الأصيل، حيث يعد الوكيل (الإدارة) نائباً ومفوضاً عن الأصيل (الملاك) سلطة اتخاذ بعض القرارات، بما فى ذلك سلطة إجراء تعاقدات أخرى نيابة عن الأصيل. ويعنى ذلك أنه يكون بإمكان الشركات المساهمة الدخول فى معاملات وتعاقدات مع الغير عن طريق الفريق الإدارى للشركة، بدون الحاجة إلى الرجوع للمساهمين فيها.

من هذا المنطلق، يمكن النظر إلى إدارة الشركة على أنها وكالة عن الملاك، لذا فمن المتوقع أن يقوم الوكيل (الإدارة) برعاية مصالح موكله (الملاك) بأن يسعى إلى تحقيق الهدف الذى يصبون إليه. وهنا يثار التساؤل عن هدف الملاك، أو بعبارة أخرى المعيار الذى يمكن قبوله للحكم على القرارات المالية التى تتخذها إدارة الشركة، والذى يمثل من وجهة نظر الملاك الهدف الذى ينبغى أن تنتشده إدارة الشركة. الواقع، أن أدبيات التمويل منذ أمد بعيد تعتبر أن تعظيم الحقوق المالية أو ثروة الملاك (Wealth Maximization) هو أفضل معيار للحكم على القرارات المالية التى تتخذها إدارة الشركة من وجهة نظر الملاك.<sup>(٢)</sup> فبدلاً من قبول القول المأثور الشائع بأن ما يهم رجل الأعمال هو تعظيم

(١) أحد الخصائص المميزة لشركات المساهمة (كأحد الأشكال التنظيمية لشركات الأموال) عن بقية الأشكال التنظيمية لمنشآت الأعمال، هو أن شكل الشركة المساهمة لا يتأثر قانوناً بتغيير الأشخاص الذين يمتلكونها، مما يعنى الإستمرار الدائم نسبياً لوجود الشركة وممارسة نشاطها بغض النظر عن إستمرار الملاك فى ملكيتهم لأسهم الشركة من عدمه.

(٢) على الرغم من أهمية هدف تعظيم الربح (Profit Maximization) كمعيار للحكم على القرارات المالية التى تتخذها إدارة الشركة، كونه يعبر عن قدرة المشروع على تحقيق النمو والزيادة المستمرة فى الأرباح المحققة والمتوقع تحقيقها مستقبلاً، عن طريق زيادة العائد على الأموال المستثمرة فى المشروع، إلا أنه يوجه إليه عدد من الإنتقادات، منها أن أى تغيير فى ربح المشروع يصاحبه تغيير فى نوع ودرجة المخاطر التى يتعرض لها المشروع، ومع زيادة المخاطر تتأثر قدرة المشروع على تعظيم أرباحه. فالملاك - فى المتوسط - يفضلون تجنب المخاطرة (Risk Averse)، أى لا يقبلون على تحمل المخاطر ما لم يكن العائد المتوقع من تحمل وحدة إضافية من المخاطر يفوق العائد الذى قبله المستثمر فى مقابل الوحدة السابقة من المخاطر. ناهيك عن أن هدف تعظيم الربح لا يأخذ فى الحسبان توقيت التدفقات النقدية لعائد الاستثمارات الخاصة بالشركة، ومن ثم لا يراعى التغيير فى القوة الشرائية للنقود وأثره على قيمة العائد المتوقع تحقيقه من الدخول فى تلك الاستثمارات (حميد، ٢٠٠١).

دخله، فإنه يتم تبني الإقتراح البديل بأن رجل الأعمال يحاول تعظيم ثروته من خلال تعظيم قيمة الاستثمار (Durand, 1952). لذا، يمكن القول بأن الهدف الأساسي الذي يجب أن تسعى الإدارة إلى تحقيقه يتمثل في تعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم قيمة الشركة أو تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية (هندي، ١٩٩٩).

وعلى الرغم من من قبول معيار تعظيم ثروة الملاك كهدف لإدارة الشركة، وكدليل على كفاءة الإدارة من وجهة نظر الملاك (حملة الأسهم)، إلا أنه من الخطأ الاعتقاد بأن إدارة الشركة تسعى فقط لخدمة مصالح الملاك (هندي، ١٩٩٨). فقد تأثر التفكير بشأن الإدارة الاستراتيجية وسياسة الأعمال إلى حد كبير بنظرية الوكالة، والتي ترى أن الفرد ذاتي المصلحة يعظم مكاسبه الإقتصادية بشكل عقلاني. هذا النموذج يؤمن بالفردانية، وينبئ على فكرة وجود صراع أو تعارض في المصالح بين المالك والمدير (Donaldson and Davis, 1991). وهو ما يعني أنه إذا تعارضت مصلحة الأصيل مع مصلحة الوكيل في أى موقف قرارى، فإن الوكيل سيقدم مصلحته الذاتية على مصلحة الأصيل، وإلا ما كان له أن يتسم بالرشد الاقصادى. وفي أغلب الأحوال، قد يعنى تقديم الوكيل مصلحته الذاتية على مصلحة موكله، الإنتقاص من مصلحة (ورفاهية) الأصيل. ويطلق على تعظيم الوكيل منفعته الذاتية على حساب منفعة الأصيل "مشكلة الوكالة" (أبو العز، ٢٠١٥).<sup>(٣)</sup> ولمشكلة الوكالة هذه ثلاثة جوانب أو مظاهر، هي:

(١) المخاطرة الأخلاقية (Moral Hazard): وتشير إلى عدم بذل الجهد الكافي من جانب الوكيل. الحجة هنا، هي أن الوكيل ربما ببساطة لا يبذل أو يكرس الجهد المتفق عليه مع الأصيل. بمعنى آخر، أن الوكيل قد يبدو مترخياً أو متعاساً عن بذل الجهد المطلوب، وذلك لأن الوكيل يفضل بذل الجهد الأقل على الجهد الأكبر (Jensen and Meckling, 1976).<sup>(٤)</sup> وبالطبع، تلعب ظاهرة عدم تماثل المعلومات المتوافرة لدى كل من الأصيل والوكيل دوراً رئيسياً في تحقق هذا الجانب من جوانب مشكلة الوكالة، حيث أن الأصيل يجهل حالة المتغيرات البيئية ومستوى الجهد الفعلى الذى

(٣) مما يبسر للمديرين تعظيم منفعتهم الذاتية على حساب مصلحة المساهمين، هو اتسام معظم علاقات الوكالة بأن الوكيل (الإدارة) يتوافر لديه معلومات أفضل من الأصيل (المساهمين) عن الأحداث المتوقعة مستقبلاً واحتمالاتها، مما يخلق صعوبة بشأن الرقابة على أداء الوكيل، حيث أن معظم - إن لم يكن كل - المعلومات المناسبة والمتعلقة بالرقابة على أداء الوكيل متاحة للوكيل وليس للأصيل (حجازى، ١٩٨٨). فالوكيل غالباً ما يتمتع بمعلومات خاصة متميزة أو متفوقة عن مستوى الجهد الذى يبذله فى إدارة أموال الموكل، وعن حالة الطبيعة (أى عن البيئة الإنتاجية، البيئة التسويقية، حالة المنافسة، الخ)، وهي معلومات لا تتوافر للموكل نتيجة عدم قدرته على ملاحظة أداء الوكيل بصورة مباشرة. واعتماداً على هذه الميزة المعلوماتية، يستطيع الوكيل دائماً أن يلقى باللانتمه على حالة الطبيعة التى يجهلها الموكل، لكى يبرر تدنى مستوى الأداء وتواضع النتائج. هذه الفجوة فى المعلومات - إن صح التعبير - تعرف بظاهرة "عدم تماثل المعلومات" (أبو العز، ٢٠١٥).

(٤) ينتقد البعض (مثل: Ogden, 1993; Kaplan, 1984; Jennergren, 1980) افتراض نظرية الوكالة بأن الوكيل يبدو نافرماً أو كارهاً لبذل الجهد وأنه يحصل على منفعة سالبة من جراء بذل هذا الجهد، حيث يرون أن هذا الافتراض قد يبدو صحيحاً أو ملائماً فى حالة المستويات الإدارية الدنيا، ولكنه لا ينطبق أو لا يبدو صحيحاً بالنسبة لمستويات الإدارة العليا، والتي يتوافر لديها حافزاً بيعث على بذل المزيد من الجهد، الأمر الذى قد يترتب عليه منفعة إيجابية من وراء بذل الجهد (مثل تحقيق نوع من الأمان الوظيفى، فضلاً عن سمعتها فى سوق العمل). ويرى (أبو العز، ١٩٩٥) أن مثل هذا الإنتقاد لا يشجب نموذج الوكالة، وإنما فقط يضيق بعض الشئ من نطاق تطبيقه.

يبدله الوكيل. وبطبيعة الحال، يستطيع الوكيل دائماً أن يتعلل بأثر المتغيرات العشوائية الذي لا تحكم له فيها لكي يبرر الأداء السيئ (أبو العز، ١٩٩٥).

(٢) الاختيار المعاكس (Adverse Selection): ويشير هذا الجانب من جوانب مشكلة الوكالة إلى سوء وصف أو تمثيل القدرة من قبل الوكيل. الحجة هنا هي أن الوكيل قد يدعى أن لديه قدرات ومهارات معينة عند تعيينه. الاختيار المعاكس ينشأ لأن الأصل لا يستطيع التحقق تماماً من تلك المهارات أو القدرات سواء وقت تعيين الوكيل أو أثناء ممارسة مهامه (Jensen and Meckling, 1976). لذا، يطلق (أبو العز، ١٩٩٥) على هذا الجانب من جوانب مشكلة الوكالة "الغش في المستوى المهاري"، والغش هنا يحدث لأن الوكيل يستطيع أن يلوم مرة أخرى حالة الطبيعة على تدنى مستوى أدائه، ليصرف نظر الأصل عن تدنى مستوى مهاراته الإدارية. فإذا كانت تصرفات الوكيل وقراراته مستندة إلى معلومات خاصة لا يستطيع الأصل التحقق منها، فإن الأصل لن يستطيع تحديد ما إذا كانت النتائج أو المخرجات الملاحظة للأداء تمثل الاختيار الصحيح في ظل قاعدة القرار التي يرغب الأصل أن يستخدمها الوكيل في قراراته في ظل المعلومات الفعلية المتوفرة لدى الوكيل (حجازي، ١٩٨٨).<sup>(٥)</sup>

(٣) الإستهلاك الزائد أو غير المنتج (Over-Consumption): يظهر هذا الجانب من جوانب مشكلة الوكالة، عندما يقوم الوكيل بتخصيص كميات كبيرة من موارد المنشأة - والتي تتميز بطبيعتها بالندرة النسبية - لاستهلاكه الخاص في شكل إمتيازات أو علاوات استثنائية، لمجرد إشباع حاجات مظهرية، مثل: المكاتب الفخمة ذات الأثاث الراقى والمزودة بأدوات الرفاهية من تكييفات وأدوات إتصال سريعة، السيارات الفارهة، طاقم كبير من السكرتارية يفوق كثيراً الطلب الحقيقي على خدماته، وما شابه (Jensen and Meckling, 1976). هذه الأنماط الإستهلاكية غير المنتجة تشبع رغبات وحاجات الوكيل على حساب مصلحة (ورفاهية) الأصل.<sup>(٦)</sup>

ومع تفاقم حدة مشكلة الوكالة بين الوكيل (الإدارة) والأصيل (المساهمين)، فإنه يكون متوقعاً حدوث بعض الإختلافات بين القرارات التي يتخذها الوكيل (الإدارة) من وازع منفعتة الذاتية، وتلك القرارات التي من شأنها أن تعظم رفاهية الأصل (المساهمين)، وهو الأمر الذي سيؤثر بالسلب على كفاءة توظيف أصول الشركة التي وضعت تحت تصرف الإدارة، حيث يكون متوقعاً أن تنخفض كفاءة

(٥) يشير (Baiman, 1982) إلى أن هذا الجانب من جوانب مشكلة الوكالة يظهر بصورة كبيرة في المنشآت التي تتمتع بعدم مركزية الإدارة، حيث يتوافر لدى مديري الوحدات اللامركزية (الوكلاء) معلومات أفضل عن البيئة الإنتاجية والتسويقية لوحداتهم. وعلى ذلك، يمكن القول بأن الاختيار المعاكس ينشأ في حالة وجود حافز لدى هؤلاء الوكلاء على استغلال ما يتوافر لديهم من معلومات خاصة حتى يستطيعون تنفيذ قاعدة قرار مختلفة عن قاعدة القرار التي يفضلها الأصل.

(٦) لاحظ أن هذا الجانب من جوانب مشكلة الوكالة يرتبط هو الآخر بمشكلة عدم قدرة الأصل على ملاحظة أداء الوكيل بصورة مباشرة، حيث يلجأ الوكيل إلى الإسراف في استخدام موارد المنشأة، لعلمه المسبق بأن الأصل غير قادر على مراقبة جهده وتصرفاته بشكل كامل.

إستغلال أو الإنتفاع بأصول الشركة (Assets Utilization Efficiency).<sup>(٧)</sup> والعكس تماماً سيكون متوقعاً حدوثه عندما تنخفض تعارضات الوكالة بين الطرفين، فعندما تتوافق دالتي هدف كل من الوكيل (الإدارة) والأصيل (المساهمين)، فإن الإدارة ستسعى إلى انتهاج سياسة فعالة لإدارة الأصول تستهدف من خلالها تعظيم مستوى رفاهية (أو ثروة) الأصيل (المساهمين). إن الإستغلال الأفضل لأصول الشركة سيزيد من المبيعات، مما يؤدي إلى زيادة الأرباح، ومن ثم تعظيم قيمة الشركة. فالمبيعات الأعلى ستؤدي إلى توليد أرباح أعلى، مما يؤدي إلى تحسين الأداء المالى للشركة، ويساهم فى زيادة ثروة أصحاب الشركة (Rahayu, 2019).

وتعد قرارات الإحتفاظ بالنقدية واحدة من أهم القرارات المالية التى تتخذها إدارة الشركة، والتى تلعب دوراً مهماً وحيوياً فى تعظيم ثروة الملاك. ففى الآونة الأخيرة تزايد اهتمام الشركات على اختلاف البيانات الخاصة بها بموضوع الإحتفاظ بالنقدية، وذلك كنتيجة منطقية لما قد تواجهه الشركات من العديد من التحديات والمخاطر، خاصةً مخاطر السيولة. وإنطلاقاً من أن النقدية وما فى حكمها تعد أهم الأصول المتداولة سيولةً، وأقلها ربحية، فإن قرار احتفاظ الشركات بالنقدية يعد من أهم القرارات المالية التى تتخذها الإدارة والتى تعتبر ذات أهمية خاصة للعديد من أصحاب المصالح (حملة الأسهم، الدائنون، العمالة.. وغيرهم)، وذلك لتقييم مدى قدرة الشركة على استغلال الفرص الاستثمارية، والوفاء بالتزاماتها المختلفة، خاصةً فى ظل تزايد حالات عدم التأكد وتقلب التدفقات النقدية (فودة، ٢٠٢٠).

فى الواقع، فإن خيار الإحتفاظ بالنقدية يستجيب لهدف ضمان مستويات أعلى من المرونة المالية من أجل إقتناص فرص النمو دون التعرض لخطر القيود المالية. هناك حاجة للاستجابة الفورية حتى لا تفقد الشركة أى فرصة للنمو. كل هذه الأمور جعلت من إمتلاك احتياطات نقدية كبيرة أداة مرونة مالية ذات أهمية قصوى من أجل المنافسة بنجاح (La Rocca and Cambrea, 2019). فوائد الإحتفاظ بالنقدية عديدة. أولاً، لدوافع وقائية، تحتفظ الشركات بالاحتياطات النقدية لمواجهة حالات الطوارئ غير المتوقعة، وبالتالي تحتفظ الشركات بالنقدية لحماية نفسها من احتمالية حدوث عجز نقدي، ومن ثم

(٧) يشير كل من (Jensen and Meckling, 1976) إلى أنه من المستحيل عادةً بالنسبة للأصيل أو الوكيل عند تكلفة صفر، التأكد من أن الوكيل سوف يقوم باتخاذ قرارات مثلى من وجهة نظر الأصيل. ففى معظم علاقات الوكالة سيتكبد كل من الأصيل والوكيل تكاليف مراقبة وضمانة موجبة (غير مالية إضافة إلى المالية). فمن ناحية، يمكن للأصيل أن يحد من الانحرافات عن تحقيق مصلحته، من خلال وضع أو خلق الحوافز المناسبة للوكيل، ومن خلال تكبد تكاليف مراقبة (Monitoring Expenditures) تصمم للحد من الأنشطة الشاذة للوكيل. من ناحية أخرى، فإن هناك بعض الحالات أو المواقف التى ستدفع الوكيل لإنفاق موارد لضمان أنه - أى الوكيل - لن يتخذ أية إجراءات من شأنها أن تضر بمصلحة الأصيل، أو لضمان أن الأصيل سيتم تعويضه إذا ما اتخذ الوكيل مثل هذه الإجراءات ( Bonding Expenditures). وبالطبع، يشدد الوكيل من وراء تكبد تلك النفقات كسب ثقة الأصيل وتقديره، من خلال إقناع الأصيل بأنه يعمل جاهداً لتعظيم رفاهيته، وأنه يتخذ قرارات مثلى من وجهة نظر الأصيل. وعلى ذلك، عرف كل من (Jensen and Meckling, 1976) تكاليف الوكالة، بأنها: مجموع (١) نفقات المراقبة من قبل الأصيل؛ (٢) نفقات الضمانة من قبل الوكيل؛ و(٣) الخسارة المتبقية (Residual Loss) وتتمثل فى المعادل الدولارى لمقدار الإنخفاض فى مستوى رفاهية (أو ثروة) الأصيل، والذي سيتعرض له الأصيل نتيجة الاختلاف أو التعارض فى المصالح مع الوكيل.

تقليل عدم اليقين في التدفق النقدي. ثانياً، لدوافع المعاملات، تحتاج الشركات إلى السيولة لمواجهة نفقاتها الحالية. ثالثاً، يسهم الإحتفاظ بالنقدية في تخفيض تكاليف الاستثمار، حيث تمكن الأرصدة النقدية المحتفظ بها الشركات من تنفيذ مشاريعها الاستثمارية المربحة دون جمع أموال خارجية بتكاليف معاملات عالية. إن وجود مثل هذه الفوائد يجب أن يجعل الإحتفاظ بالنقدية ذات قيمة للمساهمين (Martinez-Sola et al., 2013).

ومع ذلك، هناك أيضاً آثار سلبية محتملة للإحتفاظ بالنقدية. الأمر الأساسي في هذا الرأي هو الحجة القائلة بأن تعارضات الوكالة القائمة بين المساهمين والإدارة يمكن أن تكون أكثر حدة عندما يكون لدى الشركات تدفقات نقدية حرة كبيرة، حيث يمكن للمديرين رعاية مصالحهم الخاصة على حساب المساهمين، أى تبديد الأموال عن طريق استهلاك الامتيازات أو اتخاذ قرارات استثمارية غير فعالة. فالحكمة العامة حول الإحتفاظ بالنقدية تشير إلى أن القدر الزائد من النقدية المحتفظ بها يعتبر تكتيكاً غير فعال لأنه مرتبط بالإنتهازية الإدارية أو حتى تضارب المصالح (مشاكل الوكالة) داخل الشركات. فوفقاً لفرضية الإنتهازية الإدارية، فإن الإحتفاظ بمستوى مرتفع من الأرصدة النقدية يوفر للمديرين حرية تصرف أكبر يمكنهم من خلالها تحقيق منافع ومزايا خاصة أكبر على حساب رفاية حملة الأسهم. فعندما يمتلك المديرون تدفقات نقدية حرة كبيرة تحت تصرفهم، فإنه من المحتمل أن يغالوا أكثر في الاستثمار في أنشطة هامشية أو مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة على حساب مصلحة المساهمين. قد تكون هذه الأنشطة والمشروعات مرضية للمديرين وقد تجلب لهم مزايا مالية أو مكافآت شخصية أخرى (Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1986).

يعضد من وجهة النظر السابقة، ما أشار إليه (أبو العز، ٢٠١٥) من أنه إذا توقع المدير أن يترك الشركة قبل نهاية عمرها - وهذه هي الحالة الواقعية السائدة - فمن الطبيعي والمتوقع أن يركز المدير (الوكيل) على تعظيم منفعة في الأجل القصير الذي يعنيه، حتى ولو كان ذلك ضاراً لمصالح المساهمين (الموكل). فالمدير الذي يتوقع أن يغادر الشركة في المستقبل القريب يعطى وزناً قليلاً لنتائج القرارات التي تتكشف بعد مغادرته للشركة، وذلك فيما يعرف "بمشكلة الأفق الزمني". لذا، يمكن القول بأنه مع تزايد تعارضات الوكالة بين الإدارة والمساهمين، فإنه يكون من المتوقع إهدار الفوائض النقدية المحتفظ بها من قبل إدارة الشركة في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، مما يؤدي إلى ظهور مشكلة "الإفراط في الاستثمار"، وهو بالطبع الأمر الذي يقود في النهاية إلى تراجع معدلات الربحية، ومن ثم إنخفاض قيمة الشركة (Jensen, 1986).

ويرى الباحث أن تقييم المستثمرين للقرارات الخاصة بالإحتفاظ بالنقدية يمكن أن يتأثر بمتغير ثالث، وهو درجة كفاءة إستغلال أصول الشركة. فبالنظر إلى أن للإحتفاظ بالنقدية تكلفة أساسية تعرف بأنها "تكلفة الفرصة البديلة" بسبب الاستثمارات وفرص النمو الضائعة نتيجة هذا الإحتفاظ، فإنه يكون

متوقعاً أن تتزايد تلك التكلفة للإحتفاظ بالنقدية مع زيادة درجة كفاءة إستغلال أصول الشركة. بعبارة أخرى، فإنه كلما زادت درجة كفاءة إستغلال أصول الشركة كلما زادت تكلفة الفرصة البديلة للإحتفاظ بالنقدية. لذلك، يكون متوقعاً أن يؤدي تزايد الإحتفاظ بالنقدية لدى الشركات التي تتسم بإرتفاع درجة كفاءة إستغلال أصولها إلى إنخفاض قيمتها السوقية، وذلك بسبب إرتفاع تكلفة الفرصة البديلة للإحتفاظ بالنقدية بتلك الشركات. من هذا المنطلق، يحاول البحث الحالي الإجابة على التساؤل التالي: **هل هناك تأثير لكفاءة إستغلال الأصول على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية؟**

## ٢. هدف البحث

في ضوء مشكلة البحث، يتمثل الهدف الأساسي للبحث الحالي في اختبار تأثير كفاءة إستغلال الأصول على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية، وذلك من خلال التحقق مما إذا كانت العلاقة الأساسية المبسطة (Simplified Main Relation) بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية ستتأثر بإدخال كفاءة إستغلال الأصول كمتغير منظم لتلك العلاقة، وهو الأمر الذي سيستدل عليه من خلال اختبار التأثير المترامن لكل من متغيري الإحتفاظ بالنقدية وكفاءة إستغلال الأصول (متغير التفاعل) على قيمة الشركات المساهمة المصرية.

## ٣. أهمية البحث

ترجع أهمية إجراء البحث الحالي إلى عدة عوامل أو اعتبارات لعل من أهمها ما يلي:

(١) أن اختبار التأثير الذي يمكن أن تتركه درجة كفاءة إستغلال الأصول على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية يعد أمراً ضرورياً ومهماً في توفير فهم أعمق لكيفية تقييم المستثمرين للقرارات الخاصة بالإحتفاظ بالنقدية داخل الشركات المساهمة المصرية.

(٢) تعتبر مصر بيئة ملائمة لدراسة مشكلة البحث الحالي، وذلك بسبب ما تعرضت له الدولة المصرية خلال السنوات القليلة الماضية من أزمات سياسية وإقتصادية أدت إلى إرتفاع تكلفة التمويل الخارجي للشركات المصرية، وهو الأمر الذي يوفر دافعاً قوياً لإدارات الشركات المساهمة المصرية لزيادة حجم الأرصدة النقدية المحتفظ بها لدعم قدرتها على تلبية متطلباتها التشغيلية والاستثمارية، وتعزيز قدرتها على الاستقرار والنمو، ومن ثم، فإن اختبار التأثير الذي يمكن أن تتركه درجة كفاءة إستغلال الأصول على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة في البيئة المصرية، يعتبر أمراً مهماً وضرورياً لفهم الآثار التي ترتبت على هذا الإحتفاظ بشأن تعظيم قيمة الشركات المساهمة المصرية.



٣) يعد البحث الحالي إحدى الدراسات المنهجية المتعلقة بقرارات الإحتفاظ بالنقدية، والتي تعد واحدة من أهم القرارات المالية التي باتت تلعب دوراً حيوياً ومؤثراً في تحقيق الأهداف الاستراتيجية للشركة من بقاء ونمو، بالشكل الذي يسهم في النهاية في تعظيم ثروة المساهمين، خاصة في ظل المنافسة الشرسة التي باتت تشهدها بيئة الأعمال المعاصرة.

٤) يعد البحث الحالي إمتداداً لتيار البحوث التي درست العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، إذ يحاول البحث الحالي تقديم دليل إمبريقي من البيئة المصرية يسهم في التحقق مما إذا كانت العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية ستتأثر بإدخال كفاءة إستغلال الأصول كمتغير منظم لتلك العلاقة من عدمه.

٥) أن وجود ندرة في الدراسات السابقة التي اختبرت تأثير كفاءة إستغلال الأصول على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة بشكل عام، وفي البيئة المصرية بشكل خاص، يضى أهمية على البحث الحالي.

٦) توفر نتائج البحث الحالي رؤى حيوية للمستثمرين الحاليين والمرقبين بشأن استراتيجيات تنويع محافظهم الاستثمارية، حيث أن معرفة تأثير كفاءة إستغلال الأصول على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية، تعد معلومات مهمة للمستثمرين في اختيارهم للشركات المصرية للاستثمار فيها.

#### ٤. مراجعة الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة

يزعم كل من (Myers and Majluf, 1984) بأن الركود المالي قد يجعل الشركة أقل ميلاً للتخلي عن فرص الاستثمار القيمة، مما يعنى أن الإحتفاظ بالنقدية قد يزيد من قيمة الشركة. من ناحية أخرى، نظراً لأن النقدية المحتفظ بها تعد أقل الأصول عائداً، فقد لا يُتوقع من الشركة أن تحتفظ بالكثير من الاحتياطات النقدية من قبل المساهمين الخارجيين. ويزعم (Jensen, 1986) بأن المساهمين الخارجيين قد يرغبون في أن تقوم الشركة بتوزيع النقدية المتوفرة لديها، لأن الإحتفاظ بأرصدة كبيرة من النقدية قد يخدم بشكل أساسى مصالح المديرين على حساب المساهمين، ويضر بقيمة الشركة. ونظراً للجدل الكبير الذى أحدثته قضية الإحتفاظ بالنقدية فى كل من الأوساط الأكاديمية ومجتمع الأعمال، فقد اتجهت العديد من الدراسات السابقة التى تم إجراؤها فى العديد من الأسواق المتقدمة والنامية نحو اختبار العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وذلك بهدف التحقق من طبيعة تلك العلاقة. ويوفر الجدول التالى (رقم "١") ملخصاً لأهم الدراسات السابقة التى تمكن الباحث من التوصل إليها بشأن علاقة الإحتفاظ بالنقدية بقيمة الشركة على المستوى الإمبريقي.

جدول رقم (١): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة الاحتفاظ بالنقدية بقيمة الشركة

الباحث	الدولة	فترة الدراسة	حجم العينة	المتغير المستقل	المتغير التابع	تصميم الدراسة	نتائج الدراسة
Luo and Hachiva (2005)	اليابان	١٩٨٩-٢٠٠٢	١٥٨٣٢ مشاهدة	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على صافى أصول الشركة (حيث صافى الأصول عبارة عن إجمالى أصول الشركة مطروحاً منه النقدية المحتفظ بها).	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة سالبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
Saddour (2006)	فرنسا	١٩٩٨-٢٠٠٢	١١١٥ مشاهدة	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على صافى أصول الشركة (حيث صافى الأصول عبارة عن إجمالى أصول الشركة مطروحاً منه النقدية المحتفظ بها).	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
Lau and Block (2012)	أمريكا	١٩٩٤-٢٠٠٣	٢٥٣٠ مشاهدة	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على صافى أصول الشركة (حيث صافى الأصول عبارة عن إجمالى أصول الشركة مطروحاً منه النقدية المحتفظ بها).	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
Martinez-Sola et al. (2013)	أمريكا	٢٠٠١-٢٠٠٧	٤٧٢ شركة (٣٠٥٥ مشاهدة)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
Cao and Chen (2014)	الصين	٢٠١٠-٢٠١٣	٢٢٦١ شركة (٧٢٥٨ مشاهدة)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
Kim and Bettis (2014)	أمريكا	١٩٨٧-٢٠٠٩	٨٩٠٠ شركة (٦٣١٠٣ مشاهدة)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
Loncan and Caldeira (2014)	البرازيل	٢٠٠٢-٢٠١٢	٢٨٨ شركة (٢٠٣٨ مشاهدة)	النقدية المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.

تابع جدول رقم (١): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة الاحتفاظ بالنقدية بقيمة الشركة

الباحث	الدولة	فترة الدراسة	حجم العينة	المتغير المستقل	المتغير التابع	تصميم الدراسة	نتائج الدراسة
Nhan and Ha (2016)	فيتنام	٢٠٠٨-٢٠١٥	٦٥٠ شركة (٣٣٣٥ مشاهدة)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
Zhang and Ling (2016)	أستراليا	١٩٩٩-٢٠١٥	٣٥٩١٧ مشاهدة	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
Ha and Tai (2017)	فيتنام	٢٠٠٩-٢٠١٤	١٠٥ شركة (٦٣٠ مشاهدة)	النقدية المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
مليجى (٢٠١٦)	مصر	٢٠١٥-٢٠١٧	١٤٠ شركة (٤٢٠ مشاهدة)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على صافى أصول الشركة (حيث صافى الأصول عبارة عن إجمالى أصول الشركة مطروحاً منه النقدية المحتفظ بها).	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة سالبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
الشريف (٢٠١٦)	مصر	٢٠١٦-٢٠١٩	٥٤ شركة (٢١٦ مشاهدة)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
حسين (٢٠١٦)	مصر	٢٠١٢-٢٠١٨	٥٢ شركة (٢٦٠ مشاهدة)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على صافى أصول الشركة (حيث صافى الأصول عبارة عن إجمالى أصول الشركة مطروحاً منه النقدية المحتفظ بها).	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
عبد الرحمن وسليمان (٢٠١٩)	مصر	٢٠١٠-٢٠١٦	٨٧ شركة (٦٠٩ مشاهدة)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.

تابع جدول رقم (١): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة الاحتفاظ بالنقدية بقيمة الشركة

الباحث	الدولة	فترة الدراسة	حجم العينة	المتغير المستقل	المتغير التابع	تصميم الدراسة	نتائج الدراسة
Anton and Nuc (2019)	إيطاليا	٢٠٠٧-٢٠١٦	٧١٩ شركة (٣٠٤٣ مشاهدة)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
Aslam et al. (2019)	باكستان	٢٠١٠-٢٠١٤	١٥٠ شركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية، والأخرى ٢١٠ مشاهدة لشركات تقليدية غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على صافى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة على مستوى أي من العينتين التى تضمنتهما الدراسة.
La Rocca and Cambrea (2019)	إيطاليا	١٩٨٠-٢٠١٥	٢٦١ شركة (٣١٥٤ مشاهدة)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
أبو نجار (٢٠١٨)	مصر	٢٠١٥-٢٠١٨	٦٠ شركة (٢٤٠ مشاهدة)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
Sumiati (2020)	إندونيسيا	٢٠١٥-٢٠١٧	٨٣ شركة (٢٤٩ مشاهدة)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
أحمد العبدى (٢٠١٨)	مصر	٢٠١٧-٢٠١٩	١٢٠ شركة (٣٦٠ مشاهدة)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة سالبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
Hamad et al. (2021)	الأردن	٢٠٠٦-٢٠١٧	٨٦ شركة (٩٣٨ مشاهدة)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.

تابع جدول رقم (١): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة الاحتفاظ بالنقدية بقيمة الشركة

الباحث	الدولة	فترة الدراسة	حجم العينة	المتغير المستقل	المتغير التابع	تصميم الدراسة	نتائج الدراسة
Jaradat et al. (2021)	الأردن	٢٠١٠-٢٠١٧	جميع الشركات الصناعية المدرجة ببورصة عمان خلال فترة الدراسة	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
Khan (2021)	باكستان	٢٠٢٠-٢٠١١	٣٥ شركة (٣٥٠ مشاهدة)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
Yun et al. (2021)	الصين	٢٠١٦-٢٠٠٣	٢٥٧٥ شركة	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
تجلى (٢٠٢٠)	مصر	٢٠٢٠-٢٠١٨	٥٨ شركة (١٧٤ مشاهدة)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.
Moolchandani and Kar (2022)	الهند	٢٠١٨-٢٠٠٩	٣٦١ شركة ٣٣٢٢ مشاهدة (تتضمن ٢٣٧٦ مشاهدة لشركات عائلية، ٩٤٦ مشاهدة لشركات غير عائلية)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة على مستوى العينة ككل، ووجود علاقة سالبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركات المدارة عائلية.
Alnori and Bugshan (2023)	سعودية مجلس التعاون الخليجي	٢٠١٩-٢٠٠٥	٣٩٨٦ مشاهدة (تتضمن ٢٩٦٠ مشاهدة لشركات متوافقة مع الشريعة الإسلامية، ١٠٢٦ مشاهدة لشركات تقليدية غير متوافقة مع الشريعة)	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على صافى أصول الشركة (حيث صافى الأصول عبارة عن إجمالى أصول الشركة مطروحاً منه النقدية المحتفظ بها).	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة على مستوى عينة الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وعدم وجود علاقة معنوية بينهما على مستوى عينة الشركات التقليدية غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.
Theissen et al. (2023)	أمريكا	٢٠٠٩-١٩٨٨	٦٤٤٦٩ مشاهدة	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإنحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.

تابع جدول رقم (١): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة الإحتفاظ بالنقدية بقيمة الشركة

الباحث	الدولة	فترة الدراسة	حجم العينة	المتغير المستقل	المتغير التابع	تصميم الدراسة	نتائج الدراسة
Yvallalage et al. (2023)	إثيوبيا	٢٠١٧-٢٠٢٠	٥١٣٨٨ مشاهدة	النقدية وما فى حكمها المحتفظ بها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول (مؤشر Tobin's Q).	الإحتدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة.

وهناك عدة ملاحظات على تلك الدراسات السابقة، والتي تجدر الإشارة إليها فيما يلى:

(١) أن غالبية تلك الدراسات السابقة توصلت إلى وجود علاقة معنوية (سواء موجبة أو سالبة) بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وهو ما يشير إلى أهمية قرار الإحتفاظ بالنقدية كأحد المحددات المهمة لقيمة الشركات، ويلقى الضوء كذلك على أهمية هذا القرار المالى فى تعظيم ثروة المساهمين.

(٢) أن وجود هذا العدد الكبير من الدراسات السابقة التى اختبرت تأثير مستوى النقدية المحتفظ بها على قيمة الشركة، يبرز الإهتمام المتزايد الذى أولته الأوساط الأكاديمية لقضية الإحتفاظ بالنقدية محل اهتمام البحث الحالى.

(٣) وجود تباين أو تعارض فى نتائج الدراسات السابقة بشأن علاقة الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة بشكل عام، وفى البيئة المصرية محل اهتمام البحث الحالى بشكل خاص، فى الوقت الذى توصلت فيه دراسة كل من (مليجي، ٢٠١٨؛ عبد المنعم، ٢٠٢١) إلى وجود علاقة سالبة بين نسبة النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركات المساهمة المصرية، نجد أن هناك دراسات سابقة أخرى تمت فى البيئة المصرية (مثل: الشريف، ٢٠١٩؛ حسين، ٢٠١٩؛ عبد الرحمن وسليمان، ٢٠١٩؛ الجندى، ٢٠٢٠؛ الباز، ٢٠٢٢) توصلت إلى وجود علاقة موجبة بينهما، وهو الأمر الذى يعتبر دافعاً كبيراً لدراسة وتحليل العوامل المؤثرة على تقييم المستثمرين للقرارات الخاصة بالإحتفاظ بالنقدية داخل الشركات المساهمة المصرية، والتي قد تعد كفاءة إستغلال أصول الشركة إحدى هذه المتغيرات أو العوامل.

(٤) أن تلك الدراسات السابقة اعتمدت فى قياسها لقيمة الشركة بشكل رئيسى على مؤشر "توبين كيو" (Tobin's Q)، وهو مؤشر يعتمد فى الأساس على العلاقة بين القيمة السوقية لأصول الشركة وقيمتها الاستبدالية، ولكن نظراً لصعوبة التوصل إلى القيمة الاستبدالية للأصول، فإنه عند حساب تلك النسبة فإنه يتم استخدام القيمة الدفترية للأصول عوضاً عن القيمة الاستبدالية للأصول. وفى ضوء هذا التوافق الكبير بين الدراسات السابقة بشأن أهمية هذا المقياس للتعبير عن قيمة الشركة، سوف يستعين البحث الحالى أيضاً بمؤشر "توبين كيو" عند قياس المتغير الخاص بقيمة الشركة.

٥) أن تلك الدراسات السابقة اعتمدت في قياسها لمستوى النقدية المحتفظ بها على إجمالي النقدية وما في حكمها مقسومة على إجمالي (أو صافي) أصول الشركة، دون الأخذ في الاعتبار الأرصدة النقدية وما في حكمها التي تكون مقيدة الاستخدام، مثل: المبالغ المجنبة مقابل غطاء خطابات الضمان، الودائع لأجل المحتجزة كضمان للتسهيلات الائتمانية، حساب البنك الخاص باكتتاب زيادة رأس المال، الحسابات الجارية المجمدة، الودائع لأجل التي تزيد آجال استحقاقها عن ثلاثة أشهر،.. إلخ، وهو الأمر الذي سيتم مراعاته في البحث الحالي عند قياس الإحتفاظ بالنقدية.

## ٥. تطوير فرضية البحث

في سوق مال مكتمل، يسهل فيه على الشركات جمع الأموال في أي وقت تحتاج إليه، لا يوجد دافع للشركات للإحتفاظ بنقدية كبيرة، حيث إنه يمكن تحويل الأصول إلى نقدية أو الحصول على التمويل بتكلفة عادلة في السوق مباشرة عند الحاجة إلى نقدية. برغم ذلك، فإن عدم إكتمال السوق بسبب تكاليف المعاملات وعدم تماثل المعلومات يوفر أساساً منطقياً لإحتفاظ الشركات بالنقدية (عيفي، ٢٠١٥). قد يكون الدافع الرئيسي للإحتفاظ بالأموال المولدة داخلياً أو الأصول السائلة هو تكلفة المعاملات. في الواقع العملي، تحتفظ الشركات باحتياطات نقدية تمنحها فوائد المرونة المالية، لأن الاعتماد على التمويل الخارجي ليس متاحاً دائماً، ويصعب الحصول عليه في كثير من الأحيان، كما أن تكلفته مرتفعة. إن إحتفاظ الشركات بالنقدية يمكنها من تغطية نفقاتها الجارية، كما أن التمويل الداخلي يمكن الشركات من تنفيذ مشاريعها الاستثمارية بقيمة حالية صافية موجبة دون الحاجة إلى الاعتماد على الأموال الخارجية، والتي عادة ما تنطوي على تكاليف معاملات مرتفعة (Hamad et al., 2021).

إن هذه المزايا للنقدية المحتفظ بها سيجعل الشركة تتمتع بالاستقلال في تمويل استثماراتها، ولا تتضرر أو تعاني عندما لا تتوفر مصادر أخرى لتمويل تلك الاستثمارات، الأمر الذي يجعل الإحتفاظ بالنقدية ذات قيمة بالنسبة للمساهمين. بالإضافة إلى ذلك، ستظهر الشركة التي تمتلك الكثير من الاحتياطات النقدية القدرة على توليد التدفق النقدي من العمليات التجارية، بالإضافة إلى القدرة الجيدة على سداد الديون والنفقات بشكل أفضل، مما ينعكس بالإيجاب على قيمة الشركة (Ha and Tai, 2017).

وبرغم تلك الفوائد أو المنافع، تذهب نظرية التدفق النقدي الحر لـ (Jensen, 1986) إلى أن الإحتفاظ بالنقدية من قبل الشركات التي لديها عدم تماثل معلومات كبير يخلق خطراً أخلاقياً، ويترتب على ذلك أن الأطراف الخارجية يكون لديها عدم تأكد عن الكيفية التي ستستخدم بها النقدية المحتفظ بها من قبل الشركة. ويرجح (Jensen, 1986) أن زيادة مستوى النقدية المحتفظ بها ربما يحث على إهدارها في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، مؤكداً على أنه من الأفضل للإدارة أن تدفع النقدية في شكل توزيعات وإستخدام الديون لتمويل الإستثمارات المستقبلية. فوفقاً لتلك النظرية، قد

يؤدي الإحتفاظ بأرصدة كبيرة من النقدية إلى تضخيم مساحة الإنتهازية الإدارية، مما يؤدي إلى إدارة غير فعالة للموارد، وبالتالي إنخفاض أداء وقيمة الشركة. وهذا يعنى أن فائدة الإحتفاظ بالنقدية تقل كلما أصبحت الأرصدة النقدية المحتفظ بها أكبر وأكبر. فالإحتفاظ باحتياطيات نقدية كبيرة يمكن أن يشجع المديرين على التساهل، زيادة مكافآتهم، أو بناء الإمبراطوريات باستخدام الأموال النقدية التي ينبغي توزيعها على المساهمين (Brealey et al., 2003).

من ناحية أخرى، تذهب نظرية المبادلة الساكنة (Static Trade-off Theory) إلى أن العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة قد تأخذ شكل حرف الـ U المقلوب أو المعكوس، وهو ما يشير إلى وجود مستوى مستهدف من النقدية المحتفظ بها يعمل على تعظيم قيمة الشركة. فوفقاً لتلك النظرية، تأخذ قيمة الشركة في التزايد مع تزايد نسبة النقدية المحتفظ بها حتى نصل إلى نقطة معينة مثلى تتساوى عندها الفوائد الحدية للنقدية المحتفظ بها مع التكاليف الحدية للإحتفاظ بتلك الأصول السائلة، وتصل عندها بالتبعية قيمة الشركة إلى حدها الأقصى، وإذا ما حاولت الشركة التوسع في الإحتفاظ بالنقدية إلى ما بعد تلك النقطة المثلى سوف تأخذ قيمة الشركة في التناقص، نتيجة لتفوق تكاليف الإحتفاظ بالنقدية على منافع أو فوائد هذا الإحتفاظ. لذا، يشير (Opler et al., 1999) إلى أن المديرين الذين يعملون على تعظيم القيمة لصالح المساهمين، سوف يحددون مستوى النقدية المحتفظ بها في الشركة بحيث تتساوى الفوائد الحدية أو الهامشية للنقدية المحتفظ بها مع التكاليف الحدية أو الهامشية للإحتفاظ بتلك الأصول السائلة.

ويرى الباحث أن التباين أو التعارض في نتائج الدراسات السابقة التي تم إجراؤها على المستوى الإمبريقي بشكل عام، وفي البيئة المصرية بشكل خاص، بشأن تأثير قرارات الإحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة، على النحو السابق الإشارة إليه عند مراجعة الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع البحث الحالي، يعتبر دافعاً كبيراً للباحثين لدراسة وتحليل العوامل المؤثرة على تقييم المستثمرين للقرارات الخاصة بالإحتفاظ بالنقدية. وتعتبر كفاءة إستغلال أصول الشركة واحدة من المتغيرات الداخلية المهمة التي يمكن أن تؤثر على تقييم المستثمرين لقرارات الإدارة المتعلقة بمستويات النقدية المحتفظ بها. ويعكس هذا المتغير قدرة إدارة الشركة على توظيف الأصول التي وضعت تحت تصرفها بكفاءة. ومن ثم، تعد كفاءة إستغلال أصول الشركة مفتاحاً مهماً لتحقيق أهداف الشركة. فبالنظر إلى أن الأنشطة التشغيلية للشركة تستفيد من تخصيص أصول الشركة التي تم تحديدها لتشغيل عملية البيع، لذا، فإن الاستخدام أو الإستغلال الأفضل لأصول الشركة سيزيد من المبيعات، مما يؤدي إلى زيادة الأرباح، ويسهم بالتالي في تعظيم ثروة المساهمين.

ويرى الباحث أنه كلما تحسنت كفاءة الشركة في إستغلال أصولها، فإن قدرتها على تحقيق المستهدف من التدفقات النقدية المستقبلية، وكذلك قدرتها على الحصول على التمويل الخارجي بتكلفة وشروط ملائمة ستتحسن، ومن ثم، يكون متوقعاً أن يؤدي تزايد الإحتفاظ بالنقدية لدى الشركات التي



تتمتع بدرجة عالية من الكفاءة فى إدارة أصولها إلى التأثير السلبى على قدرتها الكسبية وقيمتها السوقية، لما يترتب على هذا الإحتفاظ من تحمل الشركة لتكلفة المنافع المفقودة من الفرص الاستثمارية البديلة التى كان يجب توظيف تلك الأرصدة النقدية فيها، إذ أن معدل العائد على هذه الأرصدة النقدية المحتفظ بها سيكون أقل من معدل العائد على الاستثمارات الأخرى التى لها نفس مستوى المخاطر، مما يفقد تلك الأرصدة النقدية المحتفظ بها فرصة تعظيم ثروة المساهمين، ويؤثر سلباً على قيمة الشركة. من هذا المنطلق، يمكن للباحث صياغة فرضية البحث الحالى على النحو التالى:

**فا: من المتوقع أن تؤثر كفاءة إستغلال الأصول على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية.**

## ٦. تصميم البحث

### ١.٦ مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث الحالى فى الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية فى الفترة بين عامى ٢٠١٦م و٢٠٢١م، وذلك بعد استبعاد الشركات التى تنتمى إلى قطاعى البنوك والخدمات المالية غير المصرفية. والسبب فى استبعاد الشركات المالية فى هذا البحث هو أن هيكل رأس المال للشركات غير المالية يختلف عن نظيره فى الشركات المالية. أيضاً، تختلف متطلبات الإحتفاظ بالنقدية لدى الشركات المالية وغير المالية، حيث يجب على الوسطاء الماليين الحفاظ على الحد الأدنى من الاحتياطيات النقدية وفقاً لمتطلبات البنك المركزى، ولهذا السبب يكون مستوى الإحتفاظ بالنقدية بالشركات المالية فى الجانب أو المستوى الأعلى.

وقد انتهى الباحث إلى اختيار عينة ميسرة من الشركات غير المالية المقيدة، والمتاح الاستعانة بها فى اتمام البحث الحالى، يبلغ حجمها ١٠٦ شركة (٦٢٣ مشاهدة) موزعة على ستة عشر قطاعاً إقتصادياً غير مالى (مرفق ملحق رقم "١" بأسماء شركات عينة البحث)، وبما يعادل ٥٧٪، ٦٠٪، ٦٢٪، ٦٣٪، ٦١٪، ٦١٪ تقريباً من إجمالى عدد الشركات المساهمة غير المالية المقيدة، والمتاح سحب عينة البحث الحالى منه خلال السنوات الست فترة الدراسة على الترتيب. ويوضح الجدول رقم (٢) العينة النهائية للبحث الحالى مصنفة وفقاً للتصنيف القطاعى للبورصة المصرية المطبق من بداية عام ٢٠٢٠م، والذى تم تفعيله على ضوء عملية إعادة الهيكلة الشاملة التى قامت بها إدارة البورصة المصرية والتي طالت كل قطاعات السوق المصرى.<sup>(٨)</sup>

(٨) أسفرت عملية إعادة الهيكلة هذه عن زيادة عدد القطاعات إلى ثمانية عشر قطاعاً بدلاً من سبعة عشر قطاعاً، فيما شهدت نحو ثلاثة وخمسون شركة تغيير اسم القطاع الذى تنتمى إليه، كما انتقلت إثننا وأربعون شركة إلى قطاعات أخرى بعد دراسة المصدر الرئيسى لنشاطها، واستمرت مائة وتسعة وأربعون شركة كما هى بذات القطاع دون تعديل. ولمزيد من التفصيل حول هذا الشأن، يمكن الرجوع إلى التقرير السنوى للبورصة المصرية لعام ٢٠١٩م، وذلك عبر تحميل الرابط التالى:

[https://www.egx.com.eg/get\\_pdf.aspx?ID=26553&Lang=ARB](https://www.egx.com.eg/get_pdf.aspx?ID=26553&Lang=ARB)

جدول رقم (٢): التصنيف القطاعي لشركات عينة البحث

السنوات وعدد الشركات						عدد المشاهدات	القطاع
٢٠٢١م	٢٠٢٠م	٢٠١٩م	٢٠١٨م	٢٠١٧م	٢٠١٦م		
عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات		
١٩	١٩	١٩	١٩	١٨	١٧	١١١	العقارات
١٨	١٨	١٨	١٨	١٨	١٧	١٠٧	أغذية ومشروبات وتبغ
١٣	١٣	١٣	١٣	١٣	١١	٧٦	رعاية صحية وأدوية
٩	٩	١١	١١	١١	١١	٦٢	مواد البناء
٨	٨	٨	٨	٨	٨	٤٨	موارد أساسية
٧	٧	٨	٨	٨	٨	٤٦	سياحة وترفيه
٦	٦	٦	٦	٦	٦	٣٦	منسوجات و سلع معمرة
٥	٥	٥	٥	٥	٥	٣٠	مقاولات وإنشاءات هندسية
٤	٥	٥	٥	٥	٥	٢٩	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٣	٣	٣	٣	٣	٣	١٨	تجارة وموزعون
٢	٢	٢	٢	٢	٢	١٢	ورق ومواد تعبئة وتغليف
٢	٢	٢	٢	٢	٢	١٢	خدمات النقل والشحن
٢	٢	٢	٢	٢	٢	١٢	إتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات
٢	٢	٢	٢	٢	٢	١٢	خدمات تعليمية
١	١	١	١	١	١	٦	طاقة وخدمات مساندة
١	١	١	١	١	١	٦	المرافق
١٠٢	١٠٣	١٠٦	١٠٦	١٠٥	١٠١	٦٢٣	إجمالي
٢١٨	٢١٥	٢١٨	٢٢٠	٢٢٢	٢٢٢		عدد الشركات المقيدة بالبورصة (سوق داخل المقصورة) <sup>(٩)</sup>
٥٠	٤٥	٥١	٤٩	٤٧	٤٦		عدد الشركات المالية المقيدة بالبورصة <sup>(١٠)</sup>
١٦٨	١٧٠	١٦٧	١٧١	١٧٥	١٧٦		عدد الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة
%٦١	%٦١	%٦٣	%٦٢	%٦٠	%٥٧		نسبة عدد شركات العينة إلى عدد الشركات غير المالية المقيدة

٢.٦ مصادر الحصول على بيانات البحث

اعتمد الباحث بشأن الحصول على كافة البيانات الخاصة بشركات عينة البحث الحالي على أربعة مصادر أساسية، وهي: (١) المواقع الإلكترونية الرسمية للشركات المساهمة المقيدة بما تتضمنه من إفصاحات وتقارير دورية يوفرها قسم علاقات المستثمرين (Investor Relations) بتلك المواقع الإلكترونية للشركات المقيدة، (٢) الموقع الرسمي للبورصة المصرية بما يتضمنه من تقارير إفصاح إلزامية، والتي تعدها وترسلها الشركات المساهمة المقيدة لإدارة الإفصاح بالبورصة بموجب قواعد القيد والشطب، (٣) موقع مباشر مصر بما يحتويه من تقارير مالية دورية للشركات المساهمة المقيدة، و (٤) شركة مصر لنشر المعلومات المملوكة للبورصة المصرية، والتي تقوم على تقديم خدمات نقل بيانات التداول اللحظي للشركات المقيدة محلياً ودولياً، وتوفير البيانات الأساسية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

(٩) المصدر: موقع البورصة المصرية (<https://www.egx.com.eg/ar/MarketIndicator.aspx>).  
 (١٠) يقصد بالشركات المالية المقيدة بالبورصة: الشركات التي تنتمي لقطاعي البنوك والخدمات المالية غير المصرفية.

## ٢.٦ صياغة نماذج البحث والتعريف الإجرائي للمتغيرات

تتعلق الاختبارات الرئيسية التي سيستعين بها الباحث لاختبار فرضية البحث الحالي باختبار العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وكيف ستتأثر هذه العلاقة بكفاءة إستغلال الأصول. لذا، سوف يعتمد الباحث بشأن اختبار فرضية البحث الحالي على نموذجين للإندثار الخطى المتعدد، والذي يبنى أولهما على أن قيمة الشركة تعد دالة في كل من مستوى الإحتفاظ بالنقدية، والمتغيرات الضابطة. أما النموذج الثاني فسيستخدم في اختبار إدخال متغير كفاءة إستغلال الأصول كمتغير منظم لعلاقة الإندثار بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وذلك من خلال اختبار تأثير متغير التفاعل (Interaction Variable) بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وكفاءة إستغلال الأصول على قيمة الشركة.<sup>(١١)</sup> وبناءً على ذلك، يمكن صياغة نموذجي البحث الحالي على النحو التالي:

$$Q\text{-Ratio}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CASH}_{it} + \beta_2 \text{FSIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{PROF}_{it} + \beta_5 \text{BOSIZE}_{it} + \beta_6 \text{BOIND}_{it} + \beta_7 \text{DUAL}_{it} + \beta_8 \text{INSOWN}_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

$$Q\text{-Ratio}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CASH}_{it} + \beta_2 \text{ASSETURN}_{it} + \beta_3 \text{CASH}_{it} * \text{ASSETURN}_{it} + \beta_4 \text{FSIZE}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{PROF}_{it} + \beta_7 \text{BOSIZE}_{it} + \beta_8 \text{BOIND}_{it} + \beta_9 \text{DUAL}_{it} + \beta_{10} \text{INSOWN}_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

حيث إن:

- $Q\text{-Ratio}_{it}$  = قيمة الشركة (i) في الفترة (t)؛
- $\text{CASH}_{it}$  = نسبة النقدية المحتفظ بها من قبل الشركة (i) في الفترة (t)؛
- $\text{ASSETURN}_{it}$  = كفاءة إستغلال الأصول للشركة (i) في الفترة (t)؛
- $\text{FSIZE}_{it}$  = حجم الشركة (i) في الفترة (t)؛
- $\text{LEV}_{it}$  = الرافعة المالية (المديونية) للشركة (i) في الفترة (t)؛
- $\text{PROF}_{it}$  = ربحية الشركة (i) في الفترة (t)؛
- $\text{BOSIZE}_{it}$  = حجم مجلس الإدارة للشركة (i) في الفترة (t)؛
- $\text{BOIND}_{it}$  = إستقلالية مجلس الإدارة للشركة (i) في الفترة (t)؛
- $\text{DUAL}_{it}$  = إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول للشركة (i) في الفترة (t)؛
- $\text{INSOWN}_{it}$  = نسبة الملكية المؤسسية للشركة (i) في الفترة (t).

(١١) تتضمن تأثيرات التفاعل تأثيرات مترامنة (Simultaneous Effects) لمتغيرين أو أكثر على مخرجات العملية أو استجابتها. ويحدث التفاعل عندما يتغير تأثير متغير مستقل معين اعتماداً على مستوى متغير مستقل آخر. وبعبارة أخرى، يمكن القول أن تأثير متغير مستقل معين ليس هو نفسه بالنسبة لجميع مستويات المتغير المستقل الآخر. فالتفاعل هو تأثير معقد متعدد المتغيرات يوفر معلومات أكثر دقة من التأثير الأساسي المبسط (Simplified Main Effect).

ويوضح الجدول رقم (٣) وصفاً لمتغيرات البحث الحالي والتعريف الإجرائي لها، حيث يتم قياس قيمة الشركة، الإحتفاظ بالنقدية، كفاءة إستغلال الأصول، والمتغيرات الضابطة على النحو التالي:

جدول رقم (٣): التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث

التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
	رمز المتغير	اسم المتغير
<b>المتغير التابع (قيمة الشركة)</b>		
يتم قياسها بنسبة القيمة السوقية لأصول الشركة $i$ في نهاية الفترة $t$ إلى قيمتها الدفترية، والتي يتم حسابها من خلال قسمة القيمة الدفترية للأصول مطروحاً منها القيمة الدفترية لحقوق الملكية ومضافاً إليها القيمة السوقية لحقوق الملكية على القيمة الدفترية للأصول.	$Q\text{-Ratio}_{it}$	نسبة توبين كيو
<b>المتغير المستقل (الإحتفاظ بالنقدية)</b>		
سوف يعتمد الباحث بشأن قياس مستوى النقدية المحتفظ بها من قبل الشركة على مقياسين، وهما:	$CASH_{it}$	الإحتفاظ بالنقدية
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>المقياس الأول (<math>CASH1_{it}</math>):</b> ويتمثل في إجمالي النقدية وما في حكمها التي تظهر ضمن الأصول المتداولة بقائمة المركز المالي للشركة <math>i</math> مقسومة على إجمالي أصولها في نهاية الفترة <math>t</math>. ووفقاً لهذا المقياس تتضمن النقدية المحتفظ بها أرصدة النقدية بالبنوك والخزينة والودائع تحت الطلب وما في حكمها من استثمارات قصيرة الأجل عالية السيولة يمكن تحويلها بسهولة إلى مبالغ نقدية محددة ويكون خطر تعرضها لتغير في قيمتها ضئيلاً.</li> <li>▪ <b>المقياس الثاني (<math>CASH2_{it}</math>):</b> وهو يعد مقياساً أكثر تحفظاً للنقدية المحتفظ بها من قبل الشركة، حيث يتمثل هذا المقياس في إجمالي النقدية وما في حكمها المتاحة للإستخدام (أو بمعنى أدق غير مقيدة الإستخدام) والتي تظهر بقائمة التدفقات النقدية للشركة <math>i</math> مقسومة على إجمالي أصولها في نهاية الفترة <math>t</math>. ووفقاً لهذا المقياس تتمثل النقدية المحتفظ بها المتاحة للإستخدام في إجمالي النقدية وما في حكمها التي تظهر ضمن الأصول المتداولة بقائمة المركز المالي للشركة مضافاً إليها (أو مخصوماً منها) فروق ترجمة الأرصدة بالعملات الأجنبية، ومخصوماً منها كل من: البنوك الدائنة (بنوك سحب على المكشوف)، المبالغ المجنبة مقابل غطاء خطابات الضمان، الودائع لأجل المحتجزة كضمان للتسهيلات الائتمانية، حساب البنك الخاص باكتتاب زيادة رأس المال، الحسابات الجارية المجمدة، الودائع لأجل التي تزيد أجال استحقاقها عن ثلاثة أشهر،... إلخ من الأرصدة النقدية وما في حكمها التي تكون مقيدة الاستخدام.</li> </ul>		
<b>المتغير المنظم (كفاءة إستغلال الأصول)</b>		
سوف يعتمد الباحث بشأن قياس كفاءة إستغلال الأصول على معدل دوران الأصول، والذي يتم حسابه من خلال قسمة إيرادات الشركة $i$ في نهاية الفترة $t$ على إجمالي أصولها في نهاية الفترة $t$ . وتقاس هذه النسبة قدرة إدارة الشركة على توظيف الأصول التي وضعت تحت تصرفها بكفاءة، أي أنها مقياساً لدرجة إستغلال أو الإنتفاع بالأصول من قبل الإدارة، حيث تعكس معدلات دوران الأصول المرتفعة مقدراً كبيراً من الإيرادات وفي نهاية المطاف التدفق النقدي المتولد لمستوى معين من الأصول، والتي تعكس بدورها ممارسات فعالة لإدارة الأصول، ومن ثم خلق قيمة للمساهمين. في حين تعكس معدلات دوران الأصول المنخفضة استخدام الأصول من قبل الإدارة في أغراض غير منتجة، والذي من المرجح أن يؤدي إلى تدمير قيمة المشروعات. وبالتالي، فإن الشركات التي تتزايد بها تعارضات الوكالة بين الإدارة والمساهمين سيكون لديها نسب دوران أقل للأصول مقارنةً بتلك التي يكون لديها تعارضات وكالة أقل.	$ASSETURN_{it}$	معدل دوران الأصول

تابع جدول رقم (٣): التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث

التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
	رمز المتغير	اسم المتغير
<b>المتغيرات الضابطة</b>		
يتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة $i$ في نهاية الفترة $t$ .	FSIZE <sub>it</sub>	حجم الشركة
يتم قياسها من خلال قسمة إجمالي الإلتزامات (المتداولة وغير المتداولة) على إجمالي القيمة الدفترية لأصول الشركة $i$ في نهاية الفترة $t$ .	LEV <sub>it</sub>	الرافعة المالية (المديونية)
يتم قياسها من خلال قسمة صافي الربح بعد الضرائب كما يظهر بقائمة الدخل للشركة $i$ خلال الفترة $t$ على إجمالي أصولها في نهاية الفترة $t$ .	PROF <sub>it</sub>	ربحية الشركة
يتم قياسه بعدد أعضاء مجلس الإدارة للشركة $i$ خلال الفترة $t$ .	BOSIZE <sub>it</sub>	حجم مجلس الإدارة
يتم قياسها بنسبة الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة للشركة $i$ خلال الفترة $t$ ، والتي يتم حسابها من خلال قسمة عدد الأعضاء غير التنفيذيين في المجلس إلى إجمالي عدد أعضاء المجلس.	BOIND <sub>it</sub>	إستقلالية مجلس الإدارة
يتم قياسها بمتغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) للشركة $i$ خلال الفترة $t$ يشغل أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة، و(صفر) بخلاف ذلك.	DUAL <sub>it</sub>	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول
إجمالي نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين المؤسسيين (هيئات الإستثمار) الذين يستحذون على ٥% فأكثر من أسهم الشركة $i$ خلال الفترة $t$ .	INSOWN <sub>it</sub>	الملكية المؤسسية

## ٤.٦ مبررات إضافة المتغيرات الضابطة إلى نماذج البحث

### ١.٤.٦ حجم الشركة

يشير (Jensen, 1986) إلى أن حجم الشركة يمكن أن يستخدم كمؤشر على تعارضات الوكالة بين المديرين والمساهمين، وذلك إنطلاقاً من أن المديرين قد يتوافر لديهم الدافع أو الحافز لزيادة حجم الشركة إلى ما بعد الحجم الأمثل أو المستهدف، وذلك لاكتساب المزيد من القوة أو السلطة عندما تكون قيمة الأصول الخاضعة لسيطرتهم أو تحكمهم أكبر. ويرى كل من (Agrawal and Knoeber, 1996) أن هذا التضخم الزائد في حجم الشركة قد يسبب ترهل تنظيمي وإنخفاض للإنتاجية، وذلك لأن قدرة الإدارة على مراقبة أو التحكم في الأنشطة الاستراتيجية والتشغيلية للشركة تقلص مع زيادة حجمها، مما يؤدي إلى آثار سلبية على أداء وقيمة الشركة.

من ناحية أخرى، يشير كل من (هويدي، ١٩٩١؛ Buzzell et al., 1975) إلى أن الشركات الكبيرة تتمتع بمزايا اقتصاديات الحجم الكبير في أوجه النشاط المختلفة من توظيف وإنتاج وتسويق، وهو ما يمكنها من استخدام طرق تشغيل أكثر كفاءة تساعد على تخفيض التكاليف، فضلاً عن تمتعها بتوافر إمكانيات إدارية ذات كفاءة ومهارة عالية مقارنةً بتمثيلاتها في الشركات صغيرة الحجم، وهو أمر يساعدها في تحقيق مزايا نسبية في العديد من المجالات، مثل: الرقابة على التكاليف، والاستغلال الكفء للموارد البشرية المتاحة، مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق معدلات ربحية مرتفعة وتعظيم قيمة الشركة.

## ٢.٤.٦ الرافعة المالية (المديونية)

يشير (Jensen, 1986) إلى أن ارتفاع مستوى المديونية قد يثنى المديرين عن إهدار التدفقات النقدية الحرة الخاصة بالشركة في استثمارات غير مربحة، وذلك من خلال إجبار المديرين على دفع الأموال الفائضة أو الزائدة لخدمة الدين، الأمر الذي يسهم في كبح الإنتهازية الإدارية المتعلقة بإهدار تلك الفوائض النقدية في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، مما ينعكس بالإيجاب على قيمة الشركة. من ناحية أخرى، ومن منظور تعارض المصالح بين المساهمين والمقرضين، فإن زيادة الاعتماد على التمويل بالدين قد يدفع المديرين إلى التصرف بالشكل الذي يحقق مصلحة المساهمين، وذلك من خلال التخلي عن المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة. فالشركات التي يتزايد لديها مستوى المديونية يتزايد بها تعارضات الوكالة بين المساهمين وأصحاب الديون، نظراً لأن المساهمين في هذه الشركات يتوافر لديهم دوافع قوية لتخفيض الإستثمارات، وإمكانيات أكبر للاستعاضة بتحويل أو نقل المخاطر للمقرضين. وهو ما يشير إلى أن التمويل بالدين قد يكون له تأثير سلبي على قيمة الشركة، خاصةً بالنسبة للشركات التي يتوافر لديها فرص للنمو (McConnell and Servaes, 1995).

## ٣.٤.٦ ربحية الشركة

الربحية مصطلح يستخدم لوصف قدرة الشركة على توليد الأرباح، حيث تعرف الربحية على أنها المحصلة النهائية لمختلف السياسات المتخذة في إدارة مختلف شئون الشركة. لذا، يعد تعزيز ربحية الشركة والارتقاء بمستوى أدائها المالي، أحد أهم الأهداف الرئيسية التي تعمل الشركة دائماً على تحقيقها من أجل ضمان بقائها في الأجل الطويل. ويرتبط هدف تعظيم الربح ارتباطاً وثيقاً بالملاك، وما زال هذا الهدف يحتل مكاناً بارزاً في تقييم أداء الإدارة من وجهة نظر الملاك. وتنعكس ربحية الشركة مدى فاعلية الإدارة في استخدام الموارد التي أوكل إليها أمر إدارتها خلال فترة ما، ومن ثم، فإن مستوى ربحية الشركة يعكس إلى أي مدى نجحت الشركة في تأدية أنشطتها وعملياتها واستخدام مواردها بشكل مربح (أبو العز، ٢٠٠٧). لذا، يظل تعظيم الربح أهم مؤشرات قياس الكفاية الإنتاجية والأداء الإقتصادي للشركة، لأن تعظيم الربح يؤدي إلى زيادة القوة الإيرادية للأموال المستثمرة بارتفاع معدل العائد المحقق على هذه الأموال، ومن ثم، ارتفاع القيمة السوقية للشركة (حميد، ٢٠٠١).

## ٤.٤.٦ حجم مجلس الإدارة

يشير كل من (Haniffa and Hudaib, 2006) إلى أن مجالس الإدارة صغيرة الحجم تعد أكثر فعالية في كبح دوافع المديرين نحو التهرب من مسؤولياتهم تجاه الشركة، كما أنها تساعد على سرعة إنجاز القرارات الخاصة بالشركة، وذلك انطلاقاً من أن مجالس الإدارة صغيرة الحجم تكون أقل تقيداً بمشاكل البيروقراطية وأكثر وظيفية في القيام بمهامها، الأمر الذي يكون له مردود إيجابي على قيمة

الشركة. من ناحية أخرى، يرى كل من ( John and Senbet, 1998; Dalton et al., 1999; ) أن المجالس كبيرة الحجم تفيد فعلاً الشركة ليس فقط في أنها توفر التنوع في مساعدة الشركة على تأمين الموارد الحرجة والعقود، ولكن أيضاً في جلب ثروة من الخبرة والتجربة إلى الشركة، وذلك من خلال قدرتها على إجتذاب مدى واسع من المديرين الذين تتوافر لديهم الخبرات والمهارات المتنوعة التي تسهل من أداء المجلس لمهامه ووظائفه، وتعمل على تحسين عملية صناعة القرارات داخل الشركة، الأمر الذي قد يترك أثراً إيجابية على أداء وقيمة الشركة.

#### ٥.٤.٦ إستقلالية مجلس الإدارة

طبقاً لنظرية الوكالة، فإن وجود أغلبية من المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس إدارة الشركة تضمن استقلاليتها عن الإدارة التنفيذية للشركة، وتجعله - أى المجلس - يبدو أكثر فعالية في الحد من الإنتهازية الإدارية، نتيجة الفصل الواضح بين مهام الرقابة ومهام الإدارة ( Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983). وتستند حجية وجهة النظر السابقة إلى أن المديرين غير التنفيذيين يتوافر لديهم الحافز لبناء سمعة جيدة من خلال مراقبة الإدارة التنفيذية، بسبب وجود منافسة بينهم في سوق العمل (Fama and Jensen, 1983). بالإضافة إلى ذلك، فإن وجود المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة يساعد على تسوية أى خلافات أو نزاعات إدارية داخلية، فضلاً عن تحسين العلاقات بين إدارة الشركة وأصحاب المصالح الآخرين. فالمديرين غير التنفيذيين يعدون في وضع أفضل للإضطلاع بوظيفة المراقبة من المديرين التنفيذيين (Marashdeh, 2014).

وعلى النقيض من وجهة النظر السابقة، تذهب نظرية الإشراف (Stewardship Theory) إلى أن الأداء المتميز للشركة يكون مرتبطاً بوجود أغلبية من المديرين التنفيذيين داخل مجلس إدارتها. وذلك انطلاقاً من أن هؤلاء المديرين التنفيذيين يكون لديهم فهم أفضل لطبيعة أعمال الشركة وتعقيدها، ويعدون في وضع أفضل لقيادة وإدارة قرارات الشركة من المديرين غير التنفيذيين، نتيجة ما يتمتعون به من معلومات خاصة متميزة عن أنشطة وعمليات الشركة، ومن ثم، فإن وجود أغلبية من المديرين التنفيذيين داخل مجلس الإدارة تجعله قادراً على اتخاذ قرارات متميزة تقود إلى تحسن أداء وقيمة الشركة (Donaldson, 1990; Donaldson and Davis, 1991).

#### ٦.٤.٦ ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول

تشير ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول (CEO Duality) إلى الحالات التي يتم فيها الجمع بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) من قبل ذات الشخص.<sup>(١٢)</sup>

(١٢) يعرف دليل الحوكمة المصرى في نسخته المحدثه الصادره فى يوليه ٢٠١٦م رئيس مجلس الإدارة بأنه: "عضو مجلس الإدارة الذى يختاره أعضاء المجلس من بينهم ليرأس اجتماعات المجلس، ويكون الممثل القانونى للشركة." فى حين يعرف المدير التنفيذى الأول (العضو المنتدب) بأنه: "عضو مجلس الإدارة الذى ينتدبه المجلس ليقوم بالإدارة الفعلية للشركة، ويعتلى هرم السلطة التنفيذية بها، ويحدد

ووفقاً لنظرية الوكالة، فإن الفصل التام بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول، يجعل المجلس قادراً على إظهار فعالية أكبر فى توجيه ومراقبة تصرفات الإدارة التنفيذية، ويجنب الشركة مخاطر الوقوع تحت سيطرة أو هيمنة الإدارة التنفيذية، الأمر الذى يؤدى إلى تحسين أداء الشركة وتعظيم قيمتها فى الأجل الطويل (Jensen, 1993; Daily and Schwenk, 1996).<sup>(١٣)</sup>

وعلى النقيض من وجهة النظر السابقة، تذهب نظرية الإشراف إلى أن الجمع بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) من قبل ذات الشخص، يقلل من التعارضات المتعلقة بتبادل المعلومات أو الإتصال فى بيئات تتسم بعدم التأكد، ويجعل الشركة تتمتع بالمنافع التقليدية لوحدة التوجيه والقيادة، الأمر الذى يسهم فى تحسين أداء الشركة، وتعظيم قيمتها فى الأجل الطويل (Donaldson and Davis, 1991).

#### ٧.٤.٦ الملكية المؤسسية

يشير كل من (Bange and De Bondt, 1998; Chung et al., 2002) إلى أن المستثمرين المؤسسيين يتوافر لديهم الموارد، القدرات، المهارات، والفرص المناسبة لرقابة المديرين وضبط سلوكهم بالشكل الذى يضمن اختيارهم لمستويات الاستثمار التى تؤدى إلى تعظيم القيمة فى الأجل الطويل، بدلاً من التركيز على مقابلة أهداف الربحية قصيرة الأجل. ومن ثم، فإن تزايد نسبة ما تمتلكه هيئات الإستثمار فى أسهم الشركة، وفقاً لوجهة النظر هذه، يمكن أن يعمل كآلية لتخفيض تكاليف الوكالة التى يمكن أن تنشأ نتيجة السلوك الإنتهازى للمديرين.

وعلى النقيض، يرى كل من (Graves and Waddock, 1990; Jacobs, 1991; Hsu and ) (Koh, 2005) أن المستثمرين المؤسسيين يتصرفون فى أحيان كثيرة كمستثمرين مؤقتين ذوى توجه قصير الأجل،<sup>(١٤)</sup> وذلك من خلال تركيزهم بشكل كبير على تعظيم الأرباح الحالية للشركة بدلاً من التركيز على تعظيم قيمتها فى الأجل الطويل. وهو الأمر الذى قد يؤدى إلى تقليص الدافع لدى المستثمرين المؤسسيين للقيام بعمل استثمارات فى مجال الإشراف على أداء الشركات المستثمر فيها،

---

مجلس الإدارة اختصاصاته ومكافأته" (فقرة ٨/١). وينادى دليل الحوكمة المصرى فى نسخته الثانية الصادرة فى مارس ٢٠١١م بضرورة أن "يكون رئيس المجلس مسؤولاً عن إدارة المجلس وتحقيق أهدافه، بينما يكون العضو المنتدب مسؤولاً وحده عن إدارة الشركة ورفع تقارير دورية للمجلس. وليس للمجلس أو رئيسه التدخل فى الإدارة اليومية للشركة إلا استثناءً إذا عجز العضو المنتدب عن القيام بعمله ولحين تعيين عضو منتدب آخر" (فقرة ٧/٢/٥).

(١٣) يشير كل من (Jensen, 1993; Lai, 2009) إلى أن تقلد المدير التنفيذي الأول لمنصب رئيس مجلس الإدارة يجعله قادراً على التحكم فى جدول أعمال المجلس، والتأثير فى شتى قراراته بالشكل الذى يتوافق أو ينسجم مع مصالح الإدارة التنفيذية للشركة، فضلاً عن تدخله بشكل كبير فى عملية عزل وتعيين أعضاء المجلس ومحاولته الاحتفاظ بمنصبه لأطول فترة ممكنة. ومن ثم، فإن دمج تلك الأدوار والمسئوليات فى يد شخص واحد يعد تركيزاً للسلطة، كما أنه يزيد من احتمالات نشوب تعارضات الوكالة نتيجة سعى الإدارة التنفيذية للشركة لتحقيق مصالحها الذاتية أو الشخصية بشكل إنتهازى على حساب باقى الأطراف الأخرى ذات المصلحة فى الشركة (Fama and Jensen, 1983).

(١٤) يتم وصفهم أيضاً بالمستثمرين قصيرى النظر (Myopic Investors)، وذلك نتيجة تعاملهم كتجار وليس كملاك، وتركيزهم على أفق زمنى قصير المدى للاستثمار.



خاصةً وأن الإستفادة من المنافع التي قد تتولد من جراء تلك الإستثمارات قد لا تتحقق في الأجل القصير الذي يصبون إلى تعظيم مصالحهم خلاله.

## ٧. تحليل النتائج

### ١.٧ إحصاءات وصفية

يعرض الجدول رقم (٤) بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نماذج البحث الحالي مصنفة إلى خمسة مجموعات، وهي: قيمة الشركة (المتغير التابع)، الإحتفاظ بالنقدية (المتغير المستقل)، كفاءة إستغلال الأصول (المتغير المنظم)، متغير التفاعل بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وكفاءة إستغلال الأصول، والمتغيرات الضابطة، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات عينة البحث.

جدول رقم (٤): إحصاءات وصفية لمتغيرات البحث

المتغيرات	عدد المشاهدات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسيط	الإنحراف المعياري
<b>المتغير التابع (قيمة الشركة)</b>						
نسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ )	٦٢٣	٠,٣١٣٨	٦,١٦٥٢	١,٣٠٢٦	١,٠٩٦٢	٠,٧٢٠٥
<b>المتغير المستقل (الإحتفاظ بالنقدية)</b>						
المقياس الأول للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$ )	٦٢٣	٠,٠٠٠١	٠,٧١٣٤	٠,١٠٢	٠,٠٥٥	٠,١٢٢٣
المقياس الثاني للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH2_{it}$ )	٦٢٣	-٠,٤١٣	٠,٦٦٥٩	٠,٠٩٠٧	٠,٠٤٨٩	٠,١٢٩١
<b>المتغير المنظم (كفاءة إستغلال الأصول)</b>						
معدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ )	٦٢٣	صفر	٩,٣٧٩٥	٠,٧٣٩٩	٠,٥٥٧٩	٠,٨٧٣٤
<b>متغير التفاعل بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وكفاءة إستغلال الأصول</b>						
التفاعل بين المقياس الأول للإحتفاظ بالنقدية ومعدل دوران الأصول ( $CASH1_{it} * ASSETURN_{it}$ )	٦٢٣	صفر	١,٧٥٣٤	٠,٠٩٤٩	٠,٠٢٧٤	٠,١٩٦٢
التفاعل بين المقياس الثاني للإحتفاظ بالنقدية ومعدل دوران الأصول ( $CASH2_{it} * ASSETURN_{it}$ )	٦٢٣	-٠,٣٧١٣	١,٧٥٣٤	٠,٠٨٧٢	٠,٠٢٣٣	٠,١٩٩٤
<b>المتغيرات الضابطة</b>						
حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي ( $FSize_{it}$ )	٦٢٣	١٧,٥١٣	٢٥,١١٩	٢٠,٧٠١	٢٠,٥٩٣	١,٤٨٧١
الرافعة المالية ( $LEV_{it}$ )	٦٢٣	٠,٠٠٥	١,٨١٣٩	٠,٤٩١٩	٠,٤٨١٨	٠,٢٦٩٢
ربحية الشركة ( $PROF_{it}$ )	٦٢٣	-٠,٢٤٤٤	٠,٥٢٢٢	٠,٠٥٤٢	٠,٠٤٠٩	٠,٠٩٠٧
حجم مجلس الإدارة ( $BOSIZE_{it}$ )	٦٢٣	٣	١٦	٨	٧	٢,٥٦٦
إستقلالية مجلس الإدارة ( $BOIND_{it}$ )	٦٢٣	صفر	١	٠,٦٨٥	٠,٧٢٧	٠,٢١٧٤
إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول ( $DUAL_{it}$ )	٦٢٣	صفر	١	٠,٦١	١	٠,٤٨٨
الملكية المؤسسية ( $INSOWN_{it}$ )	٦٢٣	صفر	٠,٩٧٠٩	٠,٥١٨٥	٠,٥٧٣٧	٠,٢٩٨٥

فيما يتعلق بالمتغير التابع (قيمة الشركة)، توضح الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن نسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ) على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة، تتراوح قيمتها ما بين (٠,٣١، ٦,١٧ تقريباً)، وذلك بمدى واسع يبلغ ٥,٨٦ تقريباً، وبإنحراف معياري قدره ٠,٧٢١ تقريباً، كما توضح الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن متوسط تلك النسبة على

مستوى شركات العينة يبلغ ١,٣٠ تقريباً، وهو ما يشير إلى أن متوسط نسبة القيمة السوقية لشركات العينة إلى قيمتها الدفترية أكبر من الواحد الصحيح، بمعنى أن القيمة السوقية لشركات العينة أكبر من قيمتها الدفترية في المتوسط. أيضاً، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن وسيط تلك النسبة على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة يبلغ ١,١٠ تقريباً، وهو ما يشير إلى أن غالبية المشاهدات التي تألفت منها عينة البحث (أكثر من النصف) زادت بها نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول عن الواحد الصحيح.

وفيما يتعلق بمقاييس الاحتفاظ بالنقدية، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن إجمالي النقدية المحتفظ بها من قبل شركات العينة قبل استبعاد الأرصدة النقدية وما في حكمها التي تكون مقيدة الاستخدام ( $CASH1_{it}$ ) خلال السنوات الست فترة الدراسة تتراوح نسبتها ما بين (٠,٠٠٠١، ٠,٧١ تقريباً) من إجمالي الأصول نهاية الفترة، وذلك بمتوسط يبلغ ٠,١٠٢ تقريباً من إجمالي الأصول نهاية الفترة، وبانحراف معياري قدره ٠,١٢٣ تقريباً. أيضاً، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن النقدية المحتفظ بها من قبل شركات العينة وغير مقيدة الاستخدام ( $CASH2_{it}$ ) تتراوح نسبتها خلال السنوات الست فترة الدراسة ما بين (-٠,٤١٣، ٠,٦٦٦ تقريباً) من إجمالي الأصول نهاية الفترة، وذلك بمتوسط يبلغ ٠,٠٩١ تقريباً من إجمالي الأصول نهاية الفترة، وبانحراف معياري قدره ٠,١٢٩ تقريباً. ويتضح من تلك الإحصاءات الوصفية أن إجمالي الأرصدة النقدية وما حكمها التي تكون مقيدة الاستخدام على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة يبلغ متوسط نسبتها على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة ١,١٪ تقريباً من إجمالي الأصول نهاية الفترة.

وفيما يخص المتغير المنظم (كفاءة إستغلال الأصول) توضح الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن معدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ ) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة، تتراوح قيمته ما بين (صفر، ٩,٣٨ تقريباً)، وذلك بمدى كبير يبلغ ٩,٣٨ تقريباً، وأن متوسط ذلك المعدل على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة يبلغ ٠,٧٤ تقريباً، وهو ما يشير إلى أن متوسط نسبة المبيعات السنوية لشركات العينة على مدار السنوات الست فترة الدراسة تبلغ ٧٤٪ تقريباً من إجمالي أصول الشركة، وذلك بانحراف معياري قدره ٠,٨٧٣ تقريباً.

أما فيما يخص متغير التفاعل بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة إستغلال الأصول، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن قيمة متغير التفاعل بين المقياس الأول للإحتفاظ بالنقدية ومعدل دوران الأصول ( $CASH1_{it} * ASSETURN_{it}$ ) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة تتراوح قيمته ما بين (صفر، ١,٧٥ تقريباً)، بمتوسط (وسيط) يبلغ ٠,٠٩٥

(٠,٠٢٧)، وبانحراف معياري قدره ٠,١٩٦ تقريباً. وفيما يتعلق بمتغير التفاعل بين المقياس الثاني للإحتفاظ بالنقدية ومعدل دوران الأصول ( $CASH2_{it} * ASSETURN_{it}$ ) تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن قيمته على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة تتراوح قيمته ما بين (-٠,٣٧، ١,٧٥ تقريباً)، بمتوسط (وسيط) يبلغ ٠,٠٨٧ (٠,٠٢٣)، وبانحراف معياري قدره ٠,١٩٩ تقريباً.

أخيراً، فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن أحجام شركات العينة ( $FSIZE_{it}$ ) خلال السنوات الست فترة الدراسة، مقاسةً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة، تتراوح ما بين (١٧,٥١، ٢٥,١٢ تقريباً) وذلك بمتوسط يبلغ ٢٠,٧٠ تقريباً، وبانحراف معياري قدره ١,٤٨٧ تقريباً. كما تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن نسبة إجمالي القيمة الدفترية للإلتزامات إلى إجمالي القيمة الدفترية للأصول في نهاية الفترة ( $LEV_{it}$ ) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة تتراوح ما بين (٠,٠٠٥، ١,٨١٤ تقريباً) وذلك بمتوسط يبلغ ٤٩,١٩٪ تقريباً من إجمالي القيمة الدفترية للأصول نهاية الفترة، مما يعنى أن متوسط نسبة إجمالي القيمة الدفترية لحقوق الملكية إلى إجمالي القيمة الدفترية للأصول على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة يبلغ ٥٠,٨١٪ تقريباً من إجمالي القيمة الدفترية للأصول نهاية الفترة، وتعكس تلك النسبة ميل شركات العينة للإعتماد بشكل أكبر على حقوق الملكية مقارنةً بالديون عند تحديد التشكيلة التي تتألف منها مصادر التمويل.

وفيما يتعلق بربحية الشركة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن نسبة صافي الدخل المحاسبي بعد الضرائب إلى إجمالي القيمة الدفترية للأصول ( $PROF_{it}$ ) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة، تتراوح ما بين (-٢٤,٤٤٪، ٥٢,٢٢٪) وذلك بمتوسط (وسيط) يبلغ ٥,٤٢٪ (٤,١٪) وانحراف معياري قدره ٠,٠٩١ تقريباً. أيضاً، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن أحجام مجالس إدارات شركات العينة ( $BOSIZE_{it}$ ) خلال السنوات الست فترة الدراسة يتراوح ما بين (ثلاثة أعضاء، وستة عشر عضواً)، وذلك بمتوسط يبلغ ثمانية أعضاء وهو يبدو حجماً مناسباً لاجتذاب عدد كافي من أعضاء مجلس الإدارة الذين تتوافر لديهم الخبرات والمهارات الفنية والتحليلية التي تعمل على تحسين عملية صناعة القرارات داخل الشركة، فضلاً عن أنه قد يجعل المجلس أقل عرضةً لسيطرة المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب). كذلك، تشير الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) إلى أن متوسط نسبة المديرين غير التنفيذيين في مجالس إدارات شركات العينة ( $BOIND_{it}$ ) خلال السنوات الست فترة الدراسة يبلغ ٦٨,٥٪، ويعد ذلك مؤشراً على الدور الرقابي للمجلس في الشركات المساهمة المصرية، ويشير كذلك إلى إلتزام غالبية شركات العينة بمتطلبات دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصري فيما يتعلق بضرورة أن تكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين في الشركة.

وفيما يتعلق بإزدواجية دور المدير التنفيذي الأول ( $DUAL_{it}$ )، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن هناك ٢٤٢ مشاهدة فقط، وبنسبة قدرها ٣٩٪ تقريباً من إجمالي عدد المشاهدات الخاصة بعينة البحث الحالي خلال السنوات الست فترة الدراسة، أظهرت وجود فصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذى الأول (العضو المنتدب)، بمعنى عدم وجود إزدواجية فى تولى المنصبين من قبل ذات الشخص، وهو ما يشير إلى عدم التزام غالبية شركات العينة بمتطلبات دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصرى فيما يتعلق بضرورة الفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، حيث إن ٦١٪ من إجمالي عدد المشاهدات الخاصة بعينة البحث (٣٨١ مشاهدة) أظهرت وجود جمع بين المنصبين من قبل ذات الشخص. أيضاً، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن إجمالي نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين المؤسسيين (هيئات الإستثمار) والذين يستحوذون على (٥٠٪ فأكثر) من أسهم شركات العينة ( $INSOWN_{it}$ ) خلال السنوات الست فترة الدراسة تتراوح نسبتها ما بين (صفر٪، ٩٧,٠٩٪ تقريباً) من إجمالي عدد أسهم الشركة القائمة، وذلك بمتوسط يبلغ ٥١,٨٥٪ تقريباً، وهو ما يشير إلى أهمية الوزن النسبى لمساهمات المستثمرين المؤسسيين (هيئات الإستثمار) فى هياكل ملكية الشركات المساهمة المصرية.

## ٢.٧ تحليل الارتباط

يعرض الجدول رقم (٥) مصفوفة ارتباط بيرسون (Pearson Correlation Matrix) للعلاقة بين متغيرات البحث الحالي، حيث تعد تلك المصفوفة بمثابة الأداة الأولية لإكتشاف مشكلة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنماذج البحث الحالي.<sup>(١٥)</sup> وتظهر مصفوفة الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بجدول رقم (٥)، أن الإزدواج الخطى لا يمثل مشكلة فى أى من نماذج البحث الحالي، حيث إن كل معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية فى البحث الحالي (متغير الاحتفاظ بالنقدية، متغير كفاءة إستغلال الأصول، متغير التفاعل بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة إستغلال الأصول، والمتغيرات الضابطة) أقل من (٠,٨٠)، حيث بلغ أقصى معامل ارتباط بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بالنموذج الأول للبحث الحالي (٠,٤٥) وذلك بين متغيرى حجم مجلس الإدارة ( $BOSIZE_{it}$ ) ونسبة استقلاليته ( $BOIND_{it}$ )، فى حين بلغ أقصى معامل ارتباط بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بالنموذج الثانى للبحث الحالي (٠,٧١) وذلك بين متغيرى معدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ ) ومتغير التفاعل بين المقياس الأول للاحتفاظ بالنقدية ومعدل دوران الأصول ( $CASH1_{it} * ASSETURN_{it}$ ).

(١٥) يستخدم تعبير الإزدواج الخطى (Multicollinearity) للإشارة إلى وجود علاقة خطية أو قريبة من الخطية بين المتغيرات التفسيرية، ويشير (Gujarati, 2004) إلى أن درجة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية تعد مقبولة وغير خطيرة إذا بلغ معامل الارتباط بين أى منها (٠,٨٠) كحد أقصى.

جدول رقم (٥): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات البحث

م	المتغيرات	(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)	(٨)	(٩)	(١٠)	(١١)	(١٢)	(١٣)
١	نسبة توبين كيو ( $Q\text{-Ratio}_{it}$ )	١												
٢	المقياس الأول للاحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$ )	**٠,١٤٦	١											
٣	المقياس الثاني للاحتفاظ بالنقدية ( $CASH2_{it}$ )	**٠,١٤٥	**٠,٩٣	١										
٤	معدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ )	**٠,١٠٢	**٠,١٨	**٠,١٨	١									
٥	التفاعل بين المقياس الأول للاحتفاظ بالنقدية ومعدل دوران الأصول ( $CASH1_{it} * ASSETURN_{it}$ )	٠,٠٧٨	**٠,٦٠	**٠,٥٩	**٠,٧١	١								
٦	التفاعل بين المقياس الثاني للاحتفاظ بالنقدية ومعدل دوران الأصول ( $CASH2_{it} * ASSETURN_{it}$ )	٠,٠٧٨	**٠,٥٩	**٠,٦٤	**٠,٦٩	**٠,٩٨	١							
٧	حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي ( $F\text{SIZE}_{it}$ )	٠,٠٤٥-	٠,٠٤-	٠,٠٤-	**٠,١٣-	٠,٠٨-	٠,٠٧-	١						
٨	الرافعة المالية ( $LEV_{it}$ )	٠,٠٠٤-	**٠,٠٩-	**٠,٠٩-	**٠,١٥	٠,٠٣	٠,٠٢	**٠,٢٢	١					
٩	ربحية الشركة ( $PROF_{it}$ )	**٠,٣٥١	**٠,٤١	**٠,٣٩	**٠,١٤	**٠,٢٨	**٠,٢٧	٠,٠٤	**٠,٢٨-	١				
١٠	حجم مجلس الإدارة ( $B\text{OSIZE}_{it}$ )	٠,٠٦٦	٠,٠٠٤	٠,٠٦-	٠,٠١١-	٠,٠١١	٠,٠١٧-	٠,٠١١	**٠,١٣	**٠,١٣	١			
١١	إستقلالية مجلس الإدارة ( $B\text{OIND}_{it}$ )	٠,٠٦٢	**٠,٠٨-	**٠,٠٩-	**٠,٢٢-	**٠,١٩-	**٠,١٨-	**٠,١٩	**٠,٢١-	٠,٠١٩-	**٠,٤٥	١		
١٢	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول ( $D\text{UAL}_{it}$ )	٠,٠٢١-	**٠,٢٥	**٠,٢٣	**٠,١٤	**٠,٢٣	**٠,٢٢	**٠,٢٥-	٠,٠٢٤	**٠,٢١	**٠,١٢-	**٠,٢٣-	١	
١٣	الملكية المؤسسية ( $I\text{NSOWN}_{it}$ )	٠,٠٥-	٠,٠٨	*٠,١٠	٠,٠٨	*٠,٠٨	*٠,١٠	**٠,٣٢	**٠,٣٠	٠,٠١٨	**٠,١٧	٠,٠٣٢-	٠,٠٦٤	١
		**، * الارتباط دال عند مستوى معنوية (١٪)، (٥٪) على الترتيب.												
		عدد المشاهدات (N) = ٦٢٣												

وتجدر الإشارة إلى أنه، على الرغم من أن معامل الارتباط بين المقياسين الأول والثاني للإحتفاظ بالنقدية بلغ (٠,٩٣)، كما هو موضح بالجدول رقم (٥)، إلا أن ذلك لا يمثل مشكلة إزدواج خطى فى البحث الحالى، حيث سيتم الاعتماد على مقياس واحد فقط من أي من هذين المقياسين فى كل مرة يتم فيها تشغيل أي من نماذج البحث الحالى. وينطبق الأمر ذاته على معامل الارتباط بين المقياسين الأول والثاني لمتغير التفاعل بين الإحتفاظ بالنقدية وكفاءة إستغلال الأصول والذي بلغ (٠,٩٨)، إذ أن ذلك لا يمثل أيضاً مشكلة إزدواج خطى فى البحث الحالى، حيث سيتم الاعتماد على مقياس واحد فقط من أي من هذين المقياسين فى كل مرة يتم فيها تشغيل النموذج الثانى للبحث الحالى.<sup>(١٦)</sup>

وتظهر نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بجدول رقم (٥)، وجود ارتباط موجب ومعنوى (عند مستوى ١٪) بين نسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ) وكل من المقياسين الأول والثاني للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$ ,  $CASH2_{it}$ )، ومعدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ ). أيضاً، تبين نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بجدول رقم (٥)، عدم وجود ارتباط معنوى بين قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ) وأي من المقياسين الأول أو الثانى لمتغير التفاعل بين الإحتفاظ بالنقدية وكفاءة إستغلال الأصول.

أخيراً، فيما يخص المتغيرات الضابطة، تبين نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٥) وجود ارتباط موجب ومعنوى (عند مستوى ١٪) بين نسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ) وربحية الشركة ( $PROF_{it}$ ). كذلك، أظهرت نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٥) عدم وجود ارتباط معنوى بين قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ) وكل من حجم الشركة، الرافعة المالية (المديونية)، حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذى الأول، ونسبة الملكية المؤسسية.

## ٢.٧ نتائج تحليل الإنحدار

كما سبق الإشارة من قبل، سيعتمد الباحث بشأن اختبار فرضية البحث الحالى على نموذجين للإنحدار الخطى المتعدد، يبنى أولهما على أن قيمة الشركة تعد دالة فى كل من مستوى الإحتفاظ بالنقدية، والمتغيرات الضابطة. أما ثانيهما فسيستخدم فى اختبار إدخال متغير كفاءة إستغلال الأصول كمتغير منظم لعلاقة الإنحدار بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وذلك من خلال اختبار تأثير متغير التفاعل بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وكفاءة إستغلال الأصول على قيمة الشركة. وقد قام الباحث بإجراء تحليل الإنحدار لكل نموذج من هذين النموذجين مرتين. فى المرة الأولى، تم الإستعانة بالمقياس

(١٦) هناك اختبار آخر للحكم على ما إذا كانت درجة الإزدواج الخطى فيما بين المتغيرات التفسيرية خطيرة أم لا سيتعرض له الباحث بالتفصيل عند استعراض نتائج تحليل الإنحدار.

الأول المستخدم في البحث الحالي للتعبير عن مستوى الإحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$ ) والمتمثل في إجمالي النقدية المحتفظ بها من قبل شركات العينة قبل استبعاد الأرصدة النقدية وما في حكمها التي تكون مقيدة الاستخدام. وفي المرة الثانية، تم الإستعانة بالمقياس الثاني المستخدم في البحث الحالي للتعبير عن مستوى الإحتفاظ بالنقدية ( $CASH2_{it}$ ) والمتمثل في إجمالي النقدية المحتفظ بها من قبل شركات العينة بعد استبعاد الأرصدة النقدية وما في حكمها التي تكون مقيدة الاستخدام.

وقد اعتمد الباحث في تقدير معالم هذه النماذج على طريقة المربعات الصغرى ( Ordinary Least Squares “OLS”).<sup>(١٧)</sup> واختبار مدى ملائمة بيانات البحث الحالي لافتراضات تحليل الإنحدار، استعان الباحث بمعامل تضخم التباين (“VIF” The Variance Inflation Factor) للحكم على ما إذا كانت درجة الإزدواج الخطي في أي من النماذج التي يعتمد عليها الباحث في اختبار فرضية البحث الحالي خطيرة أم لا. وقد توصل الباحث إلى أن درجة الإزدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بتلك النماذج منخفضة وغير خطيرة، حيث إن أقصى قيمة لمعاملات تضخم التباين (VIF) تم الحصول عليها في تلك النماذج بلغت (٤,١٨٥)، وذلك على النحو المبين بالجدولين رقم (٦)، (٧)، وكانت لمتغير التفاعل بين المقياس الثاني للإحتفاظ بالنقدية ومعدل دوران الأصول ( $CASH2_{it} * ASSETURN_{it}$ ). ويؤكد ذلك على عدم خطورة مشكلة الإزدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بأي من نماذج الإنحدار التي يعتمد عليها الباحث في اختبار فرضية البحث الحالي، الأمر الذي يمكن معه تطبيق طريقة المربعات الصغرى لتقدير معالم تلك النماذج.<sup>(١٨)</sup>

ويعرض الجدول رقم (٦) نتائج تحليل الإنحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) التي تم التوصل إليها بشأن إنحدار قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ) على كل من الإحتفاظ بالنقدية والمتغيرات الضابطة، وذلك قبل إدخال متغير كفاءة إستغلال الأصول كمتغير منظم لعلاقة الإنحدار بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة.

(١٧) تعتبر طريقة المربعات الصغرى (OLS) من أكثر الطرق استخداماً في تقدير معالم نماذج الإنحدار الخطية. ويرجع السبب في ذلك إلى أن المقدرات المتحصل عليها باستخدام هذه الطريقة تتميز بأنها خطية وغير متحيزة، فضلاً عن أنه من بين جميع المقدرات الخطية وغير المتحيزة تتميز مقدرات المربعات الصغرى بأنها أفضل المقدرات، أي أن لها أقل تباين (عنانى، ٢٠١١).

(١٨) يعد معامل تضخم التباين (VIF) من أهم المقاييس المعروفة التي يمكن استخدامها للحكم على ما إذا كانت درجة الإزدواج الخطي في النموذج خطيرة أم لا. فهو وسيلة مهمة لإكتشاف مدى إرتباط كل متغير مستقل مع بقية المتغيرات المستقلة الأخرى في معادلة الإنحدار المتعدد، ومعنى هذا أنه يتم حساب قيمة لمعامل تضخم التباين (VIF) لكل متغير مستقل في معادلة الإنحدار. ويقاس معامل تضخم التباين (VIF) مقدار الزيادة في تباين تقديرات معالم معادلة الإنحدار نتيجة وجود الإزدواج الخطي، فكما كانت قيمة هذا المعامل كبيرة زاد تباين التقديرات وزادت بالتالي الأخطاء المعيارية لها، مما يؤدي إلى إنخفاض قيمة (t) المحسوبة المستخدمة في اختبارات المعنوية الإحصائية للمعامل. وكموشر بديل لمعامل تضخم التباين (VIF) فإن بعض الحقائق الإحصائية تأخذ مقلوب هذا المعامل للحكم على خطورة الإزدواج الخطي، ويعرف هذا المؤشر بفترة السماح (Tolerance)، وكلا المؤشران يعطيان نفس الإستنتاج للتعبير عن خطورة الإزدواج الخطي، وليس الحكم على ما إذا كان الإزدواج الخطي موجوداً أم لا، حيث لا يوجد حتى الآن اختبار إحصائي يمكن أن يعطى إجابة قاطعة لنا على مثل هذا التساؤل. ونظراً لأنه لا توجد جداول إحصائية يمكن استخدامها للحكم على معنوية قيم معاملات تضخم التباين، فقد اتفق إحصائياً على أنه إذا زادت قيمة معامل تضخم التباين (VIF) عن الـ ١٠ فإن ذلك يعد مؤشراً على خطورة الإزدواج الخطي بنموذج الإنحدار المتعدد (عنانى، ٢٠١١).

جدول رقم (٦): نتائج تحليل إندجار قيمة الشركة على الإحتفاظ بالنقدية والمتغيرات الضابطة

المتغير التابع: نسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ )					المتغير التابع: نسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ )					المتغيرات المستقلة
معامل تضخم التباين (VIF)	معنوية معاملات الإندجار		الخطأ المعياري Std. (Error)	معاملات الإندجار ( $\beta$ )	معامل تضخم التباين (VIF)	معنوية معاملات الإندجار		الخطأ المعياري Std. (Error)	معاملات الإندجار ( $\beta$ )	
	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)				مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)			
	***,٠,٠٠	٧,١١٦	٠,٢٢٥	١,٥٩٩		***,٠,٠٠	٧,٠٧١	٠,٢٢٥	١,٥٩٢	ثابت الإندجار (Constant)
					١,٢٥٠	***,٠,٠٠	٣,٧٦٢	٠,١٣٠	٠,٤٩٠	المقياس الأول للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$ )
١,٢٢٩	***,٠,٠٠	٣,٩٨١	٠,١٢١	٠,٤٨٠						المقياس الثاني للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH2_{it}$ )
١,٤٣٢	***,٠,٠٠	٥,٠١٤-	٠,٠١١	٠,٠٥٨-	١,٤٣٢	***,٠,٠٠	٤,٩٤٦-	٠,٠١٢	٠,٠٥٧-	حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي ( $FSize_{it}$ )
١,٣٦٤	***,٠,٠٠	١١,٢٨٠	٠,٠٦١	٠,٦٨٧	١,٣٦٢	***,٠,٠٠	١١,١٥٤	٠,٠٦١	٠,٦٧٩	الرافعة المالية ( $LEV_{it}$ )
١,٢٩٨	***,٠,٠٠	٨,٩١١	٠,١٩٧	١,٧٥٣	١,٣٢٠	***,٠,٠٠	٨,٨٠٦	٠,١٩٩	١,٧٥٠	ربحية الشركة ( $PROF_{it}$ )
١,٤٤٧	٠,٦٥٠	٠,٤٥٤	٠,٠٠٧	٠,٠٠٣	١,٤٣٥	٠,٩٥٠	٠,٠٦٢	٠,٠٠٧	٠,٠٠٠	حجم مجلس الإدارة ( $BOSIZE_{it}$ )
١,٣٦٨	***,٠,٠٠	٥,٠١٨	٠,٠٧٥	٠,٣٧٧	١,٣٧١	***,٠,٠٠	٥,١٢٢	٠,٠٧٥	٠,٣٨٦	إستقلالية مجلس الإدارة ( $BOIND_{it}$ )
١,٢٢٨	**٠,٠٤٩	١,٩٧١-	٠,٠٣٢	٠,٠٦٣-	١,٢٣٦	**٠,٠٤٣	٢,٠٢٤-	٠,٠٣٢	٠,٠٦٥-	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول ( $DUAL_{it}$ )
١,٢٧٠	٠,٦١٥	٠,٥٠٤	٠,٠٥٥	٠,٠٢٧	١,٢٥٨	٠,٤٧٨	٠,٧١٠	٠,٠٥٤	٠,٠٣٩	الملكية المؤسسية ( $INSOWN_{it}$ )
***, **, * الفروق دالة عند مستوى معنوية (١٪)، (٥٪)، (١٠٪) على الترتيب.										
٠,٢٩٣					٠,٢٩١					معامل التحديد ( $R^2$ )
٠,٢٨٣					٠,٢٨٠					معامل التحديد المعدل ( $Adjusted R^2$ )
***٢٩,٠٠٥					***٢٨,٧١٤					قيمة (F) المحسوبة
***,٠,٠٠٠					***,٠,٠٠٠					دلالة اختبار (F) [Sig.]
٥٧٠					٥٧٠					عدد المشاهدات (N)



وتظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٦) معنوية نموذجى الانحدار الخطى بين قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ) وكل من مستوى الاحتفاظ بالنقدية معبراً عنه بأي من المقياسين الأول أو الثانى ( $CASH1_{it}$  or  $CASH2_{it}$ )، والمتغيرات الضابطة. وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F) لأي من هذين النموذجين، حيث إنه بمقارنة قيمة الاحتمال (P-Value) لأي من هذين النموذجين بمستوى المعنوية المقبول فى العلوم الاجتماعية (وهو ٥٪)، يتبين أن (P-Value = Sig. < 5%).

كذلك، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٦)، أن قيمة معاملى التحديد المعدل ( $Adjusted R^2$ ) الخاصة بانحدار قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ) على أي من المقياسين الأول أو الثانى للاحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$  or  $CASH2_{it}$ )، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٢٨٣، ٠,٢٨٣) على الترتيب. وهو ما يشير إلى أن النموذج الثانى، والمتعلق بانحدار قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ) على كل من المقياس الثانى للاحتفاظ بالنقدية ( $CASH2_{it}$ )، والمتغيرات الضابطة، يعد الأكثر قوةً (وإن كان ذلك بفارق طفيف جداً) من النموذج الأول، والمتعلق بانحدار قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ) على كل من المقياس الأول للاحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$ )، والمتغيرات الضابطة، بشأن تفسير التباين فى قيمة الشركة.

ويتضح من نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٦)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين أي من المقياسين الأول أو الثانى للاحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$  or  $CASH2_{it}$ ) وبين قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ). وتدعم تلك النتيجة من وجهة النظر التى تذهب إلى أن الشركات التى تمتلك الكثير من الاحتياطات النقدية ستتمتع بالاستقلال فى تمويل استثماراتها، والقدرة على توليد التدفق النقدى من عملياتها التشغيلية، بالإضافة إلى القدرة الجيدة على سداد الديون والنفقات بشكل أفضل، مما ينعكس بالإيجاب على قيمة الشركة. كما تتسق تلك النتيجة مع النتائج التى توصلت لها دراسات سابقة عديدة فى البيئة المصرية (مثل: الشريف، ٢٠١٩؛ حسين، ٢٠١٩؛ عبد الرحمن وسليمان، ٢٠١٩؛ الجندى، ٢٠٢٠، الباز، ٢٠٢٢) بشأن علاقة الاحتفاظ بالنقدية بقيمة الشركات المساهمة المصرية، حيث توصلت تلك الدراسات هى الأخرى إلى وجود علاقة موجبة بينهما.

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل الانحدار الموضحة بالجدول رقم (٦)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين أي من الرافعة المالية ( $LEV_{it}$ )، ربحية الشركة ( $PROF_{it}$ )، إستقلالية مجلس الإدارة ( $BOIND_{it}$ ) وبين قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ). كما تظهر نتائج تحليل الانحدار الموضحة بالجدول رقم (٦)، وجود علاقة سالبة ودالة

عند مستوى معنوية (١٪) بين حجم الشركة ( $FSIZE_{it}$ ) وقيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ). أيضاً، تظهر نتائج تحليل الانحدار الموضحة بالجدول رقم (٦)، وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (٥٪) بين إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول ( $DUAL_{it}$ ) وقيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ). فى حين تبين نتائج تحليل الانحدار الموضحة بالجدول رقم (٦)، عدم وجود علاقة معنوية بين حجم مجلس الإدارة ( $BOSIZE_{it}$ ) وقيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ).

وللتحقق مما إذا كانت العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية ستتأثر بإدخال متغير كفاءة إستغلال الأصول كمتغير منظم لتلك العلاقة من عدمه، تم إدخال متغير كفاءة إستغلال الأصول معبراً عنه بمعدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ ) كمتغير منظم لعلاقة الانحدار بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وذلك من أجل اختبار تأثير متغير التفاعل بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وكفاءة إستغلال الأصول على قيمة الشركة. ويعرض الجدول رقم (٧) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) التى تم التوصل إليها بشأن تأثير متغير التفاعل بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية معبراً عنه بأي من المقياسين الأول أو الثانى ( $CASH1_{it}$  or  $CASH2_{it}$ ) وكفاءة إستغلال الأصول معبراً عنها بمعدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ ) على قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ).

وتظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧) معنوية نموذجى الانحدار الخطى بين قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ) وكل من مستوى الإحتفاظ بالنقدية معبراً عنه بأي من المقياسين الأول أو الثانى ( $CASH1_{it}$  or  $CASH2_{it}$ )، كفاءة إستغلال الأصول معبراً عنه بمعدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ )، متغير التفاعل بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وكفاءة إستغلال الأصول، والمتغيرات الضابطة. وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F) لأي من هذين النموذجين، حيث إنه بمقارنة قيمة الاحتمال (P-Value) لأي من هذين النموذجين بمستوى المعنوية المقبول فى العلوم الاجتماعية (وهو ٥٪)، يتبين أن (P-Value = Sig. < 5%).

كذلك، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٧)، أن قيمة معاملى التحديد المعدل ( $Adjusted R^2$ ) الخاصة بإنحدار قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ) على كل من المتغيرات التفسيرية المتضمنة بأي من هذين النموذجين تعادل (٠,٢٩٢، ٠,٢٩٤) على الترتيب. وهو ما يشير إلى تفوق النموذج الذى تم الاعتماد فيه على المقياس الثانى للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH2_{it}$ ) على النموذج الآخر الذى تم الاعتماد فيه على المقياس الأول للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$ ) بشأن تفسير التباين فى قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ )، وإن كان ذلك بفارق طفيف جداً.

جدول رقم (٧): نتائج اختبار تأثير متغير التفاعل بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة استغلال الأصول على قيمة الشركة

المتغير التابع: نسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ )					المتغير التابع: نسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ )					المتغيرات المستقلة
معامل تضخم التباين (VIF)	معنوية معاملات الإتحاد		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الإتحاد ( $\beta$ )	معامل تضخم التباين (VIF)	معنوية معاملات الإتحاد		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الإتحاد ( $\beta$ )	
	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)				مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)			
	***,٠٠	٦,١٧٥	٠,٢٣١	١,٤٢٥		***,٠٠	٦,٠٩٨	٠,٢٣١	١,٤١٠	ثابت الإتحاد (Constant)
					٢,٢٤٣	***,٠٠	٤,٦٢١	٠,١٧٣	٠,٧٩٩	المقياس الأول للاحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$ )
٢,٤٥٠	***,٠٠	٤,٧٣٩	٠,١٦٩	٠,٨٠١						المقياس الثاني للاحتفاظ بالنقدية ( $CASH2_{it}$ )
٢,٧١٣	***,٠٠١	٣,٢١٢	٠,٠٢٦	٠,٠٨٣	٢,٧٨٥	***,٠٠١	٣,٢٧٥	٠,٠٢٦	٠,٠٨٦	معدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ )
					٤,٠٣٥	***,٠٠٣	٢,٩٣٥-	٠,١٤٠	٠,٤١١-	التفاعل بين المقياس الأول للاحتفاظ بالنقدية ومعدل دوران الأصول ( $CASH1_{it} * ASSETURN_{it}$ )
٤,١٨٥	***,٠٠٤	٢,٩١٦-	٠,١٤٠	٠,٤٠٨-						التفاعل بين المقياس الثاني للاحتفاظ بالنقدية ومعدل دوران الأصول ( $CASH2_{it} * ASSETURN_{it}$ )
١,٤٩٧	***,٠٠	٤,٣٧٥-	٠,٠١٢	٠,٠٥١-	١,٤٩٨	***,٠٠	٤,٢٨٢-	٠,٠١٢	٠,٠٥٠-	حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي ( $FSize_{it}$ )
١,٤١٧	***,٠٠	١٠,٦٨٨	٠,٠٦٢	٠,٦٥٨	١,٤١٣	***,٠٠	١٠,٥٥١	٠,٠٦٢	٠,٦٤٩	الرافعة المالية ( $LEV_{it}$ )
١,٣٢٠	***,٠٠	٨,٥٧٦	٠,١٩٧	١,٦٨٨	١,٣٤١	***,٠٠	٨,٥٢٣	٠,١٩٩	١,٦٩٣	ربحية الشركة ( $PROF_{it}$ )
١,٤٨٢	٠,٨٠٩	٠,٢٤٢	٠,٠٠٧	٠,٠٠٢	١,٤٦٥	٠,٨٤٤	٠,١٩٧-	٠,٠٠٧	٠,٠٠١-	حجم مجلس الإدارة ( $BOSIZE_{it}$ )
١,٤١٥	***,٠٠	٥,١٩٠	٠,٠٧٦	٠,٣٩٤	١,٤١٦	***,٠٠	٥,٣٣٨	٠,٠٧٦	٠,٤٠٦	استقلالية مجلس الإدارة ( $BOIND_{it}$ )
١,٢٣٣	*,٠٧٣	١,٧٩٨-	٠,٠٣٢	٠,٠٥٨-	١,٢٤٢	*,٠٧٠	١,٨١٣-	٠,٠٣٢	٠,٠٥٨-	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول ( $DUAL_{it}$ )
١,٢٧٢	٠,٧٠٠	٠,٣٨٦	٠,٠٥٤	٠,٠٢١	١,٢٦١	٠,٥٥٥	٠,٥٩٠	٠,٠٥٤	٠,٠٣٢	الملكية المؤسسية ( $INSOWN_{it}$ )
***, **, * الفروق دالة عند مستوى معنوية (١٪)، (٥٪)، (١٠٪) على الترتيب.										
٠,٣٠٦					٠,٣٠٤					معامل التحديد ( $R^2$ )
٠,٢٩٤					٠,٢٩٢					معامل التحديد المعدل ( $Adjusted R^2$ )
***٢٤,٦٦١					***٢٤,٤٦٧					قيمة (F) المحسوبة
***,٠٠٠					***,٠٠٠					دلالة اختبار (F) [Sig.]
٥٧٠					٥٧٠					عدد المشاهدات (N)

ويتضح من نتائج تحليل الإندجار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٧)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين أي من المقياسين الأول أو الثاني للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$  or  $CASH2_{it}$ ) وبين قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ). أيضاً، يتبين من نتائج تحليل الإندجار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٧)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين معدل دوران الأصول ( $ASSETURN_{it}$ ) وبين قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ). وفيما يتعلق بمتغير التفاعل بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وكفاءة إستغلال الأصول، تظهر نتائج تحليل الإندجار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٧)، وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين أي من مقياسي متغير التفاعل بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية ومعدل دوران الأصول [ $CASH1_{it} * ASSETURN_{it}$  or  $CASH2_{it} * ASSETURN_{it}$ ] وبين قيمة الشركة معبراً عنها بنسبة توبين كيو ( $Q-Ratio_{it}$ ). وتشير تلك النتائج إلى أن العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة قد تأثرت بإدخال متغير كفاءة إستغلال الأصول كمتغير منظم لتلك العلاقة، وتظهر كذلك أن تقييم المستثمرين للقرارات الخاصة بالإحتفاظ بالنقدية داخل الشركات المساهمة المصرية يتأثر بدرجة كفاءة إستغلال الأصول داخل تلك الشركات، حيث تشير تلك النتائج إلى أن تزايد الإحتفاظ بالنقدية لدى الشركات التي تتسم بإرتفاع درجة كفاءة إستغلال أصولها يؤدي إلى إنخفاض قيمتها السوقية، وذلك بسبب إرتفاع تكلفة الفرصة البديلة للإحتفاظ بالنقدية بتلك الشركات. ويتضح أن تلك النتائج تدعم فرضية البحث الحالي، والقائلة بأنه من المتوقع أن تؤثر كفاءة إستغلال الأصول على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية، لذا، لا يمكن رفضها.

## ٨. خلاصة البحث

تجعل أسواق رأس المال غير الكاملة التمويل الخارجي مكلفاً، مما يجعل احتفاظ الشركات بالنقدية أمراً حيوياً. لذا، باتت تشكل الاحتياطات النقدية المحتفظ بها جزءاً كبيراً من أصول الشركة. يمكن للشركة التي تحتفظ بأرصدة نقدية كافية توفير تكاليف المعاملات، وتمويل المشروعات المربحة عندما يكون التمويل الخارجي مكلفاً، مما ينعكس بالإيجاب على قيمة الشركة. ومع ذلك، يرتبط الإحتفاظ بالنقدية بتكلفة الفرصة البديلة، حيث تتخلى الشركة عن العائدات التي كان من الممكن أن تولدها من خلال استثمار تلك النقدية المحتفظ بها في مشروعات مربحة. علاوة على ذلك، قد يؤدي الإحتفاظ باحتياطات نقدية كبيرة إلى إثارة صراعات أو تعارضات الوكالة بين المساهمين والمديرين، حيث يمكن للمديرين الإحتفاظ بالأرصدة النقدية للقيام باستثمارات تعظم مصالحهم الشخصية بدلاً من تعظيم القيمة لصالح المساهمين.

ويعد التباين في نتائج الدراسات السابقة التي تم إجراؤها على المستوى الإمبريقي بشكل عام، وفي البيئة المصرية بشكل خاص، بشأن تأثير قرارات الإحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة، دافعاً كبيراً

للبحث الحالي، ولغيره من البحوث، لدراسة وتحليل العوامل المؤثرة على تقييم المستثمرين للقرارات الخاصة بالإحتفاظ بالنقدية. ويرى الباحث أن المتغير الخاص بكفاءة إستغلال أصول الشركة يعد واحداً من المتغيرات الداخلية المهمة التي يمكن أن تؤثر على تقييم المستثمرين لقرارات الإدارة المتعلقة بمستويات النقدية المحتفظ بها، حيث يكون متوقعاً أن يؤدي تزايد الإحتفاظ بالنقدية لدى الشركات التي تنسم بإرتفاع درجة كفاءة إستغلال أصولها إلى إنخفاض قيمتها السوقية، وذلك بسبب إرتفاع تكلفة الفرصة البديلة للإحتفاظ بالنقدية بتلك الشركات.

من هذا المنطلق، استهدف البحث الحالي التحقق من تأثير كفاءة إستغلال الأصول على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية، وذلك من خلال التحقق مما إذا كانت العلاقة الأساسية المبسطة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية ستتأثر بإدخال كفاءة إستغلال الأصول كمتغير منظم لتلك العلاقة، وهو الأمر الذي يستدل عليه من خلال اختبار التأثير المتزامن لكل من متغيري الإحتفاظ بالنقدية وكفاءة إستغلال الأصول (متغير التفاعل) على قيمة الشركات المساهمة المصرية. ولتحقيق هدف البحث، استعان الباحث بعينة مكونة من ١٠٦ شركة مساهمة مصرية (بإجمالي عدد مشاهدات يبلغ ٦٢٣ مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى ستة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالي في الفترة بين عامي ٢٠١٦م و٢٠٢١م.

ومن أجل اختبار فرضية البحث الحالي، فقد اعتمد الباحث على نموذجين للإندجار الخطي المتعدد، استخدم أولهما في اختبار العلاقة بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وذلك قبل إدخال متغير كفاءة إستغلال الأصول كمتغير منظم لتلك العلاقة. أما ثانيهما فتم استخدامه في اختبار إدخال متغير كفاءة إستغلال الأصول كمتغير منظم لعلاقة الإندجار بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وذلك من خلال اختبار تأثير متغير التفاعل بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وكفاءة إستغلال الأصول على قيمة الشركة. وقد أظهرت نتائج البحث الحالي وجود علاقة موجبة بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وفيما يتعلق بمتغير التفاعل بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وكفاءة إستغلال الأصول، أظهرت نتائج البحث الحالي وجود علاقة سالبة بينه وبين قيمة الشركة. وتشير تلك النتائج إلى أن العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة قد تأثرت بإدخال متغير كفاءة إستغلال الأصول كمتغير منظم لتلك العلاقة.

وفي المجمل، يمكن القول بأن نتائج البحث الحالي تدعم وجهة نظر الباحث من أنه كلما تحسنت كفاءة الشركة في إستغلال أصولها، فإن قدرتها على تحقيق المستهدف من التدفقات النقدية المستقبلية، وكذلك قدرتها على الحصول على التمويل الخارجي بتكلفة وشروط ملائمة ستتحسن، ومن ثم، يكون متوقعاً أن يؤدي تزايد الإحتفاظ بالنقدية لدى الشركات التي تتمتع بدرجة عالية من الكفاءة في إدارة

أصولها إلى التأثير السلبي على قدرتها الكسبية وقيمتها السوقية، لما يترتب على هذا الإحتفاظ من تحمل الشركة لتكلفة المنافع المفقودة من الفرص الاستثمارية البديلة التي كان يجب توظيف تلك الأرصدة النقدية فيها، إذ أن معدل العائد على هذه الأرصدة النقدية المحتفظ بها سيكون أقل من معدل العائد على الاستثمارات الأخرى التي لها نفس مستوى المخاطر، مما يفقد تلك الأرصدة النقدية المحتفظ بها فرصة تعظيم ثروة المساهمين، ويؤثر سلباً على قيمة الشركة.

## ٩. دراسات مستقبلية

على ضوء ما توصل إليه البحث الحالي من نتائج، يرى الباحث أن هناك العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث ودراسات مستقبلية، يتمثل أهمها فيما يلي:

(١) لإضفاء مزيداً من الإستقرار على النتائج التي تم التوصل إليها في البحث الحالي، فإن أحد المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية هو إعادة تكرار البحث الحالي، ولكن مع استخدام مقاييس أو تعريفات إجرائية أخرى لمتغيرات البحث الحالي.

(٢) دراسة وتحليل العوامل الأخرى التي يمكن أن تؤثر على تقييم المستثمرين للقرارات الخاصة بالإحتفاظ بالنقدية داخل الشركات المساهمة المصرية، ومنها على سبيل المثال لا الحصر:

◀ دراسة التأثير المنظم لفرص النمو المستقبلية على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية.

◀ دراسة التأثير المنظم لكفاءة الاستثمار على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية.

◀ دراسة التأثير المنظم للتحسين الإداري على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية.

◀ دراسة التأثير المنظم لقوة المدير التنفيذي الأول على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية.

◀ دراسة التأثير المنظم للملكية العائلية على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية.

◀ دراسة التأثير المنظم للملكية الحكومية على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية.

◀ دراسة التأثير المنظم للملكية المؤسسية على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية.

٣) فى ظل الإقتراح بأن ربحية الشركة تعمل كمتغير وسيط فى العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، لذا يمكن استخدام نموذج للمعادلات الهيكلية وتحليل المسار لتصميم نموذج سببى أو بنائى يوضح علاقات التأثير والتأثر بين الإحتفاظ بالنقدية (كمتغير مستقل)، ربحية الشركة (كمتغير وسيط)، وقيمة الشركة (كمتغير تابع)، ويختبر التأثير المباشر للإحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة، بالإضافة إلى التأثير غير المباشر للإحتفاظ بالنقدية (عن طريق: ربحية الشركة) على قيمة الشركة.

٤) أحد حدود هذا البحث هو استبعاد الشركات المالية من عينة البحث، نظراً لاختلاف طبيعة هيكل رأس المال للشركات المالية عن نظيره فى الشركات غير المالية، وكذلك لاختلاف متطلبات الإحتفاظ بالنقدية لدى الشركات المالية وغير المالية، لذا، يمكن دراسة تأثير كفاءة إستغلال الأصول على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات التى تنتمى للقطاع المالى المصرى.

## المراجع

### أولاً: مراجع باللغة العربية

- أبو العز، محمد السعيد، ١٩٩٥، "نظرية الوكالة والدور التائيري لنظم معلومات المحاسبة الإدارية"، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول: ١٣٣-١٧٤.
- أبو العز، محمد السعيد، ٢٠٠٧، "تحليل القوائم المالية لأعراض الإئتمان والاستثمار"، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- أبو العز، محمد السعيد، ٢٠١٥، "موضوعات فى المحاسبة الإدارية"، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- الباز، محمد ماهر عبد الحميد، ٢٠٢٢، "تأثير التحفظ المحاسبي على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول: ٦٣-١١٤.
- الجندي، تامر يوسف عبدالعزيز علي، ٢٠٢٠، "قياس أثر التحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط على العلاقة بين تقييم المستثمرين للنقدية بغرض الاحتفاظ وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة: دراسة تطبيقية"، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، العدد الثالث: ٤٢-١٣٢.
- الشريف، محمود مصطفى منصور، ٢٠١٩، "قياس أثر ممارسات إدارة الأرباح على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ: دراسة عملية بالتطبيق على البيئة المصرية"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثالث: ٦٦٢-٧٠١.
- الهيئة العامة للرقابة المالية، مركز المديرين المصري، ٢٠١٦، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، الإصدار الثالث.
- العظمة، محمد أحمد، ويوسف عوض العادلي، ١٩٨٦، "المحاسبة عن مصادر الأموال والتقارير المالية للشركات المساهمة"، ذات السلاسل للطباعة والنشر والتوزيع، دولة الكويت.
- حجازي، إبراهيم رسلان، ١٩٨٨، "استخدامات نظرية الوكالة فى المحاسبة الإدارية"، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد الأول: ٣٠٩-٣٥٥.
- حسين، علاء علي أحمد، ٢٠١٩، "تأثير جودة المستحقات وخطر الضوائق المالية على العلاقة بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة الصناعية: أدلة تطبيقية من سوق المال المصري"، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثاني: ٤٦١-٥٢١.
- حميد، محمد عثمان إسماعيل، ٢٠٠١، "الإدارة المالية فى مشروعات الأعمال: مدخل لإتخاذ القرارات المالية فى الأسواق المالية والمشروعات الدولية"، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، القاهرة.



عبد الرحمن، وليد محمد محمد السيد، وعبد محمد عبد سليمان، ٢٠١٩، "أثر الاحتفاظ بالنقدية وهيكال التمويل على قيمة المنشأة في الشركات المساهمة المصرية: دراسة اختبارية"، *مجلة الدراسات والبحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد الرابع: ٤٨١-٥٢٤.

عبد المنعم، ريم محمد محمود، ٢٠٢١، "تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، العدد الأول: ١٦٦-٢٧٢.

عفيفي، هلال عبد الفتاح، ٢٠١٥، "أثر حوكمة مجلس الإدارة على الإحتفاظ بالنقدية في الشركات المساهمة المصرية: دراسة اختبارية"، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنصورة، العدد الرابع: ٥١-١١٨.

عنانى، محمد عبد السميع، ٢٠١١، "التحليل القياسى والاحصائى للعلاقات الاقتصادية: مدخل حديث باستخدام *Windows SPSS*"، الطبعة الثالثة، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

فودة، السيد أحمد محمود، ٢٠٢٠، "الأثر الوسيط للتجنب الضريبي على العلاقة بين القيود المالية للشركات والإحتفاظ بالنقدية: دراسة إختبارية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الثانى: ١-٨٤.

مليجي، مجدي مليجي عبدالحكيم، ٢٠١٨، "تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبى*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد السابع: ٣٣١-٤٠١.

هندي، منير إبراهيم، ١٩٩٨، "الفكر الحديث فى مجال مصادر التمويل"، منشأة المعارف، الإسكندرية.

هندي، منير إبراهيم، ١٩٩٩، "الإدارة المالية: مدخل تحليلى معاصر"، الطبعة الرابعة، المكتب العربى الحديث، الإسكندرية.

هويدى، على محمد حسن، ١٩٩١، "دراسة اختبارية لأثر اختلاف الحجم على الأداء"، *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الثانى: ١٥٧-١٩٣.

وزارة الاستثمار، مركز المديرين المصرى، ٢٠١١، "دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية"، الإصدار الثانى.

## ثانياً: مراجع باللغة الأجنبية

Agrawal, A., and C. R. Knoeber, 1996, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (3): 377-397.

- Alnori, F., and A. Bugshan, 2023, “Cash Holdings and Firm Performance: Empirical Analysis from Shariah-Compliant and Conventional Corporations”, *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 16 (3): 498-515.
- Anton, S. G., and A. E. Nucu, 2019, “Firm Value and Corporate Cash Holdings: Empirical Evidence from the Polish Listed Firms”, *Economics and Management* 22 (3): 121-134.
- Aslam, E., R. Kalim, and S. Fizza, 2019, “Do Cash Holding and Corporate Governance Structure Matter for the Performance of Firms? Evidence from KMI 30- and KSE 100-Indexed Firms in Pakistan”, *Global Business Review* 20 (2): 313-330.
- Baiman, S., 1982, “Agency Research in Managerial Accounting: A Survey”, *Journal of Accounting Literature* 1: 154-213.
- Bange, M. M., and W. F. De Bondt, 1998, “R&D Budgets and Corporate Earnings Targets”, *Journal of Corporate Finance* 4 (2): 153-184.
- Brealey, R. A., S. C. Myers, and S. Sandri, 2003, “*Principles of Corporate Finance*”, 4<sup>th</sup> Edition, McGraw Hill, Milano.
- Buzzell, R. D., B. T. Gale, and R. Sultan, 1975, “Market Share—a Key to Profitability”, *Harvard Business Review* 53 (1): 97-106.
- Cao, L., and C. Chen, 2014, “*Corporate Cash Holdings and Firm Value: Evidence from Chinese Industrial Market*”, Master Thesis, Faculty of Business Administration, Simon Fraser University, Canada.
- Chung, R., M. Firth, and J. Kim, 2002, “Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management”, *Journal of Corporate Finance* 8 (1): 29-48.
- Daily, C. M., and C. Schwenk, 1996, “Chief Executive Officers, Top Management Teams, and Boards of Directors: Congruent or Countervailing Forces?”, *Journal of Management* 22 (2): 185-208.
- Dalton, D. R., C. M. Daily, J. L. Johnson, and A. E. Ellstrand, 1999, “Number of Directors and Financial Performance: A Meta-analysis”, *Academy of Management Journal* 42 (6): 674-686.

- Donaldson, L., 1990, "The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory", *Academy of Management Review* 15 (3): 369-381.
- Donaldson, L., and J. H. Davis, 1991, "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management* 16 (1): 49-65.
- Durand, D., 1952, "Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement", *Conference on Research in Business Finance*, National Bureau of Economic Research, New York.
- Fama, E. F., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy* 88 (2): 288-307.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen, 1983, "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325.
- Graves, S. B., and S. A. Waddock, 1990, "Institutional Ownership and Control: Implications for Long-Term Corporate Strategy", *The Executive* 4 (1): 75-83.
- Gujarati, D. N., 2004, "*Basic Econometrics*", 4<sup>th</sup> Edition, New York: McGraw Hill.
- Ha, N. M., and L. M. Tai, 2017, "Impact of Capital Structure and Cash Holdings on Firm Value: Case of Firms Listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange", *International Journal of Economics and Financial Issues* 7 (1): 24-30.
- Hamad, A., T. Alzoubi, M. Iskandrani, and A. Alhadidi, 2021, "A Non-linear Relationship between Cash Holdings and Firm Value: Study of Companies in the Emerging Economy", *Journal of Governance and Regulation* 10 (4): 137-143.
- Haniffa, R., and M. Hudaib, 2006, "Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies", *Journal of Business Finance and Accounting* 33 (7-8): 1034-1062.
- Hsu, G., and P. Koh, 2005, "Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence from Australia", *Corporate Governance: An International Review* 13 (6): 809-823.

- Jacobs, M. T., 1991, “*Short-Term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia*”, Harvard Business School Press, Boston.
- Jaradat, H., A. Alnaimi, and S. Alsmadi, 2021, “The Effect of Cash Holdings and Corporate Governance on Firm Value: Evidence from the Amman Stock Exchange”, *Journal of Governance and Regulation* 10 (4-Special Issue): 272-281.
- Jennergren, L. P., 1980, “On the Design of Incentives in Business Firms—A Survey of Some Research”, *Management Science* 26 (2): 180-201.
- 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* 76 (2): 323-329.
- Jensen, M. C., 1993, “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”, *The Journal of Finance* 48 (3): 831-880.
- John, K., and L. W. Senbet, 1998, “Corporate Governance and Board Effectiveness”, *Journal of Banking and Finance* 22 (4): 371-403.
- Kaplan, R. S., 1984, “The Evolution of Management Accounting”, *The Accounting Review* 59 (3): 390-418.
- Khan, F. A., 2021, “*Impact of Cash Holdings on Firm Performance: Empirical Evidence from Pakistan*”, Master Thesis, Capital University of Science and Technology, Islamabad, Pakistan.
- Kiel, G. C., and G. J. Nicholson, 2003, “Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance”, *Corporate Governance: An International Review* 11 (3): 189-205.
- Kim, C., and R. A. Bettis, 2014, “Cash is surprisingly valuable as a strategic asset”, *Strategic Management Journal* 35 (13): 2053-2063.

- Lai, L., 2009, “Managing Earnings to Meet Critical Thresholds and the Role of Corporate Governance: A Case Study of China”, *The Canadian Academic Accounting Association Annual Conference*, Montreal, Quebec, Canada, 4-7 June.
- La Rocca, M., and D. R. Cambrea, 2019, “The Effect of Cash Holdings on Firm Performance in Large Italian Companies”, *Journal of International Financial Management and Accounting* 30 (1): 30-59.
- Lau, J., and J. H. Block, 2012, “Corporate Cash Holdings and their Implications on Firm Value in Family and Founder Firms”, *Corporate Ownership and Control* 9 (4): 309-326.
- Loncan, T. R., and J. F. Caldeira, 2014, “Capital Structure, Cash Holdings and Firm Value: a Study of Brazilian Listed Firms”, *Revista Contabilidade & Finanças* 25 (46): 46-59.
- Luo, Q., and T. Hachiya, 2005, “Corporate Governance, Cash Holdings, and Firm Value: Evidence from Japan”, *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies* 8 (4): 613-636.
- Marashdeh, Z., 2014, “*The Effect of Corporate Governance on Firm Performance in Jordan*”, Unpublished PhD Thesis, University of Central Lancashire, UK.
- Martinez-Sola, C., P. J. Garcia-Teruel, and P. Martinez-Solano, 2013, “Corporate Cash Holding and Firm Value”, *Applied Economics* 45 (2): 161-170.
- McConnell, J. J., and H. Servaes, 1995, “Equity Ownership and the Two Faces of Debt”, *Journal of Financial Economics* 39 (1): 131-157.
- Moolchandani, R., and S. Kar, 2022, “Family Control, Agency Conflicts, Corporate Cash Holdings and Firm Value”, *International Journal of Emerging Markets* 17 (10): 2636-2654.
- Myers, S. C., and N. S. Majluf, 1984, “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics* 13 (2): 187-221.

- Nhan, D., and P. Ha, 2016, “Cash Holding, State Ownership and Firm Value: The Case of Vietnam”, *International Journal of Economics and Financial Issues* 6 (6-Special Issue): 110-114.
- Ogden, S. G., 1993, “The Limitations of Agency Theory: The Case of Accounting-Based Profit Sharing Schemes”, *Critical Perspectives on Accounting* 4 (2): 179-206.
- 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.
- Rahayu, S. M., 2019, “Mediation Effects Financial Performance toward Influences of Corporate Growth and Assets Utilization”, *International Journal of Productivity and Performance Management* 68 (5): 981-996.
- Saddour, K., 2006, “*The Determinants and the Value of Cash Holdings: Evidence from French Firms*”, Unpublished Working Paper, Dauphine Research in Management, Paris Dauphine University.
- Sumiati, S., 2020, “Effect of Cash Holding on Firm Value with Ownership Structure as a Moderating Variable in Indonesia Company”, *Journal of Applied Management* 18 (1): 122-129.
- Theissen, M., C. Jung, H. Theissen, and L. Graf-Vlachy, 2023, “Cash Holdings and Firm Value: Evidence for Increasing Marginal Returns”, *Journal of Management Scientific Reports* 1 (3-4): 260-300.
- Wellalage, N. H., A. De Zoysa, and S. Ma, 2023, “Corporate Cash Holdings and Firm Performance in India: An Empirical Investigation of the Effects of Audit Quality and Firm Growth”, *American Business Review* 26 (1): 122-147.
- Yun, J., H. Ahmad, K. Jebran, and S. Muhammad, 2021, “Cash Holdings and Firm Performance Relationship: Do Firm-Specific Factors Matter?”, *Economic Research* 34 (1): 1283-1305.
- Zhang, S., and T. Ling, 2016, “*Cash Holding and Firm Value: Evidence from the US Market from 1999 to 2015*”, Master Thesis, Faculty of Business Administration, Simon Fraser University, Canada.

ملحق رقم (١)  
قائمة بأسماء شركات عينة البحث

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
	قطاع العقارات	مطاحن شرق الدلتا	٣٦
١	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك	القاهرة للدواجن	٣٧
٢	أطلس لاستصلاح الأراضي والتصنيع الزراعي	قطاع الرعاية الصحية والأدوية	
٣	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	الإسكندرية للخدمات الطبية - المركز الطبي الجديد	٣٨
٤	المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	المصرية الدولية للصناعات الدوائية - إبيكو	٣٩
٥	زهراء المعادي للاستثمار والتعمير	العربية للأدوية والصناعات الكيماوية - أدكو	٤٠
٦	مينا للإستثمار السياحي والعقارى	سبأ الدولية للأدوية والصناعات الكيماوية	٤١
٧	الاستثمار العقارى العربى - اليكو	الإسكندرية للأدوية والصناعات الكيماوية	٤٢
٨	التعمير والاستثمارات الهندسية	مينا فارم للأدوية والصناعات الكيماوية	٤٣
٩	مدينة نصر للإسكان والتعمير	ممفيس للأدوية والصناعات الكيماوية	٤٤
١٠	المجموعة المصرية العقارية	القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية	٤٥
١١	العالمية للاستثمار والتنمية	النيل للأدوية والصناعات الكيماوية	٤٦
١٢	الشمس للإسكان والتعمير	مستشفى النزهة الدولى	٤٧
١٣	المتحدة للإسكان والتعمير	جلاكسو سميتكلاين	٤٨
١٤	القاهرة للإسكان والتعمير	إبن سينا فارما	٤٩
١٥	العبور للاستثمار العقارى	أكتوبر فارما	٥٠
١٦	اوراسكوم للتنمية مصر	قطاع مواد البناء	
١٧	دلتا للإنشاء والتعمير	العامة لمنتجات الخزف والصينى - سيراميكا مارسيليا	٥١
١٨	إعمار مصر للتنمية	العز للسيراميك والبورسلين - الجوهرة	٥٢
١٩	بالم هيلز للتعمير	العربية للخزف - سيراميكا ريماس	٥٣
	قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ	الإسكندرية لأسمنت بورتلاند	٥٤
٢٠	العربية لمنتجات الألبان - أراب ديرى (بانادا)	مصر بنى سويف للأسمنت	٥٥
٢١	مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والجيزة	جنوب الوادى للأسمنت	٥٦
٢٢	الصناعات الغذائية العربية - دومتى	مصر للأسمنت - قنا	٥٧
٢٣	أجواء للصناعات الغذائية - مصر	السويس للأسمنت	٥٨
٢٤	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	العربية للأسمنت	٥٩
٢٥	مطاحن ومخابز شمال القاهرة	أسمنت سيناء	٦٠
٢٦	عبور لاند للصناعات الغذائية	ليسيكو مصر	٦١
٢٧	الإسماعيلية مصر للدواجن	قطاع الموارد الأساسية	
٢٨	مطاحن ومخابز الإسكندرية	أبوقير للأسمدة والصناعات الكيماوية	٦٢
٢٩	المصرية للدواجن - إبيكو	الصناعات الكيماوية المصرية - كيما	٦٣
٣٠	مطاحن وسط وغرب الدلتا	العز الدخيلة للصلب - الإسكندرية	٦٤
٣١	العامة للصوامع والتخزين	كفر الزيوت للمبيدات والكيماويات	٦٥
٣٢	مصر للزيوت والصابون	مصر لإنتاج الأسمدة - مويكو	٦٦
٣٣	مطاحن مصر الوسطى	مصر الوطنية للصلب - عتاقة	٦٧
٣٤	المنصورة للدواجن	المالية والصناعية المصرية	٦٨
٣٥	مطاحن مصر العليا	حديد عز	٦٩

تابع ملحق رقم (١)  
قائمة بأسماء شركات عينة البحث

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
	الكابلات الكهربائية المصرية	٩٠	قطاع السياحة والترفيه
	العربية للصناعات الهندسية	٩١	٧٠ جولدن كوست السخنة للإستثمار السياحي
	دلنا للطباعة والتغليف	٩٢	٧١ المصرية للمشروعات السياحية العالمية
	السويدي إلكترونيك	٩٣	٧٢ الوادي العالمية للإستثمار والتنمية
	قطاع التجارة والموزعون		٧٣ بيراميزا للفنادق والقرى السياحية
	الدولية للمحاصيل الزراعية	٩٤	٧٤ شارم دريمز للإستثمار السياحي
	سماد مصر - إيجيفرت	٩٥	٧٥ المصرية للمنتجات السياحية
	مصر للأسواق الحرة	٩٦	٧٦ رمكو لانشاء القرى السياحية
	قطاع الورق ومواد التعبئة والتغليف		٧٧ مصر للفنادق
	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة والتغليف والورق	٩٧	قطاع المنسوجات والسلع المعمرة
	الأهرام للطباعة والتغليف	٩٨	٧٨ العربية وبولفار للغزل والنسيج - يونيراب
	قطاع خدمات النقل والشحن		٧٩ الإسكندرية للغزل والنسيج - سبينالكس
	المصرية لخدمات النقل والتجارة - إيجيترانس	٩٩	٨٠ النصر للملابس والمنسوجات - كابو
	القناة للتوكيلات الملاحية	١٠٠	٨١ دايس للملابس الجاهزة
	قطاع الاتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات		٨٢ جولدن تكس للأصواف
	المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي	١٠١	٨٣ العربية لحليج الأقطان
	المصرية للاتصالات	١٠٢	قطاع المقاولات والإنشاءات الهندسية
	قطاع الخدمات التعليمية		٨٤ العامة لاستصلاح الأراضي والتنمية والتعمير
	قناة السويس لتوطين التكنولوجيا	١٠٣	٨٥ الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقاري
	القاهرة للخدمات التعليمية	١٠٤	٨٦ المصريين للإستثمار والتنمية العمرانية
	قطاع الطاقة والخدمات المساندة		٨٧ وادي كوم امبو لاستصلاح الأراضي
	الإسكندرية للزيوت المعدنية	١٠٥	٨٨ العربية لاستصلاح الأراضي
	قطاع المرافق		قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات
	شركة غاز مصر	١٠٦	٨٩ الشروق الحديثة للطباعة والتغليف



# **The Impact of Assets Utilization Efficiency on the Relationship between Cash Holdings and Firm Value**

*Empirical Study on the Egyptian Listed Companies*

**Sayed Salem Mohamed Abou Salem**

*Associated Professor, Department of Accounting,  
Faculty of Commerce, Zagazig University, Egypt*

## **Synopsis**

This research aimed to investigate the impact of assets utilization efficiency on the relationship between cash holdings and the value of Egyptian listed companies, in an attempt to understand the possible impact of assets utilization efficiency on investors' assessment of cash holdings decisions in Egyptian listed companies, motivated by literature scarcity especially in the Egyptian environment. In order to test the research hypothesis, the researcher relied on a sample of 106 listed non-financial Egyptian companies, with 623 firm-year observations, between 2016 and 2021, relying on two multiple linear regression models, the first used to test the relationship between cash holdings and firm value before introducing the assets utilization efficiency as a moderating variable for this relation, the second used to test the relation after introducing the assets utilization efficiency as a moderating variable, by testing the impact of the interaction between cash holdings and assets utilization efficiency on firm value. The research results indicate that investors' assessment of cash holdings decisions in Egyptian listed companies is affected by the degree of assets utilization efficiency.

**Keywords:** *Cash Holdings, Firm Value, Assets Utilization Efficiency, Assets Turnover Ratio, Agency Theory, Static Trade-off Theory, Free Cash Flow Theory.*