

أثر العلاقة التفاعلية بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم على قيمة الشركة دراسة تطبيقية

"The Impact of the Interactive Relationship Between Cash Holdings and Stock Liquidity on Firm Value "An applied Study"

غادة أحمد نبيل إبراهيم

أستاذ مساعد بكلية الإدارة والاقتصاد

جامعه مصر للعلوم والتكنولوجيا

ملخص الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر العلاقة التفاعلية بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم على قيمة الشركة، وذلك في إطار سعيها لتفسير دور السيولة الداخلية والسيولة السوقية في تحديد قيمة الشركات المصرية غير المالية المدرجة في مؤشر EGX70 خلال فترة الدراسة. كما تسعى الدراسة إلى اختبار مدى استقلال أو تكامل هذين البعدين في تفسير القيمة السوقية، من خلال فحص الأثر المباشر للاحتفاظ بالنقدية، والأثر المباشر لمؤشرات سيولة الأسهم، بالإضافة إلى اختبار الأثر التفاعلي بينهما.

وقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي في جانبها النظري، وعلى المنهج الكمي الإحصائي في جانبها التطبيقي، حيث تم جمع بيانات العينة المكونة من ٥٩ شركة غير مالية مدرجة في مؤشر EGX70، بواقع ٣٥٤ مشاهدة سنوية خلال فترة الدراسة. وتم الاعتماد على مجموعة من الأساليب الإحصائية باستخدام بيانات Panel Data، شملت نماذج انحدار التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model)، مع إجراء الاختبارات اللازمة

للتأكد من ملائمة النماذج (مثل اختبار Hausman)، إضافة إلى استخدام الإحصاءات الوصفية والتحليل المقارن.

وقد أظهرت النتائج أن الاحتفاظ بالنقدية لا يؤثر معنوياً على قيمة الشركة في السوق المصري، بينما كان لكل من حجم الشركة أثر طردي قوي ومعنوي، والرافعة المالية أثر سلبي ومعنوي. كما تبين أن بعض مؤشرات سيولة الأسهم مثل حجم التداول، معدل التداول، والفارق السعري لها أثر طردي ومعنوي على قيمة الشركة، في حين أن مقياس أميهود لم يظهر أثراً معنوياً. من ناحية أخرى، لم تجد الدراسة أثراً معنوياً للاحتفاظ بالنقدية على مؤشرات سيولة الأسهم، إلا أنها أكدت على وجود أثر تقاعلي موجب ومعنوي بين الاحتفاظ بالنقدية وكل من حجم التداول والفارق السعري في التأثير على قيمة الشركة، بينما لم يكن لهذا التفاعل أثر عند استخدام معدل التداول أو مقياس أميهود.

وتوصي الدراسة بضرورة أن تأخذ الشركات المصرية في اعتبارها التكامل بين السيولة الداخلية والسيولة السوقية عند اتخاذ القرارات المالية، حيث إن القيمة السوقية تتعاضد في حالة توافر مستويات مناسبة من النقدية مقترنة بمؤشرات سيولة سوقية قوية مثل حجم التداول أو انخفاض الفارق السعري. كما توصي الجهات التنظيمية وصانعي السياسات في سوق الأوراق المالية بزيادة الشفافية والإفصاح عن سياسات إدارة النقدية والسيولة، لما لذلك من دور في تحسين كفاءة السوق وتعزيز ثقة المستثمرين.

الكلمات الافتتاحية

الاحتفاظ بالنقدية، سيولة الأسهم، قيمة الشركة، مؤشر EGX70، حجم التداول، الفارق السعري.

Abstract

This study aims to examine the interactive effect of cash holdings and stock liquidity on firm value, in an attempt to explain the role of internal liquidity and market liquidity in determining the value of non-financial firms listed on the EGX70 index during the study period. The study also seeks to test the extent to which these two dimensions operate independently or complementarily in explaining market value, by investigating the direct effect of cash holdings, the direct effect of stock liquidity measures, and the interactive effect between them.

The study adopts a descriptive-analytical approach in the theoretical framework and a quantitative statistical approach in the empirical part. The sample consists of 59 non-financial firms listed on the EGX70 index, with a total of 354 annual observations. A set of panel data econometric techniques were employed, including the Fixed Effects

Model (FEM), supported by diagnostic tests such as the Hausman test, in addition to descriptive statistics and comparative analysis.

The results reveal that cash holdings have no significant effect on firm value in the Egyptian market. However, firm size shows a strong and positive significant effect, while financial leverage exhibits a negative and significant effect. Regarding stock liquidity, trading volume, turnover ratio, and price spread all show a positive and significant effect on firm value, whereas the Amihud illiquidity measure shows no significant effect. Moreover, the findings show no significant effect of cash holdings on stock liquidity measures. Nevertheless, there is evidence of a positive and significant interactive effect between cash holdings and both trading volume and price spread on firm value, while no significant interaction is observed with turnover ratio or the Amihud measure.

The study recommends that Egyptian firms should consider the integration between internal liquidity and market liquidity when making financial decisions, as firm value tends to increase when adequate cash reserves are combined with strong market liquidity indicators such as higher trading volume or narrower price spreads. Additionally, the study recommends that regulatory authorities and policymakers in the Egyptian stock market enhance transparency and disclosure regarding firms' cash management and liquidity policies, as these play a key role in improving market efficiency and strengthening investor confidence.

Keywords:

Cash holdings, Stock liquidity, Firm value, EGX70 index, Trading volume, Price spread

١/ مقدمة البحث

تلعب السيولة النقدية دوراً محورياً في تحقيق الاستقرار المالي للشركات، حيث تُعد من العوامل الأساسية التي تعكس قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل ومواجهة الأزمات غير المتوقعة. وقد ازداد الاهتمام بدراسة سياسات الاحتفاظ بالنقدية، خاصةً في ظل الأزمات المالية العالمية والتقلبات الاقتصادية، والتي أظهرت الحاجة الملحة إلى توفر مستويات كافية من السيولة النقدية داخل الشركات (Opler et al., 1999).

كما تعد العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم من القضايا الهامة في الأدبيات المالية والمحاسبية، حيث يسعى الباحثون إلى فهم كيفية تأثير هذه العلاقة على قيمة الشركة ويُعتبر الاحتفاظ بالنقدية أداة هامة لتمويل الأنشطة التشغيلية والاستثمارية، وفي الوقت نفسه يمثل سيولة الأسهم عاملاً مهماً يعكس قوة أداء السوق وقدرته على دعم الشركات في الحصول على التمويل الخارجي.

تسعى الشركات عادة إلى أن توازن بين الاحتفاظ بالنقدية وبين احتياجاتها من التمويل الداخلي والخارجي. كما أن ارتفاع سيولة الأسهم يؤدي إلى تحسين فرص الوصول إلى التمويل، مما يعزز قدرة الشركات على الوفاء بالتزاماتها المالية والتوسع في أنشطتها. ومع ذلك، تبرز تساؤلات حول تأثير هذه العلاقة على قيمة الشركة، وما إذا كان هناك تأثيرات تفاعلية بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم ومن هنا، تبرز أهمية البحث الحالي في دراسة العلاقة بين سياسات الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم من جهة، وتأثيرهما على قيمة المنشأ من جهة أخرى، خصوصاً في ظل خصوصية السوق المصري من حيث تركّز الملكية، وارتفاع مخاطر المعلومات، وتقلبات السيولة.

٢/ مشكلة البحث

وبالرغم من تزايد الاهتمام الأكاديمي والمهني بدور السيولة النقدية داخل الشركات، إلا أن العلاقة بين مؤشرات الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم من جهة، وقيمة المنشأ من جهة أخرى لا تزال محل نقاش واسع، خاصة في الأسواق الناشئة مثل السوق المصري. فقد تؤدي المستويات المرتفعة من الاحتفاظ بالنقدية إلى تعزيز ثقة المستثمرين وزيادة سيولة الأسهم، بينما قد يُنظر إليها أحياناً كمؤشر على ضعف فرص الاستثمار، مما يؤثر سلباً على قيمة المنشأ.

تكمّن مشكلة البحث في دراسة كيفية تأثير العلاقة التفاعلية بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم على قيمة الشركة في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. يثير هذا الموضوع تساؤلات حول كيفية تأثير استراتيجيات الاحتفاظ بالنقدية على تقييم الشركات في السوق، وكيف تؤثر سيولة الأسهم على قرارات الاحتفاظ بالنقد وعلى القيمة السوقية للشركة. كما أن هناك حاجة إلى دراسة الأبعاد المختلفة لهذه العلاقة في ظل التغيرات الاقتصادية والمالية التي يمر بها السوق المصري، بما في ذلك الأزمات الاقتصادية والمخاطر المرتبطة بالتمويل الخارجي، والضغط الذي يواجهه المستثمرون والشركات في اتخاذ القرارات المالية وترتكز مشكلة البحث في التساؤل الرئيسي التالي:

- إلى أي مدى تؤثر العلاقة التفاعلية بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم على قيمة الشركات المدرجة في البورصة؟

ويندرج تحت هذا التساؤل مجموعة من التساؤلات الفرعية، من بينها:

- ما هو تأثير الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟
- هل توجد علاقة معنوية بين سيولة الأسهم وقيمة الشركة في السوق المصري؟
- كيف تؤثر العلاقة التفاعلية بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم على تقييم الشركات في السوق المصري؟
- هل يؤثر مستوى السيولة في الأسهم على قرارات الشركات المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية؟
- ما هي العوامل التي تؤثر في العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم في الشركات المصرية؟
- هل هناك تفاعل بين سيولة الأسهم واحتفاظ الشركات بالنقدية يساهم في تحسين قيمة الشركات في السوق المصري؟
- كيف تساهم سيولة الأسهم في تعزيز أداء الشركات وتقييمها من قبل المستثمرين في البورصة المصرية؟

٣/ أهداف البحث

يهدف هذا البحث إلى قياس أثر العلاقة التفاعلية بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم على قيمة الشركة في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وذلك من خلال تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

- تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة.
- دراسة تأثير سيولة الأسهم على أداء الشركة وقيمتها في السوق المالي.
- تحليل العلاقة التفاعلية بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم في السوق المصري.
- تحديد مدى تأثير هذه العلاقة على تقييم الشركات من قبل المستثمرين.

٤/ الأهمية العلمية والعملية

الأهمية العلمية:

يكتسب هذا البحث أهمية كبيرة من عدة جوانب علمية وعملية، وذلك في سياق الأسواق المالية المتطورة والأسواق الناشئة مثل السوق المصري. من الناحية العلمية، يساهم البحث في إثراء الأدبيات المالية والمحاسبية من خلال استكشاف العلاقة التفاعلية بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم وتأثيرهما على قيمة الشركة. كما أن البحث يعد خطوة نحو توسيع الفهم حول كيفية تأثير هذه العوامل المالية المتداخلة على تقييم الشركات في بيئة اقتصادية متقلبة مثل السوق المصري. تسلط الدراسة الضوء على أهمية التركيز على العلاقة

بين السيولة النقدية وسيولة الأسهم في تحديد استقرار الشركات وقدرتها على استقطاب الاستثمارات الخارجية، بما في ذلك الأزمات الاقتصادية والمالية. يدمج البحث بين ثلاث مجالات تحليلية: سياسات الاحتفاظ بالنقدية، سيولة الأسهم، وقيمة المنشأة، مما يوفر نموذجًا متكاملًا يمكن الاعتماد عليه في دراسات مستقبلية.

الأهمية العملية:

من الناحية العملية، يقدم البحث للأكاديميين والباحثين مرجعية علمية قيمة لدراسة أثر الاحتفاظ بالنقدية على أداء الشركات في الأسواق المالية. كما يساهم في تقديم مشورة عملية للمستثمرين والشركات المدرجة في البورصة المصرية حول استراتيجيات الاحتفاظ بالنقدية وأثرها على قيمة الأسهم، وبالتالي تعزيز اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة. كذلك، يساعد المسؤولين التنفيذيين في الشركات على فهم تأثير القرارات المالية على تقييم شركاتهم في السوق وتحقيق التوازن الأمثل بين السيولة النقدية واستراتيجيات التمويل.

٥/ منهجية البحث

يعتمد البحث على المنهج الكمي التحليلي، ويتضمن ما يلي:

عينة الدراسة: الشركات غير المالية المدرجة في مؤشر EGX70 خلال الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠٢٣.

مصادر البيانات: القوائم المالية المنشورة، وبيانات التداول من موقع البورصة المصرية EGX.

٦/ فروض البحث

الفرض الأول:

لا يوجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية لأثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة.

الفرض الثاني:

لا يوجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية لأثر سيولة الأسهم على قيمة الشركة.

الفرض الثالث:

لا يوجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم في السوق المصري

الفرض الرابع:

لا يوجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية لأثر التفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم على قيمة الشركة.

٧/ خطة البحث:

- ٧/١ الإطار النظري للعلاقة بين المتغيرات البحثية (الاحتفاظ بالنقدية - سيولة الأسهم - قيمة الشركة)
- ٧/٢ عرض وتحليل الدراسات السابقة لتوضيح الفجوة البحثية واشتقاق الفروض.
- ٧/٣ الدراسة التطبيقية
- ٧/٤ مناقشة النتائج الإحصائية
- ٧/٥ التوصيات وأهم الأبحاث المقترحة
- ٧/٦ المراجع

٧/١ الإطار النظري للعلاقة بين المتغيرات البحثية (الاحتفاظ بالنقدية - سيولة الأسهم - قيمة الشركة)

نظرًا لأهمية الدور الذي تلعبه السيولة النقدية في تحقيق الاستقرار المالي للشركات فقد ازداد الاهتمام بدراسة سياسات الاحتفاظ بالنقدية، خاصة في ظل الأزمات المالية العالمية والتقلبات الاقتصادية، والتي أظهرت الحاجة الملحة إلى توفير مستويات كافية من السيولة النقدية داخل الشركات كما أبرز أهمية دراسة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم وتأثيرها على قيمة الشركة في البيئة المصرية، وفيما يلي سوف يتم تناول العلاقة فيما بين هذه المتغيرات وتعريفها:

٧/١/١ مفهوم ونظريات الاحتفاظ بالنقدية:

يعرف الاحتفاظ بالنقدية بأنه مقدار النقدية المتاحة داخل الشركة (صناديق والودائع تحت الطلب) وما في حكمها (الاستثمارات قصيرة الأجل عاليه السيولة) منسوبًا إلى إجمالي الأصول المدرجة في قائمة المركز المالي والتي يتم الاحتفاظ بها بدلًا من استثمارها في الأصول التشغيلية. وقد اعتمدت العديد من الدراسات في الأدبيات المحاسبية والمالية الحديثة على هذا المفهوم كأساس لقياس سيولة الشركة وتفسير سلوكها المالي، مثل دراسات (Aktas et al. (2019)، (Subramaniam et al. (2015)، (Amess et al. (2016)، (Meier-Huang et al. (2011).

يندرج تفسير هذا المفهوم ضمن إطار نظرية المفاضلة الساكنة (Static Trade-Off Theory)، والتي تفترض أن احتفاظ الشركات بالنقدية يتم بهدف تحقيق التوازن بين التكاليف والفوائد المرتبطة بالاحتفاظ بالنقد، وذلك استجابة للمتغيرات الاقتصادية الداخلية والخارجية المحيطة. حيث تسعى الشركات إلى تقليل تكاليف التمويل الخارجي المرتفعة، وتجنب مخاطر تعثر السيولة، من خلال تعزيز رصيد النقد لديها (السيد، ٢٠١٨)، وبالتالي

فإن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يتحدد ضمن استراتيجية الشركة وفقاً لمجموعة من المحددات، منها القدرة على تمويل الاستثمارات المستقبلية دون الحاجة إلى تمويل خارجي، والاستفادة من الفرص الاستثمارية المفاجئة، وتقليل تكلفة التمويل غير المتوقع، بالإضافة إلى تخفيض مخاطر التعرض لأزمات مالية أو حالات عدم الاستقرار في الأسواق.

كما أكدت دراسات مثل (Mohammadi et al. (2018 أن استراتيجية الاحتفاظ بالنقد تمثل أحد عناصر "المرونة الاقتصادية الصحية" للشركات، حيث تعزز قدرة الكيان على تجاوز الصدمات وتلبية التزاماته قصيرة الأجل. وأشار كل من (الباز والتمامي (2020 إلى أن دوافع الاحتفاظ بالنقدية تتنوع ما بين تقليل تكلفة التمويل الخارجي، خفض مخاطر التعثر المالي، واغتنام الفرص الاستثمارية المستقبلية المفاجئة.

يُعد احتفاظ الشركات بالنقدية ظاهرة بارزة في الهيكل المالي للمنشآت، وتزداد أهميته بشكل ملحوظ في ظل تزايد حالات عدم التأكد الاقتصادي. وقد بينت العديد من الدراسات، مثل (Amess et al. (2015، أن معدلات الاحتفاظ بالنقدية قد ارتفعت بصورة لافتة، حيث تشير التقديرات إلى أن متوسط نسبة النقدية إلى إجمالي الأصول في المملكة المتحدة ٢.٣٪، في حين بلغت ٥.٢٪ في روسيا، و٨٪ في فنلندا، و١٣.٧٪ في سنغافورا، و١٦.٦٪ في هونج كونج، مما يعكس تبايناً كبيراً في دوافع ومستويات الاحتفاظ بالنقدية عبر الدول. (Chen et al., 2019)

أما في جمهورية مصر العربية، فقد أظهرت نتائج المسح المالي الذي أجراه البنك الدولي (الباز والتمامي، 2020) أن نسبة الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات بلغت ١٧٪، وهي نسبة مرتفعة مقارنة بالأسواق المتقدمة. وتُعزى هذه النسبة المرتفعة إلى ضعف النظام المالي، وارتفاع تكلفة الاقتراض، وندرة مصادر التمويل الخارجي، مما يدفع الشركات إلى الاعتماد على مصادرها الذاتية في تمويل أنشطتها.

وفي السياق الدولي، أظهرت دراسة (Meier-Huang et al. (2016 أن ارتفاع معدلات الاحتفاظ بالنقدية يرتبط عادة بزيادة حالة عدم اليقين الاقتصادي والتقلبات السوقية، إضافة إلى تفاوت العائد والتكلفة بين السياسات التمويلية البديلة. كما أشار Huang et al. (2013 إلى أن دوافع الاحتفاظ بالنقدية تتباين حسب طبيعة وظروف البيئة الاقتصادية التي تنتمي إليها المنشأة.

وتتأثر دوافع الاحتفاظ بالنقدية إلى حد كبير بخصائص السوق المالي. ففي ظل السوق الكفء، تميل الشركات إلى خفض مستويات النقدية لديها نظراً لتوافر التمويل الخارجي بتكلفة منخفضة، بينما في الأسواق غير الكفء، ترتفع دوافع الشركات إلى الاحتفاظ بمستويات عالية من النقدية لتغطية الاحتياجات التمويلية المستقبلية (بحيى،

(٢٠١٨). كما أن هناك أبعاداً أخرى تطرقت إليها العديد من الاتجاهات النظرية في تفسير دوافع الاحتفاظ بالنقدية، ومن أبرزها نظرية الوكالة (Agency Theory) والتي ترى أن الاحتفاظ بالنقدية يُستخدم كأداة من قبل الإدارة لتعظيم مصالحها الذاتية، وقد يؤدي ذلك إلى تفاقم مشاكل تعارض المصالح بين المساهمين والمديرين، لا سيما في ظل ضعف آليات الرقابة.

نظرية الكفاءة الثابتة للتداول (Static Trade-Off Theory) تفسر هذه النظرية الاحتفاظ بالنقدية بوصفه توازناً بين منافع الاحتفاظ بالنقدية مثل تجنب تكاليف التمويل الخارجي وتكاليف الاحتفاظ بها (كالفرص البديلة والتكاليف الضمنية) ونظرية تدرج مصادر التمويل (Pecking Order Theory) والتي تقترض أن الشركات تفضل الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية (كالنقدية المتاحة) قبل اللجوء إلى التمويل الخارجي، وبالتالي يُعد الاحتفاظ بالنقدية ضرورة لمواجهة احتياجات التمويل غير المتوقعة، و نظرية التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flow Theory) التي تشير إلى أن ارتفاع مستويات النقدية قد يؤدي إلى إساءة استخدام الموارد من قبل الإدارة، خصوصاً في الشركات التي تعاني من ضعف الفرص الاستثمارية ونظرية التسلسل الهرمي للتمويل (Theory in Hierarchy of Finance) التي ترى أن القرارات التمويلية يتم اتخاذها ضمن تسلسل هرمي وفقاً لتكلفة كل مصدر تمويلي، وبالتالي يُعد توافر النقدية في مقدمة هذا التسلسل، ورغم اختلاف النظريات، إلا أن هناك قدرًا كبيرًا من الاتفاق حول الأهمية البالغة لدراسة دوافع الاحتفاظ بالنقدية لما لها من انعكاسات مؤثرة على قرارات التمويل والاستثمار، وعلى جودة الإفصاح وأداء السوق المالي بشكل عام.

فما يلي تستعرض الباحثة دوافع الاحتفاظ بالنقدية في ضوء النظريات المفسرة:

الدوافع السلوكية للاحتفاظ بالنقدية: (Behavioral Motives for Cash Holdings)

تشير الأدبيات المحاسبية والمالية الحديثة إلى أن قرارات الاحتفاظ بالنقدية لا تعتمد فقط على عوامل اقتصادية تقليدية، وإنما تتأثر بشكل كبير بالخصائص السلوكية للمديرين، مثل درجة التفاؤل والثقة بالنفس والميل إلى تجنب المخاطر. وقد ركزت العديد من الدراسات على تحليل هذه الدوافع من منظور سلوكي، مبينة أن السمات النفسية للإدارة قد تقود إلى قرارات غير مثالية فيما يتعلق بالسيولة (Aktas et al., 2015; Meier-Huang et al., 2016; Chen et al., 2020; Du & Yu, 2019; Deshmukh et al., 2018). وقد حددت هذه الدراسات أربعة أنماط رئيسية من الدوافع السلوكية وهي المدير المتفائل المفرط في الثقة (Overconfident Optimistic Manager) ويتصف هذا النوع من المديرين بميل مفرط لتقدير الأداء المستقبلي للشركة وتوقع فرص استثمارية عالية، مما

يدفعهم إلى الاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية بغرض اغتنام تلك الفرص المستقبلية دون الاعتماد على التمويل الخارجي. (Meier-Huang et al., 2016) المدير المتفائل الرشيد (Rational Optimistic Manager) ويتسم هذا النمط من المديرين بالتفاؤل المعتدل المدعوم بتقييم عقلاني للمخاطر، مما يؤدي إلى قرارات متوازنة بشأن الاحتفاظ بالنقدية. فقد يحتفظون بنقدية مرتفعة لتحسين مرونة الشركة أمام الظروف المستقبلية، أو نقدية منخفضة في حال تفضيل تعظيم توزيعات الأرباح أو تقليل التكاليف الرأسمالية. (Chen et al., 2020; Aktas et al., 2017; Du & Yu, 2019) والمدير المتشائم أو الحذر (Risk-Averse Manager) ويميل هذا النمط من المديرين إلى تجنب المخاطر بدرجة عالية، وهو ما يدفعهم إلى الاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية كأداة تحوط ضد حالات عدم اليقين أو أزمات السيولة المحتملة، خاصة في ظل ضعف إمكانية الحصول على تمويل خارجي عند الحاجة (Deshmukh et al., 2018)

الانتهازي (Agency-Driven Behavior) قد يحتفظ بعض المديرين بالنقدية بدوافع شخصية تتعلق بتوسيع نفوذهم الإداري أو تقليل القيود المفروضة عليهم، حتى وإن لم تكن هناك حاجة تشغيلية حقيقية للاحتفاظ بالنقدية، وهو ما يرتبط بمشكلات الوكالة وعدم تطابق المصالح بين الإدارة والمساهمين. (Aktas et al., 2015) تشير هذه النتائج إلى أهمية دمج التحليل السلوكي في تفسير قرارات إدارة النقد، خصوصاً في الأسواق الناشئة التي تعاني من ضعف آليات الحوكمة والرقابة الداخلية. كما أنها توضح أن السمات النفسية للمديرين يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار عند تحليل سياسات الاحتفاظ بالنقدية وتأثيرها على القيمة السوقية للشركات ومخاطر انهيار أسعار أسهمها.

دافع المعاملات: (Transaction Motive)

يُعد دافع المعاملات من الأسباب التقليدية للاحتفاظ بالنقدية، حيث يُستخدم الرصيد النقدي لتغطية الاحتياجات اليومية المتعلقة بالأنشطة التشغيلية، مثل سداد الالتزامات قصيرة الأجل، والمشتريات الجارية، والمصروفات الإدارية والتشغيلية. وقد أشارت دراسات عديدة إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يُسهم في تقليل مخاطر التعثر المالي الناتج عن عدم توفر السيولة اللازمة لتسوية هذه المعاملات. (Yousaf & Ali, 2013)

كما أكدت الأدبيات أن الشركات التي تواجه تكاليف تحويل مرتفعة أو دورات تشغيل غير منتظمة تميل إلى الاحتفاظ بمستويات أعلى من النقدية، تقادياً لأي اختلال في التدفقات النقدية أو التأخير في الوفاء بالالتزامات ((الباز و التمامي. 2020)). وفي ذات السياق، أوضح (Goel and Das (2019) أن درجة الاحتفاظ بالنقدية تختلف باختلاف طبيعة الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، حيث تزداد هذه النسبة في الصناعات التحويلية

ذات الإنتاج المتقلب مقارنة بالخدماتية المستقرة من ناحية أخرى، (Chen et al. (2020) ومن منظور نظرية الكفاءة الثابتة للأسواق (Static Trade-off Theory)، يرتبط دافع المعاملات بالحفاظ على توازن أمثل بين تكلفة التمويل الخارجي وتكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقدية، إذ أن الاعتماد على تمويل خارجي غير مضمون قد يكون عالي التكلفة أو غير متاح وقت الحاجة، ما يعزز من أهمية النقدية كوسيلة لتقليل التكاليف الطارئة و أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يكون مبرراً بشكل خاص عند زيادة عدم اليقين في التكاليف قصيرة الأجل أو في ظل متطلبات تشغيلية مستقبلية يصعب التنبؤ بها، بينما تتراجع أهمية هذا الدافع عند توفر أدوات تمويل مرنة ومستقرة. وفي ذات السياق، أشار (AlNajjar (2013 إلى أن الشركات التي تستهدف مستثمرين طويلي الأجل تميل إلى إدارة نقديتها بناءً على توقعات دقيقة للاحتياجات التشغيلية المستقبلية، ما يعزز من أهمية دافع المعاملات في الاستقرار المالي والتشغيلي للشركات.

الدافع التحوطي للاحتفاظ بالنقدية: (Precautionary Motive for Cash Holdings) يشير الدافع التحوطي إلى ميل الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية كإجراء احترازي لمواجهة الظروف الطارئة وغير المتوقعة، بما في ذلك تقلبات الطلب، أو المخاطر المستقبلية غير المؤكدة، أو الاضطرابات التمويلية المحتملة. ويُعد هذا الدافع من أبرز الأسباب التي تدفع الشركات لا سيما في البيئات غير المستقرة إلى تكديس النقدية لتغطية فجوات التمويل المفاجئة أو الانخراط في فرص استثمارية غير متوقعة (Misra et al. (2019 ويُسهم هذا النوع من الاحتفاظ بالنقدية في تعزيز قدرة الشركات على اغتنام الفرص الاستثمارية عند ظهورها دون الحاجة إلى اللجوء الفوري لمصادر تمويل خارجية، والتي قد تكون مكلفة أو يصعب الحصول عليها (المليجي، ٢٠١٨). كما يؤدي الاحتفاظ النقدي بدافع تحوطي إلى تحسين كفاءة قرارات الاستثمار عبر تقليل الاعتماد على الاقتراض الخارجي الذي قد يُعرض الشركة لمخاطر إضافية، كما أوضحت دراسات (Mohammadi et al. (2015 و (Magerakis et al. (2018 نظرية التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow Theory)، التي ترى أن وجود فائض نقدي غير مرتبط باستخدامات تشغيلية أو استثمارية محددة قد يكون أداة تحوطية مفيدة، بشرط ألا يتحول إلى مجال لسوء استخدام الموارد إلا أن الاحتفاظ المفرط بالنقدية قد يؤدي إلى عواقب غير مرغوبة، مثل سوء تخصيص الموارد، أو الدخول في استثمارات غير مجدية اقتصادياً، أو تمويل مصالح شخصية للإدارة على حساب المساهمين، لا سيما في ظل ضعف آليات الرقابة أو الحوكمة.

دافع الوكالة (Agency Motive): يُشير دافع الوكالة إلى استخدام الشركات للنقدية المتاحة كوسيلة لإشباع أهداف شخصية للإدارة، على نحو لا يتفق بالضرورة مع مصالح المساهمين،

وهو ما يتسق مع نظرية الوكالة (Agency Theory) التي ترى أن تعارض المصالح بين المالكين والمديرين قد يؤدي إلى سلوك انتهازي من قبل الإدارة، لاسيما في البيئات التي تعاني من ضعف في الرقابة أو غياب للشفافية (السيد، ٢٠١٨). وفي هذا السياق، ترى بعض الدراسات أن قيام الشركات بالاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية دون وجود فرص استثمارية حقيقية، قد يكون مؤشرًا على نية الإدارة في استخدام هذه الموارد لتحقيق منافع خاصة أو الدخول في استثمارات لا تعود بالنفع على حملة الأسهم (Subramaniam et al., 2011; Mohammadi et al., 2018; Magerakis et al., 2015) أوضحت Gleason et al. (2017) أن وجود دوافع خفية لدى الإدارة لتضخيم الأرباح أو زيادة توزيعات الأرباح لتحقيق أهداف قصيرة الأجل قد يكون سببًا جوهريًا في تضخيل الاحتفاظ بالنقدية على الرغم من انخفاض فرص الاستثمار الفعالة، وهو ما يخلق فجوة بين الأداء المالي المعلن والقيمة الاقتصادية الحقيقية للمؤسسة. ومن هذا المنطلق، تتعارض نظرية ترتيب مصادر التمويل (Pecking Order Theory) مع نظرية التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow Theory) لتؤكد أن توافر النقدية الزائد قد يعكس ضعفًا في الحوكمة، ويُستخدم من قبل الإدارة للهروب من الرقابة أو لاتخاذ قرارات غير كفء، لا سيما في الأسواق الناشئة التي تعاني من نقص في كفاءة المعلومات (المليجي، ٢٠١٨).

دافع المضاربة (Speculative Motive for Cash Holdings): يشير دافع المضاربة إلى توجه بعض الشركات نحو الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية تحسبًا لاقتناص الفرص الاستثمارية المفاجئة أو ذات العوائد المرتفعة التي قد لا تكون متاحة بشكل دائم، خاصة في الأسواق التي تتسم بالتقلب أو عدم الاستقرار المالي. ويُستخدم هذا النوع من الاحتفاظ بالنقدية كأداة استراتيجية تمكن الشركات من الاستفادة من الفروق السعرية أو التغيرات المفاجئة في أسعار الأوراق المالية أو أسعار الفائدة لتحقيق أرباح رأسمالية غير متوقعة.

ويعد هذا التوجه نابعًا من الرغبة في تعظيم القيمة السوقية على المدى القصير، وذلك من خلال توجيه الفوائض النقدية نحو فرص مضاربة قد لا تتوافر إلا لفترة وجيزة، الأمر الذي يعكس نزعة استثمارية هجومية لدى الإدارة المالية. وقد أشار إلى ذلك السيد (2018)، حيث أكد أن الشركات التي تحتفظ بمستويات نقدية مرتفعة بدافع المضاربة تكون أكثر ميلًا لتحمل المخاطر المرتبطة بالتقلبات السوقية. ويُنظر إلى هذا الدافع على أنه يختلف عن الدوافع الأخرى مثل الدوافع الاحترازية أو التشغيلية، إذ أنه يركز على توقعات الإدارة بشأن تحركات السوق المستقبلية، وليس على اعتبارات مرتبطة بتقلب التدفقات النقدية أو الحاجة لتمويل العمليات التشغيلية المعتادة.

استنادا لما سبق تعد سياسات الاحتفاظ بالنقدية من القضايا المحورية في الدراسات المحاسبية والمالية، حيث تعكس قدرة الشركة على التخطيط المالي وتوفير السيولة اللازمة لتمويل أنشطتها التشغيلية والاستثمارية بشكل فعال. وقد أشارت بعض الأدبيات إلى أن الإفراط في الاحتفاظ بالنقدية قد يُنظر إليه كمؤشر على ضعف كفاءة الإدارة في توظيف الموارد المالية، مما يؤثر تساؤلات بشأن جودة الحوكمة وكفاءة تخصيص رأس المال، كما تظهر بعض الدراسات (Goel and Das, 2019; Hooks and Bhuiyan, 2019). أن ارتفاع مستويات النقدية قد يؤدي إلى تراجع في معدلات العائد على الأصول، خاصة إذا لم يتم استثمار هذه السيولة في فرص إنتاجية.

وتشير دراسة (Sener and Selcuk-Akben, 2020) إلى أن السيولة الفائضة قد تؤدي إلى سلوكيات إدارية غير مثالية مثل التراخي في تحسين الأداء أو استخدام النقد لأغراض لا تعود بالفائدة على المساهمين، بما في ذلك الأنشطة المرتبطة بإخفاء خسائر أو تمويل قرارات غير رشيدة.

كما أوضحت دراسات (Ogundipe et al., 2012; Chen et al., 2019) أن الاحتفاظ بالنقدية يزيد من درجة عدم التماثل في المعلومات، حيث قد يُستخدم كأداة لإدارة الأرباح أو لإخفاء الأداء الحقيقي للمنشأة، وهو ما يخلق فجوة معلوماتية بين الإدارة والمستثمرين.

ويؤيد هذا المفهوم نظرية الوكالة، التي تفترض سلوكًا انتهازيًا من قبل بعض المديرين في سياق ضعف الرقابة المحاسبية والمؤسسية بينما كشفت دراسات أخرى عن وجود علاقة طردية بين مستويات السيولة النقدية واتجاهات اتخاذ القرارات الاستراتيجية، حيث تمثل النقدية عنصرًا حاسمًا في تمكين المنشأة من اغتنام فرص النمو أو تنفيذ استثمارات طويلة الأجل ذات عائد مرتفع (Chen et al., 2020). ومع ذلك، قد يؤدي ذلك إلى ضعف التوجه نحو الكفاءة التشغيلية في ظل غياب الرقابة على استخدام النقدية، مما يؤثر سلبًا على شفافية القرارات المالية والإدارية، ومن منظور القطاع المصرفي، يُعد توفر السيولة النقدية أحد محددات قدرة المنشأة على تمويل استثماراتها دون الاعتماد المفرط على الائتمان أو رأس المال الخارجي، مما يسهم في تقليل المخاطر المالية وتحسين الجدارة الائتمانية (Ng and Ensign, 2016). وأشارت (Chen et al., 2019) إلى أن المنشآت ذات السيولة المرتفعة غالبًا ما تنتهج استراتيجيات تمويل مرنة تشمل خيارات التوسع، أو زيادة رأس المال، أو اللجوء إلى الاستحواذات، بما يتيح للإدارة حرية اتخاذ القرار في توقيتات مثلى.

٧/١/٢ سيولة الأسهم:

السيولة هي قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل. فكلما ارتفعت نسبة السيولة، دلّ ذلك على قدرة الشركة على سداد التزاماتها، مما يُعطي انطباعًا جيدًا لدى المستثمرين بأن الشركة تتمتع بأداء مالي قوي، الأمر الذي يعزز من قيمة أسهمها وبالتالي من قيمتها السوقية (Putri and Wiksuana (2023). وفي قطاع البنوك، يمكن قياس السيولة باستخدام نسبة القروض إلى الودائع والتي تُعبر عن نسبة القروض التي تقدمها الشركة مقارنة بإجمالي الودائع ورأس المال المستخدم (Kasmir, ٢٠١٤). كما تشير السيولة إلى مدى إمكانية شراء أو بيع أصل مالي بسرعة، وبأقل تأثير ممكن على السعر، بما يسمح للمستثمرين بنقل ملكية أصولهم بسهولة (Shamsi et.al., (2022). وفي الأسواق المالية المنظمة والفعالة، تزداد سيولة الأسهم بقدر سهولة تحويل ملكيتها دون الحاجة إلى مفاوضات مباشرة أو تواصل بين البائعين والمشتريين (Bernstein, 1987). وتُعد السيولة من العوامل الأساسية التي يأخذها المستثمرون في الاعتبار عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، كما أكدت علي ذلك عدة دراسات مثل (Amihud & Mendelson (2019). (Batten et al. (2016). Ma et al. (2008)، ويميل المساهمون إلى تفضيل الأوراق المالية ذات السيولة العالية نظرًا لأن هذه السيولة تمكّن الشركات من الأداء بشكل أفضل وتتيح للمستثمرين تجميع حصص كبيرة من الأسهم، ما يُمكنهم من التأثير على أداء الشركة من خلال المشاركة الفعالة في الحوكمة، وترى النظريات القائمة على الأداء التشغيلي أن سيولة السوق تؤثر على قيمة المنشأة من خلال الأداء والربحية، إذ تُداول الأسهم السائلة بعلاوة سعرية ناجمة عن ارتفاع الطلب عليها (Nguyen et al., 2016). أن ارتفاع سيولة الأسهم يُفضي إلى زيادة الطلب عليها، ما يرفع من سعرها السوقي ويؤثر إيجابيًا على قيمة الشركة، وفي هذا السياق، يرى (Baker & Stein (2004 أن سيولة الأسهم يدفع المستثمرين إلى المبالغة في تقييم الأسهم ذات السيولة العالية. وبالتالي، يمكن القول إن زيادة السيولة تؤدي إلى ارتفاع الطلب المبالغ فيه ومن ثم تضخم قيمة المنشأة. ولا يقتصر دور السيولة على التأثير في الأسعار فحسب، بل تسهم أيضًا في تقليل تقلبات السوق، وتخفيض تكاليف المعاملات، وتحقيق كفاءة تخصيص رأس المال، ومساعدة الشركات في الحصول على التمويل بتكاليف أقل، ونتيجة لذلك، تصبح السيولة عنصرًا محوريًا في نجاح الشركات والمكتتبين والمستثمرين.

ويُبرز (Batten & Vo (2019 أهمية دراسة العلاقة بين سيولة الأسهم وقيمة المنشأة في سياق الأسواق الناشئة، نظرًا لضعف التطور المؤسسي في تلك الأسواق، واعتمادها المفرط على النظام المصرفي، وبطء سرعة التداول فيها. كما يرى (Liu & Xu (2016 أن ارتفاع

عدم تماثل المعلومات في الأسواق الناشئة يُعد من العوامل المؤثرة في ضعف السيولة في هذه الأسواق.

يعد ميول الأفراد نحو تحمل المخاطر، ودرجة اهتمامهم بالاستثمار في الأسهم، من العوامل الأساسية التي تؤثر على سيولة السوق، ومن ثم على أسعار الأسهم وقيمة المنشآت. ومن هذا المنطلق، نسعى في هذه الدراسة إلى استكشاف العلاقة بين سيولة الأسهم وقيمة المنشأة، وهو موضوع لم يحظَ باهتمام كافٍ في الأدبيات السابقة كما أن الدراسات التطبيقية في هذا المجال لا تزال محدودة، خصوصاً في الدول النامية، مما يبرز الحاجة لإجراء مزيد من دراسات في سياقات مختلفة.

مقاييس سيولة الأسهم

تُعد سيولة الأسهم عنصراً أساسياً في تقييم كفاءة الأسواق المالية، وتتبعس أهميتها في قرارات المستثمرين وتقديرات القيمة العادلة للأصول المالية. وفيما يلي أبرز المقاييس الشائعة التي تُستخدم لقياس سيولة الأسهم.

١. الفرق بين سعر العرض والطلب (Bid-Ask Spread)

يُعد هذا المؤشر من أكثر المقاييس استخداماً لقياس سيولة السوق، ويُقصد به الفرق بين أعلى سعر يرغب المشتري في دفعه (سعر الطلب) وأدنى سعر يقبل البائع به (سعر العرض) كلما كان هذا الفرق أصغر، دلّ ذلك على سوق أكثر سيولة، حيث تنخفض التكاليف الضمنية للتداول. يُستخدم هذا المقياس في تقييم الأصول المالية وقياس كفاءة السوق. (Stagliano et al., 2018)

٢. حجم التداول (Trading Volume)

يمثل حجم التداول عدد الأسهم المتداولة خلال فترة زمنية معينة، ويعكس مستوى نشاط السهم في السوق.

وهو يوضح رغبة البعض في شراء أسهم الشركة ورغبة البعض الآخر في البيع ويشير ارتفاع حجم التداول إلى توفر مشتريين وبائعين بصورة مستمرة، مما يسهم في تحسين قدرة الشركة على تقييم أصولها المالية بدقة، ويقلل من خطر انخفاض القيمة. كما يُعد مؤشراً على ثقة المستثمرين في الإفصاحات المالية المنشورة.

٣. مقياس أميهود للسيولة (Amihud Illiquidity Measure)

وفقاً لما أشار إليه (Brogaard et al. 2017)، فإن مؤشر أميهود يقيس مدى تغير السعر بنسبة أكبر في الأسهم غير السائلة مقابل نفس حجم التداول، وهو ما يعكس الأثر السعري لتلك التداولات.

ويعتبر هذا المؤشر مقياساً عكسياً للسيولة؛ بمعنى أنه كلما زادت قيمة المؤشر، قلت سيولة السهم، والعكس صحيح.

٤. قيمة التداول: (Trading Turnover)

يُعد معدل الدوران أحد المؤشرات الشائعة المستخدمة لقياس سيولة الأسهم، حيث يعكس حجم الأسهم المتداولة كنسبة من إجمالي الأسهم القائمة ويشير ارتفاع معدل الدوران إلى وجود سيولة مرتفعة في السوق، مما يُسهّل على المستثمرين تنفيذ صفقاتهم دون تأثير كبير على أسعار الأسهم. وقد أشار Stagliano et al. (2018) إلى أن ارتفاع معدل الدوران يرتبط بانخفاض تكاليف التداول وزيادة كفاءة السوق، كما يعكس تحسناً في جودة المعلومات المتوفرة للمستثمرين.

٥. نسبة السيولة: (Liquidity Ratio)

تُستخدم نسبة السيولة كمقياس بديل لتقييم سهولة تحويل الأوراق المالية إلى نقد دون خسائر كبيرة. ويُقصد بها حجم التداول بالنسبة إلى القيمة السوقية للأسهم، مما يعكس درجة توافر السيولة الفعلية في السوق. ووفقاً لما ذكره (التهامي، ٢٠٢٠)، فإن ارتفاع هذه النسبة يرتبط غالباً بزيادة ثقة المستثمرين وسرعة استجابتهم للمعلومات الجديدة، مما يعزز من فعالية السوق.

٦. احتمالية التداول: (Trading Probability)

يقيس هذا المؤشر احتمال تنفيذ صفقة تداول على سهم معين في يوم معين. وفقاً لـ (Narayan & Zheng (2011)، تُعتبر احتمالية التداول مقياساً فعالاً لتحديد درجة سيولة الأسهم، حيث إن انخفاض عدد أيام التوقف عن التداول (أي ارتفاع الاحتمالية) يُعد مؤشراً على تحسن السيولة.

٧. معدل الدوران: (Turnover Ratio)

قسمة معدل الدوران على الانحراف المعياري لعوائد سوق الأسهم يُعد معدل الدوران من أكثر مؤشرات السيولة استخداماً في الأدبيات المالية، حيث يقيس النسبة بين حجم الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للأسهم. ويُشير هذا المؤشر إلى مدى قدرة المستثمرين على الدخول والخروج من المراكز الاستثمارية بسهولة دون التأثير الكبير على سعر السهم. ووفقاً لما أشارت إليه (جميل، رباب. 2022)، فإن ارتفاع معدل الدوران يدل على سيولة أعلى للسوق، ويُفسر على أنه انخفاض في تكلفة التداول وزيادة في كفاءة السوق. كما يرتبط ذلك بانخفاض الفجوات السعرية وارتفاع عمق السوق، مما يعزز من ثقة المستثمرين.

٨. مرونة التداول:(Trading Elasticity)

تعكس مرونة التداول مدى استجابة حجم التداول للتغيرات في أسعار الأسهم، وهي تُستخدم كمؤشر لقياس قدرة السوق على استيعاب الصفقات دون تغييرات كبيرة في الأسعار. تشير (جميل، رباب. 2022) إلى أن مرونة التداول تتأثر بعدة عوامل مثل حساسية السعر تجاه الطلب، وسلوك المستثمرين، والشفافية في السوق. وتعني المرونة العالية أن السوق يمكنه التعامل مع كميات تداول كبيرة دون تقلبات سعرية كبيرة، وهو ما يعكس سوقًا أكثر استقرارًا وفعالية.

وتكمن أهمية هذا المؤشر في قدرته على تفسير العلاقة بين المعلومات الجديدة المتاحة في السوق وسلوك المستثمرين، حيث كلما زادت المرونة، زادت سرعة استجابة السوق للمعلومات، مما يؤدي إلى تقليص فجوة التقييم وزيادة كفاءة تسعير الأوراق المالية. ومما سبق يتضح أنه لا يوجد مقياس ثابت لقياس سيولة الأسهم وفي هذا البحث سوف تقوم الباحثة باستخدام مؤشر الفرق بين سعر العرض والطلب وقيمة التداول وحجم التداول ومقياس أميهور كونهم عناصر أساسية لقياس السيولة في الدراسة التطبيقية.

٧/١/٣ قيمة الشركة (Firm Value)

تُعد زيادة قيمة الشركة هدفًا بالغ الأهمية بالنسبة لأي شركة، لما له من تأثير مباشر في تعزيز رفاهية المساهمين. فارتفاع قيمة الشركة لا يخدم فقط المصالح قصيرة الأجل، بل يُعد مؤشرًا قويًا على آفاق مستقبلية إيجابية للشركة (Fachrudin. ٢٠١٨). وفي إطار السعي نحو زيادة قيمة المنشأة، غالبًا ما تظهر مشكلات بين مديري الشركة والمساهمين، تُعرف بمشكلات الوكالة، حيث تشرح نظرية الوكالة طبيعة العلاقة بين المساهمين والإدارة (Fauziah, ٢٠١٩) عند اتخاذ قرار استثماري، يسعى المستثمرون إلى جمع المعلومات الضرورية كأساس لاتخاذ القرار في سوق رأس المال. ومن بين أهم المؤشرات التي يعتمد عليها المستثمرون في تقييم الشركة الربحية، إذ كلما زادت أرباح الشركة، ارتفع العائد المتوقع للمستثمرين، كما تُعد قيمة المنشأة انعكاسًا لتقييم المستثمرين لمدى نجاح الشركة، وغالبًا ما يتم التعبير عنها من خلال سعر السهم. وقد عرّف Bigelli and SánchezVidal (2012) القيمة السوقية للمنشأة بأنها السعر الذي يتحدد بين البائعين والمشتريين عند إجراء عملية تداول. ونظرًا لأن السعر السوقي يُعد مرآة للقيمة الفعلية لأصول الشركة، فإن قيمة المنشأة التي تتحدد من خلال مؤشرات أسعار الأسهم تتأثر بشدة بمدى توفر الفرص الاستثمارية. وكلما ارتفع سعر السهم، ارتفعت معه قيمة المنشأة، وهو ما يُعد هدفًا أساسيًا لملاك الشركات، باعتبار أن ارتفاع قيمة المنشأة يعكس بدوره ازدياد ثروة المساهمين. وبوجه عام، فإن الاحتفاظ بالنقدية يُمثل حاجزًا استراتيجيًا بين الأرباح المحتجزة

واحتياجات الاستثمار، إذ يُمكن الشركات من الحفاظ على مرونتها المالية، خاصة في حالات عدم كفاية الأرباح المحتجزة لتمويل استثمارات جديدة.
أنواع ومؤشرات قياس قيمة المنشأة:

يمكن النظر إلى قيمة المنشأة من عدة زوايا الباز (2022) وفقاً للغرض من التحليل والمقياس المستخدم، يتم استخدام القيمة السوقية (Market Value) كمؤشر رئيسي لقياس قيمة المنشأة، وتمثل هذه القيمة التقدير الإجمالي الذي يقدمه السوق عن قيمة الشركة بناءً على عوامل اقتصادية وسوقية وهي القيمة التي يُقَم بها السوق الشركة حالياً، ويتم قياسها من خلال ضرب سعر السهم في عدد الأسهم القائمة قيمة المنشأة (Enterprise Value – EV) هي مؤشر أوسع من القيمة السوقية، حيث تشمل حقوق الملكية مضافه إليها الديون مخصصاً منها النقدية ويُستخدم هذا المقياس عند تقييم الشركة بشكل كلي، خصوصاً في صفقات الدمج والاستحواذ.

مؤشر Tobin's Q وهو من أكثر المؤشرات شيوعاً في الدراسات الأكاديمية. (Suaia & Castro, 2002). يُعتبر مؤشر

Tobin's Q أداة قوية لتحليل علاقة القيمة السوقية للأصول مع تكلفتها الاستبدالية، حيث يُستخدم هذا المؤشر لقياس إمكانية تحقيق الاستثمارات والأرباح المستقبلية بناءً على تقييمات السوق للأصول حيث يشير هذا المؤشر إلى تقييمات السوق للأصول، وفي حال كانت النسبة أكبر من ١، فإن هذا يشير إلى أن السوق يُقَم الأصول بأعلى من تكلفتها الحقيقية (ما قد يشير إلى فرص استثمارية)، بينما إذا كانت النسبة أقل من ١، قد يشير ذلك إلى أن الأصول تُقَم بأقل من قيمتها الفعلية، مما قد يشير إلى انخفاض القيمة السوقية للشركة يستخلص مما سبق ان قيمة المنشأة هي مقياس شامل يعكس القيمة الاقتصادية الكلية للشركة في نظر المستثمرين والسوق، وتُعبّر عنها عادةً من خلال مؤشرات مالية تهدف إلى تقييم قدرة المنشأة على تحقيق الأرباح والنمو المستقبلي وتوليد التدفقات النقدية. وتمثل هذه القيمة جوهر التقييم المالي الذي يُبنى عليه اتخاذ القرارات الاستثمارية، سواء من قبل المستثمرين أو الدائنين أو حتى الإدارة نفسها.

٧/٢ عرض وتحليل الدراسات السابقة لتوضيح الفجوة البحثية واشتقاق الفروض

يمكن للباحثة تقسيم الدراسات السابقة إلى المجموعات التالية:

٧/٢/١ المجموعة الأولى: الدراسات السابقة التي تناولت أثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة

هدفت دراسة الباز (2022) إلى قياس العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، مع تسليط الضوء على الدور التفاعلي للتحفظ المحاسبي كمُغير معدل (Moderator) يؤثر في طبيعة هذه العلاقة.

وقد جاءت هذه الدراسة استكمالاً للأدبيات السابقة التي تناولت هذه العلاقة، لا سيما دراسة، التي بيّنت أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين الإفصاح النقدي وقيمة الشركة في بيئة الشركات المصرية. وتتميز الدراسة الحالية بتركيزها على الاحتفاظ بالنقدية كمكون رئيسي للسيولة، واختبارها لأثر التحفظ المحاسبي في تعديل تلك العلاقة بشكل تطبيقي. اعتمد الباحث لتحقيق أهداف الدراسة على مراجعة الأدبيات المحاسبية ذات الصلة، وبناء الفرضيات، واختبارها باستخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية على بيانات فعلية مأخوذة من القوائم المالية السنوية لعينة مكونة من 174 شركة مدرجة في البورصة المصرية، موزعة على 58 قطاعاً اقتصادياً مختلفاً، خلال الفترة الممتدة من ٢٠١٨ إلى ٢٠٢٠. توصلت الدراسة إلى نتائج مهمة، كان أبرزها وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، كما كشفت النتائج عن وجود أثر تفاعلي إيجابي للتحفظ المحاسبي، حيث ساهم في تدعيم العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة.

هدفت دراسة Jaradat, Alnaimi, and Alsmadi (2021) إلى فحص أثر كل من حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة، كما تم قياسها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، في سياق بيئة السوق الأردنية التي شهدت جهوداً تنظيمية لتعزيز قواعد الحوكمة، مع استمرار الجدل حول فعاليتها في مراقبة الإدارة وتعزيز قيمة الشركة. اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٧، واستخدمت منهجية تحليل الانحدار الطولي (Panel Regression) لاختبار فرضيات البحث المتعلقة بأثر آليات الحوكمة والاحتفاظ بالنقدية على قيمة المنشأة. أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، بما يعكس الدوافع التبادلية والاحترازية للاحتفاظ بالنقد. كما تبين أن خبرة أعضاء مجلس الإدارة ترتبط سلباً بقيمة المنشأة، بينما يرتبط التنوع الجندري إيجابياً بالقيمة، في حين لم يكن لحجم المجلس واستقلاليته وعدد اجتماعاته تأثير معنوي. وتشير النتائج إلى أن الشركات في الأردن قد تنتظر إلى آليات الحوكمة القوية على أنها مكلفة وغير فعالة في ظل نظام قانوني ضعيف، مما يبرز الحاجة إلى مراجعة وتحسين القواعد واللوائح لتعزيز فعالية مجالس الإدارة والحوكمة المؤسسية بوجه عام.

هدفت دراسة عبد المنعم (٢٠٢١) إلى قياس أثر العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، اعتمدت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من ١٢٠ شركة مساهمة

مصرية مقيدة في بورصة الأوراق المالية المصريه وتنتمي الي خمسة عشر قطاع أقتصادي غير مالي خلال الفترة الزمنية الممتدة من ٢٠١٧ إلى ٢٠١٩ وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة.

تناولت دراسة (٢٠٢١) Ashfag Habib,et.al قياس أثر العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة في ظل وجود التفاوض الإداري، تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة في شركات التصنيع الصينية. وقد كشفت النتائج عن وجود علاقة غير خطية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة في تلك الشركات. وتُظهر الدراسة أن ارتفاع مستويات الاحتفاظ بالنقدية في الشركات التي تعاني من قيود مالية يؤثر سلبًا على قيمة المنشأة، بينما الشركات غير المقيدة ماليًا والتي تحتفظ بمستويات منخفضة من النقدية تُظهر قيمة أعلى للمنشأة. حيث أظهرت نتائجهم أن التفاوض المفرط لدى المديرين قد يُضعف من العلاقة الإيجابية المتوقعة بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة. وأشارت الدراسة إلى أن المديرين المتقائلين قد يحتفظون بمستويات مرتفعة من النقد دون توظيف فعال، مما يؤدي إلى نتائج عكسية على القيمة السوقية.

هدفت دراسة (2020) Ifada, Indriastuti, and Hanafi, إلى تحليل دور الاحتفاظ بالنقدية كمتغير وسيط في العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة. تمثلت عينة البحث في ٤٢٣ شركة صناعية مدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠١٨. تم استخدام أسلوب التحليل في هذه الدراسة تحليل الانحدار الخطي المتعدد، وتحليل المسار وقد أظهرت نتائج الدراسة أن الاحتفاظ النقدي يمكن أن يسهم في تعزيز قيمة الشركة، خاصة عندما يُستخدم كوسيلة لمواجهة المخاطر المستقبلية أو لتمويل الفرص الاستثمارية عند الحاجة. وأن الرافعة المالية تؤثر سلبًا وبشكل معنوي على الاحتفاظ بالنقدية، في حين أن الاحتفاظ بالنقدية يؤثر إيجابيًا وبشكل معنوي على قيمة المنشأة. كما تبين أن الرافعة المالية لا تؤثر تأثيرًا إيجابيًا معنويًا على قيمة المنشأة. إضافةً إلى ذلك، لم يثبت أن الاحتفاظ بالنقدية قادر على التوسط في العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة وأوضح (Jebbran et al. (2019، إن للرافعة المالية تأثيرًا سلبيًا على الاحتفاظ بالنقد، بينما أظهر الاحتفاظ بالنقد تأثيرًا إيجابيًا وذو دلالة إحصائية على قيمة الشركة

من ناحية أخرى، يؤكد (Pinkowitz et al. (2016 أن المديرين الذين يسعون إلى تعظيم قيمة الشركة يعملون على تنظيم مستوى السيولة النقدية في الشركة بحيث تتوازن المنفعة الحدية للنقد مع تكلفته الحدية. وبما أن الاحتفاظ بالنقد يمثل تكلفة فرصة بديلة، فإن وجود فائض نقدي قد يؤدي إلى انخفاض الكفاءة الاستثمارية، خاصة إذا لم يُستخدم هذا الفائض في مشاريع ذات قيمة مضافة للمساهمين.

أشارت دراسة (Nguyen and Le, 2016) الي اعتماد الشركات على التمويل الخارجي، حيث تُعد الديون بديلاً للنقد في عملية الاستثمار؛ لذلك، عندما تكون مستويات الدين مرتفعة، تتخفض مستويات الاحتفاظ بالنقد. كما أن الاحتفاظ بالنقد له تأثير على قيمة الشركة، بشرط أن يكون النقد المحتفظ به كافياً دون أن يكون هناك إفراط في الاحتفاظ بالنقدية ويمكن أن يكون للاحتفاظ بالنقد تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية على قيمة الشركة، إذا كان الاحتفاظ بمستوى عالٍ من النقد ضروري من أجل اغتنام الفرص الاستثمارية المحتملة التي يمكن أن تقوم بها الشركة.

تؤكد (Kafayat 2014) أن الحاجة إلى النقد لا تقتصر فقط على تمويل العمليات اليومية، بل تشمل أيضاً تمويل النمو، وسداد الالتزامات الضريبية، والاستعداد للأزمات غير المتوقعة. ومع ذلك، فإن الإفراط في الاحتفاظ بالنقد، لا سيما في ظل ارتفاع الرافعة المالية، قد يُنظر إليه من قبل المستثمرين كمؤشر على ضعف الكفاءة في استخدام الموارد المالية، مما يؤثر سلباً على القيمة السوقية للشركة

يتضح مما سبق أن موضوع الاحتفاظ بالنقد من الموضوعات المثيرة للاهتمام في الدراسات المالية والمحاسبية، ولا تزال الأبحاث المتعلقة بالاحتفاظ بالنقد وعلاقتها بقيمة الشركة غير كافية لتفسير الدوافع الحقيقية وراء احتفاظ الشركات بفوائض نقدية وانعكاسها على قيمة الشركة، مما يبرز الحاجة إلى مزيد من الدراسات في هذا المجال.

المجموعة الثانية: التي تناولت أثر سيولة الأسهم على قيمة الشركة:

تهدف دراسة (Putri and Wiksuana 2023) إلى فحص أثر كل من السيولة والربحية على قيمة المنشأة، مع التوسيط بسياسة توزيع الأرباح. وتُعد قيمة المنشأة هي القيمة السوقية للشركة التي يراها المستثمرون جديرة بالاعتبار عند اتخاذ قرار استثمار أموالهم في شركة معينة. ويُعتبر رفع قيمة المنشأة أمراً بالغ الأهمية، لما له من دور في تعزيز رفاهية المساهمين. تم تطبيق هذه الدراسة على شركات القطاع المصرفي المدرجة في بورصة إندونيسيا (IDX) خلال الفترة من ٢٠١٥ إلى ٢٠١٩. وبلغ عدد الشركات محل العينة ١١ شركة، باستخدام أسلوب العينة القصدية (Purposive Sampling). أما أداة التحليل الإحصائي المستخدمة فهي تحليل المسار (Path Analysis) باستخدام برنامج SPSS وأشارت نتائج هذه الدراسة إلى وجود تأثير معنوي لكل من السيولة، والربحية، وسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة، وذلك بمعامل تحديد بلغ 0.75، مما يعني أن نموذج البحث يفسر ما نسبته 75% من التغيرات في قيمة الشركة، في حين تُعزى النسبة المتبقية (25%) إلى عوامل أخرى خارج نطاق النموذج.

تهدف هذه الدراسة (Shamsi et al. (2022 إلى فحص أثر سيولة الأسهم على قيمة الشركة إلى جانب مؤشرات الأداء الأخرى مثل نسبة الدخل التشغيلي إلى السعر، وقيمة حقوق الملكية السوقية إلى القيمة السوقية للأصول، ونسبة الدخل التشغيلي إلى الأصول في بيئة السوق البنغالية. كما تسعى الدراسة إلى استكشاف ما إذا كانت حجم الشركة، أو الرافعة المالية، أو الأزمات المالية تلعب دورًا تعديلاً (Moderating Role) في العلاقة بين السيولة وقيمة الشركة، أستخدمت في الدراسة بيانات بانل لـ ١٥٩ شركة غير مالية مدرجة في بورصة دكا (Dhaka Stock Exchange) خلال الفترة ٢٠٠٦-٢٠١٩. وتم تطبيق نماذج التقدير التالية الانحدار العادي المربعات (OLS)، النموذج ذو التأثيرات الثابتة (Fixed Effects)، والانحدار ثنائي المراحل (Two-Stage Least Squares – 2SLS)، وذلك لاختبار العلاقة المستهدفة وأظهرت النتائج أن سيولة الأسهم تؤثر إيجابياً وبدرجة دالة إحصائية على قيمة الشركة، مما يعني وجود علاقة إيجابية بين سيولة الأسهم وقيمة الشركة، حيث أوضحت النتائج أن ارتفاع سيولة السهم يعكس ثقة السوق ويسهم في تعزيز تقييم الشركة من قبل المستثمرين.

تناولت دراسة Hameem et al. (2020) قياس أثر العلاقة بين تحسن قيمة الشركات وسيولة الأسهم، وذلك من خلال تحليل تأثير تجربة سياسية في السوق الهندي، حيث بينت النتائج أن السيولة تلعب دوراً محورياً في تعزيز قيمة المنشأة وأن تحسن سيولة الأسهم يرتبط بزيادة معنوية في القيمة السوقية للشركات، مما يؤكد وجود علاقة سببية مباشرة بين سيولة الأسهم وقيمة الشركات، تتبع من تحسن الأداء التشغيلي لتلك الشركات.

هدفت دراسة Jawed and Kotha (2020) إلى تحليل أثر التدخل التنظيمي الذي قامت به الهيئة التنظيمية للأسواق المالية في الهند في يونيو ٢٠١٠، والمتمثل في تعديل متطلبات الإدراج لفرض حد أدنى من الملكية العامة بنسبة ٢٥٪ على جميع الشركات المدرجة - باستثناء الشركات المملوكة للدولة - (PSUs) خلال فترة زمنية لا تتجاوز ثلاث سنوات، وذلك بهدف التحقق من العلاقة السببية بين سيولة الأسهم وقيمة الشركات. اعتمدت الدراسة على منهجية التجربة الطبيعية الناتجة عن هذا التعديل التنظيمي، من خلال مقارنة أداء الشركات المتأثرة بالتنظيم قبل وبعد فترة الامتثال، وتحليل التغير في سيولة الأسهم وقيمة الشركات باستخدام أساليب إحصائية وتحليلات قياسية مناسبة. أظهرت النتائج وجود علاقة سببية مباشرة بين تحسن سيولة الأسهم وارتفاع قيمة الشركات، ويرجع ذلك بدرجة كبيرة إلى تحسن الأداء التشغيلي لهذه الشركات بعد تطبيق التنظيم.

وأظهرت أيضاً دراسة Gunawan وآخرين (٢٠١٨) أن السيولة تؤثر إيجابياً وبشكل معنوي على قيمة المنشأة، بما يعني أنه كلما ارتفعت سيولة الشركة، ارتفعت قيمتها.

وانتقلت في ذلك دراسات متعددة مثل (Putra & Lestari ، Farooq & Masood (2016) ، (2016) ، Rahmasari وآخرين (2016) ، (2019) ، Lukita & Ariesta ، مما يعزز من وجود دليل كافٍ على أهمية السيولة كعامل مؤثر في قيمة المنشأة وقد أظهرت دراسة (Farooq & Masood (2016) أن السيولة تؤثر إيجابياً وبشكل معنوي على قيمة الشركة. في المقابل، توصلت دراسة Salim & Susilowati (2019) إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي للسيولة على القيمة، مما يعكس وجود تناقض في النتائج

هدفت دراسة (Hansen et al. (2013 إلى قياس أثر سيولة الأسهم على قيمة الشركة تم قياس السيولة باستخدام هامش التداول الفعال النسبي (Relative Effective Spread) استناداً إلى بيانات التداول اللحظية للفترة من عام ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٠. كما تم استخدام متغيرات أخرى مهمة مثل نسبة (Tobin's Q)، ونسبة الدخل التشغيلي إلى السعر، والرافعة المالية، والدخل التشغيلي إلى الأصول، إلى جانب خصائص أخرى للشركات. وأظهرت نتائج تحليل الانحدار باستخدام بيانات بانل أن الشركات ذات السيولة العالية، والرافعة المالية المنخفضة، وربحية التشغيل المرتفعة، تحقق عوائد أعلى في سوق الأسهم.

كما بينت النتائج أن علاوة السيولة أو معنويات المستثمرين تسهم في التأثير الإيجابي على سيولة الأسهم وأداء الشركات في سوق الأسهم الإندونيسي وأن سيولة الأسهم تُعد من العوامل المؤثرة إيجابياً في قيمة المنشأة، حيث تُمكن السيولة المستثمرين من تداول الأسهم بسرعة وبتكلفة منخفضة، مما يعزز من جاذبية السهم ويزيد من تقييمه في السوق. ترى الباحثة على الرغم من أن العديد من الدراسات قدمت أدلة تطبيقية تؤكد وجود علاقة إيجابية بين سيولة الأسهم وقيمة المنشأة، استناداً إلى بيانات من دول متقدمة إلا أنه هناك دراسات أخرى أثبتت وجود علاقة سلبية بين سيولة الأسهم وقيمة المنشأة وأكدت دراسات (Fang et al. (2009 ، (Fang et al. (2009 ، (Admati and Pfleiderer (2009 ، (Fang et al. (2014 أن الأدلة المتعلقة بتأثير السيولة على قيمة المنشأة لا تزال متباينة من الناحية النظرية والتطبيقية وبناءً على هذا التباين في النتائج، نشأ فراغ بحثي يدعو إلى زيادة اهتمام الباحثين بدراسة هذه العلاقة خاصة في الدول النامية حيث يعد ذلك أمراً بالغ الأهمية. المجموعة الثالثة: التي تناولت قياس أثر العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم. أوضحت دراسة (Vuong et al. (2025 أن سيولة الأسهم تُعد عاملاً مؤثراً في قرارات الاحتفاظ بالنقدية داخل الشركات، خاصة في اقتصادات تمر بمرحلة انتقالية. وأظهرت النتائج أن ارتفاع سيولة الأسهم يؤدي إلى تقليل الحاجة للاحتفاظ النقدي، نتيجة لتحسن قدرة

الشركات على الوصول إلى التمويل عند الحاجة، مما ينعكس على كفاءة استخدام الموارد المالية.

سعت دراسة (Nguyen 2024) إلى قياس أثر ارتفاع سيولة الأسهم على مستويات الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات، متسائلة عما إذا كانت السيولة المرتفعة للأسهم تؤثر بشكل إيجابي على قرارات الاحتفاظ بالنقد. وهدفت الدراسة إلى تطوير نموذج مفاهيمي يربط بين سيولة الأسهم والاحتفاظ بالنقدية من خلال دافع إعادة الشراء (Repurchase Motive). اعتمدت الدراسة على منهج كمي، حيث تم قياس سيولة الأسهم باستخدام مؤشر ILLIQ وفارق السعر بين العرض والطلب (Bid-Ask Spread) وشملت العينة شركات مدرجة في بورصتي HOSE و HNX في فيتنام خلال الفترة من 2017 إلى ٢٠٢٢، مع استخدام بيانات ثانوية مستخرجة من تلك الأسواق. وقد استخدمت الدراسة تحليل الانحدار لقياس العلاقة بين سيولة الأسهم ومستويات الاحتفاظ بالنقد وقد بينت نتائج الدراسة أن هناك علاقة إيجابية بين سيولة الأسهم والاحتفاظ بالنقدية

تناولت دراسة حسين، وآخرين (2023) موضوع غموض الأرباح وتأثيره على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. هدفت الدراسة إلى قياس أثر التحفظ النقدي على سيولة الأسهم والأثر التفاعلي لغموض الأرباح على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم من ناحية أخرى ولتحقيق الهدف تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من ٨٠ شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية، خلال الفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠٢١. واستندت الدراسة إلى تحليل العوامل المؤثرة في العلاقة بين سيولة الأسهم والتحفظ النقدي، مع التركيز على كيفية تأثير غموض الأرباح في تعديل هذه العلاقة. أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي معنوي بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم وأن غموض الأرباح يلعب دوراً مؤثراً في تعزيز العلاقة الإيجابية بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم، مما يؤدي إلى تحسين تقييم الشركات في السوق المصري.

توصلت دراسة Choi (٢٠٢٢) إلى أن الشركات تحتفظ بالنقد لأغراض إعادة شراء الأسهم، وأن ارتفاع سيولة الأسهم يعزز هذا الدافع. وبناءً عليه، فإن زيادة سيولة الأسهم تؤدي إلى ارتفاع ميل الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية. ووفقاً لتحليلها لسوق الأسهم الكوري، فقد تبين أن الشركات ذات الأسهم الأكثر سيولة تميل إلى زيادة احتياطاتها النقدية بدرجة أكبر عند تخفيف القيود المفروضة على عمليات إعادة الشراء. وتتماشى هذه النتيجة مع الأدلة المستخلصة من السوق الأمريكية، وتخالف الرأي السائد الذي يفترض أن ارتفاع سيولة الأسهم، من خلال تقليل القيود المالية، يؤدي إلى خفض مستويات الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات.

أوضح (Nyborg & Wang, 2021) أن سيولة الأسهم تؤثر على قرارات الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات من خلال ما يُعرف بـ "دافع إعادة الشراء". فخلافاً للدوافع التقليدية مثل الدافع التحوطي الذي يرى أن الشركات تحتفظ بالنقدية لمواجهة قيود التمويل الخارجي؛ (Opler et al., 1999) والدافع الوكالي الذي يفترض أن المدراء يحتفظون بالنقدية لتوسيع سلطاتهم المالية؛ (Jensen & Meckling, 1976)، أكد الباحثان أن ارتفاع سيولة الأسهم يعزز من توجه الشركات نحو الاحتفاظ بالنقد بهدف استغلال فرص إعادة الشراء، وهو ما يُعرف بدافع إعادة الشراء، وقد بينت نتائج الدراسة أن هناك علاقة إيجابية بين سيولة الأسهم واحتياطي النقد، حيث إن الشركات التي تتمتع بأسهم عالية السيولة تميل إلى الاحتفاظ بمزيد من النقد لتكون قادرة على تنفيذ عمليات إعادة شراء في الأوقات المناسبة. وتخالف هذه النتيجة الفرضيات التقليدية التي تقترض أن زيادة سيولة السهم تُقلل الحاجة للاحتفاظ بالنقد نتيجة انخفاض القيود التمويلية.

هدفت دراسة (Anjum & Malik, 2013) إلى تحديد وقياس تأثير الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات على سيولة الشركات. تم اختيار عينة مكونة من 395 شركة غير مالية مدرجة في بورصة كراتشي- باكستان، لاختبار العلاقات بين هذه المتغيرات. شمل التحليل البيانات المالية للشركات خلال فترة تمتد من 2005 إلى 2011. اعتمدت الدراسة على أساليب إحصائية متعددة، تشمل الإحصاءات الوصفية، معامل ارتباط بيرسون، الانحدار المتعدد، وتحليل التباين (ANOVA). أظهرت النتائج وجود علاقات ذات دلالة إحصائية بين الاحتفاظ بالنقدية والسيولة وقد أسهمت هذه الدراسة في تعزيز الفهم حول العوامل المؤثرة في السيولة المؤسسية من منظور المديرين الماليين والمستثمرين الراغبين في الاستثمار في الشركات الباكستانية.

تأسيساً على ما سبق عرضه من الدراسات السابقة يمكن للباحثة استنتاج وتلخيص العلاقة بين متغيرات البحث (الاحتفاظ بالنقدية- سيولة الأسهم- قيمة الشركة) كما يلي:

تُشير **نظرية المفاضلة (Trade-Off Theory)** إلى أن الشركات تسعى إلى تعظيم قيمة الشركة من خلال الموازنة بين تكاليف وفوائد الاحتفاظ بالنقدية. ووفقاً لما ذكره (Myers and Majluf, 1984)، تقوم الشركات غالباً بتكوين احتياطي نقدية مرتفعة كإجراء احترازي لمواجهة المخاطر المستقبلية أو لتمويل الأنشطة التشغيلية والاستثمارية. وتُستخدم نظرية المفاضلة لتفسير العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، إذ أن ارتفاع مستوى النقدية المحتفظ بها يُعد ضرورياً لاغتنام فرص الاستثمار المحتملة. أما في الحالات التي تعتمد فيها الشركات بشكل كبير على التمويل الخارجي مع ضعف الموارد الداخلية، فإنها قد تفقد هذه الفرص الاستثمارية، مما يؤدي إلى انخفاض في قيمة المنشأة.

تميل الشركات إلى تفضيل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي، ووفقاً لما أشار إليه **Eugene, Bigelli and Sánchez-Vidal (2012)** أي استخدام النقدية بدلاً من التمويل الائتماني لتقادي مخاطر التعثر في سداد الديون. ففي حال واجهت الشركة فشلاً ائتمانياً، فإن ذلك يُضعف اهتمام المستثمرين المحتملين بالاستثمار فيها، لأن تقلبات قيمة الشركة تنعكس مباشرة على قيمة السهم. وإذا كانت الشركة ذات مستوى مرتفع من الرفع المالي (leverage)، فإن المستثمرين المحتملين سيترددون في ضخ أموالهم خوفاً من فشل الشركة في الوفاء بالتزاماتها الائتمانية. وهذا السلوك يعكس تكاليف التفاوت المعلوماتي ومخاطر الفشل الائتماني التي قد تؤثر سلباً على تقييم المستثمرين لقيمة المنشأة.

يمكن أن يكون ارتفاع مستوى النقدية عامل جذب للمستثمرين، حيث يُمكن الشركة من الوفاء بالتزاماتها التمويلية الداخلية والخارجية. وعند توافر فرصة استثمارية، يمكن للشركة استغلال النقد للاستثمار، مما يؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة ويوجه إشارة إيجابية للمستثمرين المحتملين. **Nguyen and Le (2016)** مما يعني أن الاحتفاظ بالنقد يؤثر بشكل إيجابي على قيمة المنشأة. ويوجد توازن بين الشركات التي تعتمد على التمويل الخارجي ومستوى احتفاظها بالنقد

كما أشارت العديد من الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية بين سيولة الأسهم وقيمة المنشأة، وقد تنوعت التفسيرات النظرية والتجريبية لهذه العلاقة في دراسة **Fang et al. (2009)** استخدم الباحثون نسبة **Tobin's Q** كمؤشر لأداء المنشأة، وقاموا بتحليل مكوناته الفرعية. أظهرت نتائجهم أن الأسهم الأكثر سيولة تحقق عوائد تشغيلية أعلى على الأصول، مما ينعكس إيجابياً على قيمة المنشأة.

أكدت دراسة **Prommin et al. (2016), Nguyen et al. (2016)** وجود ارتباط إيجابي معنوي بين سيولة الأسهم وقيمة الشركة، وهو ما يدعم الفرضية القائلة بأن السيولة تعزز الأداء المالي وتحسن التقييم السوقي.

يرى هؤلاء الباحثون **Brogaard et al. (2017), Cheung et al. (2015)** أن السيولة تعزز محتوى المعلومات الكامن في الأسعار السوقية للأسهم، مما يتيح للمديرين اتخاذ قرارات استراتيجية تُفضي إلى زيادة قيمة المنشأة. كشفت دراسة **Rakovic (2018)** أن الشركات ذات الأسهم الأعلى سيولة تُتداول بشكل منتظم، وتُظهر مستويات أعلى من الدخل التشغيلي، مما يؤدي إلى رفع قيمة الشركة.

أكدت دراسة **Tahir (2020)** أن السيولة تُسهم في جعل سعر السهم أكثر تعبيراً عن القيمة الحقيقية، وتُحفز كبار المساهمين، وتُقلل من تكاليف الرقابة على قرارات الإدارة.

وعلى العكس، فإن انخفاض السيولة يؤدي إلى ارتفاع تكاليف المعاملات وعلى الجانب الآخر توصلت دراسات أخرى على سبيل المثال دراسة Salim & Susilowati (2019) إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي للسيولة على القيمة، وكذلك في دراسة Batten and Vo (2019)، خلصنا إلى أن السيولة تؤثر سلباً على قيمة الشركة، وذلك بسبب الاعتماد المفرط على التمويل المصرفي، وقلة التداول الفعلي في السوق المالي مما يعكس وجود تناقض في النتائج.

كما أكدت بعض الدراسات السابقة فيما يتعلق بالعلاقة بين نسبة الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم لدى الشركات Wang & Nyborg (2021) أن تحسن سيولة الأسهم يرتبط بزيادة ميل الشركات إلى الاحتفاظ بالنقدية وقد أسندت نتائج هذه الدراسات إلى ما يسمى بـ"دافع إعادة الشراء"، وهو دافع جديد للاحتفاظ بالنقد يشير إلى أن الشركات تستغل فترات ارتفاع سيولة الأسهم في تنفيذ عمليات إعادة شراء، ومن ثم تحتفظ بالنقد لتكون قادرة على تنفيذ هذه الاستراتيجية. وبهذا، تنشأ علاقة إيجابية بين سيولة السهم ومستوى الاحتفاظ بالنقدية داخل الشركة. ويمثل هذا الدافع تحولاً عن الدوافع التقليدية التي ركزت عليها الأدبيات السابقة (الدافع التحوطي ودافع الوكالة) التي تفترض انخفاض الحاجة للاحتفاظ بالنقد في ظل ارتفاع سيولة الأسهم، بينما يُفسر دافع إعادة الشراء العلاقة الإيجابية بين سيولة الأسهم واحتياطات النقد كما أظهرتها النتائج التطبيقية.

ويعتمد هذا الدافع على آلية بسيطة؛ إذ تقوم الشركات بتنفيذ عمليات إعادة شراء الأسهم باستخدام النقدية المتوفرة لديها وغالباً ما تتم هذه الإعادات في فترات انخفاض سعر السهم عن قيمته الجوهرية، بهدف الاستفادة من التقييم المنخفض للأسعار (Brav et al., 2005؛ Peyer & Vermaelen, 2009)، أو بهدف موازنة الأسعار السوقية للأسهم مع قيمها الأساسية (Hong et al., 2008).

وتُظهر النتائج أن الشركات ذات الأسهم الأكثر سيولة تميل إلى تنفيذ المزيد من عمليات إعادة الشراء، نظراً لأن السيولة المرتفعة تتطلب توافر قدر أكبر من النقد لتحقيق أهداف إعادة الشراء. وبالتالي، عندما يكون دافع إعادة الشراء حاضراً، فإن ارتفاع سيولة السهم يقود إلى زيادة مستويات الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات.

وهو ما يتناقض مع ما أكدته دراسة (Vuong et al. (2025 والتي أظهرت أن ارتفاع سيولة الأسهم يؤدي إلى تقليل الحاجة للاحتفاظ النقدي.

٧/٣ الدراسة التطبيقية

١/٧/٣ مجتمع وعينة الدراسة

يشمل مجتمع الدراسة كافة الشركات غير المالية المساهمة المقيدة في مؤشر البورصة المصرية (EGX70)، وذلك خلال الفترة من عام (٢٠١٩) وحتى عام (٢٠٢٤)، ويشتمل مجتمع الدراسة على (١٠) قطاعات وفقاً لتصنيف قطاعات سوق المال المصري. وقد تم استبعاد القطاع المالي بالكامل والذي يشمل البنوك والشركات المالية غير المصرفية، نظراً لطبيعتها الخاصة من حيث طبيعة النشاط والتشريعات والمعالجات المحاسبية. كما تم استبعاد الشركات التي لا يتوافر عنها بيانات عن متغيرات الدراسة، وهما شركتي الدولية للأسمدة والكيماويات، والمشروعات الصناعية والهندسية. وبالتالي، تم اختيار عينة تتكون من (٥٩) شركة غير مالية بإجمالي عدد مشاهدات (٣٥٤) مشاهدة. ويوضح الجدول رقم (١) حصر وتبويب لأسماء الشركات عينة الدراسة وفقاً للقطاعات التي تنتمي إليها:

جدول رقم (١): الشركات عينة الدراسة

م	القطاع	إسم الشركة	الرمز
١	المواد الأساسية	أسمنت سيناء	SCEM
٢		أسيك للتعدين	ASCM
٣		جنوب الوادي للأسمنت	SVCE
٤		الصناعات الهندسية المعمارية للإشياء والتعمير	ENGCE
٥		الحديد والصلب للمناجم والمحاجر	ISMQ
٦		مصر لصناعة الكيماويات	MICH
٧		مصر للأسمنت قنا	MCQE
٨		الصناعات الكيماوية المصرية	EGCH
٩		كفر الزيات للمبيدات والكيماويات	KZPC
١٠		مصر الوطنية للصلب	ATQA
١١		العبوات الطبية	MEPA
١٢		العربية للأسمنت	ARCC
١٣	المواد الصناعية	الكابلات الكهربائية المصرية	ELEC
١٤		الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	SCCD
١٥		القناة للتوكيلات الملاحية	CSAG
١٦		المصرية لخدمات النقل	ETRS
١٧		رايه لخدمات مراكز الاتصالات	RACC
١٨		نهر الخير للتنمية والاستثمار الزراعي والخدمات البيئية	KRDI

تابع/ جدول رقم (١): الشركات عينة الدراسة

م	القطاع	إسم الشركة	الرمز
١٩	الاستهلاك الدورى	العربية لحليج الأقطان	ACGC
٢٠		المصرية لمدينة الانتاج الإعلامى	MPRC
٢١		مصر الجديدة للإسكان والتعمير	HELI
٢٢		النصر للملابس والمنسوجات	KABO
٢٣		ليسيكو مصر	LCSW
٢٤		العامة لمنتجات الخزف والصينى	PRCL
٢٥		راية القابضة للاستثمارات المالية	RAYA
٢٦		شارم دريمز للاستثمار العقارى	SDTI
٢٧		دايس للملابس الجاهزة	DSCW
٢٨		ام ام جروب للصناعة والتجارة العالمية	MTIE
٢٩	الاستهلاك غير الدورى	أجواء للصناعات الغذائية	AJWA
٣٠		العربية لمنتجات الألبان آراب ديرى باند	ADPC
٣١		القاهرة للزيوت والصابون	COSG
٣٢		العز للسيراميك والبورسلين الجوهرة	ECAP
٣٣		الاسماعيلية مصر للدواجن	ISMA
٣٤		الدولية للمحاصيل الزراعية	IFAP
٣٥		المنصورة للدواجن	MPCO
٣٦		القاهرة للدواجن	POUL
٣٧		الدلتا للسكر	SUGR
٣٨		الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	ZEOT
٣٩		الملقى العربى للاستثمارات	AMIA
٤٠		عبور لاند للصناعات الغذائية	OLFI
٤١	العقارات	المصرية للمنتجات	EGTS
٤٢		القاهرة للإسكان والتعمير	ELKA
٤٣		السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار موديك	OCDI
٤٤		المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	EHDR
٤٥		الشمس للإسكان والتعمير	ELSH
٤٦		الاستثمار العقارى العربى	RREI
٤٧		مينا للاستثمار السياحى والعقارى	MENA

تابع/ جدول رقم (١): الشركات عينة الدراسة

م	القطاع	إسم الشركة	الرمز
٤٨	العقارات	زهراء المعادى للاستثمار والتعمير	ZMID
٤٩		مجموعة عامر القابضة	AMER
٥٠		المطورون العرب القابضة	ARAB
٥١		بايونيرز بروبرتز للتنمية العمرانية	PRDC
٥٢	مؤسسة ذات منفعة عامة	غاز مصر	EGAS
٥٣		طاقة عربية	TAQA
٥٤	الرعاية الصحية	شركة مستشفى كليوباترا	CLHO
٥٥		ماكرو جروب للمستحضرات الطبية	MCRO
٥٦	الخدمات التعليمية والأكاديمية	القاهرة للاستثمار والتنمية العقارية	CIRA
٥٧		تعليم لخدمات الإدارة	TALM
٥٨	التكنولوجيا	أوراسكوم للاستثمار القابضة	OHI
٥٩	الطاقة	الخدمات الملاحية والبتروولية ماريديف	MOIL

المصدر: إعداد الباحثة إعتماًداً على الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية، وموقع Sa Investing

يتضح من الجدول السابق أن عدد شركات قطاعى المواد الأساسية وقطاع الاستهلاك غير الدورى قد بلغ ٢٤ شركة، بواقع ١٢ شركة لكل قطاع، وهو ما يمثل نسبة ٢٠٪ من عينة الدراسة، ثم يأتى قطاع العقارات في المرتبة الثالثة بواقع عدد ١١ شركة وهو ما يمثل نسبة ١٨,٥٪ من عينة الدراسة، كما بلغ عدد شركات قطاع الاستهلاك الدورى عدد ١٠ شركات بنسبة مساهمة ١٧٪ من عينة الدراسة، ويأتى قطاع المواد الصناعية في المرتبة الخامسة بإجمالى عدد ٦ شركات وهو ما يمثل نسبة ١٠٪، وقد بلغ عدد شركات القطاعات: المؤسسات ذات المنفعة العامة، الرعاية الصحية، والخدمات التعليمية والأكاديمية ٦ شركات بواقع شركتين لكل قطاع، وأخيراً يأتى قطاعى التكنولوجيا والطاقة بواقع شركة لكل قطاع.

٢/٧/٣ مصادر الحصول على البيانات

تم الاعتماد في جمع البيانات اللازمة لاختبار فرضيات البحث على بيانات الشركات المصرية غير المالية المدرجة في مؤشر EGX70 خلال فترة الدراسة، وذلك من خلال المصادر التالية:

— الموقع الرسمي للبورصة المصرية (Egyptian Exchange – EGX): للحصول على القوائم المالية السنوية، والبيانات التاريخية لأسعار الإغلاق ، وحجم التداول لكل شركة مدرجة.

— التقارير السنوية وقوائم الإفصاح المنشورة من قبل الشركات محل الدراسة على مواقعها الإلكترونية أو عبر صفحة الإفصاح في موقع البورصة المصرية.

— قاعدة بيانات الشركات المدرجة المتاحة من خلال مكتبة الهيئة العامة للرقابة المالية، والتي تتضمن بيانات مالية وأسعار تداول تاريخية.

— المصادر الثانوية المتخصصة في البيانات المالية مثل قاعدة بيانات Investing.com بهدف التحقق من دقة البيانات التاريخية وإجراء المطابقة.

وقد تم معالجة البيانات وتجميعها باستخدام برامج Microsoft Excel لاستخراج المؤشرات المالية والمحاسبية اللازمة مثل: نسبة النقدية إلى إجمالي الأصول، مؤشر Tobin's Q، النسب المالية الخاصة بالمتغيرات الرقابية (حجم الشركة، الربحية، الرافعة المالية)، ومؤشرات السيولة السوقية.

٣/٧/٣ متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

اشتملت الدراسة على ثلاثة أنواع من المتغيرات: المتغيرات المستقلة وتتمثل في: الاحتفاظ بالنقدية، ومؤشرات سيولة الأسهم، المتغير التابع ويتمثل في قيمة الشركة، بجانب المتغيرات الرقابية. ويوضح الجدول التالي هذه المتغيرات، وطريقة قياس كل متغير:

جدول رقم (٢): طريقة قياس متغيرات الدراسة

المتغير	الرمز	طريقة القياس ومدلول كل مؤشر
أولاً: المتغيرات المستقلة: مؤشر الاحتفاظ بالنقدية		
الاحتفاظ بالنقدية	Cash.Hold	النقدية والاستثمارات قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول ارتفاع النسبة يعني قدرة أعلى على مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل أو استغلال الفرص الاستثمارية المفاجئة، وانخفاض النسبة قد يشير إلى توظيف النقدية في أصول غير سائلة أو إلى ضعف السيولة المتاحة، وفي سياق قيمة الشركة، فإن النسبة المثلى تعتمد على موازنة السيولة مع تكلفة الفرصة البديلة لاحتجاز النقدية.

مؤشرات سيولة الأسهم		
حجم التداول	Trading	إجمالي عدد الأسهم أو العقود التي يتم تداولها خلال فترة زمنية يعبر حجم التداول مرتفع عن نشاط قوي في السهم، وزيادة جاذبيته للمستثمرين، بعكس حجم التداول المنخفض والذي يعنى قلة الاهتمام بالسهم، مما قد يزيد صعوبة البيع/ال شراء دون التأثير على السعر.
معدل التداول	ADV	متوسط الأسهم المتداولة يومياً لمدة ثلاثة أشهر يعنى المعدل المرتفع أن الأسهم تتداول بسرعة، مما يشير إلى سيولة عالية وسهولة الدخول والخروج من الاستثمار، بعكس المعدل المنخفض والذي يعنى بطء في حركة التداول، مما يزيد مخاطر الاحتفاظ بأسهم غير سائلة.
الفارق السعري	Bid-Ask	الفرق بين أكبر سعر للسهم وأقل سعر خلال الفترة يدل الفارق الضيق على أن السوق أكثر كفاءة والسيولة مرتفعة، تكلفة التداول منخفضة، أما الفارق الواسع فيعنى أن السوق أقل كفاءة والسيولة ضعيفة، وتكلفة التداول مرتفعة.

تابع/ جدول رقم (٢): طريقة قياس متغيرات الدراسة

مقياس أميهود	Amihud	نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم/ معدل نمو ربحية السهم تعنى القيمة المنخفضة أن السهم أكثر سيولة، حيث يمكن تداول كميات كبيرة دون تغيير ملحوظ في السعر، أما القيمة المرتفعة فتعنى أن السهم أقل سيولة، أي أن حتى تداول كميات صغيرة قد يحرك السعر بشكل كبير.
ثانياً: المتغير التابع: قيمة الشركة		
قيمة الشركة	Tobin's Q	القيمة السوقية للشركة/ القيمة الدفترية لإجمالي الأصول إذا كانت القيمة أكبر من الواحد الصحيح، فإن ذلك يعنى أن السوق يقيم الشركة أعلى من قيمة أصولها الدفترية، مما قد يعكس فرص نمو مرتفعة أو أرباح متوقعة مستقبلية قوية، أما إذا كانت القيمة أقل من الواحد الصحيح، فإن ذلك يعنى أن السوق يقيم الشركة بأقل من قيمة أصولها الدفترية، مما قد يشير إلى ضعف الأداء أو انخفاض الثقة.

ثالثاً: المتغيرات الرقابية		
حجم الشركة	Size	اللوائح يتم الطبيعي لإجمالي الأصول الشركات الأكبر عادة تتمتع بموارد مالية وبشرية أكبر، وقدرة أعلى على التفاوض مع الموردين والمقرضين، وقد يرتبط حجم الشركة إيجابياً بقيمة الشركة نتيجة وفورات الحجم أو السمعة السوقية القوية، ومن ناحية أخرى، فإن الشركات الكبيرة قد تواجه بيروقراطية وتعقيداً إدارياً يحد من الكفاءة، ما قد يضعف التأثير الإيجابي.
ربحية الشركة (العائد على الأصول)	ROA	صافي الربح بعد الضرائب/ إجمالي الأصول ارتفاع الربحية يعكس كفاءة الشركة في استخدام مواردها لتحقيق أرباح، كما أن الشركات ذات الربحية المرتفعة غالباً ما تجذب المستثمرين، ما يرفع القيمة السوقية (وبالتالي Tobin's Q)، أما انخفاض الربحية فقد يشير إلى مشاكل تشغيلية أو تنافسية.
الرافعة المالية	Leverage	إجمالي الديون/ إجمالي حقوق الملكية الرافعة المالية المرتفعة تعني اعتماد الشركة الكبير على التمويل بالدين، وهو ما قد يضاعف الربحية في حالة الأداء الجيد، لكنه يزيد المخاطر في حالة الأداء الضعيف، أن ارتفاع النسبة قد يثير قلق المستثمرين والدائنين بسبب مخاطر التعثر المالي، وانخفاض النسبة قد يعكس سياسة محافظة في التمويل، لكنه قد يعني عدم الاستفادة الكاملة من مزايا التمويل بالدين (مثل المزايا الضريبية للفوائد).

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على الدراسات السابقة ذات الصلة

٤/٧/٣ الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة

بعد تجميع البيانات، وبغرض تفريغها وتحليلها للوصول إلى استنتاجات حول فروض وأسئلة الدراسة، اعتمدت الباحثة على مجموعة من الأساليب الإحصائية المتوفرة في برنامج (STATA, V.17). ونظراً لأن بيانات الدراسة تتكون من مشاهدات مقطعية-زمنية (Panel Data) تشمل ٥٩ شركة مصرية غير مالية مدرجة في مؤشر EGX70 خلال فترة الدراسة، بإجمالي ٣٥٤ مشاهدة، فقد تم الاعتماد على نماذج الانحدار لبيانات البائل (Panel Regression Models) لاختبار فرضيات البحث، ويتميز هذا النوع من النماذج بقدرته على تحليل تأثير المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة، مع مراعاة الفروق بين الشركات (Cross-sectional) والتغيرات عبر الزمن (Time-series) في آن واحد،

وللتأكد من اختيار نموذج البائل الأنسب، تم استخدام اختبار Hausman لتحديد النموذج الأمثل بين:

— نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model): إذا كانت الفروق بين الشركات مرتبطة بالمتغيرات المستقلة.

— نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model): إذا كانت الفروق بين الشركات غير مرتبطة بالمتغيرات المستقلة

٥/٧/٣ اختبار الفروض الإحصائية واستخلاص النتائج

١/٥/٧/٣ الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

تعرض الباحث فيما يلي الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة ثم اختبار فروض البحث واستخلاص النتائج، حيث يبين الجدول التالي أهم نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

جدول رقم (٣): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغير	عدد المشاهدات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أكبر قيمة
مؤشر الاحتفاظ بالنقدية	٣٥٤	٠,١٢٢٩	٠,١٤٦٨	٠,٠٠٠٣	٠,٧٢٦٨
حجم التداول	٣٥٤	٥,٨١١٥	٠,٨٦٦٩	٣,٠٤٥٣	٨,٥٤١٣
معدل التداول	٣٥٤	٦,٠٨٩٨	٠,٨١٨٧	٣,٠٥٤٢	٨,٤٠٤٨
الفارق السعري	٣٥٤	٠,٢٢٥٥	٠,٣٤٢٢	٠,٠٠٠٠	٢,٩٧٠٠
مقياس أميهود	٣٥٤	٠,٢٨٠٠ -	٥,٧٢٢٨	٧٧,٥٣ -	٤١,١٠
مؤشر Tobin's Q	٣٥٤	١,٣٨٠٧	٦,٩٥٧٥	٩٩,٩٠ -	٢٦,٥٠
حجم الشركة	٣٥٤	٩,٣١٤٣	٠,٥٦٧٣	٧,٥٨٤٣	١٠,٧٨٣٦
ربحية الشركة (العائد على الأصول)	٣٥٤	٥,٩٠٤١	١٤,٨٥٩٤	٩٨,١٠ -	٧٥,٦٠
الرافعة المالية	٣٥٤	٧٧,٦٨٩٦	١٣٤,٨٣	٠,٠٥٧٨	٧٣٨,١٠

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات برنامج STATA

يهدف الإحصاء الوصفي إلى تقديم صورة عامة عن طبيعة متغيرات الدراسة، وقياس خصائصها الإحصائية من حيث المتوسطات، والانحرافات المعيارية، والحدود الدنيا والعظمى، بما يساعد في تكوين تصور مبدئي عن طبيعة البيانات وتوزيعها قبل إجراء الاختبارات الإحصائية. وفيما يلي تحليل لنتائج جدول رقم (٣) للإحصاء الوصفي:

— بلغ المتوسط الحسابي لمؤشر الاحتفاظ بالنقدية نحو (٠,١٢٢٩)، وهو ما يشير إلى أن الشركات المصرية محل الدراسة تحتفظ في المتوسط بنسبة ١٢,٣٪ من إجمالي أصولها في صورة نقدية. ويعكس الانحراف المعياري البالغ (٠,١٤٦٨) وجود تباين نسبي بين الشركات في سياسات الاحتفاظ بالنقدية، حيث تراوحت القيم بين حد أدنى (٠,٠٠٠٣) وحد أقصى (٠,٧٢٦٨)، ما يعكس وجود شركات لا تحتفظ إلا بسيولة شبه معدومة وأخرى تحتفظ بنسب مرتفعة جدًا.

— بلغ متوسط حجم التداول (٥,٨١١٥) ومتوسط معدل التداول (٦,٠٨٩٨)، وهي قيم تعكس مستويات تداول معتدلة إلى مرتفعة نسبيًا. كما أن انخفاض قيم الانحراف المعياري نسبيًا يعكس تقارب مستويات السيولة السوقية بين أغلب الشركات، وإن كانت القيم الدنيا والعليا تشير إلى وجود فروق في النشاط التداولي بين الشركات.

— بلغ متوسط الفارق السعري (٠,٢٢٥٥)، وهي قيمة منخفضة نسبيًا، ما يشير إلى أن معظم الشركات تتمتع بسيولة سوقية معقولة، إلا أن القيمة العظمى (٢,٩٧) تكشف عن وجود أسهم تعاني من ضعف شديد في السيولة.

— جاء متوسط مقياس أميهود (-٠,٢٨٠٠)، ما يشير إلى وجود حالات يكون فيها سعر السهم أقل تأثيرًا بحجم التداول، إلا أن الانحراف المعياري الكبير (٥,٧٢٢٨) والمدى الواسع للقيم (-٧٧,٥٣ إلى ٤١,١٠) يعكسان تباينًا شديدًا بين الشركات.

— بلغ متوسط مؤشر Tobin's Q نحو (١,٣٨٠٧)، مما يوحي بأن أغلب الشركات مقيمة أعلى قليلًا من قيمة أصولها الدفترية، إلا أن وجود قيم متطرفة تتراوح بين (-٩٩,٩٠) و(٢٦,٥٠) يعكس تباينًا حادًا في تقييمات السوق، وربما وجود بيانات شاذة تؤثر على المتوسط.

— بلغ متوسط حجم الشركة (٩,٣١٤٣) مع انحراف معياري محدود (٠,٥٦٧٣)، مما يشير إلى أن الشركات في العينة متقاربة نسبيًا في الحجم، مع تباين محدود.

— بلغ متوسط العائد على الأصول (٥,٩٠٤١)، وهو ما يعكس مستوى ربحية إيجابي عام. إلا أن الانحراف المعياري الكبير (١٤,٨٥٩٤) والمدى الواسع (-٩٨,١٠ إلى ٧٥,٦٠) يشيران إلى وجود تباين ملحوظ في الأداء المالي، بما في ذلك شركات خاسرة وأخرى ذات ربحية مرتفعة.

— بلغ متوسط الرافعة المالية (٧٧,٦٨٩٦)، وهو مستوى مرتفع نسبياً يعكس اعتماداً كبيراً على الديون في هيكل التمويل، كما يعكس الانحراف المعياري الكبير (١٣٤,٨٣) تفاوتاً كبيراً بين الشركات في درجة المخاطرة المالية.

وتعكس هذه المؤشرات تبايناً جوهرياً في السياسات المالية والتشغيلية بين الشركات المصرية المدرجة في مؤشر EGX70، حيث أظهرت بعض المتغيرات (مثل مقياس أميهود، مؤشر Tobin's Q، العائد على الأصول، والرافعة المالية) قيماً متطرفة وانحرافات معيارية كبيرة، وهو ما يشير إلى وجود اختلافات حادة بين الشركات، الأمر الذي يجعل من دراسة العلاقات بين هذه المتغيرات أمراً ذا أهمية لفهم العوامل المؤثرة على قيمة الشركة في السوق المصري.

٢/٥/٧/٣ اختبار الفرض الأول للدراسة

للتحقق من الفرض الأول للدراسة ومدوله: "لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية لأثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة"، اعتمدت الباحثة على نموذج انحدار التأثيرات الثابتة، وذلك بعد التأكد من أفضليته، ويعرض الجدول التالي نتائج هذا النموذج:

جدول رقم (٤): نموذج انحدار التأثيرات الثابتة لاختبار أثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة

المتغيرات	معامل الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة ت	المعنوية	معنوية واتجاه التأثير
الثابت	١,٥٥٠	٠,٧٢٩	٢,١٣	**٠,٠٣٤	طردى معنوى
الاحتفاظ بالنقدية	٠,١٧٣	٠,١٦١	١,٠٨	٠,٢٨٣	طردى غير معنوى
حجم الشركة	٠,٧٩٦	٠,٠٧٨	١٠,٠٨	*٠,٠٠٠	طردى معنوى
العائد على الأصول	٠,٠١٦	٠,٠٠١	١,٣٨	٠,١٦٨	طردى غير معنوى
الرافعة المالية	- ٠,٠٢٥	٠,٠٠١	- ١,٦٩	***٠,٠٩٢	عكسى معنوى
تقييم دقة تقديرات النموذج					
معامل التحديد العام Overall		٠,٠٩٩٠	قيمة ف المحسوبة $F = ٣٩,٢٢$ معنوية ف $Sig = ٠,٠٠٠٠$		
معامل التحديد داخل المجموعات Within		٠,٣٥١٩			
معامل التحديد بين المجموعات Between		٠,٠٧٩٤			
درجات الحرية الأولى		٤			
درجات الحرية الثانية		٢٨٩			

* معنوى عند مستوى ١٪ ** معنوى عند مستوى ٥٪ *** معنوى عند مستوى ١٠٪

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات التحليل الإحصائي STATA

يوضح الجدول أن معامل الانحدار لمتغير الاحتفاظ بالنقدية بلغ (٠,١٧٣) وكان ذا اتجاه طردي مع قيمة الشركة (Tobin's Q)، إلا أن مستوى الدلالة الإحصائية ($\text{Sig} = 0.283$) أكبر من ٠,٠٠٥، ما يعني أن العلاقة ليست معنوية إحصائياً عند أي من مستويات الدلالة التقليدية (٠,٠٠١، ٠,٠٠٥، ٠,٠١٠)، بمعنى آخر، لم تجد نتائج النموذج دليلاً إحصائياً قوياً على أن نسبة الاحتفاظ بالنقدية تؤثر على قيمة الشركة في العينة محل الدراسة، وعدم معنوية العلاقة قد يُفسَّر بعدة عوامل:

- هيكل السوق المصري: قد لا يولي المستثمرون أهمية كبيرة لحجم النقدية المحتفظ بها، بل يركزون على مؤشرات الأداء التشغيلي أو السيولة السوقية للسهم.
- استخدامات النقدية: وجود نقدية في الشركة لا يضمن بالضرورة استخدامها في استثمارات تحقق قيمة مضافة، فقد يتم الاحتفاظ بها لأسباب احترازية أو بسبب ضعف الفرص الاستثمارية.
- لاختلافات القطاعية: قد تختلف سياسات الاحتفاظ بالنقدية من قطاع لآخر، مما يقلل من قوة العلاقة على مستوى العينة الكلية.
- في المقابل، أظهرت المتغيرات الرقابية نتائج مهمة: حيث تبين أن حجم الشركة كان له أثر طردي قوي ومعنوي (٠,٧٩٦، $p < 0.01$)، مما يعكس أن الشركات الأكبر حجماً تحظى بثقة أكبر في السوق وتقييم أعلى، بالإضافة إلى أن الرافعة المالية كان أثرها سالباً ومعنوياً عند مستوى ١٠٪، وهو ما يشير إلى أن ارتفاع المخاطر المالية يقلل من قيمة الشركة، في المقابل فإن العائد على الأصول لم يكن معنوياً، ما يعني أن ربحية الأصول لم تؤثر بشكل ملحوظ على القيمة السوقية في هذا النموذج.
- وبناءً على النتائج ($p\text{-value} = 0.283 > 0.05$)، لا يوجد ما يدعو لرفض الفرض العدم، وبالتالي النتيجة النهائية هي: لا يوجد أثر معنوي للاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة في الشركات المصرية غير المالية المدرجة في مؤشر EGX70 خلال فترة الدراسة.
- كما أظهرت النتائج أن معامل التحديد (R^2) جاء عند مستوى مرتفع نسبياً، مما يعني أن نسبة معتبرة من التباين في قيمة الشركة يمكن تفسيرها من خلال المتغيرات المستقلة (الاحتفاظ بالنقدية + المتغيرات الرقابية)، كما أن معامل التحديد بين وداخل المجموعات يدعم قوة النموذج، إذ يعكس جودة التقدير بعد الأخذ في الاعتبار عدد المتغيرات وعدد المشاهدات، وهذه النتيجة تشير إلى أن النموذج يتمتع بقدرة تفسيرية جيدة وأن اختيار المتغيرات كان مناسباً لشرح قيمة الشركة في العينة. كما جاءت قيمة إحصاء F مرتفعة ومعنوية عند مستوى دلالة ١٪، بما يعكس معنوية النموذج ككل، وهذه النتيجة تؤكد أن

المتغيرات المستقلة مجتمعة (الاحتفاظ بالنقدية والمتغيرات الرقابية) لها تأثير معنوي على تفسير التباين في قيمة الشركة، بالإضافة إلى أن دلالة معامل ف ($p\text{-value} < 0.01$) توضح أن النموذج الإحصائي مناسب ويمكن الاعتماد على نتائجه، وأن العلاقة بين المتغيرات المدرجة ليست عشوائية وإنما ذات مغزى إحصائي، وهذا يدعم نتائج الفرضيات الجزئية الخاصة بأثر الاحتفاظ بالنقدية وأثر المتغيرات الرقابية، ويعطي ثقة أكبر في تفسير المعاملات الفردية داخل النموذج.

٣/٥/٧/٣ اختبار الفرض الثاني للدراسة

للتحقق من الفرض الثاني للدراسة ومدوله: "لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية لأثر سيولة الأسهم على قيمة الشركة"، اعتمدت الباحثة على نموذج انحدار التأثيرات الثابتة، وذلك بعد التأكد من أفضليته على نموذج التأثيرات العشوائية اعتماداً على نتائج اختبار هوسمان، وقد تم تقسيم الفرض الثاني للدراسة إلى أربعة فروض فرعية، وذلك بناءً على عدد مؤشرات سيولة الأسهم المستخدمة في الدراسة، وذلك على النحو التالي:

١/٣/٥/٧/٣ اختبار أثر حجم التداول على قيمة الشركة

يعرض الجدول التالي نتائج نموذج انحدار التأثيرات الثابتة وذلك لاختبار أثر حجم التداول كمؤشر على سيولة الأسهم، على قيمة الشركة

جدول رقم (٥): نموذج انحدار التأثيرات الثابتة لاختبار أثر حجم التداول على قيمة الشركة

المتغيرات	معامل الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة ت	المعنوية	معنوية واتجاه التأثير
الثابت	١,١٣٩	٠,٧١٩	١,٥٩	٠,١١٤	طردى غير معنوى
حجم التداول	٠,٠٧٦	٠,٠٢٠	٣,٨٩	***٠,٠٠٠	طردى معنوى
حجم الشركة	٠,٧٩٦	٠,٠٧٧	١٠,٣٣	***٠,٠٠٠	طردى معنوى
العائد على الأصول	٠,٠١٤	٠,٠٠١	١,٣٣	٠,١٨٤	طردى غير معنوى
الرافعة المالية	- ٠,٠٣٢	٠,٠٠٢	- ٢,٢٣	**٠,٠٢٦	عكسى معنوى
تقييم دقة تقديرات النموذج					
معامل التحديد العام Overall		٠,١٠٥٨	قيمة ف المحسوبة $F = ٤٤,٥٩$ معنوية ف Sig = ٠,٠٠٠٠٠		
معامل التحديد داخل المجموعات Within		٠,٣٨١٦			
معامل التحديد بين المجموعات Between		٠,٠٨٣٤			
درجات الحرية الأولى		٤			
درجات الحرية الثانية		٢٨٩			

* معنوى عند مستوى ١% ** معنوى عند مستوى ٥% *** معنوى عند مستوى ١٠%

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات التحليل الإحصائي STATA

أظهرت النتائج أن حجم التداول يرتبط طرديًا وبدرجة معنوية عالية بقيمة الشركة (٠,٠٧٦, $p < 0.01$)، ما يدل على أن زيادة السيولة السوقية للسهم تُترجم إلى تقييم أعلى للشركة، كما أن حجم الشركة احتفظ بنفس الأثر الإيجابي المعنوي كما في النموذج السابق، بينما كانت الرافعة المالية ذات أثر سلبي ومعنوي عند مستوى ٥٪، مما يؤكد مجددًا أن ارتفاع مستويات الديون يقلل من قيمة الشركة في نظر المستثمرين، وهذه النتيجة تتماشى مع الأدبيات التي ترى أن سيولة السهم تقلل تكلفة رأس المال وتزيد جاذبية الاستثمار. كما تشير نتائج الجدول رقم (٥) إلى أن نموذج الانحدار ككل معنوي إحصائيًا، حيث جاءت قيمة إحصاء F (٤٤,٥٩) مرتفعة ومعنوية عند مستوى دلالة ١٪، بما يؤكد أن المتغيرات المستقلة مجتمعة لها قدرة تفسيرية معتبرة لتباين قيمة الشركة بلغت ١٠,٥٨٪، كما أوضح معامل التحديد (R^2) أن نسبة ملحوظة من التغير في قيمة الشركة يمكن تفسيرها من خلال حجم التداول والمتغيرات الرقابية، وهو ما يعكس ملائمة النموذج واعتماديته. وبناءً عليه يمكن القول إن النموذج يتمتع بقوة تفسيرية جيدة ومعنوية عالية تدعم نتائج الفرض محل الاختبار.

٢/٣/٥/٧/٣ اختبار أثر معدل التداول على قيمة الشركة

يعرض الجدول التالي نتائج نموذج انحدار التأثيرات الثابتة وذلك لاختبار أثر معدل التداول كمؤشر على سيولة الأسهم، على قيمة الشركة

جدول رقم (٦): نموذج انحدار التأثيرات الثابتة لاختبار أثر معدل التداول على قيمة الشركة

المتغيرات	معامل الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة ت	المعنوية	معنوية واتجاه التأثير
الثابت	١,٤١٤	٠,٧١٣	١,٩٨	***٠,٠٤٨	طردي معنوي
معدل التداول	٠,٠٩٤	٠,٠٢٤	٣,٨٧	***٠,٠٠٠	طردي معنوي
حجم الشركة	٠,٧٥٢	٠,٠٧٨	٩,٦٤	***٠,٠٠٠	طردي معنوي
العائد على الأصول	٠,٠١٤	٠,٠٠١	١,٢٨	٠,٢٠٢	طردي غير معنوي
الرافعة المالية	- ٠,٠٣٣	٠,٠٠١	- ٢,٢٤	***٠,٠٢٦	عكسي معنوي
تقييم دقة تقديرات النموذج					
معامل التحديد العام Overall		٠,١١٢٧	قيمة ف المحسوبة F = ٤٤,٥٣ معنوية ف Sig = ٠,٠٠٠٠٠		
معامل التحديد داخل المجموعات Within		٠,٣٨١٣			
معامل التحديد بين المجموعات Between		٠,٠٨٩٠			
درجات الحرية الأولى		٤			
درجات الحرية الثانية		٢٨٩			

* معنوي عند مستوى ١٪ ** معنوي عند مستوى ٥٪ *** معنوي عند مستوى ١٠٪

المصدر: إعداد الباحثه اعتماداً على مخرجات التحليل الإحصائي STATA

يُظهر هذا النموذج أن معدل التداول له أثر طردي ومعنوي قوي ($p < 0.01$, 0.094) على قيمة الشركة، مما يعكس أن سرعة تداول الأسهم وتدويرها في السوق يرتبط بزيادة القيمة السوقية، وكما في النماذج السابقة، حافظ حجم الشركة على أثره الطردي المعنوي القوي، بينما الرافعة المالية بقيت ذات أثر عكسي ومعنوي عند مستوى 5% ، ويدعم هذا النمط من النتائج فرضية أن السيولة السوقية النشطة للسهم تعد من أهم العوامل المؤثرة على تقييم السوق للشركات المصرية.

كما تشير نتائج الجدول رقم (٥) إلى أن نموذج الانحدار ككل معنوي إحصائياً، حيث بلغت قيمة F (44.53) وهي معنوية عند مستوى 1% ، بما يؤكد أن المتغيرات المستقلة مجتمعة قادرة على تفسير التباين في قيمة الشركة. كما أن معامل التحديد ($R^2 = 0.1127$) يوضح أن نحو 11.27% من التغير في قيمة الشركة يمكن تفسيره من خلال حجم التداول والمتغيرات الرقابية، وهو ما يعكس قوة تفسيرية مقبولة للنموذج. وعليه فإن النموذج يتمتع بدرجة ملائمة ومعنوية عالية تدعم الاعتماد على نتائجه.

٣/٣/٥/٧/٣ اختبار أثر الفارق السعري على قيمة الشركة

يعرض الجدول التالي نتائج نموذج انحدار التأثيرات الثابتة وذلك لاختبار أثر الفارق السعري كمؤشر على سيولة الأسهم، على قيمة الشركة

جدول رقم (٧): نموذج انحدار التأثيرات الثابتة لاختبار أثر الفارق السعري على قيمة الشركة

المتغيرات	معامل الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة ت	المعنوية	معنوية واتجاه التأثير
الثابت	٢,٦٨٩	٠,٦٧٢	٤,٠٠	***,٠٠٠	طردي معنوي
الفارق السعري	٠,٣٧٤	٠,٠٤٥	٨,٢٥	***,٠٠٠	طردي معنوي
حجم الشركة	٠,٦٦٨	٠,٠٧٣	٩,١٧	***,٠٠٠	طردي معنوي
العائد على الأصول	٠,٠٦٧	٠,٠٠١	٠,٦٥	٠,٥١٣	طردي غير معنوي
الرافعة المالية	- ٠,٠٣١	٠,٠٠١	- ٢,٣٠	**٠,٠٢٢	عكسي معنوي
تقييم دقة تقديرات النموذج					
معامل التحديد العام Overall		٠,٠٧٠٨	قيمة F المحسوبة = $٦٤,٩١$ معنوية Sig = $٠,٠٠٠٠$		
معامل التحديد داخل المجموعات Within		٠,٤٧٣٣			
معامل التحديد بين المجموعات Between		٠,٠٤٧٧			
درجات الحرية الأولى		٤			
درجات الحرية الثانية		٢٨٩			

* معنوي عند مستوى 1% ** معنوي عند مستوى 5% *** معنوي عند مستوى 10%

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات التحليل الإحصائي STATA

خلافًا لما هو متوقع في بعض الدراسات، أظهر الفارق السعري أثرًا طرديًا ومعنويًا قويًا ($p < 0.01$, ٠,٣٧٤) على قيمة الشركة، وهو ما قد يعكس خصوصية السوق المصري حيث يمكن أن يرتبط الفارق السعري بوجود أسهم ذات جاذبية استثمارية عالية أو أسهم نادرة التداول ولكنها تابعة لشركات ذات قيمة سوقية مرتفعة، كما أن حجم الشركة احتفظ بأثره الإيجابي المعنوي، بينما كان أثر الرافعة المالية سلبًا ومعنويًا عند مستوى ٥٪. كما تشير نتائج الجدول رقم (٧) إلى أن نموذج الانحدار ككل معنوي إحصائيًا، حيث بلغت قيمة F (٦٤,٩١) عند مستوى دلالة ١٪ ($p\text{-value} = 0.000$)، بما يؤكد أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تسهم في تفسير التباين في قيمة الشركة. إلا أن معامل التحديد ($R^2 = 0.0708$) يعكس قدرة تفسيرية محدودة للنموذج، إذ لا يفسر سوى نحو ٧,٠٨٪ فقط من التغير في قيمة الشركة، مما يعني أن الجزء الأكبر من التغير في القيمة السوقية يرجع إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج. وعلى الرغم من ذلك، فإن معنوية النموذج ككل تعزز من الاعتماد على نتائجه فيما يتعلق بفرضية أثر الفارق السعري على قيمة الشركة.

٤/٣/٥/٧/٣ اختبار أثر مقياس أميهود على قيمة الشركة

يعرض الجدول التالي نتائج نموذج انحدار التأثيرات الثابتة وذلك لاختبار أثر مقياس أميهود كمؤشر على سيولة الأسهم، على قيمة الشركة

جدول رقم (٨): نموذج انحدار التأثيرات الثابتة لاختبار أثر مقياس أميهود على قيمة الشركة

المتغيرات	معامل الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة ت	المعنوية	معنوية واتجاه التأثير
الثابت	١,٥١٨	٠,٧٣٠	٢,٠٨	**٠,٠٣٨	طردي معنوي
مقياس أميهود	-٠,٠١٣	٠,٠٠٢	-٠,٦٣	٠,٥٢٨	عكسي غير معنوي
حجم الشركة	٠,٨٠١	٠,٠٧٩	١٠,١٦	***٠,٠٠٠	طردي معنوي
العائد على الأصول	٠,٠٢٢	٠,٠٠١	١,٩٥	*٠,٠٥٢	طردي معنوي
الرافعة المالية	-٠,٠٢٨	٠,٠٠١	-١,٨٦	*٠,٠٦٤	عكسي غير معنوي
تقييم دقة تقديرات النموذج					
معامل التحديد العام Overall		٠,٠٩٢٩	قيمة F المحسوبة = ٣٨,٩٣ معنوية F = ٠,٠٠٠٠ = Sig		
معامل التحديد داخل المجموعات Within		٠,٣٥٠٢			
معامل التحديد بين المجموعات Between		٠,٠٧٣٦			
درجات الحرية الأولى		٤			
درجات الحرية الثانية		٢٨٩			

* معنوي عند مستوى ١٪ ** معنوي عند مستوى ٥٪ *** معنوي عند مستوى ١٠٪

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات التحليل الإحصائي STATA

أظهر مقياس أميهود أثراً عكسياً غير معنوي ($p > 0.05$, -0.013)، مما يعني أن درجة عدم السيولة المقاسة بهذا المؤشر لا تؤثر بشكل معنوي على قيمة الشركات في العينة، وربما يرجع ذلك إلى أن المستثمرين في السوق المصري لا يعتمدون على هذا المقياس عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، كما ظل حجم الشركة متغيراً ذا أثر طردي قوي ومعنوي، بينما العائد على الأصول كان له أثر طردي ضعيف المعنوية عند مستوى ١٠٪، والرافعة المالية أظهرت أثراً عكسياً ضعيف المعنوية.

كما تشير نتائج الجدول رقم (٨) إلى أن نموذج الانحدار ككل معنوي إحصائياً، حيث بلغت قيمة F (٣٨,٩٣) عند مستوى دلالة ١٪ ($p\text{-value} = 0.000$)، وهو ما يؤكد أن المتغيرات المستقلة مجتمعة قادرة على تفسير جانب من التباين في قيمة الشركة. كما أوضح معامل التحديد العام ($R^2 = 0.0929$) أن النموذج يفسر نحو ٩,٢٩٪ فقط من التغير في قيمة الشركة، وهي نسبة محدودة نسبياً، مما يشير إلى أن غالبية التغير في القيمة السوقية يعزى إلى عوامل أخرى خارج النموذج. وبالرغم من انخفاض القدرة التفسيرية، فإن دلالة النموذج الإحصائية القوية تعطيه مصداقية وتسمح بالاعتماد على نتائجه عند مناقشة أثر مقياس أميهود على قيمة الشركة.

ويعرض الجدول التالي نتائج نموذج انحدار التأثيرات الثابتة وذلك لاختبار أثر مؤشرات سيولة الأسهم مجتمعة، على قيمة الشركة

جدول رقم (٩): نموذج انحدار التأثيرات الثابتة لاختبار أثر مؤشرات سيولة الأسهم على قيمة الشركة

المتغيرات	معامل الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة ت	المعنوية	معنوية واتجاه التأثير
الثابت	٨,١٣٣	٠,١٤٨	٥٤,٧٩	***,٠٠٠	طردي معنوي
حجم التداول	٠,٢١٨	٠,١٢٧	١,٦٦	*,٠٦٧	طردي معنوي
معدل التداول	٠,١٣٧	٠,٠٣٢	٤,٢٨	***,٠٠٠	طردي معنوي
الفرق السعري	٠,٤٨٥	٠,٠٤٨	١٠,٠٢	***,٠٠٠	طردي معنوي
مقياس أميهود	- ٠,٠٦٢	٠,٠٠٢	- ٠,٢٩	٠,٧٧٥	طردي غير معنوي
تقييم دقة تقديرات النموذج					
معامل التحديد العام Overall	٠,٠٤٢٨				
معامل التحديد داخل المجموعات Within	٠,٢٤١٢				
معامل التحديد بين المجموعات Between	٠,٠٠٧٠				
درجات الحرية الأولى	٤				
درجات الحرية الثانية	٢٨٩				

* معنوي عند مستوى ١٪ ** معنوي عند مستوى ٥٪ *** معنوي عند مستوى ١٠٪

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات التحليل الإحصائي STATA

يتضح من الجدول أن المتغيرات المستقلة الممثلة لمؤشرات سيولة الأسهم شملت: حجم التداول، معدل التداول، الفارق السعري، ومقياس أميهور. وجاءت النتائج كالتالي:

— حجم التداول المعامل موجب ومعنوي إحصائياً عند مستوى دلالة ١٠٪، مما يشير إلى أن ارتفاع حجم التداول يرتبط بزيادة قيمة الشركة، وهذه النتيجة تدعم فرضية أن السيولة السوقية النشطة للسهم تعزز جاذبيته للمستثمرين وتخفض تكلفة رأس المال.

— معدل التداول المعامل موجب ومعنوي عند مستوى ١٪، ما يعني أن سرعة تداول الأسهم بين المستثمرين تمثل عاملاً إيجابياً في تحديد القيمة السوقية، ويعكس هذا المؤشر مدى الإقبال على تداول السهم، وهو إشارة على الثقة في الشركة.

— الفارق السعري المعامل جاء موجباً ومعنوياً عند مستوى ١٪، وهو اتجاه قد يبدو مخالفاً لما هو شائع في الأسواق المتقدمة. يمكن تفسير ذلك بأن بعض الأسهم ذات القيمة المرتفعة أو النادرة التداول تحافظ على فروق سعرية كبيرة، ما يفسره المستثمرون في السوق المصري أحياناً كمؤشر على تميز السهم أو محدودية المعروض منه.

— مقياس أميهور المعامل غير معنوي إحصائياً ($p\text{-value}$ أكبر من ٠,٠٥)، مما يعني أن درجة عدم السيولة المقاسة بهذا المؤشر لا تؤثر على قيمة الشركة في العينة محل الدراسة. قد يرجع ذلك إلى أن المستثمرين في السوق المصري لا يستخدمون هذا المؤشر الفني بشكل مباشر في قراراتهم الاستثمارية، أو إلى وجود قيم شاذة تقلل من دقة التقدير. وبما أن ثلاث مؤشرات من أصل أربعة (حجم التداول، معدل التداول، الفارق السعري) جاءت ذات أثر معنوي على قيمة الشركة، فإننا نرفض الفرض العدم ونقبل الفرض البديل أي: توجد علاقة معنوية لمؤشرات سيولة الأسهم على قيمة الشركة في الشركات المصرية غير المالية المدرجة في مؤشر EGX70 خلال فترة الدراسة.

٤/٥/٧/٣ اختبار الفرض الثالث للدراسة

للتحقق من الفرض الثالث للدراسة ومدوله: "لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية لأثر الاحتفاظ بالنقدية على سيولة الأسهم"، اعتمدت الباحثة على نماذج انحدار التأثيرات الثابتة، وقد تم إجراء أربعة نماذج انحدار، وذلك بناءً على عدد مؤشرات سيولة الأسهم المستخدمة في الدراسة، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (١٠): نماذج انحدار التأثيرات الثابتة لاختبار أثر الاحتفاظ بالنقدية على مؤشرات سيولة الأسهم

المتغيرات	حجم التداول		معدل التداول		الفارق السعري		مقياس أميهود	
	معامل الانحدار	المعنوية	معامل الانحدار	المعنوية	معامل الانحدار	المعنوية	معامل الانحدار	المعنوية
الثابت	٥,٠٨٢	**٠,٠١٧	١,٢٤٤	٠,٤٦٧	٣,١٠٤	***٠,٠٠٠	٥,٠١٤	٠,٧٩٨
الاحتفاظ بالنقدية	٠,٥٤١	٠,٢٤٩	٠,٠٧٢	٠,٨٤٩	٠,١٤٦	٠,٤٣٥	٢,٨٨١	٠,٥٠٥
حجم الشركة	٠,٠٧٤	٠,٧٤٩	٠,٥١٠	***٠,٠٠٦	٠,٣٥٢	***٠,٠٠٠	٠,٤٨١	٠,٨٢١
عائد على الأصول	٠,٠١١	***٠,٠٠٣	٠,٠٠٨	***٠,٠٠٧	٠,٠٠٤	**٠,٠١١	٠,٠٠٨	٠,٧٩٩
الرافعة المالية	٠,٠٠٦	٠,١٦٥	٠,٠٠٥	٠,١٠٧	٠,٠٠١	٠,٥٢٥	٠,٠٠٢	٠,٦٤٥
تقييم دقة تقديرات النموذج								
معامل التحديد العام	٠,٠١٤١	٠,٠٠٢٢	٠,٠٦٦٥	٠,٠٠٠٣				
معامل التحديد داخل المجموعات	٠,٠٤٦٠	٠,١٠٥٨	٠,١٣٧٢	٠,٠٠٤٧				
معامل التحديد بين المجموعات	٠,٠٠١٥	٠,٠٠٢٧	٠,٠٥٥٠	٠,٠٢٩٨				
قيمة ف المحسوبة	٣,٥١	٨,٦١	١١,٥٦	٠,٣٤				
معنوية ف	٠,٠٠٨١	٠,٠٠٠٠	٠,٠٠٠٠	٠,٨٥٠٣				

* معنوى عند مستوى ١٪ ** معنوى عند مستوى ٥٪ *** معنوى عند مستوى ١٠٪

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات التحليل الإحصائي STATA

يحتوي الجدول على أربعة نماذج انحدار منفصلة، تمثل كل منها علاقة الاحتفاظ بالنقدية مع أحد مؤشرات سيولة الأسهم، وهي: حجم التداول، معدل التداول، الفارق السعري، ومقياس أميهود:

— نموذج حجم التداول المعامل: موجب لكنه غير معنوي ($p > 0.05$)، ما يشير إلى أن نسبة الاحتفاظ بالنقدية لا تؤثر بشكل جوهري على حجم التداول في أسهم الشركة.

التفسير: نشاط التداول يرتبط غالبًا بعوامل خارجية مثل شهرة الشركة في السوق، وأداء السهم، وظروف السوق العامة، أكثر من ارتباطه بحجم النقدية المحتفظ بها.

— نموذج معدل التداول المعامل: موجب وغير معنوي ($p > 0.05$)، مما يعني أن الاحتفاظ بالنقدية لا يؤدي بالضرورة إلى تسهيل حركة تداول الأسهم. التفسير: معدل التداول يعكس الإقبال على السهم في السوق الثانوية، وهذا الإقبال قد يكون مدفوعًا بالعائد المتوقع أو السيولة السوقية للسهم وليس بالسيولة النقدية المتاحة داخل الشركة.

— نموذج الفارق السعري المعامل: سالب وغير معنوي، ما يشير إلى عدم وجود دليل على أن الاحتفاظ بالنقدية يقلل أو يزيد الفارق السعري بين سعري العرض والطلب. التفسير: الفارق السعري غالبًا يتأثر بمدى اهتمام صانعي السوق والسيولة العامة للسهم، وهي عوامل مستقلة نسبيًا عن سياسات الاحتفاظ بالنقدية.

— نموذج مقياس أميهود المعامل: سالب وغير معنوي، ما يدل على عدم وجود أثر إحصائي واضح للاحتفاظ بالنقدية على درجة عدم السيولة المقاسة بهذا المؤشر. التفسير: قد يرجع ذلك إلى أن مقياس أميهود يعتمد على العلاقة بين أحجام التداول وتغيرات الأسعار، وهي علاقة لا ترتبط مباشرة بقرارات الاحتفاظ بالنقدية داخل الشركة.

وترى الباحثة بأن عدم معنوية معاملات الاحتفاظ بالنقدية في النماذج الأربعة يوحي بأن سيولة السهم في السوق تعتمد بدرجة أكبر على العوامل السوقية والطلب والعرض، وليس على السيولة النقدية المحتفظ بها في الشركة، وهذا يعكس واقع الأسواق الناشئة مثل السوق المصري، حيث قد يكون المستثمرون أكثر اهتمامًا بالمؤشرات التشغيلية أو توزيعات الأرباح بدلاً من حجم النقدية في ميزانية الشركة.

وبما أن جميع المعاملات عبر النماذج الأربعة كانت غير معنوية إحصائياً (p-value > 0.05)، فإننا لا نرفض الفرض العدم، وبالتالي النتيجة النهائية هي: لا يوجد أثر معنوي للاحتفاظ بالنقدية على مؤشرات سيولة الأسهم في الشركات المصرية غير المالية المدرجة في مؤشر EGX70 خلال فترة الدراسة.

وتشير نتائج الجدول رقم (١٠) إلى أن معاملات التحديد (R^2) اختلفت من نموذج لآخر، حيث تراوحت بين نسب منخفضة نسبيًا في بعض المؤشرات (تعكس قدرة تفسيرية محدودة) ونسب أعلى في مؤشرات أخرى (تعكس قدرة تفسيرية مقبولة)، بما يشير إلى أن تأثير الاحتفاظ بالنقدية يختلف باختلاف طبيعة مؤشر السيولة المستخدم. وبوجه عام، تؤكد هذه النتائج على ملائمة النماذج الإحصائية ومعنويتها القوية، رغم تفاوت القدرة التفسيرية، بما يدعم مناقشة الفرضيات المتعلقة بأثر الاحتفاظ بالنقدية على سيولة الأسهم.

٥/٥/٧/٣ اختبار الفرض الرابع للدراسة

للتحقق من الفرض الثالث للدراسة ومدوله: "لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية لأثر التفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم على قيمة الشركة"، اعتمدت الباحثة على نماذج انحدار التأثيرات الثابتة، وقد تم تقسيم الفرض الرابع للدراسة إلى أربعة فروض فرعية، وذلك بناءً على عدد مؤشرات سيولة الأسهم المستخدمة في الدراسة، وذلك على النحو التالي:

١/٥/٥/٧/٣ اختبار أثر التفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية وحجم التداول على قيمة الشركة
يعرض الجدول التالي نتائج نموذج انحدار التأثيرات الثابتة وذلك لاختبار أثر المتغير التفاعلي: الإحتفاظ بالنقدية وحجم التداول كمؤشر على سيولة الأسهم، على قيمة الشركة:
جدول رقم (١١): نموذج انحدار التأثيرات الثابتة لاختبار أثر التفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم

وفقاً لمؤشر حجم التداول على قيمة الشركة

المتغيرات	معامل الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة ت	المعنوية	معنوية واتجاه التأثير
الثابت	١,٣٨٨	٠,٧٧٠	١,٨٠	*٠,٠٧٣	طردى معنوى
الاحتفاظ بالنقدية * حجم التداول	١,٧٣١	٠,٥١٢	٢,٥٦	**٠,٠٢١	طردى معنوى
حجم الشركة	٠,٨١٦	٠,٠٨٣	٩,٧٧	***٠,٠٠٠	طردى معنوى
العائد على الأصول	٠,٠٢٣	٠,٠١١	٢,٠١	**٠,٠٤٥	طردى معنوى
الرافعة المالية	-٠,٠٢٨	٠,٠١٥	-١,٩٠	*٠,٠٥٩	عكسى معنوى
تقييم دقة تقديرات النموذج					
معامل التحديد العام Overall	٠,٠٩٠٨	قيمة ف المحسوبة $F = ٥٨,٩٠$ معنوية ف Sig = ٠,٠٠٠٠			
معامل التحديد داخل المجموعات Within	٠,٣٥٠٠				
معامل التحديد بين المجموعات Between	٠,٠٧١٨				
درجات الحرية الأولى	٤				
درجات الحرية الثانية	٢٨٩				

* معنوى عند مستوى ١٪ ** معنوى عند مستوى ٥٪ *** معنوى عند مستوى ١٠٪

المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات التحليل الإحصائي STATA

يوضح الجدول أن المتغير التفاعلي بين الاحتفاظ بالنقدية وحجم التداول جاء موجباً ومعنوياً إحصائياً عند مستوى دلالة ٥٪، مما يشير إلى أن تأثير الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة يزداد مع ارتفاع حجم التداول في أسهمها، المعامل الموجب يعني أن الشركات التي تجمع بين مستوى مرتفع من الاحتفاظ بالنقدية ومستويات تداول نشطة، تحظى بقيمة سوقية أعلى مقارنة بغيرها. هذا الأثر التفاعلي يوضح أن السوق لا ينظر إلى الاحتفاظ بالنقدية بمعزل عن نشاط التداول، بل يقيم الأمر في سياق مدى سيولة السهم في السوق. كما أوضحت النتائج أن: حجم الشركة احتفظ بأثره الإيجابي القوي والمعنوي، ما يعكس استمرار أهمية هذا المتغير في تفسير قيمة الشركة. الرافعة المالية كان لها أثر سلبي ومعنوي، مما يشير إلى أن زيادة الاعتماد على الديون يقلل من القيمة السوقية للشركة حتى في وجود تفاعل إيجابي بين النقدية وحجم التداول.

وبما أن معامل التفاعل جاء موجباً ومعنوياً عند مستوى دلالة ٥٪، فإننا نرفض الفرض العدم نقبل الفرض البديل أي: يوجد أثر معنوي للتفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم (وفقاً لمؤشر حجم التداول) على قيمة الشركة في الشركات المصرية غير المالية المدرجة في مؤشر EGX70 خلال فترة الدراسة.

٢/٥/٥/٧/٣ اختبار أثر التفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية ومعدل التداول على قيمة الشركة
يعرض الجدول التالي نتائج نموذج انحدار التأثيرات الثابتة وذلك لاختبار أثر المتغير التفاعلي: الإحتفاظ بالنقدية ومعدل التداول كمؤشر على سيولة الأسهم، على قيمة الشركة:
جدول رقم (١٢): نموذج انحدار التأثيرات الثابتة لاختبار أثر التفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم وفقاً لمؤشر معدل التداول على قيمة الشركة

المتغيرات	معامل الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة ت	المعنوية	معنوية واتجاه التأثير
الثابت	١,٣٤٧	٠,٧٦٨	١,٧٥	*٠,٠٨٠	طريقى معنوى
الاحتفاظ بالنقدية * معدل التداول	- ٠,٠١٤	٠,٠٨٥	- ٠,٧٥	٠,٤٥٤	عكسى غير معنوى
حجم الشركة	٠,٨٢١	٠,٠٨٣	٩,٨٦	***٠,٠٠٠	طريقى معنوى
العائد على الأصول	٠,٠٠٢	٠,٠٠١	٢,٠٦	**٠,٠٤٠	طريقى معنوى
الرافعة المالية	- ٠,٠٢٩	٠,٠١٥	- ١,٩٣	*٠,٠٥٥	عكسى معنوى
تقييم دقة تقديرات النموذج					
معامل التحديد العام Overall	٠,٠٩٠٢	قيمة ف المحسوبة F = ٣٨,٩٩ معنوية ف Sig = ٠,٠٠٠٠			
معامل التحديد داخل المجموعات Within	٠,٣٥٠٥				
معامل التحديد بين المجموعات Between	٠,٠٧١٢				
درجات الحرية الأولى	٤				
٦٩- درجات الحرية الثانية	٢٨٩				

* معنوى عند مستوى ١٪ ** معنوى عند مستوى ٥٪ *** معنوى عند مستوى ١٠٪

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات التحليل الإحصائي STATA

تشير النتائج إلى أن معامل المتغير التفاعلي بين الاحتفاظ بالنقدية ومعدل التداول كان موجباً لكنه غير معنوي إحصائياً، حيث تجاوز مستوى الدلالة (p-value) حد ٠.٠٠٥. هذا يعني أن الجمع بين ارتفاع الاحتفاظ بالنقدية وارتفاع معدل دوران الأسهم لا ينتج عنه أثر معنوي على قيمة الشركة في العينة محل الدراسة. بعبارة أخرى، معدل التداول لا يعزز أو يضعف من أثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة بشكل يمكن إثباته إحصائياً.

كما أوضحت النتائج أن: حجم الشركة احتفظ بأثره الإيجابي القوي والمعنوي، ما يعكس استمرار أهميته في تفسير القيمة السوقية. الرافعة المالية كان لها أثر سلبي ومعنوي، مما يؤكد استمرار تأثير المخاطر المالية في خفض قيمة الشركة.

ونظراً لأن معامل المتغير التفاعلي غير معنوي ($p\text{-value} > 0.05$)، فإننا لا نرفض الفرض العدم، أي: لا يوجد أثر معنوي للتفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم (وفقاً لمؤشر معدل التداول) على قيمة الشركة في الشركات المصرية غير المالية المدرجة في مؤشر EGX70 خلال فترة الدراسة.

٣/٥/٧/٣ اختبار أثر التفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية والفارق السعري على قيمة الشركة يعرض الجدول التالي نتائج نموذج انحدار التأثيرات الثابتة وذلك لاختبار أثر المتغير التفاعلي: الإحتفاظ بالنقدية والفارق السعري كمؤشر على سيولة الأسهم، على قيمة الشركة: جدول رقم (١٣): نموذج انحدار التأثيرات الثابتة لاختبار أثر التفاعل بين الاحتفاظ

بالنقدية وسيولة الأسهم

وفقاً لمؤشر الفرق السعري على قيمة الشركة

المتغيرات	معامل الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة ت	المعنوية	معنوية واتجاه التأثير
الثابت	٢,١٩٩	٠,٧٢٩	٢,٩٥	***٠,٠٠٣	طردى معنوي
الاحتفاظ بالنقدية * الفرق السعري	١,٠٤٨	٠,٣٧٩	٣,٩٠	***٠,٠٠٠	طردى معنوي
حجم الشركة	٠,٧٣٢	٠,٠٧٩	٩,٢٨	***٠,٠٠٠	طردى معنوي
العائد على الأصول	٠,٠٤٩	٠,٠١٧	٠,٤٣	٠,٦٧١	طردى غير معنوي
الرافعة المالية	- ٠,٠٢٩	٠,٠١٤	- ٢,٠٢	**٠,٠٤٤	عكسي معنوي
تقييم دقة تقديرات النموذج					
معامل التحديد العام Overall	٠,٠٧٨٤				
معامل التحديد داخل المجموعات Within	٠,٣٨١٨				
معامل التحديد بين المجموعات Between	٠,٠٥٦١				
درجات الحرية الأولى	٤				
درجات الحرية الثانية	٢٨٩				

* معنوي عند مستوى ١٪ ** معنوي عند مستوى ٥٪ *** معنوي عند مستوى ١٠٪

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات التحليل الإحصائي STATA

تشير النتائج إلى أن معامل المتغير التفاعلي بين الاحتفاظ بالنقدية والفارق السعري جاء موجباً ومعنوياً إحصائياً عند مستوى دلالة ١% ($p\text{-value} = 0.000$)، وهذا يدل على أن الجمع بين ارتفاع الاحتفاظ بالنقدية واتساع الفارق السعري يرتبط بزيادة قيمة الشركة بشكل ملحوظ، الأثر الموجب يوحي بأن السوق يفسر هذه الحالة كإشارة إيجابية على قوة المركز المالي للشركة، مع تمتع سهمها بندرة أو تميز في السوق.

كما أظهرت النتائج: حجم الشركة له أثر إيجابي ومعنوي قوي على القيمة، بما يعكس دور الحجم كأحد محددات الثقة والاستقرار. الرافعة المالية لها أثر سلبي ومعنوي، مما يشير إلى استمرار تأثير المخاطر المالية على تخفيض القيمة السوقية.

ونظراً لأن المعامل موجب ومعنوي عند مستوى ١%، فإننا نرفض الفرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي: يوجد أثر معنوي وموجب للتفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم (وفقاً لمؤشر الفارق السعري) على قيمة الشركة في الشركات المصرية غير المالية المدرجة في مؤشر EGX70 خلال فترة الدراسة.

٣/٧/٥/٤ اختبار أثر التفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية ومقياس أميهور على قيمة الشركة يعرض الجدول التالي نتائج نموذج انحدار التأثيرات الثابتة وذلك لاختبار أثر المتغير التفاعلي: الإحتفاظ بالنقدية ومقياس أميهور كمؤشر على سيولة الأسهم، على قيمة الشركة: جدول رقم (١٤): نموذج انحدار التأثيرات الثابتة لاختبار أثر التفاعل بين الاحتفاظ

بالنقدية وسيولة الأسهم

وفقاً لمقياس أميهور على قيمة الشركة

المتغيرات	معامل الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة ت	المعنوية	معنوية واتجاه التأثير
الثابت	١,٥١٨	٠,٧٣١	٢,٠٠٨	**٠,٠٣٩	طردى معنوي
الاحتفاظ بالنقدية * مقياس أميهور	- ٠,٠٨٦	٠,٠٧٤	- ٠,٢٥	٠,٨٠٢	عكسي غير معنوي
حجم الشركة	٠,٨٠١	٠,٠٧٩	١٠,١٤	**٠,٠٠٠	طردى معنوي
العائد على الأصول	٠,٠٢١	٠,٠١١	١,٩٤	*٠,٠٥٣	طردى معنوي
الرافعة المالية	- ٠,٠٢٧	٠,٠١٥	- ١,٨٥	*٠,٠٦٦	عكسي معنوي
تقييم دقة تقديرات النموذج					
معامل التحديد العام Overall		٠,٠٩٢٥	قيمة ف المحسوبة $F = ٣٨,٨٠$ معنوية ف Sig = ٠,٠٠٠٠		
معامل التحديد داخل المجموعات Within		٠,٣٤٩٤			
معامل التحديد بين المجموعات Between		٠,٠٧٣٣			
درجات الحرية الأولى		٤			
درجات الحرية الثانية		٢٨٩			

* معنوي عند مستوى ١% ** معنوي عند مستوى ٥% ** معنوي عند مستوى ١٠%

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات التحليل الإحصائي STATA

تشير نتائج الجدول إلى أن معامل المتغير التفاعلي بين الاحتفاظ بالنقدية ومقياس أميهود جاء غير معنوي إحصائياً (p-value أكبر من ٠,٠٠٥)، مع إشارة سالبة، وهذا يعني أن دمج مستوى الاحتفاظ بالنقدية مع درجة عدم السيولة المقاسة بمؤشر أميهود لا يترتب عليه تأثير معنوي على قيمة الشركة في العينة محل الدراسة. وبذلك، لا يوجد دليل إحصائي على أن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة تتأثر بدرجة عدم السيولة في التداول كما يقيسها هذا المؤشر.

بالإضافة إلى ذلك: حجم الشركة حافظ على أثره الإيجابي والمعنوي على قيمة الشركة، بما يتفق مع الجداول السابقة. الرافعة المالية كانت ذات أثر سلبي ومعنوي، مما يؤكد أن زيادة الديون لا تزال عاملاً مخفضاً للقيمة السوقية للشركات.

ونظراً لأن معامل المتغير التفاعلي غير معنوي ($p\text{-value} > 0.05$)، فإننا لا نرفض الفرض العدم، أي: لا يوجد أثر معنوي للتفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم (وفقاً لمقياس أميهود) على قيمة الشركة في الشركات المصرية غير المالية المدرجة في مؤشر EGX70 خلال فترة الدراسة.

ويعرض الجدول التالي نتائج نموذج انحدار التأثيرات الثابتة وذلك لاختبار أثر التفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية ومؤشرات سيولة الأسهم مجتمعة، على قيمة الشركة

جدول رقم (١٥): نموذج انحدار التأثيرات الثابتة لاختبار أثر التفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية ومؤشرات سيولة الأسهم على قيمة الشركة

المتغيرات	معامل الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة ت	المعنوية	معنوية واتجاه التأثير
الثابت	٨,٩٢٥	٠,٠١٦	٥٥,٧٩	***,٠٠٠	طردى معنوي
الاحتفاظ بالنقدية * حجم التداول	٠,٢٤٦	٠,٠٢٥	٢,٢٩	**٠,٠٣٨	طردى معنوي
الاحتفاظ بالنقدية * معدل التداول	٠,٠٠٩	٠,٠٢٣	٠,٢٩	٠,٧٧١	طردى غير معنوي
الاحتفاظ بالنقدية * الفارق السعري	٠,٢٤٧	٠,٠٤٦	٥,٩٦	***,٠٠٠	طردى معنوي
الاحتفاظ بالنقدية * مقياس أميهود	٠,١٢٩	٠,٠٨٥	٠,١٣	٠,٧٢٨	طردى غير معنوي
تقييم دقة تقديرات النموذج					
معامل التحديد العام Overall	٠,٠٧٠٠				
معامل التحديد داخل المجموعات Within	٠,١٧٠٨				
معامل التحديد بين المجموعات Between	٠,٠٤١٢				
درجات الحرية الأولى	٤				
درجات الحرية الثانية	٢٨٩				

* معنوي عند مستوى ١٪ ** معنوي عند مستوى ٥٪ *** معنوي عند مستوى ١٠٪

المصدر: إعداد الباحثه اعتماداً على مخرجات التحليل الإحصائي STATA

تشير نتائج الجدول إلى أن بعض المتغيرات التفاعلية بين الاحتفاظ بالنقدية ومؤشرات سيولة الأسهم جاءت معنوية بينما البعض الآخر لم يكن كذلك:

— التفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية وحجم التداول ظهر موجباً ومعنوياً، مما يدل على أن وجود سيولة نقدية عالية داخل الشركة، مقترنة بسيولة سوقية قوية (حجم تداول مرتفع)، يعزز من قيمة الشركة.

— التفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية والفارق السعري جاء موجباً ومعنوياً، مما يعكس أن الشركات التي تجمع بين ارتفاع النقدية ونُدرة أو تميز أسهمها (فروق سعرية مرتفعة) تحظى بقيمة سوقية أعلى.

— في المقابل، لم يظهر أي أثر معنوي للتفاعلات بين الاحتفاظ بالنقدية ومعدل التداول أو الاحتفاظ بالنقدية ومقياس أميهور، مما يعني أن هذه المؤشرات لم تعزز أو تضعف من العلاقة بين النقدية وقيمة الشركة.

وحيث أن بعض المتغيرات التفاعلية (حجم التداول والفارق السعري) كانت معنوية وموجبة، فإننا نرفض الفرض العدم جزئياً ونقبل الفرض البديل، أي: يوجد أثر معنوي للتفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية وبعض مؤشرات سيولة الأسهم (حجم التداول والفارق السعري) على قيمة الشركة، في حين لم يظهر هذا الأثر عند استخدام معدل التداول أو مقياس أميهور.

٧/٤ مناقشة النتائج الإحصائية

تعرض الباحثة في هذا الجزء مناقشة ومقارنة نتائج الدراسة الحالية في ضوء الدراسات السابقة، وذلك من خلال عدة أبعاد، على النحو التالي:

أولاً: أثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة

أظهرت نتائج الدراسة الحالية أنه لا يوجد أثر معنوي للاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة في عينة الشركات المصرية. هذه النتيجة تختلف عن بعض الدراسات السابقة مثل (Dittmar & Mahrt-Smith, 1999؛ Ferreira & Vilela, 2004؛ Opler et al., 1999) التي أكدت وجود علاقة إيجابية بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، حيث يُنظر إلى السيولة كوسيلة لتمويل الاستثمارات وتقليل تكاليف التمويل الخارجي. في المقابل، تتفق نتائج هذه الدراسة مع ما توصلت إليه بعض الأبحاث الأخرى (مثل Pinkowitz et al., 2006؛ Harford, 1999) التي لم تجد علاقة قوية بين النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة، بل أشارت إلى أن الإفراط في السيولة قد يعكس سوء إدارة ويؤدي إلى تآكل القيمة. ويمكن تفسير هذا الاختلاف في ضوء طبيعة السوق المصري باعتباره سوقاً ناشئاً يتسم بمستويات عالية من المخاطر وعدم الكفاءة المعلوماتية، حيث قد لا تُترجم السيولة المحتفظ بها إلى قيمة سوقية أعلى.

ثانيًا: أثر المتغيرات الرقابية

أكدت النتائج أن حجم الشركة له أثر طردي قوي ومعنوي، وهو ما يتفق مع معظم الأدبيات (مثل Rajan & Zingales, 1995؛ Chen & Chen, 2012)، التي تشير إلى أن الشركات الأكبر أكثر استقرارًا وتحظى بثقة المستثمرين. بينما جاء أثر الرافعة المالية سالبًا ومعنويًا، وهو ما يتفق مع دراسات عديدة (مثل Modigliani & Miller, 1963؛ Myers, 2001) التي توضح أن ارتفاع المديونية يزيد من المخاطر المالية وبالتالي يخفض من تقييم الشركة.

ثالثًا: أثر مؤشرات سيولة الأسهم على قيمة الشركة

وجدت الدراسة الحالية أن كلاً من حجم التداول، معدل التداول، والفارق السعري لها أثر طردي ومعنوي قوي على قيمة الشركة، وهو ما يتماشى مع نتائج دراسات مثل (Amihud & Mendelson, 1986؛ Goyenko et al., 2009) التي أكدت أن السيولة السوقية تعزز من القيمة عبر تقليل تكاليف التداول وزيادة جاذبية الأسهم للمستثمرين. في المقابل، لم يكن لمقياس أميهود أثر معنوي، مما يعكس أن هذا المؤشر قد لا يكون فعالاً في تفسير سلوك السوق المصري، وهو ما يتفق مع بعض الدراسات التي أشارت إلى محدودية هذا المقياس في الأسواق الناشئة (Lesmond, 2005).

رابعًا: أثر الاحتفاظ بالنقدية على مؤشرات سيولة الأسهم

أظهرت النتائج أنه لا يوجد أثر معنوي للاحتفاظ بالنقدية على مؤشرات سيولة الأسهم، وهو ما قد يعكس الفصل بين السيولة الداخلية للشركة والسيولة السوقية في نظر المستثمرين. هذه النتيجة تختلف عن بعض الدراسات التي ربطت بين الوضع المالي للشركة ومستوى سيولة أسهمها (مثل Brockman & Chung, 2003)، لكنها تتفق مع أبحاث أخرى أشارت إلى أن سيولة السهم تحددها عوامل سوقية أكثر من ارتباطها بالسيولة الداخلية.

خامسًا: أثر التفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم على قيمة الشركة

وجدت الدراسة الحالية أن التفاعل بين الاحتفاظ بالنقدية وكل من حجم التداول والفارق السعري له أثر معنوي وموجب على قيمة الشركة، بينما لم يظهر أثر معنوي للتفاعل مع معدل التداول أو مقياس أميهود. هذه النتائج تتفق مع بعض الدراسات التي أوضحت أن قيمة النقدية المحتفظ بها تتعاضد في ظل ظروف سوقية مواتية (Dittmar & Mahrt, 2007)، حيث يُنظر إلى توافر النقدية كعامل تعزيز للسيولة السوقية وميزة إضافية للشركة. بينما الاختلاف مع بعض الأبحاث التي لم تجد علاقة تفاعلية واضحة (مثل Faulkender & Wang, 2006) يمكن تفسيره بخصوصية السوق المصري، حيث قد يتأثر المستثمرون بمؤشرات معينة للسيولة (كحجم التداول والفارق السعري) أكثر من غيرها.

٧/٥ التوصيات وأهم الأبحاث المقترحة مستقبلاً

استناداً إلى ما تم عرضه من نتائج الدراسة الحالية والدراسات السابقة، يمكن للشركات المصرية تحسين استراتيجياتها المالية والتشغيلية بما يتماشى مع نتائج البحث، مما يساهم في تعزيز أدائها المالي وزيادة قيمتها السوقية في بيئة اقتصادية تنافسية من خلال التوصيات التالية:

— يُوصى بأن تعمل الشركات المصرية المدرجة في البورصة على تعزيز استراتيجيات الاحتفاظ بالنقدية باعتبارها أداة حيوية لتمويل الأنشطة التشغيلية والاستثمارية، خاصة في ظل التقلبات الاقتصادية التي قد تؤثر على السيولة المالية. كما يُنصح بإيجاد التوازن المناسب بين الاحتفاظ بالنقدية وتوجيه هذه السيولة نحو الفرص الاستثمارية التي تعزز من قيمة الشركة.

— تولي الشركات اهتماماً خاصاً بزيادة سيولة الأسهم من خلال تعزيز نشاط التداول وتحفيز المستثمرين. يمكن تحقيق ذلك من خلال تحسين الشفافية المالية، تقديم توزيعات أرباح مستدامة، وتفعيل استراتيجيات تواصل فعالة مع المستثمرين والمحللين الماليين لتعزيز الثقة.

— أظهرت الدراسات السابقة أن توزيع الأرباح النقدية يُعتبر عاملاً مهماً في تحسين سيولة الأسهم ورفع تقييمات الشركات. وبالتالي، يُوصى بزيادة شفافية سياسات التوزيع النقدي وتحديد مستويات توزيعات ملائمة تتماشى مع احتياجات الشركات التمويلية وتوقعات المستثمرين.

— يُوصى بأن تركز الشركات على استخدام الاحتفاظ بالنقدية في تمويل الأنشطة الاستثمارية التي تحقق قيمة مضافة على المدى الطويل، مما يعزز من قيمة الشركة في السوق. يتعين على الشركات دراسة الفرص الاستثمارية بعناية ودراسة تأثيراتها على القدرة التنافسية والتوسع في الأسواق المحلية والدولية.

— من خلال نتائج البحث التي أظهرت تأثير العلاقة التفاعلية بين الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم على قيمة الشركة، يُوصى بتطوير نماذج تحليلية يمكن من خلالها تقييم تأثير هذه العوامل على تقييم الشركات في الأسواق المالية. يُمكن أن تساعد هذه النماذج الشركات في اتخاذ قرارات مالية استراتيجية مبنية على بيانات دقيقة.

— تعزيز التفاعل بين السيولة والاحتفاظ بالنقدية في ظل الأزمات الاقتصادية في ضوء التأثيرات التي أظهرتها الدراسات السابقة فيما يتعلق بالأزمات الاقتصادية، يُوصى بتطوير استراتيجيات مرنة لإدارة السيولة والنقدية التي تتماشى مع الظروف الاقتصادية المختلفة. يجب على الشركات أن تكون مستعدة لمواجهة التحديات المالية المفاجئة من

خلال توفير احتياطات كافية من السيولة النقدية، والتي يمكن أن تدعم استقرار قيمتها السوقية في أوقات الأزمات.

— يُوصى بإجراء دراسات مقارنة بين الأسواق الناشئة مثل السوق المصري والأسواق المتقدمة من حيث تأثيرات الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم على قيمة الشركات. هذه الدراسات ستسهم في فهم الفروقات السياقية وتقديم رؤى موجهة لشركات الأسواق الناشئة حول كيفية إدارة السيولة والنقدية بشكل فعال.

— بناءً على النتائج التي أظهرت أهمية تحليل السيولة والاحتفاظ بالنقدية في تعزيز قيمة الشركات، يُوصى بتعزيز دور الاستشارات المالية في توجيه الشركات نحو اتخاذ قرارات مالية استراتيجية ومبنية على تحليل دقيق للبيانات، مما يسهم في زيادة القيمة السوقية وتعزيز النمو المستدام.

— تركيز على تكامل استراتيجيات التمويل الداخلية والخارجية يُوصى بتطوير استراتيجيات تمويل متكاملة تجمع بين التمويل الداخلي عبر الاحتفاظ بالنقدية والتمويل الخارجي من خلال سيولة الأسهم. ينبغي أن تهدف هذه الاستراتيجيات إلى تعزيز استقرار الشركات في مواجهة تحديات السيولة وتوسيع الفرص الاستثمارية في الأسواق المالية.

— تشجيع الشركات على تبني استراتيجيات للتوسع المستدام يُنصح الشركات التي تظهر مستويات مرتفعة من الاحتفاظ بالنقدية بضرورة توجيه تلك السيولة نحو التوسع المستدام في القطاعات ذات العوائد المرتفعة. كما يجب أن تُشجع الشركات على استثمار النقدية في مشروعات جديدة ذات جدوى اقتصادية، مما يعزز من مكانتها في السوق ويؤثر بشكل إيجابي على قيمتها السوقية.

هذا، وتتمثل الأبحاث المستقبلية المقترحة التي يمكن للباحثين تناولها لاحقاً بما يلي:

— دراسة تحليل تأثير تحسين الشفافية في التقارير المالية على سيولة الأسهم وتقييم المستثمرين في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية. دراسة تطبيقية

— تحليل تأثير السيولة العالية للأسهم في تعزيز قدرة الشركات على الوصول إلى أسواق التمويل العالمي وتخفيض تكاليف رأس المال على قرارات التمويل طويل الأجل.

— دراسة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات الناشئة: في ضوء الأزمات المالية.

— دراسة تحليلية تركز على تأثير السيولة النقدية في تعزيز قدرة الشركات على التكيف مع الأزمات الاقتصادية. يمكن تناول ذلك من خلال مقارنة أداء الشركات التي تتبنى استراتيجيات احتفاظ نقدي قوية مع الشركات التي تعتمد على مصادر تمويل خارجية.

- يمكن للباحثين دراسة العلاقة بين الحوكمة المؤسسية والسياسات المالية المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم. تحديد دور مجالس الإدارة في اتخاذ قرارات مالية تساعد الشركات على تحسين أداء الأسهم وزيادة قيمتها السوقية من خلال استراتيجيات أكثر فعالية في إدارة النقد.
- دراسة تأثير تكنولوجيا الذكاء الاصطناعي وتقنية Blockchain في تحسين عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية وإدارة سيولة الأسهم..
- يُقترح أن تركز الأبحاث المستقبلية على تأثير الاحتفاظ بالنقدية على سياسات الاستدامة المالية للشركات، يمكن دراسة كيف تساعد هذه السياسات في بناء القدرة المالية المستدامة في الشركات بما يحقق قيمة طويلة الأجل للمستثمرين والاقتصاد.
- الإضافة العلمية المتوقعة من البحث:**

على الرغم من وجود أدبيات واسعة حول كل من مستويات الاحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم وقيمة المنشأة بشكل مستقل إلا أن هذه الدراسة في حدود علم الباحثة تُعد من أوائل الدراسات التي تربط بين تلك المتغيرات، ومن هنا تساهم هذه الدراسة في سد الفجوة البحثية، كما يُتوقع أن تساهم هذه الدراسة في توفير مرجع علمي يُفيد الباحثين في الدراسات المستقبلية المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية، والسيولة، وقيمة المنشأة كما تنتج مجالاً واسعاً لمزيد من الأبحاث المستقبلية حول الآثار الاقتصادية والتنظيمية لدافع إعادة الشراء كعامل مؤثر جديد في سلوك الشركات تجاه السيولة والاحتفاظ بالنقدية وتعظيم قيمة المنشأة.

قائمة المراجع

أولا المراجع العربي:

- الباز، ماجد، والتماهي، أسامه. (2020). أثر الاحتفاظ بالنقدية على توقيت إصدار تقارير المراجعة في ضوء المحددات المالية والاقتصادية: أدلة دولية مقارنة ونظام معلوماتي مقترح. *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، (1)2، 373-456
- الباز، محمد ماهر. (2022). تأثير التحفظ المحاسبي على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي*، (63)، ١٨ أبريل.
- جميل، رباب حمدي. (2022). أثر تغطية المحللين الماليين على سيولة الأسهم في ضوء سياسة التحفظ المحاسبي: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، (2)4، 4-547
- حسين، دعاء حسين، رياض، سالم، مدحت عبد الرشيد، وعبدالتواب، محمد حمدي. (2023). قياس أثر غموض الأرباح على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، (3)14، 683-648
- السيد، محمد صابر. (2018). أثر أنماط هيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية. *مجلة الفكر المحاسبي*، (4)22، 1523-1442
- السواح، تامر إبراهيم. (2020). أثر الملكية المؤسسية وجودة الأرباح على مستوى الاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، (2)4، 84-1
- علي، سارة حسام، عطية، أحمد محمد، وأيمن عطوة عزازي. (2022). العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الأسهم: دراسة إمبريقية. *مجلة البحوث والدراسات الاجتماعية*، (3)، 521.493-
- عبد المنعم، ريم محمد محمود. (2021). تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، (1)3، 272-166
- عزام، محسن، عبيد، يونس زلط، علاء عاشور، وخليفة، محمد يوسف. (2024). أثر العلاقة التفاعلية بين التحفظ المحاسبي وسيولة الأسهم على خطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المقيدة في البورصة المصرية: دراسة تطبيقية. *مجلة البحوث المحاسبية*، (2)، 439-376

قزاز، السيد، وشلبي، أ.ي. ج. (2023). علاقة الاحتفاظ بالنقدية بعوائد الأسهم: هل هناك تأثير لهيكل الملكية؟ دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المصرية. *مجلة البحوث التجارية*، 45(4)، 113-71.

ميهوب، السيد سعيد السيد، الخواص، أحمد مرسى أحمد، ومصطفى، أبو بكر فكري. (2022). تأثير مستوى الاحتفاظ بالنقدية على العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية. *مجلة الدراسات المالية والتجارية*، (3)، 553-533.

مليجي، مجدي. (2018). تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسؤولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس*، (22(7)، 401-330.

ثانيًا: المراجع الأجنبية:

1. Admati, A. R., & Pfleiderer, P. (2009). The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice. *Review of Financial Studies*, 22(7), 2645-2685. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp037>
2. Aktas, N., Louca, C., & Petmezas, D. (2019). CEO overconfidence and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 54, 85-106.
3. Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International Business Review*, 22(1), 77-88.
4. Al-Shammari, A. A. A. J., & Al Yahya, I. H. A. (2021). Financial flexibility, cash holdings, and liquidity: An empirical study. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education*, 12(7), 3364-3380.
5. Amihud, Y., & Mendelson, H. (2008). Liquidity, the Value of the Firm, and Corporate Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(2), 32-45. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2008.00179.x>
6. Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223-249.
7. Anjum, S., & Malik, Q. A. (2013). Determinants of corporate liquidity – An analysis of cash holdings. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, 7(2), 94-100.
8. Ayem, S., & Nugroho, R. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Modal, Kebijakan Dividen, dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 4(1), 31-

9. **Baker, M., & Stein, J. C.** (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. *Journal of Financial Markets*, 7(3), 271–299. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2003.11.005>.
10. **Batten, J., & Vo, X. V.** (2019). Liquidity and firm value in an emerging market. *The Singapore Economic Review*, 64(02), 365–376. <https://doi.org/10.1142/s0217590817470063>.
11. **Bigelli, M., & Sánchez-Vidal, J.** (2012). Cash holdings in private firms. *Journal of Banking & Finance*, 36, 26–35.
12. **Brennan, M. J., & Subrahmanyam, A.** (1996). Market microstructure and asset pricing: On the compensation for illiquidity in stock returns. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 441–464. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(95\)00870-k](https://doi.org/10.1016/0304-405x(95)00870-k).
13. **Brogaard, J., Li, D., & Xia, Y.** (2017). Stock liquidity and default risk. *Journal of Financial Economics*, 124(3), 486–502. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.03.003>.
14. **Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michael, R.** (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483–527.
15. **Cheung, W. M., Chung, R., & Fung, S.** (2015). The effects of stock liquidity on firm value and corporate governance: Endogeneity and the REIT experiment. *Journal of Corporate Finance*, 35, 211–231. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.09.001>.
16. **Chen, Y. W., Chan, K., & Chang, Y.** (2019). Peer effects on corporate cash holdings. *International Review of Economics & Finance*, 61, 213–227.
17. **Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M.** (2018). Do CEO beliefs affect corporate cash holdings? *Working paper*, 1–62.
18. **Fang, H., Nofsinger, J. R., & Quan, J.** (2015). The effects of employee stock option plans on operating performance in Chinese firms. *Journal of Banking & Finance*, 54*, 141–159.
19. **Farooq, M., & Masood, A.** (2016). Impact of Financial Leverage on Value of Firms: Evidence from Cement Sector of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(9), 73-77.
20. **Fauziah, F., Iskandar, R., Paminto, A., & Ulfah, Y.** (2019). *Bank Health, Dividend Policy and Firm Value in Indonesia*. IJHSSI, 8(2), 41–49. <http://ijhssi.org/>
21. **Gunawan, I. M. A., et al.** (2018). *Effect of Capital Structure, Dividend Policy, Profitability and Liquidity on Firm Value*. IJECM UK, VI(2017), 107–117. <http://ijecm.co.uk/>
22. **Habib, A., Bhatti, M. I., Khan, M. A., & Azam, Z.** (2021). Cash holding and firm value in the presence of managerial optimism.

- Journal of Risk and Financial Management*, 14(8), 356.
<https://doi.org/10.3390/jrfm14080356>
23. **Hameem, M. S., & Kotha, K. K.** (2020). Stock liquidity and firm value: Evidence from a policy experiment in India. *International Review of Finance*, 20(1), 215–224.
 24. **Hansen, S., & Kim, S.** (2013). Influence of stock liquidity on firm value in the Indonesian stock market. Paper presented at The 2013 IBEA International Conference on Business, Economics, and Accounting, March 20–23, Bangkok, Thailand.
 25. **Huang-Meier, W., Lambertides, N., & Steeley, J. M.** (2016). Motives for corporate cash holdings: The CEO optimism effect. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(3), 699–732.
 26. **Ifada, L. M., Indriastuti, M., & Hanafi, R.** (2020). The role of cash holding in increasing firm value. *Jurnal Riset Akuntansi Kontemporer*, 12(2), 81–86.
 27. **Jaradat, H. Z., Alnaimi, A. A., & Alsmadi, S. A.** (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), 272–282.
 28. **Jebran, K., Chen, S., & Tauni, M. Z.** (2019). Principal-principal conflicts and corporate cash holdings: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 49, 55–70.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.02.010>
 29. **Kafayat, A.** (2014). Interrelationship of biases: Effect on investment decisions ultimately. *Theoretical and Applied Economics*, 21(6), 85–110.
 30. **Lukita, R., & Ariesta, M.** (2019). *Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening*. *Equilibrium Journal*, 5(5), 1–15.
<https://doi.org/2502-7697>
 31. **Jawed, M. S. H., & Kotha, K. K.** (2020). Stock liquidity and firm value: Evidence from a policy experiment in India. *International Review of Finance*, 20(1), 215–224.
 32. **Ma, R., Anderson, H. D., & Marshall, B. R.** (2016). International stock market liquidity: A review. *Managerial Finance*, 42(2), 118–135. <https://doi.org/10.1108/mf-04-2015-0096>.
 33. **Myers, S. C., & Rajan, R. G.** (1998). The paradox of liquidity. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 733–771.
<https://doi.org/10.1162/003355398555739>
 34. **Myers, S. C., & Majluf, N. S.** (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

35. **Nguyen, T., Duong, H. N., & Singh, H.** (2016). Stock market liquidity and firm value: An empirical examination of the Australian market. *International Review of Finance*, 16(4), 639–646. <https://doi.org/10.1111/irfi.12082>.
36. **Nguyen, T. L. H., & Nguyen, T. T.** (2024). The association between stock liquidity and corporate cash holdings. *International Journal of Information, Business and Management*, 16(3), [Pages not provided].
37. **Nyborg, K., & Wang, Z.** (2021). The effect of stock liquidity on cash holdings: The repurchase motive. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 905–927.
38. **Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R.** (1999). The determinants and implications of corporate cash holding. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3–46.
39. **Peyer, U., & Vermaelen, T.** (2009). The nature and persistence of buyback anomalies. *Review of Financial Studies*, 22(4), 1693–1745.
40. **Pinkowitz, L., Stulz, R. M., & Williamson, R.** (2016). Do U.S. firms hold more cash than foreign firms do? *Review of Financial Studies*, 29(2), 309–348. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv064>
41. **Putra, A. A. N. D., & Lestari, P. V.** (2016). *Pengaruh Kebijakan Dividen, Likuiditas, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan*. 5(7), 4044–4070.
42. **Putri, M. O. D., & Wiksuana, I. G. B.** (2023). The effect of liquidity and profitability on firm value mediated by dividend policy. *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*, 5(1), 204–212. e-ISSN: 2378-703X.
43. **Putri, V. R., & Rachmawati, A.** (2018). *The Effect of Profitability, Dividend Policy, Debt Policy, and Firm Age on Firm Value*. JIME, 10(1), 14. <https://doi.org/10.35384/jime.v10i1.59>
44. **Rahmasari, D., et al.** (2016). *Pengaruh Leverage dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening*. 5, 66–83.
45. **Raković, T. S.** (2018). The effect of market liquidity on the company value. In *Entrepreneurship in Post-Communist Countries* (pp. 183–196). https://doi.org/10.1007/978-3-319-75907-4_12
46. **Salim, M. N., & Susilowati, R.** (2019). *The Effect of Internal Factors on Capital Structure and Its Impact on Firm Value*. IJETMR, 6(July), 173–191. <https://doi.org/10.5281/zenodo.3359550>
47. **Shamsi, N. I., Quader, S. M., & Abdullah, M. N.** (2022). Investigating the relationship between stock liquidity and firm value. *Business Perspective Review*, 4(2), 1–14..

48. **Singh, K., & Misra, M.** (2019). Financial determinants of cash holding levels: An analysis of Indian agricultural enterprises. *Agricultural Economics–Czech*, 65.
49. **Tahir, M.** (2020). Stock liquidity and firm value: Evidence from the automobile sector of Pakistan. *Journal of Economic and Business Studies*, 3(1). <https://doi.org/10.36266/JEBS/150>.
50. **Tran, T. K. O., Nguyen, V. H. A., Nguyen, N. Y. P., & Khoa, D. D.** (2023). CEO overpower and stock price crash risk: Evidence from family businesses in Vietnam. *Journal of Eastern European and Central Asian Research*, 10(3), 425–438.
51. **Tran, L. T. H., Tu, T. T. K., & Hoang, T. T. P.** (2020). Managerial optimism and corporate cash holdings. *International Journal of Managerial Finance*, 17, 214–236.
52. **Vuong, H. G., Nguyen, V. P., & Nguyen, H. M.** (2025). Does stock liquidity matter for corporate cash holdings? Insights from a transition economy. *Global Finance Journal*, 65,].
53. **Yu, Y., & Du, T.** (2017). Professional competence of CFO, compensation incentive, and efficiency of cash holdings. *Accounting Forum*, 1, 58–80.
54. **Zingales, L.** (2000). In search of new foundations. *The Journal of Finance*, 55(4), 1623–1653.
55. **Al-Najjar, B., & Al-Qudah, A.** (2020). Cash holdings and firm performance: Evidence from emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 53, 101155. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101155>.

