

## الأثر الوسيط للتجنب الضريبي على العلاقة بين القيود المالية للشركات والإحتفاظ بالنقدية دراسة إختبارية

د/ السيد أحمد محمود فودة

مدرس المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

### ملخص البحث

استهدف البحث اختبار العلاقة المباشرة بين القيود المالية للشركات وسلوكها نحو الاحتفاظ بالنقدية، بالإضافة إلى اختبار الأثر الوسيط للتجنب الضريبي على العلاقة بين القيود المالية للشركات وسلوكها نحو الاحتفاظ بالنقدية، وذلك بالتطبيق على عينة عشوائية مكونة من (١٣٦) شركة ببورصة الأوراق المالية المصرية، بإجمالي عدد مشاهدات قدره (١٢٩٦) مشاهدة خلال السلسلة الزمنية الممتدة من عام ٢٠٠٨ حتى عام ٢٠١٨. وقد اعتمد الباحث على استخدام مقاييس بديلة لمتغيرات البحث وذلك لتحليل مدى استقرار وثبات النتائج (Robustness Analysis)؛ إذ تم قياس القيود المالية للشركات باستخدام: مؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية، ومؤشر توزيعات الأرباح المدفوعة، كما تم قياس سلوك الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية من خلال تحديد: نسبة النقدية المحتفظ بها إلى إجمالي أصول الشركة بعد استبعاد الأرصدة النقدية وما في حكمها، ونسبة النقدية المحتفظ بها والمعدلة بالقطاع الذي تنتمي إليه الشركة. بينما تم قياس التجنب الضريبي باستخدام ثلاثة مقاييس بديلة هي: معدل الضريبة النقدية الفعال، ومعدل التأجيل الضريبي، والفروق الضريبية الدائمة. واعتمد الباحث في اختبار فروض البحث على أسلوب تحليل المسار من خلال تصميم مجموعة من النماذج الهيكلية ("SEM" Structure Equation Models) لاختبار المسار المباشر بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية، بالإضافة إلى المسارات المباشرة بين القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي، وكذلك بين التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية، وذلك لاستخلاص العلاقة غير المباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية عبر توسيط التجنب الضريبي.

وقد أوضحت نتائج البحث وجود علاقة إيجابية ومباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية، بالإضافة إلى وجود علاقة إيجابية وغير مباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية بوساطة التجنب الضريبي، وذلك على الرغم من اختلاف المقاييس المعبرة عن متغيرات البحث. وبالتالي، يُقيل المدراء في الشركات المقيدة مالياً على التوسع في تطبيق ممارسات التجنب الضريبي واستغلال النواحي الغامضة في القوانين الضريبية، لتحقيق الوفورات الضريبية ومواجهة احتياجات الشركة المستقبلية من النقدية نتيجة عجزها عن توفير التمويل اللازم لها من مصادر خارجية بسبب قيودها المالية. كما يزداد الدافع التحوطي (الوقائي) للاحتفاظ بالنقدية لمواجهة مخاطر اكتشاف الإدارة الضريبية تطبيق الشركات لممارسات التجنب الضريبي.

**الكلمات المفتاحية:** القيود المالية، الاحتفاظ بالنقدية، التجنب الضريبي.

## **The Mediation effect of Tax Avoidance on the Relationship between Corporate Financial Constraints and Cash Holding: An Empirical Study**

### **Abstract**

This study aimed to investigate the direct relationship between corporate financial constraints and their behavior towards cash holding, in addition to examine the mediation effect of tax avoidance on the relationship between corporate financial constraints and cash holding behavior, using a random sample from (136) companies listed in the Egyptian Stock Exchange belonged to (14) different economic sectors, with a total of (1296) observations during the period from 2008 to 2018.

The researcher used alternative measures of the research variables in order to check the Robustness of the results; Therefore, corporate financial constraints was measured using: (1) Cash-Cash Flow Sensitivity Index, (2) The Dividend Payout Indicator. Companies cash holding behavior was measured by determining: (1) the ratio of cash held to the total assets of company excluding cash, and (2) the proportion of cash held and adjusted by the sector which the company belongs. While, tax avoidance was measured by using three alternative measures: current effective tax rate, deferred tax rate, and permanent book tax differences.

The researcher depended on the path analysis method to test the research hypotheses by designing a set of structural equations models to test the direct paths between corporate financial constraints and cash holding, in addition to investigate the direct paths between corporate financial constraints and tax avoidance, and between tax avoidance and cash holding, to determine the indirect relationship between corporate financial constraints and cash holding by mediating tax avoidance.

The results indicated that there was a positive and direct relationship between corporate financial constraints and cash holding, as well as a positive and indirect relationship between corporate financial constraints and cash holding under mediating tax avoidance. Therefore, managers of financially restricted corporations intended to expand in applying tax avoidance practices and taking advantage of some vague aspects in tax laws to achieve tax savings and meet company's future cash needs as a result of its inability to finance them from external sources due to its financial constraints, and the precautionary motive of cash holding increased in financial constrained companies to face risks of discovering its tax avoidance by the authorities responsible for implementing tax laws.

**Keywords:** Financial Constraints, Cash Holding, Tax Avoidance.

## ١ - مقدمه البحث

استحوذ احتفاظ الشركات بالنقدية (Corporate Cash Holding) على اهتمام متزايد من قبل الأدبيات المالية والمحاسبية وذلك لتقديم إجابات علمية عن الأسباب التي قد تدفع الشركات نحو الاحتفاظ بالمزيد من الأرصدة النقدية، بالإضافة إلى البحث عن الخصائص التي قد تمتلكها تلك الشركات وتكون مسئولة عن اختلاف مستوى النقدية المحتفظ بها، وكذلك تحديد ما إذا كان هناك مستوى أمثل للاحتفاظ بالنقدية أم لا.

وفى هذا الإطار يمكن تصنيف الأدبيات المحاسبية السابقة المرتبطة باحتفاظ الشركات بالنقدية إلى مجموعتين؛ الأولى، استهدفت الكشف عن المحددات الخاصة باحتفاظ الشركات بالنقدية وذلك من خلال تحديد أهم العوامل الخاصة بالشركات والتي يكون لها تأثير معنوي على سلوكها نحو الاحتفاظ بالنقدية (e.g., Huang et al. 2013; Bates et al. 2009; Harford et al. 2008; Dittmar and Mahrt-Smith, 2007; Ozkan and Ozkan, 2004; Opler et al. 1999). فى حين استهدفت المجموعة الثانية من الدراسات الكشف عن الدوافع وراء احتفاظ الشركات باحتياطي نقدية، بالإضافة إلى قياس الآثار المترتبة على احتفاظ الشركات باحتياطي نقدية وذلك من حيث أداء الشركة، ورد فعل حملة الأسهم للاحتفاظ بالنقدية (e.g., Chan et al. 2010; Denis and Sibilkov, 2013). وقد قدمت تلك الدراسات أدلة عملية حول آثار الاحتفاظ بالاحتياطي النقدية على قيمة الشركة، وذلك عندما تواجه الشركة حالة عدم تأكد فيما يتعلق بفرص الاستثمار أو القيود المالية الملزمة.

ولذلك تزايد اهتمام العديد من الباحثين (e.g., Singh, 2018; Lee and Park, 2016; Gautam et al., 2014; Pal and Ferrando, 2010) فى الآونة الأخيرة باختبار آثار الأوضاع المالية للشركات خاصة المقيدة مالياً على احتفاظ تلك الشركات بالنقدية، وذلك للوقوف على ما إذا كانت القيود المالية للشركات تعد أحد أهم المحددات التي توضح سلوك الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية من عدمه، وذلك خاصة عندما تتوقع الشركات أن تواجه قيوداً مالية متزايدة فى المستقبل. وقد عرفت دراسة (Rashid and Ashfaq, 2017) الشركات ذات القيود المالية ("FC" Financial Constraints) على أنها تلك الشركات التي تواجه مشكلة فى الحصول على التمويل الخارجى، والتي غالباً ما تحصل عليه بتكلفة مرتفعة وذلك بسبب قدرتها المحدودة فى الوصول إلى أسواق رأس المال للحصول على التمويل اللازم لها.

وبالتالى قد تزداد دوافع الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية خاصة إذا كانت تعاني من قيود مالية، نظراً لأن الاحتفاظ بالنقدية قد يسهم فى تخفيض مخاطر عدم سداد الإلتزامات، بالإضافة إلى تحقيق

السيولة المرتفعة التي قد تنعكس بشكل إيجابي على تخفيض مخاطر تقلب التدفقات النقدية، وتخفيض تكلفة المعاملات المرتبطة بالديون وإصدار الأسهم، ومن ثم عدم حاجة الشركات خاصة ذات القيود المالية إلى البحث عن مصادر التمويل الخارجي لتمويل استثماراتها نظراً لأنها قد تنطوي على تحمل المزيد من المخاطر والتكاليف (Lee and Powell, 2011; Faulkender and Wang, 2006).

## ٢ - مشكلة البحث

يلاحظ الباحث من خلال مراجعته لنتائج الدراسات التي اهتمت باختبار العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية أن البعض منها (Almeida et al. 2004; Han and Qui, 2007; McVanel and Perevalov, 2008; Chang et al. 2013; Siddiqua and Rehman, 2018) توصل إلى أن الشركات ذات القيود المالية يزداد لديها سلوك الاحتفاظ بالنقدية في ظل ظروف عدم التأكد وذلك للتحوط ضد مخاطر عجز التدفقات النقدية المستقبلية. وعلى النقيض أشارت نتائج دراسة (Denis and Sibilkov, 2010) في جانب منها إلى انخفاض سلوك الاحتفاظ بالنقدية لدى بعض الشركات المقيدة مالياً بسبب تزايد حدة مشاكل الوكالة، وتدهور الحالة المالية لها، بما قد يجعلها غير قادرة على تجميع الاحتياطات النقدية و/ أو تضطر إلى السحب من أرصدها النقدية السابقة. بينما أوضحت نتائج دراسة (Pal and Ferrando, 2010) أن جميع الشركات سواء المقيدة أو غير المقيدة مالياً تحتفظ بطريقة منتظمة بالنقدية من التدفقات النقدية الخاصة بها. ولكن تقوم الشركات المقيدة مالياً بالاحتفاظ بالنقدية للتحوط ضد مخاطر التقلبات في التدفقات النقدية. أما الشركات غير المقيدة مالياً تقوم بتوفير المزيد من الأرصدة النقدية لتعزيز الاستثمارات المستقبلية.

وبالتالي، يتضح أن هناك تناقضاً في الأدلة البحثية حول العلاقة بين القيود المالية واحتفاظ الشركات بالنقدية. لذا سيسعى البحث الحالي إلى اختبار تلك العلاقة في سوق الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية لسد الفجوة البحثية الخاصة باختبار هذه العلاقة في الدول النامية ذات الأسواق المالية الأقل تطوراً مقارنة بالدول المتقدمة ذات الأسواق المالية المتطورة. ومن هنا يثار التساؤل التالي: هل توجد علاقة مباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال المصرية؟. وفي إطار التعرف على أهم الممارسات التي قد تتبعها الشركات لزيادة الاحتفاظ بالنقدية استجابة لزيادة القيود المالية لها توصل العديد من الدراسات (Troncoso and Vergara, 2010; Chen and Lai, 2012; Edwards, et al., 2016; Hermawan and Riandoko, 2018) إلى أن الشركات التي تواجه قيوداً مالية قد تكون لديها دوافع أكبر لتطبيق

ممارسات التجنب الضريبي (Tax Avoidance) وذلك لتحقيق الوفورات الضريبية وتوليد المزيد من التدفقات النقدية التي يمكن استخدامها في زيادة النقدية المحتفظ بها لتحسين كفاءة الاستثمار.

كما أشار بعض الدراسات (Chang, et al., 2016; Annuar, et al., 2014; Rego and Wilson, 2012; Foley, et al., 2007) إلى تزايد دوافع الشركات إلى حجز المزيد من النقدية لتغطية العقوبات الضريبية التي قد تفرضها الإدارة الضريبية عند اكتشاف قيام الشركات بتطبيق ممارسات التجنب الضريبي وتأخير سداد المدفوعات الضريبية. لذا يمكن أن يلعب التجنب الضريبي دوراً وسيطاً ويكون مصدراً لزيادة الاحتفاظ بالنقدية وذلك استجابة لزيادة القيود المالية التي قد تعاني منها بعض الشركات، وهو ما لم تنطرق إليه الدراسات السابقة بشكل عملي خاصة في بيئات عربية - في حدود علم الباحث. لذا سوف يسعى البحث الحالي إلى تغطية تلك الفجوة البحثية من خلال توفير إجابة علمية للتساؤل التالي: هل يوجد أثر وسيط للتجنب الضريبي على العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال المصرية؟.

### ٣ - أهداف البحث

في ضوء مشكلة البحث، تتمثل أهداف البحث فيما يلي:

- ٣-١ اختبار العلاقة المباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية.
- ٣-٢ تحليل الأثر الوسيط للتجنب الضريبي على العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية. ويشتمل من هذا الهدف الرئيسى الأهداف الفرعية التالية:
  - ٣-٢-١ اختبار العلاقة المباشرة بين القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي.
  - ٣-٢-٢ اختبار العلاقة المباشرة بين ممارسات التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية.
  - ٣-٢-٣ اختبار العلاقة غير المباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية عبر توسيط التجنب الضريبي.

### ٤ - أهمية البحث

يستمد البحث أهميته من الناحية الأكاديمية كونه امتداداً للأدبيات المحاسبية التي تناولت الجدل القائم حول ما إذا كان زيادة احتفاظ الشركات بالنقدية يرتبط بزيادة القيود المالية للشركات من عدمه، كما قد يستمد البحث أهميته من الناحية العملية من خلال:

- توعية المساهمين الحاليين والمرتبين بأهمية الوظيفة التأديبية (العقابية) للقيود المالية التي قد تعاني منها الشركات، بما قد يمنع المدراء من إهدار أو تبديد النقدية المحتفظ بها لخدمة مصالحهم الذاتية والقيام بعمليات التبريح الإداري (Rent Extraction)، ومن ثم تخفيض مخاوف المستثمرين وغيرهم

من صانعى قرار الاستثمار بشأن زيادة احتفاظ المدراء بالنقدية لمواجهة تزايد حدة القيود المالية فى المستقبل نتيجة ارتفاع تكاليف التمويل الخارجى.

- الكشف عن الدور المتوقع لممارسات التجنب الضريبي كأحد القنوات التى يحتتمل أن تلجأ إليها الشركات المقيدة مالياً للاحتفاظ بأموالها فيها لزيادة رأس المال المستثمر فى المستقبل.

- بيان سلوك الشركات نحو استخدام التأجيل الضريبي كأحد ممارسات التجنب الضريبي لزيادة الاحتفاظ بالنقدية دون التأثير على الأرباح المبلغ عنها فى القوائم المالية وفقاً للمبادئ المحاسبية المقبولة والمتعارف عليها (GAAP).

- ندرة الدراسات المحاسبية - فى حدود علم الباحث - خاصة العربية فى بيئة الأعمال المصرية التى اهتمت باختبار العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية، بالإضافة إلى اختبار الأثر الوسيط لممارسات التجنب الضريبي فى تفسير تلك العلاقة. وهو ما قد يشكل الفجوة البحثية التى سيسعى البحث الحالى إلى تغطيتها فى بيئة الأعمال المصرية.

## ٥- خطة البحث

فى ضوء مشكلة وأهداف البحث، سيتم استكمال المتبقى من البحث من خلال التعرض لكل من:

٥-١: الإطار النظري للبحث.

٥-٢: الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث.

٥-٣: الدراسة الاختبارية.

٥-٤: نتائج البحث.

٥-٥: خلاصة البحث والتوصيات والبحوث المستقبلية.

## ٥-١ الإطار النظري للبحث

يهتم الإطار النظري للبحث فى ضوء تساؤلات مشكلة البحث وأهدافه باستعراض القضايا التالية:

٥-١-١: ماهية الاحتفاظ بالنقدية فى ضوء النظريات المفسرة والداعمة.

٥-١-٢: ماهية القيود المالية للشركات وأهم المقاييس الإجرائية المستخدمة.

٥-١-٣: ماهية وصور التجنب الضريبي للشركات.

٥-١-٤: العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية فى ضوء توسيط التجنب الضريبي.

ويمكن تناول ما سبق تفصيلاً كما يلي:

### ٥-١-١ ماهية الاحتفاظ بالنقدية في ضوء النظريات المفسرة والداعمة

في الأونة الأخيرة تزايد اهتمام الشركات على اختلاف البيئات الخاصة بها بموضوع الاحتفاظ بالنقدية وذلك كنتيجة منطقية لما قد تواجهه الشركات من العديد من التحديات والمخاطر خاصة مخاطر السيولة. وانطلاقاً من أن النقدية وما في حكمها تعد أحد أهم الأصول المتداولة سيولة وأقلها ربحية فإن قرار احتفاظ الشركات بالنقدية يعد من أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة والتي تعتبر ذات أهمية خاصة للعديد من أصحاب المصالح (حملة الأسهم، الدائنون، المراجعون، العمالة) وذلك لتقييم مدى قدرة الشركة على استغلال الفرص الاستثمارية، والوفاء بالتزاماتها المختلفة خاصة في ظل تزايد حالات عدم التأكد وتقلب التدفقات النقدية (Dittmar and Mahrt-Smith, 2007).

لذا استهدف العديد من الدراسات (Opler, et al., 1999; Harford, et al., 2008; Foley, et al., 2007) الكشف عن دوافع احتفاظ الشركات بالنقدية وذلك في ضوء العديد من النظريات أهمها:

#### - نظرية المقايضة (Trade Off Theory)

تعتمد هذه النظرية على افتراض خاص بوجود مستوى أمثل للاحتفاظ بالنقدية يتحدد في ضوء المفاضلة بين منافع وتكاليف الاحتفاظ بالنقدية. وتستند نظرية المقايضة في تفسيرها لميل الشركات نحو زيادة الاحتفاظ بالنقدية إلى دافعين هما (عيفى، ٢٠١٥؛ بلال، ٢٠١٧):

#### - دافع المعاملات (Transactions Motive): إذ يقضى دافع المعاملات بضرورة

احتفاظ الشركات بالنقدية لتلبية احتياجات العمليات التشغيلية المستمرة من النقدية، وضمان كفاية مصادر التمويل الداخلية، ومن ثم تخفيض تكلفة المعاملات المرتبطة بالحصول على التمويل من خلال بيع وتصفية أصول الشركة.

#### - الدافع الوقائي (التحوطي) (Precautionary Motive): إذ يقضى الدافع التحوطي

للاحتفاظ بالنقدية بضرورة احتفاظ الشركات بالسيولة الكافية لضمان كفاءة سياستها الاستثمارية، وذلك من خلال عدم التأخر عن تنفيذ الفرص الاستثمارية المتاحة ذات صافى القيمة الحالية الموجبة، بالإضافة إلى التحوط ضد مخاطر عجز التدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية نتيجة تقلباتها غير المتوقعة، خاصة عندما تواجه الشركة صعوبات في الحصول على التمويل اللازم لها من مصادر خارجية، أى عندما تواجه قيوداً مالية.

### - نظرية تسلسل مصادر التمويل (Pecking Order Theory)

تعتمد هذه النظرية على افتراض عدم وجود مستوى أمثل للاحتفاظ بالنقدية. إذ تحتفظ الشركات بالنقدية كنتيجة منطقية لعدم تماثل المعلومات بين المدراء وأصحاب المصالح المختلفة، لذا تتم المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة واختيار مصادر التمويل الداخلية (الأرباح المحتجزة) أولاً لعدم تأثرها بعدم تماثل المعلومات، وفي حالة كفايتها يتم تمويل الاستثمارات الجديدة وسداد الديون ودفع توزيعات الأرباح وأخيراً تكوين أرصدة نقدية متراكمة. ولكن في حالة عدم كفايتها يتم اللجوء إلى الاقتراض، بينما يتم إصدار ديون جديدة في المقام الأخير كمصدر للتمويل، وذلك لارتفاع حساسيتها لعدم تماثل المعلومات (إبراهيم (أ)، ٢٠١٨).

وتستند هذه النظرية في تفسيرها لاحتفاظ الشركات بالنقدية على الدافع الوقائي، بالإضافة إلى دافع المضاربة (Speculative Motive)؛ والذي يقضى بضرورة احتفاظ الشركات بالنقدية لتوفير السيولة اللازمة لاستغلال الفرص الاستثمارية الإضافية والمرحة المتوقع حدوثها في المستقبل (Le, et al., 2018).

### - نظرية الوكالة (Agency Theory)

تعتمد هذه النظرية في تفسيرها لاحتفاظ الشركات بالنقدية على تضارب المصالح والذي قد ينشأ بين المدراء وحملة الأسهم نتيجة رغبة المدراء ذوى التحصين الإدارى بالاحتفاظ بالنقدية لتحقيق مصالحهم الشخصية وبناء إمبراطورياتهم (Empire-Bulding) في المستقبل بدلاً من توزيعها على حملة الأسهم وذلك في حالة عدم توفر فرص استثمارية جيدة (Lin, et al., 2018; Opler, et al., 1999). وبالتالي تؤسس هذه النظرية لدافع الوكالة (Agency Motive) كأساس لاحتفاظ الشركات بالنقدية وذلك وفقاً لما أشارت إليه دراسة (Harford, et al., 2008).

### - نظرية التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flow Theory)

تقضى هذه النظرية بأنه في حالة تحقق فائض في التدفقات النقدية بما يفوق حاجة الشركة لتمويل الفرص الاستثمارية ذات صافى القيمة الحالية الموجبة يقوم المدراء بزيادة الاحتفاظ بالأرصدة النقدية بدلاً من إعادة توزيعها على حملة الأسهم طالما لم تتوفر فرص استثمارية جيدة، وذلك للتحوط ضد مخاطر تقلب التدفقات النقدية في المستقبل، وتلبية الاحتياجات الاستثمارية للشركة في المستقبل عندما تتوفر فرص استثمارية جيدة (Tahir, et al., 2016). ولكن على الجانب الأخر قد يدفع زيادة احتفاظ المدراء بالنقدية إلى الاستثمار في مجالات ذات صافى قيمة عالية سالبة بما قد يضر بثروة حملة الأسهم ويخفض من قيمة الشركة.

لذا تستند هذه النظرية في تفسيرها لاحتفاظ الشركات بالنقدية على دافعين هما: دافع الوكالة، والدافع الوقائي. وقد أضافت دراسة (Graham, et al., 2014) الدافع الضريبي (Tax Motive) للاحتفاظ بالنقدية؛ والذي يقضى بضرورة احتفاظ الشركات التابعة الأجنبية بعوائدها في شكل نقدية بدلاً من إعادتها إلى بلد الشركة الأم وذلك في حالة ارتفاع العبء الضريبي في دولة الشركة الأم، بالإضافة إلى عدم توفر فرص استثمارية جيدة بدولة الشركة الأم.

ومما سبق يتضح أن هناك خمسة دوافع أساسية للاحتفاظ بالنقدية وهي: دافع المعاملات، الدافع الوقائي، دافع المضاربة، دافع الوكالة، والدافع الضريبي. ويعد الدافع الوقائي ودافع المعاملات من أكثر الدوافع التي قد تلجأ إليها الشركات خاصة التي تعاني من قيود مالية وصعوبات أكبر في الحصول على التمويل من مصادر خارجية، وهو ما سوف يتطرق الباحث إليه لاحقاً بالتفصيل وذلك عند بيان العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية، ولكن بعد استعراض ماهية القيود المالية التي تعاني منها الشركات في الجزء التالي.

#### ٥-١-٢ ماهية القيود المالية للشركات وأهم المقاييس الإجرائية المستخدمة

ترجع نشأة القيود المالية للشركات إلى عدم واقعية الافتراض الذي نصت عليه نظرية (Modigliani and Miller, 1958) بشأن مثالية أسواق رأس المال بالشكل الذي يمكن الشركات من الحصول على التمويل اللازم لها من مصادر التمويل الخارجي وقت الحاجة إليه. إلا أنه في ظل عدم واقعية ذلك الافتراض - بسبب ما قد تعاني منه أسواق رأس المال في الواقع العملي من معوقات تتمثل في وجود تكاليف للمعاملات وعمولات للوساطة وذلك إلى جانب عدم تماثل المعلومات - قد تنشأ القيود المالية للشركات (Opler et al. 1999).

وقد أشارت دراسة (Gautam et al. 2014) إلى أن القيود المالية للشركات قد تنشأ بشكل رئيسي بسبب حالة عدم تماثل المعلومات، وما قد يترتب عليها من ارتفاع في مشاكل الوكالة الخاصة بالاختيار العكسي والمخاطر الأخلاقية؛ حيث يتوقع أن تواجه الشركات في ظل مشاكل الوكالة ارتفاعاً في تكلفة التمويل الخارجي نظراً لعدم توافر معلومات كاملة لدى المستثمرين عن قيمة الشركة، بما قد يجعلهم غير متأكدين من مدى قدرة إدارة الشركة على استغلال ما لديها من أموال، خاصة في حالة إقبال المدراء على تنفيذ المزيد من الاستثمارات ذات المخاطر المرتفعة كلما توفرت لديهم المزيد من التدفقات النقدية الداخلية. بالشكل الذي قد يبنى عن تعرض تلك الشركات لقيود مالية كنتيجة منطقية لمطالبة المستثمرين الحصول على علاوة لشراء أسهم الشركة بهدف تعويضهم عن الخسائر المتوقعة والمرتبطة بتمويل تلك الشركات ذات المخاطر المرتفعة.

وتأسيساً على ما سبق عرفت دراسة (Kaplan and Zingales, 1997) القيود المالية للشركات بأنها المعوقات الناشئة بسبب القيود التمويلية أو عدم القدرة على الحصول على التمويل

اللازم لها من مصادر خارجية سواء من خلال الاقتراض أو إصدار أدوات حقوق الملكية (الأسهم). ومن ثم قد تمنع تلك المعوقات الشركات من تمويل الفرص الاستثمارية المربحة ذات صافي القيمة الحالية الموجبة. وبالتالي تعرف الشركات الأكثر تقييداً مالياً على أنها تلك الشركات التي يزداد بها الفرق بين تكلفة التمويل من المصادر الداخلية والخارجية.

كما اتفقت الدراسات (e.g., Whited and Wu, 2006; Denis and Sibilkov, 2010; Chang et al. 2013) حول تعريف الشركات المقيدة مالياً على أنها تلك الشركات التي يتوفر لديها قدرة محدودة في الوصول إلى سوق رأس المال، ومن ثم صعوبة الوصول إلى مصادر التمويل الخارجية، بما قد يجعلها تعاني في الغالب من ارتفاع في تكلفة التمويل الخارجي مقارنة بمثلتها من الشركات غير المقيدة مالياً.

وقدمت دراسة (Pal and Ferrando, 2010) تصنيفاً مقترحاً لإمكانية التمييز بين الشركات غير المقيدة مالياً عن كل من الشركات المقيدة مالياً بشكل مطلق والشركات المقيدة مالياً بشكل نسبي. وتتلخص الفكرة الأساسية للتصنيف المقترح في أن الشركات إذا واجهت فجوات تمويلية\*، فإنها ستحتاج إلى البحث عن مصادر أخرى للتمويل إلى جانب التدفقات النقدية الحالية، وتعتبر الشركات غير مقيدة مالياً عندما تواجه شروط (ظروف) تمويل خارجية مواتية، أي يمكنها أن تزيد من الرفعة المالية كلما دعت الحاجة وذلك مع تحمل تكاليف تمويل منخفضة. ومن ثم يتوقع أن ينخفض الطلب على الديون المالية (Financial Debt) وذلك مع زيادة تكلفتها. بينما تميل الشركات التي يمكنها الحصول على ائتمان مرتفع التكلفة فقط إلى استخدام تمويل خارجي أقل مقارنة بالشركات غير المقيدة، لذا تصنف تلك الشركات على أنها مقيدة نسبياً. وأخيراً، تعد الشركات مقيدة مالياً بشكل مطلق وذلك عندما لا يمكنها أن تحصل على أي ائتمان أو رأس مال إضافي من سوق الأسهم، وذلك على الرغم من وجود فجوة تمويلية لديها، ومن ثم تحتاج هذه الشركات إلى استخدام المدخرات النقدية من الفترات السابقة أو تصفية الأصول المتداولة كمصدر إضافي للتمويل.

وبصفة عامة يتفق الباحث مع التعريفات التي أوردتها الأدبيات السابقة للقيود المالية للشركات (Almeida, et al. 2004; Arslan, et al. 2006; Acharya, et al. 2007; Chang, et al. 2013) والتي تركز بشكل رئيسي على أنها تلك المعوقات التي قد تمنع الشركة من الوصول إلى أسواق رأس المال للحصول على التمويل اللازم لها من مصادر خارجية وذلك بأقل تكلفة متاحة في السوق. ويعتبر من هذه المعوقات، على سبيل المثال: صغر حجم الشركة (Small in Size)، وأنها

\* تعرف الفجوة التمويلية على أنها الفرق بين الاستثمار في الأصول الثابتة والتدفقات النقدية. كما ينبغي تبنى مفهوم أوسع لفجوة التمويل وذلك من خلال مراعاة صافي الزيادة في رأس المال العامل وذلك باعتباره جزء من الاستثمار؛ حيث أن الشركات قد تستثمر أيضاً في المخزون وحسابات المدينين.

غير مربحة (Unprofitable)، وذات نسب مديونية مرتفعة (Higher Level of Leverage) وانخفاض معدل العائد على حقوق الملكية، انخفاض التصنيف الائتماني للسندات الخاصة بالشركة (Low Credit Rating)، عدم القدرة على إجراء توزيعات نقدية للأرباح (Don't Pay Dividends)، وحداثة عمر الشركة في ممارسة نشاط الأعمال التجارية (New in Business).

وعلى الرغم من اتفاق معظم الدراسات السابقة حول مفهوم نظري محدد للقيود المالية للشركات إلا أنها اعتمدت على مقاييس إجرائية متعددة للتعبير عن تلك القيود المالية وذلك بحجة أن القيود المالية للشركات يصعب ملاحظتها بشكل مباشر. ومن أهم هذه المقاييس ما يلي:

### - مؤشر حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية (Investment-Cash Flow Sensitivity "ICFS"):

تعد دراسة (Fazzari, et al., 1988) الأولى من نوعها التي تناولت قضية القيود المالية للشركات، حيث اهتمت هذه الدراسة باختبار العلاقة بين القيود المالية والإنفاق الاستثماري للشركات. وقد ناقشت الجدول القائم حول أن التغيرات التي تشهدها التدفقات النقدية ستكون عاملاً هاماً في تحديد الإنفاق الاستثماري للشركات المقيدة مالياً وذلك عندما يكون التمويل الخارجي مكلفاً، بما قد يؤدي إلى زيادة حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية مع زيادة درجة القيود المالية التي قد تتعرض لها الشركات، وذلك لارتفاع تكلفة التمويل الخارجي عن تكلفة التمويل الداخلي. ولكن تعرض مقياس (ICFS) للانتقاد وذلك على المستويين النظري والاختباري، حيث أظهرت نتائج دراسة (Kaplan and Zingles, 1997) أن الشركات الأقل تقييداً من الناحية المالية قد يظهر الاستثمار بها حساسية أكبر للتدفقات النقدية مقارنة بالشركات المقيدة مالياً.

وبالتالي لا يمكن تفسير ارتفاع درجة الحساسية على أنها دليل على ارتفاع القيود المالية للشركات، حيث أن الشركات غير المقيدة مالياً قد تعتمد على مصادر التمويل الداخلية بسبب عوامل لا تتعلق بعدم توافر مصادر تمويل خارجية منخفضة التكلفة، ومنها على سبيل المثال: أن هذه الشركات قد تتمتع بفرص نمو مرتفعة نظراً لأنها صغيرة الحجم ومازالت في بداية مراحل عمرها، لذا قد يظهر الاستثمار بها حساسية مرتفعة للتدفقات النقدية. ولذلك شككت دراسة (Kaplan and Zingles, 1997) في مصداقية مقياس (ICFS) باعتباره ينشأ عن التقدير الخاطئ لحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية التي تحتوي على معلومات قيمة حول الفرص الاستثمارية للشركة إلى جانب الاستدلال على القيود المالية للشركات. لذا يمكن الوقوع في خطأ تصنيف بعض الشركات غير المقيدة مالياً على أنها مقيدة مالياً.

وعلى الرغم مما سبق، أكدت نتائج دراستنا (Agca, et al., 2008; Ascioğlu, et al., 2008) على ملاءمة استخدام مقياس حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية للتعبير عن القيود المالية

للشركات؛ حيث أشارت دراسة (Agca, et al., 2008) إلى أن الشركات التي تعاني من درجة عالية من معوقات سوق رأس المال يتوقع أن تزداد بها حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، ومن ثم تزداد فروق التكلفة بين مصادر التمويل الداخلي والخارجي بما يعكس ذلك زيادة القيود المالية للشركات.

كما أشارت نتائج دراسة (Ascioglu, et al., 2008) إلى أن تزايد القيود المالية للشركات بدلالة حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية قد يرجع إلى سوء استخدام الإدارة لسلطتها بالإضافة إلى عدم تماثل المعلومات، حيث أن انخفاض فرص النمو مع وجود تدفقات نقدية حرة تحت سيطرة الإدارة قد يدفع المدراء نحو استخدام مصادر التمويل الداخلي لاستثمار فائض السيولة في مشروعات استثمارية حتى ولو كانت ذات صافي قيمة حالية سالبة وذلك لتعظيم مصالحهم الذاتية. كما أن تزايد حالة عدم تماثل المعلومات قد تتسبب في انخفاض مستوى استثمارات الشركة، بالإضافة إلى انخفاض إقبال المستثمرين على شراء أسهم الشركة نتيجة عدم وعيهم بالقيمة العادلة لها، الأمر الذي قد يؤدي إلى ارتفاع حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، ومن ثم تزايد القيود المالية للشركات.

#### - مؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية ("Cash-Cash Flow Sensitivity "CCFS"):

قدمت دراسة (Almeida, et al., 2004) مقياساً آخر للإشارة إلى القيود المالية للشركات باستخدام مقياس حساسية النقدية للتدفقات النقدية، ويرجع السبب في ذلك إلى أن الشركات عندما تكون مقيدة مالياً فإنها تكون في حاجة لتغطية احتياجاتها الاستثمارية المريحة في المستقبل. ولهذا الغرض يتم الاحتفاظ بالنقدية كإستراتيجية لإدارة السيولة، نظراً لأن قدرة الشركات على توفير النقدية تتوقف على قدرتها على توليد التدفقات النقدية، وبالتالي ينبغي أن تكون حساسية النقدية للتدفقات النقدية (CCFS) أعلى في الشركات المقيدة مالياً. وعلى النقيض من ذلك، لا ينبغي أن تظهر الشركات غير المقيدة مالياً ميلاً منتظماً لتوفير النقدية من التدفقات النقدية نظراً لأن تكلفة الحصول على التمويل الخارجي تكاد تكون منخفضة بالنسبة لها، وأيضاً يوفر مقياس (CCFS) ميزة تكمن في أنه قد لا يكون هناك حاجة إلى تحليل المعلومات الواردة في التدفقات النقدية لتحديد ما يخص النقدية وفرص النمو.

ولكن أشارت نتائج دراسة (Pulvino and Tarhan, 2005) إلى أن كلاً من الشركات المقيدة وغير المقيدة مالياً قد تظهر النقدية بها حساسية إيجابية للتدفقات النقدية، مما قد يشير إلى صعوبة ملاحظة القيود المالية للشركات بالاعتماد على مقياس (CCFS)، خاصة وإن قامت الشركات غير المقيدة مالياً بتوفير النقدية من التدفقات النقدية الخاصة بها وذلك مثلما تفعل الشركات المقيدة مالياً ولكن لتعزيز استثماراتها المستقبلية بدلاً من التحوط ضد تقلبات التدفقات النقدية كما في الشركات المقيدة مالياً، ويتفق ذلك مع ما أشارت إليه دراسة (Pal and Ferrando, 2010)، حيث أشارت

بالنظر إلى بيئة الشركات العاملة في الاتحاد الأوروبي إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يظهر حساسية أعلى للتدفقات النقدية حتى بالنسبة للشركات التي تخضع لأفضل الظروف التمويلية، والتي يتم تصنيفها على أنها غير مقيدة مالياً.

#### - مؤشرات أخرى

بسبب الانتقادات الموجهة للمقاييس الخاصة بالقيود المالية للشركات (ICFS, CCFS) أشارت دراسة (Hovakimian and Titman, 2006) إلى أن الاعتماد على متغير واحد لتمييز وتصنيف الشركات إلى مجموعتين مقيدة وأخرى غير مقيدة قد يعد مشكلة في حد ذاته، نظراً لأن هناك حدوداً لما يمكن أن يفسره متغير واحد للقيود المالية. وبالتالي فإنه إلى جانب المقاييس السابق عرضها (ICFS, CCFS)، قام العديد من الدراسات (e.g., Almeida et al. 2004; Arslan, et al., 2006; Faulkender and Wang, 2006; Denis and Sibilkov, 2010) باستخدام الخصائص التشغيلية للشركات لتصنيفها وفقاً لدرجة القيود المالية التي تعاني منها ومن أهمها: توزيعات الأرباح النقدية المدفوعة، وحجم الشركة، والتصنيف الائتماني للسندات والديون طويلة الأجل، وتصنيف الأوراق التجارية قصيرة الأجل.

وبالإضافة إلى ماسبق اقترح بعض الدراسات مقاييس تقريبية للقيود المالية للشركات وذلك بشكل أكثر ارتباطاً ببيئة التطبيق، ومنها مؤشر (KZ) الخاص بدراسة (Kaplan-Zingales, 1997)، ومؤشر (WW) الخاص بدراسة (Whited and Wu, 2006)، ومؤشر ألتمان (Z-Score)، ومؤشر (SA) الخاص بدراسة (Hadlock and Pierce, 2010).

مما سبق وفي ضوء استعراض ماهية القيود المالية للشركات ومقاييسها الإجرائية المستخدمة يتضح أن الشركات المقيدة مالياً قد يتوفر لديها دوافع نحو الاحتفاظ بالنقدية لتوفير مصادر التمويل الداخلية وذلك في ظل صعوبة الحصول على مصادر التمويل الخارجية ذات التكلفة المرتفعة لتغطية تكاليف المعاملات، أو الاحتفاظ بالنقدية لمواجهة مخاطر تقلب التدفقات النقدية. لذا قد تسعى الشركات المقيدة مالياً نحو البحث عن كافة المصادر التي قد تمكنها من زيادة أرصدها النقدية المحفوظ بها، وهو ما قد يدفعها نحو تطبيق ممارسات التجنب الضريبي لتحقيق وفورات ضريبية من خلال تخفيض التزامات الضرائب النقدية. لذا سيتطرق الباحث إلى استعراض ماهية وصور التجنب الضريبي للشركات وذلك تمهيداً لتناول مدى تأثيرها بالقيود المالية للشركات، وكذلك تأثيرها على سلوك الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية.

#### ٥-١-٣ ماهية وصور التجنب الضريبي للشركات

بمراجعة الأدبيات السابقة (Minnick and Noga, 2010; Armstrong, et al., 2015; Edwards, et al., 2016; Chen, et al., 2010) اتضح للباحث أن هناك خطأً بين المفاهيم التالية: التخطيط الضريبي (Tax Planning)، والتجنب

الضريبي والتجنب الضريبي التعسفي أو الأكثر عدوانية (Tax Aggressivness)، والتهرب الضريبي (Tax Evasion).

فقد قام بعض الدراسات باستخدام مفهومي التخطيط الضريبي والتجنب الضريبي كمصطلحات مترادفة (Edwards et al. 2016; Abdul Wahab and Holland. 2012)، بينما اعتمدت دراسات أخرى على استخدام كل من التجنب الضريبي والتجنب الضريبي التعسفي كمصطلحات مترادفة (Chen et al. 2010; Huseynov and Klamm, 2012)، بالإضافة إلى الخلط بين مفهومي التجنب الضريبي التعسفي والتهرب الضريبي (Frank et al. 2009).

وجدير بالذكر، أن هناك خطوفاً فاصلة ومميزة بين كل مفهوم من المفاهيم السابقة؛ حيث أن **التخطيط الضريبي** يعبر عن كافة الإجراءات والسياسات التي قد يستعين بها دافع الضرائب (الشركة أو الممول) لتنظيم أوضاعه في الأجل الطويل وذلك عند التعامل مع التشريعات الضريبية بهدف الوصول إلى أقل عبء ضريبي ممكن، أو حتى تجنب الضريبة بالكامل بما لا يخالف أو يتعارض مع الهدف من القانون الضريبي. وعلى سبيل المثال، يترتب على اختيار الشكل القانوني للشركة لإلتزامات ضريبية مختلفة (محمد، ٢٠١٠).

بينما يهتم **التجنب الضريبي** بتنظيم أوضاع دافع الضرائب (الشركة أو الممول) خلال مدى لا يصل إلى المدى الذي يبلغه التخطيط الضريبي، وبالتالي فهو قد يقتصر على بعض المعاملات دون غيرها وذلك لتخفيض الإلتزامات الضريبية من خلال تجنب القيام بالوقائع المنشئة للضرائب ولكن باستخدام أساليب مشروعة قانوناً. وبهذا الشكل يعد **التجنب الضريبي مقبولاً** نظراً لأنه يتوافق مع روح القانون سواء من خلال الاستفادة من المزايا الضريبية أو الاستثمار في مجالات معفاة أو منخفضة الضرائب. ولكن قد يتطرق التجنب الضريبي إلى الاستفادة من الثغرات الموجودة في المنطقة الرمادية بالقانون الضريبي والتي تخرج عن مقصده، وإنما جاءت تلك الثغرات نتيجة لتعارض بعض مواد القانون الضريبي أو لعدم وضوح صياغتها (بدوي ومحمود، ٢٠١٦). وبالتالي فإن التجنب الضريبي في هذه الحالة يطلق عليه **التجنب الضريبي التعسفي** نظراً لأنه يخرج عن هدف وروح القانون ولكنه ما زال مشروع قانوناً. ومن الأمثلة على ذلك: استخدام ممارسات إدارة الأرباح لتخفيض الدخل المحاسبي الخاضع للضريبة، أو استخدام أسعار التحويل لتحويل الدخل بين فروع الشركات المنتسبة لتجمعات الأعمال أو فروع الشركة بالدول المختلفة (محمود، ٢٠١٧؛ عيسى، ٢٠١٥).

أما **التهرب الضريبي** فيقصد به تنظيم أوضاع دافعي الضرائب (الشركة أو الممول) بشكل احتيالي لتخفيض قيمة الضرائب بطرق غير قانونية وذلك من خلال تضليل الإدارة الضريبية سواء بإخفاء الحقائق أو إمدادها ببيانات ومعلومات تحرف طبيعة وحقيقة المعاملات الخاصة بالشركة.

ومن ثم يعد التهرب الضريبي مخالفاً للتشريعات الضريبية، وسلوكاً يجرمه ويعاقب عليه القانون (مرقس، ٢٠١١).

مما سبق يتضح أن التخطيط الضريبي يعد بمثابة المرحلة التي تسبق كلاً من التجنب والتهرب الضريبي. إذ يمكن وصف التخطيط الضريبي على أنه تجنب ضريبي إذا تم بوسائل قانونية مشروعة، أما إذا تم بوسائل غير قانونية فيعد تهرباً ضريبياً. وجدير بالذكر أن هذه المفاهيم جميعها تشترك في خاصية واحدة وهي أنها جميعاً تعمل على تخفيض الإلتزامات الضريبية.

ومن ثم يمكن تعريف التجنب الضريبي استناداً لدراسة (Edwards, et al., 2016) على أنه:

"جميع الإجراءات التي يتخذها المدراء لتخفيض الإلتزامات النقدية المتعلقة بالضرائب الخاصة بشركاتهم. وتشمل تلك الإجراءات كافة الإستراتيجيات الضريبية التي تتوافق مع القوانين الضريبية، ولكنها قد تخرج عن روح القانون ومقصد المشرع الضريبي - بما لا يعد انتهاكاً للقوانين. ويتم ذلك من خلال استغلال النواحي الغامضة داخل قوانين الضرائب من أجل تحقيق الوفورات الضريبية".

ويتضح من مفهوم التجنب الضريبي أن الشركات قد تلجأ إلى التجنب الضريبي بغرض تخفيض الموارد المحولة من المساهمين إلى الدولة ومن ثم تعظيم التدفقات النقدية للشركة للاستفادة من الفرص الاستثمارية المربحة ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وبالتالي تدعيم ثروة حملة الأسهم وتعظيم قيمة الشركة. وعلى النقيض من ذلك، قد يترتب على تطبيق الشركة لأنشطة التجنب الضريبي تحمل العديد من التكاليف، أهمها: أتعاب وتكاليف الخبراء والاستشارات القانونية، والتكاليف المترتبة على اكتشاف الإدارة الضريبية قيام الشركة بتطبيق تلك الأنشطة ومنها: الغرامات المفروضة على الشركة نتيجة تأخير أو تأجيل سداد الضرائب المستحقة، بالإضافة إلى زيادة المخاطر المرتبطة بفقدان الشركة لسمعتها، ومن ثم التأثير سلباً على مصالح حملة الأسهم. لذا يجب الموازنة بين تكاليف ومزايا تطبيق أنشطة التجنب الضريبي (Annuar, et al., 2014).

وانطلاقاً من حقيقة كون التجنب الضريبي قد يحدث نتيجة إساءة تطبيق القانون دون تجاهله وذلك من خلال استغلال ثغرات وعموض نصوص التشريع الضريبي في تحقيق منافع يمكن أن تستفيد منها الشركات في تخفيض الأعباء الضريبية لتحقيق وفورات ضريبية لم تكن في نية المشرع، لذا يمكن أن يأخذ التجنب الضريبي عدة صور (الشواربي، ٢٠١٢؛ محمود، ٢٠١٧؛ إبراهيم (ب)، ٢٠١٨) والموضحة في الجدول رقم (١) التالي:

## جدول (١): صور وآليات التجنب الضريبي

المفهوم	صور التجنب الضريبي
يمكن للشركة أن تقوم بتجنب الضرائب من خلال تأجيل سداد الضريبة لسنوات تالية وذلك من خلال زيادة معدلات استهلاك الأصول الثابتة، وبالتالي زيادة التكاليف واجبة الخصم خاصة في السنوات الأولى، بما قد يعد تأجيلاً لدفع الضرائب المستحقة لسنوات قادمة. وكذلك يمكن تأجيل سداد الضرائب من خلال تأجيل حصول الشركة على الدخل لسنوات قادمة، ومن ثم تتاح للشركة فرص إضافية لاستثمار مبلغ الضرائب المؤجل دفعه، بالإضافة إلى أن مبلغ الضرائب المؤجل يتم دفعه بالقيمة الزمنية للنقود حينئذ، بما قد يتيح الاستفادة من القيمة الزمنية للنقود خاصة عندما تكون فوائد التأخير التي تتحملها الشركة وقت تأخير أداء الضريبة أقل من عائد استثمار مبلغ الضريبة في الوقت الحالي.	تأجيل الضرائب
يمكن للشركة أن تتجنب الضرائب بغرض تحقيق وفورات ضريبية وذلك من خلال استخدام بدائل القياس والتقييم المحاسبى التي تنتجها معايير المحاسبة المصرية مثل: التمويل بالاقتراف بدلاً من التمويل الذاتي، واللجوء إلى التأجير التمويلي أو التأجير بدلاً من الشراء، واستخدام طرق تسعير البضاعة المنصرفة من المخازن بما يحقق تجنب الضرائب عن طريق استخدام طريقة الوارد أخيراً صادر أولاً في أوقات التضخم بالنسبة للشركات التي يشكل فيها المخزون عاملاً مؤثراً على الدخل.	استغلال المرونة المحاسبية
يمكن للشركة أن تتجنب الضرائب من خلال توجيه الاستثمارات إلى أنشطة أو مجالات يمنحها المشرع الضريبي حافزاً ضريبياً قد يتمثل في إعفاء العائد المحقق في تلك الأنشطة أو المجالات من الخضوع للضريبة، أو تخفيض سعر الضريبة وذلك للحد من إساءة استعمال الإعفاءات لتجنب الضرائب. كما قد تلجأ الشركات إلى قيد الأسهم بسوق الأوراق المالية قبل بيعها لتجنب خضوع أرباحها للضريبة.	استغلال المزايا الضريبية
يمكن للشركة أن تتجنب الضرائب من خلال تكوين كيانات قانونية مستقلة تابعة عن الشركة الأم باعتبارها الممول الأصلي، ويتم من خلالها نقل الأموال وإجراء التصرفات التي يترتب عليها تأجيل الضريبة المستحقة عن جميع الشركات التي تنتمي إلى تجمعات الأعمال. وتقوم تلك الكيانات المستقلة قانوناً بإبرام القروض بين شركات المجموعة (الأشخاص الاعتبارية المرتبطة).	تغيير الشكل القانونى
يمكن للشركة أن تتجنب الضرائب من خلال تسعير التحويلات الداخلية بين شركات المجموعة خاصة بالنسبة للأصول غير الملموسة ومنها حقوق الملكية الفكرية نظراً لصعوبة مقارنة الأسعار لتلك العناصر وصولاً للسعر المحايد لها. كما يمكن للشركة أن تستخدم أسعار تحويل غير مناسبة لتحويل البضاعة بين فروع شركات المجموعة المتواجدة في العديد من الدول ذات الأنظمة الضريبية المختلفة لتحويل الدخل من الدول ذات المعدلات الضريبية المرتفعة إلى الدول ذات المعدلات الضريبية المنخفضة.	أسعار التحويل
يمكن للشركات خاصة متعددة الجنسيات أن تتجنب الضرائب من خلال نقل الأرباح أو تغيير مكان إقامتها إلى دول لا يتم فرض ضرائب بها أو تكون ذات معدلات ضريبية منخفضة وذلك في ظل عدم توافر فرص استثمارية مربحة في دولة الشركة الأم. وبالتالي تعد تلك الدول بمثابة ملاذ أو ملجأ ضريبي للشركة الأم بما يساعدها على تخفيض مدفوعاتها الضريبية.	الملاذات (الملاجىء) الضريبية

مما سبق، وفي ضوء استعراض ماهية وصور التجنب الضريبي سيتعرض الباحث للدور الوسيط المتوقع أن يلعبه التجنب الضريبي لتفسير العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية، وذلك لما له من تأثير متوقع على تحقيق وفورات ضريبية، ومن ثم زيادة الاحتفاظ بالنقدية استجابة لزيادة القيود المالية للشركات، وهو ما سوف يتطرق الباحث إلى تناوله تفصيلاً في الجزء التالي.

## ٥-١-٤ العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية في ضوء توسيط التجنب الضريبي

في ضوء استعراض الأدبيات السابقة - عند تناول كل من الدراسات السابقة والخلفية النظرية للبحث - توصل الباحث إلى أن الشركات تُعرف على أنها مقيدة مالياً إذا واجهت زيادة في تكلفة التمويل الخارجي، أو واجهت صعوبة في الوصول إلى مصادر التمويل الخارجية. ومن ثم، يمكن النظر إلى النقدية المحتفظ بها على أنها أصول ذات قيمة بالنسبة للشركة، نظراً لأن الشركة قد تستخدمها في توفير تكلفة المعاملات أو التحوط ضد مخاطر عجز التدفقات النقدية المستقبلية. وبالتالي يمكن القول بأن القيود المالية للشركات قد تتسبب في إحداث طلب أكبر على السيولة النقدية، بما قد يدفع الشركات المقيدة مالياً إلى الاحتفاظ باحتياطات نقدية بشكل أكبر مقارنة بغيرها من الشركات غير المقيدة مالياً خاصة في ظل عدم تطور الأسواق المالية (Almeida, et al., 2004).

وفي ظل مثالية سوق رأس المال، تتمتع الشركات بإمكانية الوصول الفوري إلى سوق رأس المال الخارجي وذلك عندما يتوفر لديها فرص استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة. وعندئذ يمكن الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية بدلاً من مصادر التمويل الداخلية. أي أن قرار الاحتفاظ بالنقدية في ظل تلك الأوضاع يعد قراراً غير ملائم لما له من العديد من التكاليف، إلا أنه في الحقيقة وفي ظل الواقع العملي يلاحظ العكس. ألا وهو عدم مثالية سوق رأس المال، بما يوحي بتمتع الشركات بإمكانيات وصول مختلفة إلى سوق رأس المال، وقد تتبع إمكانية الوصول المختلفة من حقيقة أن كل شركة تواجه تكاليف مختلفة من أجل الحصول على التمويل اللازم لها من سوق رأس المال الخارجي، وتسمى هذه التكاليف بتكاليف المعاملات (Opler, et al., 1999).

وبالتالي يتوقع أن تحتاج الشركات التي تعاني من ارتفاع في تكاليف المعاملات ويكون لديها وصول محدود إلى سوق رأس المال إلى سياسات مالية لتوفير الأرصدة النقدية. ومن ثم قد يزداد حافز الادخار لدى الشركات التي تعاني من تقلبات في التدفقات النقدية الخاصة بها، بالإضافة إلى أنه قد يتوفر لديها فرص نمو واستثمار مرتفعة.

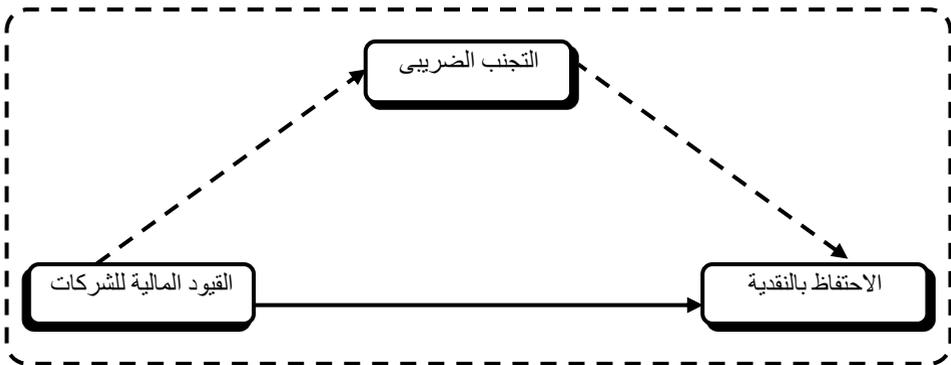
لذا قد يسمح الاحتفاظ بالنقدية بتجنب نقص الاستثمار وتخفيض فرص النمو خاصة في الشركات التي تعاني من زيادة القيود المالية؛ نظراً لأنه من الممكن أن تعمل القيود المالية على تقييد بعض الشركات وذلك من خلال إجبارها على عدم القيام ببعض المشروعات الاستثمارية المرحة،

بالشكل الذي قد يدفع الشركات المقيدة مالياً على وضع سياستها النقدية بمرونة مالية وذلك من أجل مواجهة ندرة الموارد المالية خلال فترات عدم التأكد، بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، بما قد يحفز الشركات نحو الاحتفاظ باحتياطيات نقدية ضخمة لمواجهة أزمات السيولة التي قد تحد من قدرتها الاستثمارية (Denis and Sibilkov, 2010).

وانطلاقاً من حقيقة قيام الشركات التي تواجه قيوداً مالية متزايدة باتخاذ إجراءات من شأنها أن تعمل على زيادة مصادر التمويل المولدة داخلياً نتيجة ارتفاع تكلفة أو محدودية الوصول إلى مصادر التمويل الخارجية، لذا فإنه يمكن اعتبار الوفورات الضريبية المحققة من أنشطة التجنب الضريبي مصدراً محتملاً للتمويل ومن ثم زيادة النقدية المحتفظ بها لتمويل العمليات الخاصة بالشركة. إذ تعد ضرائب دخل الشركات بمثابة نفقات غير تقديرية تفرضها الحكومة على جميع الشركات المربحة وذلك بمعدلات قانونية محددة. ورغم ذلك يتمكن المدراء من تنفيذ إستراتيجيات متنوعة لتخفيض المدفوعات الضريبية للشركة، ومن ثم الحصول على النقدية من السلطة الضريبية (Edwards, et al., 2016)، بما قد يشير إلى وجود أثر وسيط إيجابي للتجنب الضريبي وذلك عند تفسير العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية.

ولكن قد تؤثر زيادة أنشطة التجنب الضريبي كاستجابة لزيادة القيود المالية للشركات سلباً على شفافية البيئة المعلوماتية الخاصة بالشركة. إذ لاحظ (Desai and Dharmapala, 2009) أن المدراء الانتهازيين يمكنهم استخدام تقنيات التجنب الضريبي لتعزيز مصالحهم الإدارية بدلاً من المساهمين، وذلك من خلال قيامهم بتحويل موارد الشركة لخدمة مصالحهم الذاتية. وبالتالي تعد الأصول السائلة والتي من أهمها الأرصدة النقدية المحتفظ بها أو الوفورات المحققة من التجنب الضريبي بمثابة موارد قابلة للاستبدال أو التحويل لخدمة المصالح الذاتية للمدراء الانتهازيين. ومن ثم فإن نقص تدفق المعلومات بسبب ممارسات التجنب الضريبي الأكثر عدوانية يمكن أن يجعل النقدية المحتفظ بها كأحد أهم الأصول السائلة أكثر عرضة للتحويل، بما قد يؤدي إلى تبديدها أو إهدارها، بالشكل الذي قد يشير إلى وجود أثر سلبى ومعنوى للتجنب الضريبي على العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية.

وفي النهاية يمكن تجسيد التصور المبدئى للعلاقات بين متغيرات البحث والخاصة بالقيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية والتجنب الضريبي - والتي سيتم استعراض ما توصلت إليه نتائج الدراسات السابقة المهتمة باختبار تلك العلاقات تمهيداً لاشتقاق فروض البحث كما سيرد لاحقاً فى الجزء التالى - بالشكل رقم (١) وذلك كما يلى:



شكل (١): التصور المبدئي للعلاقات بين متغيرات البحث

## ٢-٥ الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث

تمشياً مع التساؤلات الرئيسية لمشكلة البحث وأهدافه يمكن تقسيم الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث إلى مجموعتين رئيسيتين هما:

١-٢-٥ المجموعة الأولى: الدراسات التي تناولت العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية.

٢-٢-٥ المجموعة الثانية: الدراسات التي تناولت الأثر الوسيط للتجنب الضريبي على العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية، وتنقسم إلى:

١-٢-٢-٥ الدراسات التي اهتمت باختبار العلاقة المباشرة بين القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي.

٢-٢-٢-٥ الدراسات التي اهتمت باختبار العلاقة المباشرة بين التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية.

٣-٢-٢-٥ الدراسات التي اهتمت باختبار العلاقة غير المباشرة بين القيود المالية والاحتفاظ بالنقدية من خلال توسط التجنب الضريبي.

وسيتم مناقشة هذه الدراسات السابقة تمهيداً لاشتقاق فروض البحث كما يلي:

## ٥-٢-١ الدراسات التي تناولت العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية

حظى سلوك الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية بقدر متزايد من الاهتمام من قبل الأدبيات المحاسبية خاصة بعد الاقتراح الذي قدمته دراسة (Modigliani and Miller, 1958) بشأن سهولة قيام الشركات بتأمين مصادر التمويل الخاصة بها واستبدال مصادر التمويل الداخلي بمصادر التمويل الخارجي وذلك في ظل اكتمال ومثالية الأسواق، ومن ثم لا توجد حاجة إلى الاحتفاظ بالنقدية لتأمين السيولة في المستقبل. وقد تم الاعتراض على المنطق الذي بنى عليه الاقتراح الخاص بدراسة (Modigliani and Miller, 1958)، وذلك من منطلق صعوبة تحقق مثالية أو اكتمال الأسواق المالية من الناحية العملية، حيث أن الشركات المقيدة مالياً غالباً ما تضطر إلى دفع علاوة على الأموال التي يتم جمعها من مصادر التمويل الخارجية مقارنة بالتالي يتم الحصول عليها من مصادر التمويل الداخلية وذلك نتيجة وجود عيوب في سوق رأس المال. وبالتالي يتوقع أن تنخفض حدة هذه المشكلات إذا كان لدى الشركة المزيد من مصادر التمويل الداخلية؛ والتي تعد النقدية المحتفظ بها أحد أهم تلك المصادر.

تناول العديد من الدراسات الكيفية التي يمكن أن تؤثر بها القيود المالية للشركات على الاحتفاظ بالنقدية، حيث قدمت دراسة كل من (Acharya, et al., 2007; Almeida, et al., 2004) أدلة على أن توافر الأرصدة النقدية يضمن استمرارية الاستثمار وذلك من خلال التحوط ضد مخاطر عجز التدفقات النقدية. وبالتالي فإن القيود المالية قد تخلق طلباً أكبر على السيولة النقدية وذلك للحد من تأثير الاحتياجات التمويلية من مصادر التمويل الخارجية، حيث تزداد هذه الحاجة في الأسواق الأقل تطوراً (Arslan, et al., 2006).

وقد أظهرت نتائج دراسة (Shen and Wang, 2005) لعينة من الشركات التايوانية أن استثمارات تلك الشركات تكون أقل حساسية للتدفقات النقدية وذلك عندما تكون لديها علاقات بنكية قوية، حيث تم استخدام العلاقة المصرفية كمقياس بديل للإشارة إلى عدم وجود قيود مالية. وبالتالي، تحتفظ الشركات بتدفقات نقدية أقل لديها لتغطية نفقات الاستثمار في المستقبل، ولكن عندما يكون لدى الشركات علاقات بنكية ضعيفة، تزداد لديها حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

كما تناولت دراسة (Koh, 2009) اختبار أثر القيود المالية على سياسة الاحتفاظ بالنقدية بالتطبيق على قطاع الفنادق، بالإضافة إلى اختبار العلاقة بين الديون والتدفقات النقدية كل على حدة مع الاحتفاظ بالنقدية في ظل وجود القيود المالية. وقد تم الاعتماد على مقياسين لتصنيف الشركات إلى مجموعتين أحدهما مقيدة مالياً والأخرى غير مقيدة مالياً؛ وهما: المدفوعات النقدية لتوزيعات الأرباح، وتصنيف السندات. كما تم الاعتماد على هذين المقياسين انطلاقاً من أن

الشركات المقيدة مالياً أقل عرضة لدفع توزيعات أرباح عن أسهمها، أما تصنيف السندات فيعبر عن الكيفية التي يقيم بها سوق الائتمان جودة ائتمان الشركة. وبالتالي، فإن الشركة التي لم يتم تصنيف السندات الخاصة بها مطلقاً خلال فترة الدراسة من عام 1988 حتى عام 2008 تعد مقيدة مالياً، وبخلاف ذلك تعد غير مقيدة مالياً.

وقد توصلت الدراسة إلى ميل الشركات المقيدة مالياً ذات التدفقات النقدية المرتفعة إلى الاحتفاظ بالمزيد من الأرصدة النقدية، وهو ما لم تظهره الشركات غير المقيدة مالياً، بما يشير إلى أنه من المرجح أن تقوم الشركات المقيدة مالياً بتوفير النقدية من التدفقات النقدية. أما بالنسبة للشركات غير المقيدة مالياً والتي تتسم بقدرتها على الوصول بشكل أفضل إلى أسواق رأس المال فإنه لا يوجد لديها دافع الادخار النقدي من التدفقات النقدية. وبذلك تتفق تلك النتائج مع ما قد أشارت إليه نتائج دراسة (Almeida, et al., 2004) حول ميل الشركات المقيدة مالياً إلى توفير النقدية مقدماً، مع زيادة التدفقات النقدية لتحقيق الاستقرار المالي في المستقبل. إذ أن صعوبة الوصول إلى سوق رأس المال قد تشجع الشركات على توفير التدفقات النقدية غير المستخدمة وذلك كشكل من أشكال النقدية، أما الشركات غير المقيدة مالياً فإنها لا تُظهر حافز الادخار.

وعلى خلاف ذلك توصلت دراسة (Koh, 2009) إلى أن القيود المالية للشركات لا تؤثر على العلاقة بين الديون والاحتفاظ بالنقدية خاصة في الشركات المنتمية لقطاع الفنادق، وذلك لارتباط الديون سلباً بالاحتفاظ بالنقدية وذلك بغض النظر عن القيود المالية. وقد يعكس ذلك أن الشركات التي تنتمي لقطاع الفنادق حتى لو كانت مقيدة مالياً فإنها يمكنها أن تصل إلى سوق الديون بسهولة من خلال تقديم أصولها كضمانة، ومن ثم تسهم الديون المدعومة بأصول كضمانة في تخفيض تكلفة الأزمات المالية وانخفاض تكلفة الديون. أما بالنسبة للعلاقة السلبية بين الديون والاحتفاظ بالنقدية فإنه يمكن أن ترجع إلى أنه مع زيادة الرافعة المالية، تزداد تكلفة الديون، والتي يمكنها أن تخفض من التدفق النقدي، بما قد يسهم في تخفيض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك بافتراض ثبات التدفق النقدي وبغض النظر عن تغير رأس المال المستثمر، وكذلك ارتباط التدفق النقدي بشكل إيجابي بالاحتفاظ بالنقدية.

كما أشارت دراسة (Chang, et al., 2013) إلى قيام الشركات المقيدة مالياً بالاحتفاظ باحتياطي زائدة من النقدية نظراً لاعتقاد حملة الأسهم بأن الشركات المقيدة مالياً تميل إلى الاحتفاظ الزائد بالنقدية لتدعيم فرص النمو المستقبلي لها. كذلك توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط بين القيمة الحدية للنقدية وإدراك حملة الأسهم، وهذا يعنى أن حملة الأسهم يفضلون الشركات ذات الاحتفاظ النقدي الزائد لتنفيذ المزيد من المشروعات الاستثمارية، ومن ثم فإن

الاحتفاظ الزائد بالنقدية له ما يبرره في الشركات المقيدة مالياً بخلاف مثلثتها من الشركات غير المقيدة مالياً.

وبالتالي تتفق نتائج دراسة (Chang, et al., 2013) مع ما أشارت إليه دراسة (Almeida et al. 2004) بشأن تفضيل الشركات المقيدة مالياً الاحتفاظ باحتياطيها زائدة من النقدية بدلاً من دفعها أو توزيعها، أما الشركات غير المقيدة مالياً فإنها تتمتع بحرية أكبر في استخدام أموالها بطرق مختلفة، ومن ثم تصبح السيولة النقدية أكثر فائدة في الشركات المقيدة مالياً نتيجة ارتفاع القيمة الحدية للنقدية المحتفظ بها في تلك الشركات مقارنة بغيرها من الشركات غير المقيدة مالياً (Faulkender and Wang, 2006).

واستكمالاً للجهود المبذولة بشأن اختبار أثر القيود المالية على ميل الشركات نحو توفير النقدية من التدفقات النقدية في الأسواق المالية الأقل تطوراً، قامت دراسة (Gautam et al., 2014) باختبار ذلك باستخدام مقياس حساسية النقدية للتدفقات النقدية للتعبير عن القيود المالية وذلك لعينة من الشركات الهندية التي تنتمي إلى قطاع الصناعات التحويلية خلال الفترة من عام 1993 حتى عام 2009 بإجمالي عدد مشاهدات قدره (24357) مشاهدة.

وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي شهدت الفترة السابقة لها زيادة في النقدية المحتفظ بها تكون أقل عرضة للاحتفاظ بالنقدية في الفترة الحالية. كما أن كلاً من التدفقات النقدية والتغير في الديون قصيرة الأجل تعد بمثابة مصادر هامة للاحتفاظ بالنقدية، ومن ثم تُقدم الشركات على القيام بالمزيد من النفقات الرأسمالية من خلال ما تحتفظ به الشركة من نقدية لديها. وعندما تكون الشركات مقيدة مالياً لعدم قدرتها في الوصول إلى مصادر التمويل الخارجية، فإنها تقوم باستنفاد ما لديها من رأس مال عامل غير نقدى للاحتفاظ بالنقدية. كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات غير المقيدة مالياً من المحتمل أن تكون ذات دخل تشغيلي مرتفع، وديون طويلة الأجل، ومنتسبة إلى تجمعات الأعمال، وتحقق معدل نمو موجب في مبيعات الصناعة. أما الشركات المقيدة مالياً فإنه يحتمل أن تكون الأقل من حيث: فرص النمو، والنضج، ووجود الأصول، والاحتفاظ بالنقدية.

كما أكدت نتائج دراسة (Chen and Zhang, 2015) على وجود علاقة إيجابية بين القيود المالية وحساسية النقدية للتدفقات النقدية وذلك لعينة من الشركات الصينية، بما يعكس ذلك أن الشركات التي تعاني من قيود تمويلية أعلى تميل إلى تجميع المزيد من الأرصدة النقدية مقارنة بالشركات ذات القيود التمويلية المنخفضة. ويرجع المنطق في هذا إلى صعوبة حصول الشركات على النقدية التي تحتاجها بشكل عاجل بسبب مشاكل عدم تماثل المعلومات وتكلفة المعاملات بين المقرضين والمقرضين.

لذا يتعين على الشركات الاعتماد على تراكم رأس المال الداخلي، نظراً لأن عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية قد تجبر الشركات على التخلي عن بعض فرص الاستثمار ذات صافي القيمة الحالية

الموجبة بما قد يتسبب في نشأة القيود التمويلية. وفي هذه الحالة، تصبح التدفقات النقدية أمراً بالغ الأهمية للاحتفاظ بأرصدة نقدية ضخمة لتخفيض تكلفة التمويل الخارجي وتعزيز قدرة الشركة على مقاومة قيود التمويل الخارجية (Arslan, et al., 2006).

وبالتطبيق على بيئة الشركات الأمريكية قامت دراسة (Lee and Park, 2016) باختبار ما إذا كانت القيود المالية وحوكمة مجلس الإدارة يلعبان دوراً بديلاً في تخفيض مخاوف نظرية الوكالة بشأن احتفاظ الإدارة بأرصدة نقدية ضخمة. وقد شملت الدراسة عينة من الشركات الأمريكية غير المالية خلال الفترة من عام 2001 حتى عام 2009 وذلك بإجمالي عدد مشاهدات قدره (19981) مشاهدة. واعتمدت الدراسة على قياس القيود المالية للشركات باستخدام أربعة خصائص رئيسية هي: نسبة توزيعات الأرباح النقدية المدفوعة سنوياً (Annual Payout Ratio)، وحجم الشركة (Firm Size)، وتصنيف أو رتب السندات (Bond Rating)، وتصنيف الأوراق التجارية (Paper Rating)، كما تم استخدام (28) معياراً من معايير حوكمة مجلس الإدارة.

وقد توصلت الدراسة إلى أن القيود المالية للشركات تشكل دوراً تأديبياً للمدراء من خلال منعهم من إهدار وتبديد الاحتياطات النقدية التي يتم الاحتفاظ بها لمواجهة ارتفاع تكاليف التمويل الخارجي والقيود التمويلية في المستقبل. وبالتالي تنخفض مخاوف الملاك (حملة الأسهم) بشأن الاحتفاظ باحتياطات نقدية ضخمة في ظل زيادة القيود المالية للشركات، ومن ثم تصبح القيود المالية للشركات بديلاً لتطبيق حوكمة مجلس الإدارة في الشركات المقيدة مالياً.

كذلك تزداد معنوية وفعالية حوكمة مجلس الإدارة في التأثير على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات غير المقيدة مالياً نظراً لافتقارها إلى الوظيفة التأديبية للقيود المالية، وبالتالي تزداد دوافع الملاك (حملة الأسهم) في الشركات الأقل تقييداً من الناحية المالية نحو تحسين حوكمة مجلس الإدارة من أجل تحقيق مراقبة داخلية فعالة على تصرفات المدراء، بالشكل الذي تنخفض معه مخاوف الوكالة ويسمح فيه حملة الأسهم للمدراء بالاحتفاظ باحتياطات نقدية ضخمة وذلك عندما تكون محمية بشكل أفضل من خلال تطبيق آليات حوكمة مجلس الإدارة التي تضمن رشد الإدارة وتحقيق الشفافية المالية والتنشغلية للشركة، وتخفيض احتمالات إهدار النقدية الزائدة المحتفظ بها لخدمة المصالح الذاتية للمدراء (Harford et al. 2008).

كما استهدفت دراسة (Rashid and Ashfaq, 2017) اختبار العلاقة بين خصائص الشركات وسلوكها نحو الاحتفاظ بالنقدية، بالإضافة إلى اختبار مدى تأثير القيود المالية على قرارات الشركات الخاصة بالاحتفاظ بالنقدية، وذلك بالتطبيق على دولة باكستان كواحدة من الدول النامية خلال الفترة من عام 2001 حتى عام 2013 بإجمالي عدد مشاهدات قدره (3509) مشاهدة.

وقد اعتمدت الدراسة على قياس القيود المالية للشركات باستخدام ثلاثة مقاييس بديلة هي: حجم الشركة (Firm Size)، وتوزيعات الأرباح المدفوعة (Dividened Payout)، والمقياس الخاص بدراسة (Whited and Wu, 2006). وبصفة عامة توصلت الدراسة إلى أن الشركات المقيدة مالياً تحتفظ بقدر أكبر من الأرصدة النقدية مقارنة بالشركات غير المقيدة مالياً. كما توصلت أيضاً إلى عدم تماثل العوامل المحددة لسلوك الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المقيدة وغير المقيدة مالياً وذلك باستخدام المقاييس الثلاثة المستخدمة في تقسيم الشركات إلى مقيدة وغير مقيدة مالياً.

وأشارت نتائج الدراسة إلى أن الشركات المقيدة مالياً تخفض من النقدية المحتفظ بها وذلك مع انخفاض كل من حجم الشركة والرافعة المالية ونسبة المدفوعات النقدية لتوزيعات الأرباح، بينما يزداد مقدار النقدية المحتفظ بها مع زيادة كل من نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية، وتقلب التدفقات النقدية. وعلى النقيض، أظهرت الشركات غير المقيدة مالياً وجود علاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية وحجم الشركة ونسبة المدفوعات النقدية لتوزيعات الأرباح، ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية، بينما يرتبط كل من تقلب التدفقات النقدية والرافعة المالية بعلاقة سلبية بالنقدية المحتفظ بها.

أما دراسة (Azmat and Iqbal, 2017) فقد استهدفت دراسة العلاقة بين الدافع التحوطى (الوقائى) للاحتفاظ بالنقدية وتقلبات التدفقات النقدية والقيود المالية وذلك لعينة من (261) شركة من الشركات الباكستانية خلال الفترة من عام 2003 حتى عام 2013. وتتضمن تلك الفترة الأزمة المالية العالمية الواقعة في عام 2008، ومن ثم سعت هذه الدراسة إلى اكتشاف ما إذا كانت الشركات المقيدة مالياً التي تنسم تدفقاتها النقدية بشدة التقلب سوف تقوم بزيادة النقدية المحتفظ بها لديها. وقد تم تصنيف الشركات إلى مجموعتين: مجموعة الشركات المقيدة مالياً، والأخرى، مجموعة الشركات غير المقيدة مالياً وذلك على أساس أربعة معايير هي: حجم الشركة، والمدفوعات النقدية لتوزيعات الأرباح، ومؤشر "KZ" الخاص بدراسة (Kaplan and Zingales, 1997)، والانتساب إلى شركات تجمع الأعمال (Group Affiliation).

وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات المقيدة مالياً تزيد من النقدية المحتفظ بها عندما يزداد تقلب التدفقات النقدية، بينما لا تسلك الشركات غير المقيدة مالياً نفس السلوك وذلك باستثناء مؤشر (KZ). كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات المقيدة مالياً تكون أكثر عرضة للاحتفاظ بالنقدية وذلك مقارنة بالشركات غير المقيدة مالياً وخاصة في توقيت حدوث الأزمة المالية العالمية عام 2008. وتعد هذه النتائج مكملة لنتائج دراسة (Han and Qui, 2007) والتي أظهرت أن تأثير تقلب التدفقات النقدية على سلوك الاحتفاظ بالنقدية يعتمد على قيودها المالية، حيث تعمل الشركات المقيدة مالياً على زيادة النقدية

المحتفظ بها وذلك عندما يزداد تقلب التدفقات النقدية، في حين، لا توجد علاقة منتظمة بين الاحتفاظ بالنقدية وتذبذب التدفقات النقدية في الشركات غير المقيدة مالياً.

علاوة على ذلك، فإن النتائج التي توصلت إليها دراسة (Azmat and Iqbal, 2017) تعد امتداداً لنتائج دراستي (Drobetz and Gruninger, 2007; Opler et al. 1999)، حيث أوضحت نتائجهما وجود علاقة إيجابية بين تقلب التدفقات النقدية والاحتفاظ بالنقدية، ومن ثم تزداد درجة الاحتفاظ بالنقدية استجابة للزيادة في تقلب التدفقات النقدية. في حين لم تنطبق الدراستان الأخيرتان لاختبار دور القيود المالية للشركات في رسم سياسة الاحتفاظ بالنقدية.

كما اهتمت دراسة (Singh, 2018) بتحديد مدى إدراك حملة الأسهم (Shareholder Perception) فيما يتعلق النقدية الزائدة المحتفظ بها مقارنة بالمستوى الأمثل، وكيف تتغير نظرتهم إليها في كل من الشركات المقيدة وغير المقيدة مالياً. وقد تم الاعتماد على المنهجية التي اقترحتها دراسة (Faulkender and Wang, 2006) لقياس مدى تفضيل حملة الأسهم للسيولة النقدية خاصة في الشركات المقيدة مالياً وذلك من خلال قياس مدى انعكاس النقدية الزائدة المحتفظ بها على عوائد الأسهم الإضافية (Stock Excess Return) مقارنة بالعائد المرجعي لمحفظة الأوراق المالية، ومقياس توبنز كيو (Tobin's Q) لتحديد الأداء السوقي للشركة.

وباستخدام عينة من (377) شركة من الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية بالهند خلال الفترة من عام 2006 حتى عام 2015، أظهرت نتائج الدراسة أن حملة الأسهم أقل تأثراً بسياسة الاحتفاظ بالنقدية وقرارات التمويل الخاصة بالشركة؛ حيث لا يوجد أي تأثير للنقدية الزائدة المحتفظ بها على عائد السوق وعلى تكوين إدراك حملة الأسهم بشأن النقدية المحتفظ بها في الشركات المقيدة مالياً. كما أشارت النتائج إلى ارتفاع القيمة الحدية للاحتفاظ بالنقدية في الشركات كبيرة الحجم، بما يعكس ذلك تفضيل حملة الأسهم للاحتفاظ الزائد بالنقدية لأغراض الاستثمار أو الوفاء بالتزاماتها في الوقت المحدد.

**وعلى النقيض من الأدلة البحثية السابقة -** سواء في بيئة الشركات الأمريكية أو بيئات بعض الدول ذات الأسواق المالية الأقل تطوراً مثل باكستان والهند والصين - التي أكدت في معظمها على أن القيود المالية للشركات تؤدي إلى زيادة ميل الشركات إلى الاحتفاظ بأرصدة نقدية ضخمة للتحوط ضد مخاطر تقلب التدفقات النقدية في المستقبل، جاءت دراسة (Pal and Ferrando, 2010) لتختبر أثر القيود المالية - لعينة من (2190) شركة من الشركات غير المالية الموجودة بالاتحاد الأوروبي (العاملة باليورو) وذلك خلال الفترة من عام 1993 حتى عام 2004 - على الاحتفاظ بالنقدية.

وقد توصلت الدراسة إلى أن ميل الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية يرتبط بشكل إيجابي ومعنوى مع التدفقات النقدية الخاصة بالشركة وذلك بغض النظر عن القيود المالية للشركات. ويعني هذا أنه حتى بالنسبة للشركات التي تتمتع بإمكانية حصولها على التمويل اللازم لها من مصادر خارجية فإنه يتم استخدام التدفقات النقدية الداخلية الخاصة بها بشكل منهجي لتخصيص رأس المال بين الفترات الزمنية، وبالتالي لا يوجد تأثير للقيود المالية للشركات على الاحتفاظ بالنقدية. كما أشارت النتائج أيضاً إلى أن المقياس الخاص بدراسة (Almeida et al. 2004) والذي يهتم بحساسية النقدية للتدفقات النقدية لا يمكن استخدامه لتصنيف الشركات الموجودة في منطقة اليورو (الاتحاد الأوروبي) وفقاً لدرجة قيودها المالية.

أما دراسة (Denis and Sibilkov, 2010) فقد أشارت نتائجها إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يعد أكثر قيمة بالنسبة للشركات المقيدة مالياً مقارنة بالشركات غير المقيدة مالياً وذلك باستخدام عينة من الشركات المساهمة الأمريكية خلال الفترة من عام 1985 حتى عام 2006، نظراً لأن زيادة النقدية المحتفظ بها لأسباب تحوطية (وقائية) ترتبط بارتفاع مستويات الاستثمار وذلك في الشركات المقيدة مالياً. وعلى الرغم من ذلك أشارت نتائج الدراسة أيضاً إلى أن هناك عدداً من الشركات المقيدة مالياً تظهر انخفاضاً في النقدية المحتفظ بها وذلك على عكس الأدلة السابقة التي دعمت وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية.

وقد أرجعت الدراسة نتائجها إلى أن: مشاكل الوكالة قد تدفع المدراء نحو إهدار الاحتياطات النقدية لخدمة مصالحهم الذاتية، وهو ما يتناقض مع ما أشارت إليه دراسة (Lee and Park, 2016) بشأن الوظيفة التأديبية التي تقوم بها القيود المالية للشركات للتخفيف من مخاوف الوكالة بشأن تبيد المدراء للأرصدة النقدية المحتفظ بها.

كما أرجعت الدراسة العلاقة السلبية بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية إلى تدهور القدرة المالية للشركات بما قد يجعلها غير قادرة على تجميع الاحتياطات النقدية و/ أو تضطر إلى السحب من أرصدها النقدية السابقة. وأخيراً، قد تتخفف النقدية المحتفظ بها لدى الشركات المقيدة مالياً نظراً لأنها قد تختار إدارة احتياجاتها من السيولة من خلال وسائل أخرى بخلاف الاحتفاظ بالنقدية مثل اللجوء إلى استخدام التسهيلات الائتمانية.

وفي ضوء ما تقدم، يتضح تباين الأدلة البحثية حول العلاقة المباشرة التي قد تنشأ بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية خاصة في ظل اختلاف بيئات التطبيق والتي غالباً ما كانت تنتمي إلى أسواق مالية متطورة، الأمر الذي يتطلب اختبار تلك العلاقة في المزيد من الأسواق المالية الأقل تطوراً. وبالتالي يمكن اشتقاق وصياغة الفرض الرئيسي الأول للبحث في صيغة الفرض البديل وذلك كما يلي:

" توجد علاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية فى بيئة الأعمال المصرية "

## ٥-٢-٢ الدراسات التى تناولت الأثر الوسيط للتجنب الضريبي على العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية

يمكن توقع الأثر الوسيط الذى يمكن أن يلعبه وديه التجنب الضريبي فى تفسير العلاقة غير المباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية وذلك من خلال استعراض الدراسات التى اهتمت ببيان العلاقات المباشرة التى قد تربط بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية كل على حدة مع التجنب الضريبي وذلك كما يلي:

## ٥-٢-٢-١ الدراسات التى اهتمت باختبار العلاقة المباشرة بين القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي

تعددت الدراسات التى اهتمت باختبار العلاقة بين القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي والتى من أهمها دراسة (Troncoso and Vergara, 2010) حيث اهتمت بدراسة الدوافع التى قد تدفع الشركات نحو تطبيق ممارسات التجنب الضريبي وذلك عندما تسوء الظروف التمويلية. وقد قدمت الدراسة نموذجاً بسيطاً يقوم على فكرة أن الشركات التى تواجه قيوداً تمويلية أكثر تشدداً يكون لديها دوافع أكبر لتجنب الضرائب وذلك من أجل تحقيق الوفورات الضريبية (Tax Saving) الناتجة عن فرص تحويل الأموال والثروة من الدولة إلى المساهمين. ومن ثم قد يصبح التجنب الضريبي أكثر قيمة بالنسبة للمساهمين؛ نظراً لإمكانية الحصول على أموال الوفر الضريبي فى شكل توزيعات أرباح، أو الاستفادة منها من خلال زيادة الموارد المالية المتاحة للاستثمار وبالتالي زيادة الأرباح (Crocker and Slemrod, 2005)، وذلك بالشكل الذى قد يضمن تعظيم قيمة الشركة ولكن بشرط التطبيق الفعال لآليات حوكمة الشركات لضمان المراقبة الفعالة لتصرفات المدراء ممن يتمتعون بقوة إدارية (Managerial Power)، وذلك لمنعهم من إهدار الوفورات الضريبية الناتجة عن التجنب الضريبي فى خدمة مصالحهم الذاتية (Desai et al., 2007; Desai and Dharmapala, 2009).

وقد استخدمت دراسة (Troncoso and Vergara, 2010) عينة من (٢٣٤٦) شركة من الشركات الأمريكية التى تنتمى إلى القطاع الصناعى خلال الفترة من عام ١٩٨٧ حتى عام ٢٠٠٦. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التى تواجه قيوداً تمويلية سواء من مصادر داخلية أو خارجية تقوم بتطبيق ممارسات التجنب الضريبي لزيادة مواردها المالية.

كما تناولت دراسة (Chen and Lai, 2012) اختبار الكيفية التى تؤثر بها القيود المالية للشركات على تطبيق أنشطة التجنب الضريبي وذلك من خلال اختيار عينة من الشركات الأمريكية المقيدة مالياً خلال الفترة من عام 1986 حتى عام 2011 للتحقق من ما إذا كانت القيود المالية للشركات تعد أحد

المحددات المحتملة للتجنب الضريبي، بالإضافة إلى اختبار ما إذا كانت الشركات المقيدة مالياً تستخدم الوفورات الضريبية الناتجة عن التجنب الضريبي في تخفيف مقدار نقص الاستثمار عن مستواه الأمثل وذلك عن طريق زيادة رأس المال المستثمر فيه.

وقد توصلت الدراسة إلى ميل الشركات المقيدة مالياً إلى الانخراط في سلوكيات التجنب الضريبي؛ حيث تزايدت نسبة انخفاض معدلات الضريبة الفعالة (Effective Tax Rates) من (3%) إلى (8%) في الشركات المقيدة مالياً. كما قدمت الدراسة أدلة عملية تثبت دور التجنب الضريبي في تحقيق وفورات ضريبية لمساعدة الشركات المقيدة مالياً على التخفيف من مشكلة نقص الاستثمار عن مستواه الأمثل.

وتوقعت دراسة (Edwards et al. 2016) - لعينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من عام 1987 حتى عام 2011؛ أن الشركات التي تواجه زيادة في تكلفة التمويل الخارجي أو صعوبة في الوصول إلى مصادر التمويل الخارجية ستزيد من أنشطة التجنب الضريبي لتوليد مصادر تمويل داخلية وتحقيق وفورات نقدية من الضرائب وذلك استجابة للزيادة في القيود المالية التي تواجهها الشركات.

وقد استندت الدراسة في توقعها لاستخدام الشركات المقيدة مالياً للتجنب الضريبي كمصدر للحصول على التمويل اللازم لها من منطلق أنه من غير المرجح أن يؤثر تخفيض الضرائب سلباً كاحدى وسائل تخفيض التكاليف على العمليات التشغيلية للشركة، وذلك على عكس التقنيات الأخرى التي قد تلجأ إليها الشركات خاصة في فترات تزايد القيود المالية مثل: تخفيض مصروفات الحملات الإعلانية، ونفقات البحوث والتطوير، والنفقات الرأسمالية، ونفقات تدريب العاملين.

واعتمدت الدراسة في قياس القيود المالية على قياس التغيرات التي قد تطرأ على مقاييس الاقتصاد الكلي (التشديد في معايير الاقراض المصرفي)، بالإضافة إلى المقاييس التي تعبر عن خصائص الشركات: مؤشر "Z-Score" الخاص بدراسة (Altman, 1968)، ومؤشر "KZ Index" الخاص بدراسة (Kaplan and Zingales, 1997). كذلك استخدمت الدراسة مصطلح التخطيط الضريبي والتجنب الضريبي بالتبادل وذلك لوصف جميع الإجراءات التي يتخذها المدراء لتخفيض الالتزامات الضريبية لكي تشمل كافة الإستراتيجيات الضريبية القانونية التي تتوافق تماماً مع القوانين الضريبية، وكذلك الإستراتيجيات الضريبية الأكثر عدوانية الناتجة عن التفسيرات العدوانية للنواحي الغامضة التي تتضمنها قوانين الضرائب.

وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تعاني من زيادة في القيود المالية معبراً عنها بخصائص الشركة تظهر زيادة في ممارسات التجنب الضريبي؛ حيث أظهر معدل الضريبة الفعال - كمقياس بديل للتجنب الضريبي - انخفاضاً بنسبة تتراوح بين (3%) و (5.14%). وتعادل هذه الانخفاضات زيادة في الوفورات الضريبية بقيمة تتراوح بين (3.82) و (5.15) مليون دولار، ونسبة تتراوح بين (2.87%) و (4.82%) من التدفقات النقدية التشغيلية.

وبالتركيز على القيود المالية المعبر عنها بمقاييس الاقتصاد الكلي، أشارت نتائج الدراسة إلى أن تشديد معايير الإقراض المصرفي خلال فترة الأزمة المالية العالمية من عام 2008 إلى عام 2010 يرتبط بزيادة التجنب الضريبي من خلال انخفاض معدل الضريبة الفعلية بنسبة (3.39%)، أي بما يعادل (11.76) مليون دولار من الوفورات الضريبية، ويزيد عن (3%) من متوسط التدفقات النقدية التشغيلية للشركة عن عام 2010.

كما أوضحت نتائج الدراسة تمثيلاً مع الأدلة النظرية إلى أن الشركات المقيدة مالياً تزيد من أنشطة التخطيط الضريبي من خلال تسريع الخصومات، وتأخير الاعتراف بالدخل لأغراض ضريبية. كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تواجه زيادة في القيود المالية المعبر عنها بخصائص الشركات ومقاييس الاقتصاد الكلي تظهر أيضاً زيادة في التخطيط الضريبي القائم على التأجيل. وعلاوة على ذلك، قامت الدراسة بتقدير الوفورات الضريبية الحالية من الإستراتيجيات الضريبية المتعلقة بالتأجيل، حيث وصلت تلك الوفورات إلى ما بين (20%) و (95%) من إجمالي الوفورات الضريبية التي حققتها الشركات.

وتعد دراسة (Hermawan and Riandoko, 2018) إعادة تطبيق لدراسة (Edwards et al. 2016) وذلك باستخدام عينة مكونة من (60) شركة من الشركات المدرجة ببورصة إندونيسيا للأوراق المالية خلال الفترة من عام 2009 حتى عام 2016.

وقد توصلت دراسة (Hermawan and Riandoko, 2018) إلى أن الشركات التي تواجه قيوداً مالية متزايدة معبراً عنها بخصائص الشركات (مؤشر ألتمان "Z-Score"، ومؤشر "KZ") تميل إلى تطبيق ممارسات التجنب الضريبي؛ حيث أظهرت تلك الشركات انخفاضاً في معدلات الضريبة الفعالة (Cash Effective Tax Rates) وذلك في مدى يتراوح بين (0.05%) إلى (9.07%)، أي ما بين (0.60%) و (10.29%) من التدفقات النقدية التشغيلية، ولكن مع عدم وجود تأثير للقيود المالية للشركات معبراً عنها بمقاييس الاقتصاد الكلي (تغير إجمالي الناتج المحلي الإجمالي "GDP"، وحجم الطرح العام الأولي "IPO") على التجنب الضريبي للشركات.

وبالتالي تتوافق نتائج دراسة (Hermawan and Riandoko, 2018) مع النتائج التي توصلت إليها دراسة (Edwards, et al., 2016) وذلك عند قياس القيود المالية للشركات معبراً عنها بخصائص الشركات، في حين اختلفت تلك النتائج عند قياس القيود المالية على مستوى الاقتصاد الكلي. وقد أرجعت الدراسة ذلك إلى الإجراءات التي اتخذتها السياسة المالية العامة بشأن تغيير معدل الضرائب المفروض على الشركات من (28%) إلى (25%) في أعقاب الأزمة المالية العالمية التي حدثت في 2008، بما قد ساهم في تخفيض سلوك تجنب الضرائب لدى الشركات، وذلك بالإضافة إلى أن الطرح العام الأولي للشركات (IPO) لم يتم فقط من أجل تمويل عمليات الشركات بسبب زيادة قيودها المالية،

ولكن أيضاً لتعظيم قيمة الشركة، وتحسين الصورة العامة للشركات، وتحقيق النمو وكسب ولاء الموظفين، والحفاظ على استمرارية العمل، والحصول على حوافز ضريبية.

وفى ضوء ما تقدم يتضح أن معظم الأدلة البحثية تشير إلى وجود علاقة إيجابية بين القيود المالية للشركات وسلوك التجنب الضريبي، ومن ثم يعد التجنب الضريبي بمثابة مصدر تمويل لتوليد التدفقات النقدية للشركات خاصة المقيدة مالياً. ولكن أشارت دراسة (Edwards, et al., 2016) إلى أنه ليس من الضروري أن تلجأ كافة الشركات المقيدة مالياً إلى الانخراط في سلوك التجنب الضريبي، بما قد يهدد إمكانية ملاحظة هذه العلاقة بين القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي وذلك لعدة أسباب أهمها: أن الشركات التي قد تواجه قيوداً مالياً متزايدة لا يمكنها تحمل أى تكاليف فورية مطلوبة لتنفيذ أنشطة التجنب الضريبي، على سبيل المثال، إنشاء العديد من الكيانات ذات الأغراض الخاصة للوصول إلى الملاذات الضريبية (Tax Havens) لتخفيض الإلتزامات الضريبية، وأيضاً قد تتسبب الخسائر المستقبلية المحتملة للشركات المقيدة مالياً في الحد من المنافع المتوقعة من زيادة أنشطة التجنب الضريبي فى الفترة الحالية.

كما يمكن أن يترتب على تطبيق ممارسات التجنب الضريبي تكاليف غير مباشرة تفوق الوفورات الضريبية مثل: خسائر السمعة المحتملة، والتكاليف السياسية، وارتفاع تكلفة الديون، وارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Hanlon and Slemrod, 2009; Wilson, 2009; Kim, et al., 2011; Graham, et al., 2014)، وذلك بالإضافة إلى التكاليف المباشرة المتعلقة بنفقات التقاضى والعقوبات التي قد تفرضها الإدارة الضريبية، بالشكل الذى قد يمنح الشركات المقيدة مالياً من الانخراط فى تطبيق ممارسات التجنب الضريبي (Minnick and Noga, 2010).

وبالتالى قد تمتنع الشركات المقيدة مالياً عن الانخراط فى أنشطة التجنب الضريبي خوفاً من فقدان سمعتها خاصة وأن الإدارة الضريبية غالباً ما تعمل على زيادة أنشطة مراجعة سلوكيات ضرائب الشركات خلال الفترات التي تعاني فيها من قيود مالية ناتجة عن الاقتصاد الكلى. كما قد تلجأ الشركات إلى تخفيض الاستثمار عندما تواجه قيوداً مالية، بالإضافة إلى اتباع خيارات خفض التكاليف للحد من التدفقات النقدية الخارجة مثل: تخفيض تكاليف العمالة، والإعلانات، ومصروفات البحث والتطوير، والنفقات الرأسمالية، وذلك دون اللجوء إلى التجنب الضريبي لتخفيض الإلتزامات الضريبية، ومن ثم قد يصعب الكشف عن وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية. لذا يمكن توقع العلاقة بين القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي فى كلا الاتجاهين (الإيجابى/أو السلبى)، ومن ثم يمكن اشتقاق وصياغة الفرض الرئيسى الثانى للبحث فى صيغة الفرض البديل كما يلى:

"توجد علاقة بين القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي فى بيئة الأعمال المصرية".

## ٥-٢-٢-٢ الدراسات التي اهتمت باختبار العلاقة المباشرة بين التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية

عرفت دراسة (Dyrenge, et al., 2008) التجنب الضريبي بأنه "القدرة على دفع مبلغ نقدي منخفض من ضرائب الدخل منسوباً إلى أرباح الشركات ما قبل الضريبة". ويشير هذا التعريف إلى أن التجنب الضريبي ذو علاقة إيجابية مع النقدية المحتفظ بها. وقد قدمت دراسة (Foley, et al., 2007) دليلاً على وجود علاقة إيجابية بين الموقف الضريبي للشركة والاحتفاظ بالنقدية، وهو ما أكدت عليه وجهة النظر التقليدية القائلة بأن التجنب الضريبي يحد فقط من المدفوعات الضريبية، ولكن قد يصاحب ذلك زيادة أو انخفاض في النقدية المحتفظ بها لدى الشركة. ويتوقف ذلك على ما إذا كانت الشركة ستحتفظ بالوفورات الضريبية أم سيتم إعادة توجيهها إلى العمليات التشغيلية للشركة سواء من خلال استخدام تلك الوفورات في تسديد الديون، أو إعادة توزيعها على مساهمي الشركة في شكل أرباح، أو إعادة شراء الأسهم.

وبالتالي فإن وجهة النظر التقليدية لا تتوقع وجود علاقة محددة بين التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية لدى الشركة. ولذلك اهتمت دراسة (Dhaliwal, et al., 2011) بالتحقق من تأثير التجنب الضريبي للشركات على كل من مستوى احتفاظ الشركات بالنقدية، وتقييم المستثمرين لمستوى الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات، وذلك خلال الفترة من عام ١٩٨٥ حتى عام ٢٠٠٨. وقد عرضت الدراسة وجهة نظر بديلة لوجهة النظر التقليدية السابقة، حيث أشارت إلى أن التجنب الضريبي قد يؤثر سلباً على النقدية المحتفظ بها لدى الشركات، وذلك تطبيقاً لنظرية الوكالة القائمة على تضارب المصالح بين المساهمين والمدراء في بيئة الشركات.

وانطلاقاً من أن تنفيذ إستراتيجيات تجنب الضرائب يستلزم الحد من تدفق المعلومات الخاصة بالشركة لمنع الكشف عنها من قبل الإدارة الضريبية، فإن ذلك قد يؤثر سلباً على البيئة المعلوماتية للشركة أو ما يسمى بتعتيم بيئة المعلومات الخاصة بالشركة (Firm Opacity) (Chen, et al., 2011)، ومن ثم ارتفاع صراعات الوكالة بما قد يسمح للمدراء بتحويل موارد الشركة مباشرة لفترات ممتدة لخدمة مصالحهم الذاتية بدلاً من المساهمين (Kim, et al., 2011; Desai and Dharmapala, 2009). وبالتالي فإن نقص تدفق المعلومات بسبب التجنب الضريبي يمكن أن يجعل الأصول السائلة والنقدية المحتفظ بها من قبيل الموارد القابلة للاستبدال والأكثر عرضة للتحويل. وبهذا الشكل فإن التحويل النقدي قد يتجاوز الوفورات الضريبية التي يتم الحصول عليها من خلال سياسة التجنب الضريبي، بما قد يؤدي إلى تبديد النقدية المحتفظ بها لدى الشركة.

وتوافقاً مع ما سبق، أكدت نتائج دراسة (Harford, et al., 2008) أن صراعات الوكالة ستؤدي إلى تبديد أسرع للنقدية المحتفظ بها، لأن المدراء المهتمين بتحقيق مصالحهم الذاتية سيعملون على تحويل الأرصدة النقدية المحتفظ بها نحو استهلاكهم المظهرى الزائد بدلاً من الاحتفاظ بها لتلبية العجز في

التدفقات النقدية في المستقبل. كما لاحظت الدراسة أن التراكمات الضخمة من الاحتياطات النقدية يمكن أن تلفت انتباه المساهمين وتثير لديهم القلق والشكوك، بما قد يتطلب من المدراء إنفاق أموال طائلة لزيادة أنشطة المراجعة ومراقبة تصرفات المدراء لضمانة المستثمرين وغيرهم من صانعي قرار الاستثمار. وإذا لم يتحقق ذلك فإن صراعات الوكالة ستؤدي إلى زيادة معدل دوران المدراء التنفيذيين وتخفيض الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركة.

كما أوضحت نتائج دراسة (Dhaliwal, et al., 2011) وجود ارتباط سلبي بين التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية. كما توصلت إلى أن التجنب الضريبي يؤثر سلباً على تقييم المستثمرين للنقدية المحفوظ بها لدى الشركات، نظراً لاستغلال الإدارة أنشطة التجنب الضريبي في القيام بعمليات التريح الإداري من خلال توليد التدفقات النقدية وتحويلها بسهولة لخدمة مصالحهم الذاتية. ومن ثم لا يعد مدراء الشركات بمثابة وكلاء جيدين نظراً لإمكانية الاستفادة من أنشطة التجنب الضريبي لتحقيق مكاسبهم الشخصية، بما قد يؤدي إلى انخفاض تقييم احتفاظ الشركات بالنقدية.

وقد توافقت نتائج دراسة (Dhaliwal, et al., 2011) مع ما أشارت إليه دراسة (Dittmar and Mahrt-Smith, 2007) بشأن التقييم المنخفض الذي يعطيه المساهمون لاحتفاظ الشركات بالنقدية الناتجة عن ممارسة أنشطة التجنب الضريبي وذلك خاصة في ظل ضعف تطبيق حوكمة الشركات. وفي سياق مماثل، توصلت دراسة (Pinkowitz, et al., 2006) إلى أن تقييم احتفاظ الشركات بالنقدية يكون أقل في الدول التي توفر حماية محدودة للمستثمرين. كما توصلت إلى أنه يتم تقييم احتفاظ الشركات بالنقدية بدرجة أقل عندما تزداد مخاطر قيام الأطراف الداخلية المطلعة (الإدارة) بالشركات بتحويل الأموال لتحقيق مصالحها الذاتية.

كذلك أظهرت نتائج العديد من الدراسات (Desai and Dharmapala, 2009; Chen, et al., 2010; Kim, et al., 2011; Pinkowitz, et al., 2006) من منظور نظرية الوكالة أن ممارسات التجنب الضريبي يمكن أن تؤثر سلباً على النقدية المحفوظ بها لدى الشركات. إذ أن تطبيق ممارسات التجنب الضريبي يستلزم الحد من تدفق المعلومات الخاصة بالشركة لإيجاد درجة من التعقيد والتشويش على المعاملات الخاصة بالشركة لمنع الكشف عن تلك الممارسات من قبل الإدارة الضريبية، بما قد يؤثر سلباً على شفافية بيئة المعلومات الخاصة بالشركة، بالشكل الذي قد يدفع المدراء لمواصلة أنشطتهم الانتهازية والقيام بعمليات التريح الإداري وتحويل موارد الشركة خاصة النقدية والتي تعد من أكثر الأصول السائلة عرضة للتحويل أو الاستبدال من قبل المدراء لخدمة مصالحهم الذاتية بدلاً من المساهمين، الأمر الذي قد يؤدي إلى انخفاض النقدية المحفوظ بها.

وعلى النقيض مما سبق، أشارت دراسة (Chang, et al., 2016) بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من عام 1991 حتى عام 2008 إلى أن ممارسة أنشطة التجنب الضريبي الأكثر عدوانية ترتبط إيجابياً بالنقدية المحتفظ بها لدى الشركات. كما أوضحت النتائج إلى أن ممارسة الشركات لأنشطة المسؤولية الاجتماعية تحد من العلاقة الإيجابية بين أنشطة التجنب الضريبي الأكثر عدوانية والاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات؛ نظراً لأن الشركات التي تُقبل على تنفيذ أنشطة وممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات تعمل على استخدام جزء من الأرصدة النقدية التي تم توفيرها من خلال التجنب الضريبي في تنفيذ تلك الممارسات والأنشطة. وبالتالي ينخفض مستوى النقدية المحتفظ به، بما يتمشى مع وجهة النظر التقليدية المعنية بأن زيادة أو انخفاض النقدية المحتفظ بها استجابة لتطبيق أنشطة التجنب الضريبي قد يتوقف على موقف الشركات نحو استثمار الوفورات الضريبية الناتجة عن التجنب الضريبي أم الاحتفاظ بها.

بينما لم تتوصل دراسة (Kurniawan and Nuryanah, 2017) إلى أدلة تفيد بارتباط التجنب الضريبي بعلاقة معنوية بمستوى الاحتفاظ بالنقدية وذلك لعينة من الشركات بأندونيسيا كواحدة من الدول النامية. وقد أرجعت الدراسة نتائجها إلى صغر حجم العينة، بالإضافة إلى أن صراعات الوكالة في أندونيسيا غالباً ما تكون بين الأصلاء وبعضهم البعض وليس بين الأصيل والوكيل الرئيسي. وبالتالي فإن تطبيق وجهة نظر الوكالة في سياق العلاقة بين التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية يحتاج إلى المزيد من الدراسة.

وفي ضوء ما تقدم، يتضح أن الأدلة البحثية فيما يتعلق بالعلاقة بين التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات يمكن توقعها في كلا الاتجاهين (الإيجابي/ أو السلبي)، ومن ثم يمكن اشتقاق وصياغة الفرض الرئيسي الثالث للبحث في صيغة الفرض البديل كما يلي:

" توجد علاقة بين التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات في بيئة الأعمال المصرية "

## ٥-٢-٣ الدراسات التي اهتمت باختبار العلاقة غير المباشرة بين القيود المالية والاحتفاظ بالنقدية من خلال توسيط التجنب الضريبي

لم يتوصل الباحث - في حدود علمه - إلى دراسات اهتمت باختبار العلاقة غير المباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية في ظل توسيط التجنب الضريبي. ولكن يمكن للباحث أن يستنتج في ضوء ما سبق عرضه من دراسات سابقة إمكانية وجود علاقة غير مباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية من خلال التجنب الضريبي كمتغير وسيط ولكنها قد تكون في الاتجاه الإيجابي أو السلبي. ومن ثم يرى الباحث أن الأثر الوسيط للتجنب الضريبي على العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية تجسده وجهتا نظر متناقضتين هما:

## - وجهة النظر الأولى

تؤسس وجهة النظر هذه إلى وجود أثر وسيط إيجابي للتجنب الضريبي على العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية؛ حيث يقترح الباحث أن تزايد القيود المالية التي تعاني منها الشركات من المحتمل أن يتسبب في توفير الدوافع لدى المدارء لتطبيق أنشطة التجنب الضريبي بغرض توليد إيرادات داخلية خاصة في ظل وجود عيوب أو عدم مثالية الأسواق المالية، الأمر الذي يصعب معه أن تحصل الشركات المقيدة مالياً على التمويل الخارجى، مما قد يجبر تلك الشركات على الاعتماد بشكل أكبر على مصادر التمويل الداخلية. وقد يتحقق التمويل الداخلى من العمليات التشغيلية الخاصة بالشركات، كما قد يتحقق أيضاً من محاولة خفض تلك الشركات لإلتزاماتها الضريبية عبر أنشطة التجنب الضريبى.

وبهذا الشكل قد يصبح التجنب الضريبي وسيلة تقوم بها الشركات المقيدة مالياً بتوليد التمويل الداخلى لتمويل أنشطتها المختلفة، وذلك فى ظل اقتناع حملة الأسهم بالوظيفة التأديبية للقيود المالية، والتي قد تمنعهم من إهدار وتبديد الوفورات الضريبية المحققة من التجنب الضريبي إلى جانب الأرصدة النقدية المحتفظ بها.

كذلك قد تعكس القيود المالية للشركات عدم تطور الأسواق المالية بما قد يوفر الدوافع لدى مدارء الشركات للعمل بشكل غير رسمى واستغلال النواحي الغامضة فى القوانين الضريبية لتحقيق الوفورات الضريبية من خلال التجنب الضريبي لتلبية احتياجات الشركة المستقبلية من النقدية، ومن ثم التحايل على الإلتزامات الضريبية والقواعد القانونية الأخرى.

ومن ناحية أخرى، قد يزداد الدافع التحوطى أو الوقائى للاحتفاظ بالنقدية لدى الشركة نتيجة التوسع فى تطبيق أنشطة التجنب الضريبي، وذلك على الرغم من أن الشركات حينئذ يمكنها أن توفر النقدية من أنشطة التجنب الضريبي، إلا أنها قد تحتاج إلى احتجاز المزيد من الأرصدة النقدية لمواجهة مخاطر اكتشاف الإدارة الضريبية تطبيق الشركات ممارسات التجنب الضريبي، حيث أن مراجعة تلك الممارسات وتعديلها بأثر رجعى من قبل الإدارة الضريبية فى المستقبل قد يترتب عليه سداد الشركات مبالغ طائلة لتغطية قيمة الضرائب المستحقة بالإضافة إلى غرامات التأخير. وبالتالي، يُتوقع أن تكون هناك علاقة إيجابية وغير مباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية وذلك فى ظل توسط التجنب الضريبى.

## - وجهة النظر الثانية

تجسد وجهة النظر الثانية وجود أثر وسيط سلبى للتجنب الضريبي على العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية. إذ يمكن أن ينخفض اعتماد المدارء على أنشطة التجنب الضريبي لتوليد مصادر تمويل داخلية، وذلك على الرغم من تزايد القيود المالية التي تعاني منها

الشركات. وقد يرجع ذلك إلى عدة أسباب أهمها: طمأنة المستثمرين وغيرهم من صانعي قرار الاستثمار بعدم استغلال الوفورات الضريبية الناتجة عن التجنب الضريبي في خدمة المصالح الذاتية للإدارة، أو الحفاظ على سمعة الشركة والتي قد تتدهور في حالة اكتشاف الإدارة الضريبية ممارسة الشركات أنشطة التجنب الضريبي الأكثر عدوانية وتأخير سداد الضرائب المستحقة، بما قد يؤثر سلباً على موارد الدولة، أو عدم قدرة المزايا المحققة من التجنب الضريبي على تغطية الخسائر المستقبلية المحتملة للشركات نتيجة تقييدها مالياً، أو اللجوء إلى أساليب أخرى لخفض التكاليف بهدف توفير النقدية والحد من مشكلة القيود المالية للشركات وذلك دون اللجوء إلى التجنب الضريبي.

وبهذا الشكل يصبح التجنب الضريبي مصدراً تمويلياً أقل فائدة لتوليد مصادر التمويل الداخلية استجابة لزيادة القيود المالية للشركات، بالشكل الذي تتخضض معه النقدية المحتفظ بها، بما قد يبنى عن وجود أثر سلبي ومعنوي للتجنب الضريبي - كمتغير وسيط - على العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية.

وبالإضافة إلى ما سبق يمكن أن تحدث سيناريوهات مختلفة وفقاً لوجهة النظر الثانية بخلاف ما تم عرضه سابقاً، حيث يمكن أن تتسبب زيادة القيود المالية للشركات في زيادة أنشطة التجنب الضريبي لتوفير الأرصدة النقدية لمواجهة احتياجات الشركة النقدية في المستقبل، ولكن قد تقوم الإدارة - استغلالاً لمشاكل الوكالة المحتملة بين المدراء وحملة الأسهم، بالإضافة إلى عدم تمتع البيئة المعلوماتية الخاصة بالشركة بالشفافية الكافية نتيجة ممارسة أنشطة التجنب الضريبي - بنحويل ثروات وموارد الشركة من خلال التورط في عمليات التزوير الإداري، ومن ثم الاستيلاء على الوفورات الضريبية المحققة من التجنب الضريبي وإهدار النقدية المحتفظ بها، أو إعادة توجيه الوفورات الضريبية الناتجة عن تجنب الضرائب إلى عمليات الشركة أو استثماراتها. كذلك قد تستخدم تلك الوفورات في تسديد الديون الخاصة بالشركة أو إعادة توزيعها على حملة الأسهم في شكل توزيعات للأرباح أو إعادة شراء الأسهم، ومن ثم يتم تخفيض النقدية المحتفظ بها، بما قد يبنى عن وجود أثر سلبي ومعنوي للتجنب الضريبي كمتغير وسيط عند تفسير العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية.

ومن ثم يمكن صياغة واشتقاق الفرض الرئيسي الرابع للبحث في صيغة الفرض البديل كما يلي:

"توجد علاقة غير مباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال المصرية في ظل توسط التجنب الضريبي".

وفي ختام العرض السابق لبعض الدراسات السابقة المهمة بمجال البحث الحالي يتضح للباحث ما يلي:

- تباين المقاييس المستخدمة من قبل الدراسات السابقة لتحديد الشركات المقيدة مالياً، حيث تنوعت تلك المقاييس ما بين مقاييس تعكس خصائص الشركات المقيدة مالياً، ومقاييس تعكس القيود التي يفرضها الاقتصاد الكلي وتعرض لها الشركات، بالإضافة إلى المقاييس التي تعتمد على نماذج حساسية الاستثمار أو النقدية للتدفقات النقدية. ومن ثم لا توجد طريقة واضحة موصوفة في الأدلة البحثية للتعرف على الشركات المقيدة مالياً التي تواجه صعوبات في الحصول على التمويل الخارجي. الأمر الذي يمكن أن يتسبب في اختلاف النتائج المتعلقة بمجال البحث خاصة عند اختلاف المقاييس الإجرائية المستخدمة للتعبير عن القيود المالية للشركات.
  - تباين العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية في ظل اختلاف محددات الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات.
  - اختلاف نتائج الدراسات السابقة باختلاف بيئة التطبيق، حيث أن معظم الدراسات السابقة تمت في بيئات ذات أسواق مالية متقدمة، وبالتالي يوجد عدد محدود من الدراسات التي تناولت موضوع البحث الحالي في دول نامية وذات أسواق مالية أقل تطوراً خاصة في بيئات الأعمال العربية والمصرية - في حدود علم الباحث، وذلك لتوقع زيادة القيود المالية للشركات العاملة في بيئة الأسواق المالية الأقل تطوراً، ومن ثم يتوقع اختلاف تأثيرات القيود المالية للشركات على سياسة الاحتفاظ بالنقدية، وكذلك اختلاف دور التجنب الضريبي في توسط هذه العلاقة.
  - تباين الأدلة البحثية حول العلاقات المباشرة بين كل من القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي، وكذلك التجنب الضريبي وسلوك الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية، الأمر الذي قد يثير شكوكاً حول مدى إمكانية وجود أثر وسيط للتجنب الضريبي عند تفسير العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية، وهو ما لم يلقى اهتماماً من قبل الدراسات السابقة - في حدود علم الباحث - وبشكل فجوة بحثية يتوقع أن يسهم البحث الحالي في تغطيتها.
- وفي ضوء تقييم الدراسات السابقة المهمة بمجال البحث واشتقاق فروض البحث سيهتم الباحث باستعراض منهجية الدراسة الاختبارية المستخدمة في اختبار فروض البحث وذلك كما سيرد في الجزء التالي.

### ٣-٥ تصميم الدراسة الاختبارية

يناقش هذا القسم تصميم الدراسة الاختبارية تمهيداً لاختبار فروض البحث وتحقيق أهدافه وذلك من خلال تناول النقاط التالية:

٣-٥-١: نموذج البحث.

٣-٥-٢: متغيرات البحث وكيفية قياسها.

٣-٣-٥: مجتمع وعينة وفترة البحث.

٤-٣-٥: منهجية اختبار فروض البحث.

وسيتم التعرض للنقاط السابقة تفصيلاً كما يلي:

### ١-٣-٥ نموذج البحث

يهتم نموذج البحث والذي يتناول مشكلة البحث ببيان كيفية اختبار العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية وذلك بتوسيط التجنب الضريبي. لذا سيعتمد الباحث على أسلوب تحليل المسار، بالإضافة إلى استخدام فترة إبطاء لفترة واحدة وذلك لكافة المتغيرات المستقلة من أجل معالجة مشكلة (Endogeneity) التي قد تؤثر على صحة العلاقة السببية بين المتغيرات المستقلة المستخدمة والمتغير التابع. فمن المحتمل أن يتسبب أي تغير في معاملات الانحدار الخاصة بالمتغيرات المستقلة في الفترة (t-1) في حدوث تغيرات في المتغير التابع في الفترة (t)، ولكن من الصعب أن يحدث العكس.

ويعتمد أسلوب تحليل المسار على نمذجة المعادلات الهيكلية الخاصة باختبار فروض البحث وذلك في شكلها المبسط كما هو موضح بالجدول رقم (٢) التالي:

### جدول (٢): المعادلات الهيكلية لاختبار فروض البحث

المعادلات الهيكلية	فروض البحث
$Cash\ Holding\ (CH)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FC_{i,t-1} + \sum \beta_k Cov_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \rightarrow (1)$	ف١
$Tax\ Avoidance\ (TA)_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 FC_{i,t-1} + \sum \delta_n Cov_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \rightarrow (2)$	ف٢
$Cash\ Holding\ (CH)_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Tax\ Avoidance\ (TA)_{i,t-1} + \sum \alpha_m Cov_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \rightarrow (3)$	ف٣
$Cash\ Holding\ (CH)_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 FC_{i,t-1} + (\delta_1 \times \alpha_1) Tax\ Avoidance\ (TA)_{i,t-1} + \sum \gamma_L Cov_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \rightarrow (4)$	ف٤

حيث أن:

$CH_{i,t}$  : الاحتفاظ بالنقدية للشركة (i) في نهاية الفترة (t).

$FC_{i,t-1}$  : القيود المالية للشركة (i) في نهاية الفترة (t-1).

$TA_{i,t-1}$  : التجنب الضريبي للشركة (i) في نهاية الفترة (t-1).

$\Sigma$  : المتغيرات الرقابية للشركة (i) في نهاية الفترة (t-1)، وتتضمن: تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية (Cash Flow Volatility)، التدفقات النقدية التشغيلية

(Operating Cash Flow)، الرافعة المالية (Leverage)، الأزمات المالية

والسياسية (Crisis)، الإنفاق الرأسمالي ('Capital Expenditure')، فرص النمو

(Growth Opportunities)، حجم الشركة (Firm Size)، توزيعات الأرباح

المدفوعة (Dividend Payout)، ربحية الشركة (Firm Profitability) معبراً

عنها بمعدل العائد على الأصول ("ROA").

$\beta_0, \delta_0$  : ثوابت الانحدار.

$\alpha_0, \gamma_0$

$\beta_1, \delta_1$  : معاملات التأثير المباشر التي تعكس المسارات المباشرة بين متغيرات البحث.

$\alpha_1, \gamma_1$

$(\delta_1 \times \alpha_1)$  : معامل التأثير غير المباشر بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية

بتوسيط التجنب الضريبي.

$\beta_k, \delta_n$  : معاملات الانحدار الخاصة بالمتغيرات الرقابية.

$\alpha_m, \gamma_L$

E : الخطأ العشوائي.

٢-٣-٥ متغيرات البحث وكيفية قياسها

١-٢-٣-٥ المتغير التابع: الاحتفاظ بالنقدية ("Cash Holding "CH")

سيعتمد الباحث على قياس النقدية المحتفظ بها من خلال استخدام نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول ("Cash Holding "CH1) بدون النقدية وما في حكمها، وذلك حتى تتسب النقدية إلى الأصول والممتلكات القائمة بالشركة والتي لا توجد حاجة إلى بيعها لتنفيذ إستراتيجية استثمارية معينة (عفيفي، ٢٠١٥)؛ (Opler, et al., 1999).

كما سيعتمد الباحث على استخدام مقياس آخر للنقدية المحتفظ بها من قبل الشركة وذلك لإجراء تحليل مدى ثبات النتائج، ويعتمد القياس الآخر للمتغير التابع والخاص بالاحتفاظ بالنقدية ("Cash Holding "CH2) على إيجاد الفرق بين نسبة النقدية وما في حكمها إلى المبيعات وقيمة وسيط الاحتفاظ بالنقدية لدى القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وبالتالي يتم تعديل النقدية المحتفظ بها لدى الشركة بوسيط الصناعة (Harford, et al., 2008; Chang, et al., 2016).

٢-٢-٣-٥ المتغير المستقل: القيود المالية للشركات ("Financial Constraints "FC)

سيعتمد الباحث على قياس القيود المالية للشركات باستخدام مؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية لتصنيف الشركات وفقاً لقيودها المالية وذلك امتداداً لدراسة كل من (Almeida, et al., 2014; Pal and Ferrando, 2010; Gautam, et al., 2004)؛ نظراً لتفوقه على مقياس حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية وذلك على الرغم من المحاذير المتعلقة به - السابق الإشارة إليها، وللحصول على مؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية سيتم إجراء نموذج الانحدار التالي:

$$\frac{\Delta CH_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \alpha_2 \Delta \log S_{i,t} + \alpha_3 \Delta \log S_{i,t-1} + \alpha_4 \frac{\Delta TFA_{i,t} + Depr_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \alpha_5 \frac{\Delta IFA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \alpha_6 \frac{\Delta FFA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \alpha_7 \frac{\Delta NWC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \alpha_8 \frac{\Delta STD_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \alpha_9 \Delta \log TA_{i,t} + \lambda_i + \mu_i + v_{i,t}$$

حيث أن:

$\frac{\Delta CH_{i,t}}{TA_{i,t-1}}$  : التغير السنوي في النقدية المحتفظ بها ( $\Delta CH_{i,t}$ ) للشركة (i) في الفترة (t) منسوبة إلى إجمالي الأصول بدون النقدية وما في حكمها ( $\Delta TA_{i,t-1}$ ) في الفترة (t-1).

$CF_{i,t}$  : التدفقات النقدية التشغيلية للشركة (i) عن الفترة (t).

$\log S_{i,t}$  : اللوغاريتم الطبيعي لصادف قيمة مبيعات الشركة (i) في نهاية الفترة (t).

$\log S_{i,t-1}$  : اللوغاريتم الطبيعي لصادف قيمة مبيعات الشركة (i) عن الفترة (t-1).

$\Delta TFA_{i,t}$  : التغير في الأصول المادية الملموسة (Tangible Assets) للشركة (i) في الفترة (t).

$\Delta IFA_{i,t}$  : التغير في الأصول غير الملموسة (المعنوية) (Intangible Assets) للشركة (i) في الفترة (t).

$\Delta FFA_{i,t}$  : التغير في الأصول المالية الثابتة (Financial Fixed Assets) للشركة (i) في الفترة (t).

$Depr_{i,t}$  : نفقات الإهلاك للشركة (i) عن الفترة (t).

$\Delta NWC_{i,t}$  : التغيرات في صافي رأس المال العامل غير النقدي (Non-Cash Net Working Capital) للشركة (i) في الفترة (t).

$\Delta STD_{i,t}$  : التغير السنوي في الديون قصيرة الأجل للشركة (i) في الفترة (t).

$\lambda_i, \mu$  : معاملات الأثر الثابت للشركة والفترة الزمنية.

$v_{i,t}$  : الخطأ العشوائي.

ووفقاً لنموذج الانحدار السابق فإن الشركة تكون مقيدة مالياً (1) Financial Constraints إذا كان معامل التدفقات النقدية ( $\alpha_1$ ) إيجابياً ومعنوياً، بينما تكون الشركة غير مقيدة مالياً إذا لم يكن له دلالة إحصائية، بمعنى أن الشركة لا تواجه أى معوقات تحد من قدرتها في الوصول لمصادر التمويل الخارجي، الأمر الذي يجعل النقدية المحتفظ بها لا تتوقف على توفر مصادر التمويل الداخلي أو التدفقات النقدية.

كما سيعتمد الباحث على مقياس إضافي للقيود المالية لإجراء تحليل لمدى ثبات واستقرار النتائج، ويعتمد المقياس الآخر للمتغير المستقل الخاص بالقيود المالية للشركات Financial Constraints

(2) على استخدام توزيعات الأرباح النقدية المدفوعة ("DP") لتحديد الشركات المقيدة مالياً وذلك امتداداً للدراسات السابقة (Almeida, et al., 2004; Denis and Sibilkov, 2010; Pal and Ferrando, 2010; Chen and Lai, 2012; Lee and Park, 2016)؛ نظراً لأنه قد يترتب على قيام الشركات بسداد توزيعات أرباحها نقداً تخفيض التدفقات النقدية الخاصة بها.

لذلك من غير المرجح أن تخصص الشركات المقيدة مالياً أموالها المتاحة والمحدودة لتسديد توزيعات الأرباح الخاصة بها، ومن ثم فإن الشركات التي تدفع توزيعات الأرباح الخاصة بها تكون أقل احتمالاً للاحتفاظ بالنقدية وتصنف على أنها تنتمي إلى مجموعة الشركات غير المقيدة مالياً، أما الشركات التي لا تدفع توزيعات الأرباح الخاصة بها تصنف على أنها مقيدة مالياً وتكون أكثر احتمالاً للاحتفاظ بالنقدية (Han and Qiu, 2007).

وامتداداً لدراسة (Almeida, et al., 2004) تقاس توزيعات الأرباح المدفوعة للمساهمين نقداً بشكل سنوي على أنها نسبة إجمالي توزيعات الأرباح المدفوعة إلى المساهمين إلى صافي دخل الشركة، ويتم استخدام قيمة الوسيط (Median) للفصل بين الشركات المقيدة مالياً وغير المقيدة مالياً؛ حيث تصنف الشركات التي يرتفع فيها نسبة توزيعات الأرباح المدفوعة عن قيمة الوسيط الخاص بعينة الدراسة على أنها غير مقيدة مالياً، والعكس صحيح (Rashid and Ashfaq, 2017).

### ٥-٣-٢-٣ المتغير الوسيط: التجنب الضريبي ("TA")

أشار الباحث من قبل في القسم الأول من البحث إلى إمكانية الوقوف على الفروق الجوهرية بين المفاهيم الخاصة بكل من التخطيط الضريبي والتجنب الضريبي والتهرب الضريبي إلا أن دراسة (Abdul Wahab and Holland, 2012) أظهرت وجود صعوبة في التفرقة بين تلك المفاهيم عملياً باستخدام البيانات الفعلية الواردة بالقوائم المالية، الأمر الذي أدى إلى قيام بعض الدراسات باستخدام تلك المفاهيم بشكل تبادلي أو توسيع مفهوم التجنب الضريبي ليشمل الأنشطة غير القانونية التي تدخل في نطاق التهرب الضريبي (Chen et al. 2010; Frank et al. 2009).

وفي ضوء ذلك يرى الباحث أن التجنب الضريبي يمكن أن يشمل كلاً من استراتيجيات التخطيط الضريبي القانونية من خلال الالتزام التام بالقوانين الضريبية، وكذلك الإستراتيجيات الأكثر عدوانية والناجئة عن التفسيرات العدوانية للنواحي الغامضة داخل قوانين الضرائب. لذا سيعتمد البحث الحالي على استخدام مقياس موسع للتجنب الضريبي ليجسد فيه ميل الشركة لتخفيض العبء النقدي للضريبة المرتبط بالإيرادات الخاصة بها قبل الضريبة والمفصح عنها في التقارير المالية.

ومن ثم سيعتمد الباحث على قياس التجنب الضريبي للشركات من خلال الاعتماد على ثلاثة مقاييس بديلة - بهدف إجراء تحليل مدى ثبات النتائج - هي:  
- معدل الضريبة النقدى الفعال فى الفترة الحالية:

### (Tax Avoidance (1): Current Effective Tax Rate "CETR"):

يعد بمثابة المقياس المباشر والأكثر شيوعاً لقياس عبء الضريبة النقدى. ويقاس إجرائياً من خلال المعادلة الآتية (Edwards, et al., 2016; Huang, et al., 2016; Chen, et al., 2010; Kim, et al., 2011):

$$\text{Current ETR}_{i,t} = (\text{Cash Tax Paid}_{i,t} - \text{Defferred Tax Expense}_{i,t}) / \text{Pre Tax Income}_{i,t}$$

حيث أن:

- Current ETR<sub>i,t</sub> : معدل الضريبة النقدى الفعال للشركة (i) فى الفترة الحالية (t).  
Cash Tax Paid<sub>i,t</sub> : إجمالى مصروف ضريبة الدخل للشركة (i) فى الفترة الحالية (t).  
Defferred Tax Expense<sub>i,t</sub> : مصروف الضرائب المؤجلة للشركة (i) فى الفترة الحالية (t).  
Pre Tax Income<sub>i,t</sub> : صافى الدخل قبل خصم الضرائب للشركة (i) فى الفترة الحالية (t).

وفى ضوء المعادلة السابقة كلما انخفض معدل الضريبة النقدى الفعال عن معدل الضريبة القانونى (الإسمى)\* المطبق بالدولة ("Statutory Tax Rate "STR") كلما زادت احتمالية تحقق وفورات ضريبية من أنشطة التجنب الضريبي. وتوافقاً مع دراسة (Edwards et al. 2016) يتم ضرب الفرق بين معدل الضريبة النقدى الفعال والقانونى (الإسمى) فى (-1) لتعكس زيادة الفرق زيادة فى أنشطة التجنب الضريبي والعكس صحيح.

\* يبلغ معدل الضريبة القانونى (الإسمى) للدولة وفقاً للقانون رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥ ما قيمته ٢٠% (فى الفترة من عام ٢٠٠٥ حتى عام ٢٠١٠)، أما فى الفترة من عام ٢٠١١ حتى عام ٢٠١٣ وإذا زادت الأرباح عن (١٠) مليون جنيه حينئذ يصل معدل الضريبة القانونى إلى ٢٥%، بينما فى عام ٢٠١٤ بلغ معدل الضريبة القانونى ٢٥% بالإضافة إلى ٥% إذا زاد الدخل عن مليون جنيه، وابتداءً من عام ٢٠١٥ حتى عام ٢٠١٩ بلغ معدل الضريبة القانونى ٢٢.٥%.

### - معدل التأجيل الضريبي ("DTR"):Deferred Tax Rate (2):Tax Avoidance

تعد إستراتيجية التأجيل الضريبي أحد أنشطة التجنب الضريبي، ويقاس معدل التأجيل الضريبي وفقاً للمعادلة الآتية (Edwards et al. 2016):

$$DTR_{it} = \text{Defferred Tax Expense}_{i,t} / \text{Pre Tax Income}_{i,t}$$

### - الفروق الضريبية الدائمة: Permanent Book Tax Differences (3):Tax Avoidance ("PBSD")

تعكس الفروق الضريبية الدائمة مقدار الفروق بين صافى الدخل المحاسبى قبل الضريبة والدخل المقدر الخاضع للضريبة وفقاً لمعدل الضرائب القانونى (الإسمى) على الدخل وذلك عن فترة معينة، وكلما زادت تلك الفروق الضريبية كلما زادت احتمالية وجود ممارسات التجنب الضريبي لدى الشركة. وتقاس تلك الفروق من خلال المعادلة الآتية (Frank, et al., 2009; Chen, et al., 2010; Dhaliwal, et al., 2011; Chang, et al., 2016):

$$PBSD_{i,t} = [\text{Pre Tax Book Income}_{i,t} - (\text{Taxable Income}_{i,t} - \text{DTE}_{i,t}/\text{STR}_{i,t})] / \text{Assets}_{i,t-1}$$

حيث أن:

- PBSD<sub>i,t</sub> : الفروق الضريبية الدائمة للشركة (i) فى الفترة (t).
- Pre Tax Book Income<sub>i,t</sub> : الدخل المحاسبى قبل الضريبة للشركة (i) عن الفترة (t).
- Taxable Income<sub>i,t</sub> : الدخل الضريبي المقدر للشركة (i) عن الفترة (t) ويساوى إجمالى مصروف ضريبة الدخل الحالية منسوباً إلى معدل الضريبة القانونى (الإسمى) على الدخل.
- DTE<sub>i,t</sub>/STR<sub>i,t</sub> : مصروف الضريبة المؤجل (Defferred Tax Expenses "DTE" منسوباً إلى معدل الضريبة القانونى (الإسمى) للدولة (Statutory Tax Rate "STR").
- Assets<sub>i,t-1</sub> : إجمالى الأصول للشركة (i) فى الفترة (t-1).

### ٥-٣-٢-٤ المتغيرات الرقابية ومبررات إضافتها

سيعتمد الباحث على استخدام بعض المتغيرات المرافقة التى يتوقع أن يكون لها تأثير على كل من التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية (كمتغيرات تابعة) وذلك توافقاً مع الدراسات السابقة (Azmat and Iqbal, 2017; Rashid and Ashfaq, 2017; Chang et al., 2016;

(Edwards et al. 2016; Dhaliwal et al. 2011; McVanel and Perevalov, 2008). ويوضح الجدول رقم (3) تلك المتغيرات وطريقة قياسها إجرائياً بالإضافة إلى بيان مبررات إضافتها وذلك كما يلي:

### جدول (٣)

#### المتغيرات الرقابية ومبررات إضافتها

المتغيرات الرقابية	
<b>تقلب التدفقات النقدية (Cash Flow Volatility)</b>	
القياس الإجرائي	معامل تباين التدفقات النقدية السنوية للشركة خلال الأربع سنوات الماضية نسبة إلى إجمالي أصول الشركة.
مبررات الإضافة	يتوقع أن تحتفظ الشركات ذات التباين المرتفع بالمزيد من النقدية حتى تتمكن من الوفاء بالتزاماتها، بما قد يدفعها نحو الانخراط في تطبيق أنشطة التجنب الضريبي، والعكس صحيح.
<b>التدفقات النقدية التشغيلية (Operating Cash Flow)</b>	
القياس الإجرائي	نسبة التدفقات النقدية التشغيلية للشركة عن الفترة إلى إجمالي أصولها في نهاية نفس الفترة.
مبررات الإضافة	يتوقع أن ترتبط التدفقات النقدية بعلاقة إيجابية بالاحتفاظ بالنقدية نظراً لأن الشركات التي قد تتوفر لديها تدفقات نقدية مرتفعة قد تتراكم النقدية لديها بشكل أسرع من إنفاقها وذلك نتيجة تفضيلها مصادر التمويل الداخلية عن الخارجية، بما قد يجعلها تتورط في تنفيذ أنشطة التجنب الضريبي لتخفيض العبء الضريبي واستغلال تلك الأموال التي يتم توفيرها في توزيعها على حملة الأسهم أو سداد ديون الشركة أو الحد من نقص الاستثمار. ولكن قد يحدث العكس؛ فكلما ارتفعت قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية تشغيلية تنخفض حاجة الشركة إلى الاحتفاظ بأرصدة نقدية مرتفعة، وبالتالي تنخفض أنشطة التجنب الضريبي لكفاية مصادر التمويل الداخلية في تغطية فرص الاستثمار المتاحة.
<b>الرافعة المالية (Leverage)</b>	
القياس الإجرائي	نسبة إجمالي الديون أو الإلتزامات إلى إجمالي أصول الشركة في نهاية نفس الفترة.
مبررات الإضافة	يتوقع أن ترتبط الرافعة المالية سلباً بالاحتفاظ بالنقدية، وذلك نظراً لأن الشركة تواجه ارتفاع تكلفة رأس المال وذلك مع زيادة الرفع المالي بما قد يؤثر سلباً على النقدية المحتفظ بها، الأمر الذي قد يدفع بعض الشركات إلى التوسع في تنفيذ أنشطة التجنب الضريبي لتوفير النقدية اللازمة لإتمام المعاملات وتسديد ديون الشركة، أما الشركات التي ينخفض لديها نسب الرفع المالي يتوقع أن تحتفظ بأرصدة نقدية مرتفعة وينخفض الدافع لديها نحو تنفيذ أنشطة التجنب الضريبي.
<b>الأزمات المالية والسياسية (Crisis)</b>	
القياس الإجرائي	متغير وهمي يحصل على القيمة (1) أثناء الأزمات العالمية التي حدثت فيها الأزمة المالية العالمية نهاية عام 2008، مع توقع امتداد أثر الأزمة المالية العالمية لعامي 2009 و 2010، وكذلك الأزمات التي حدثت فيها توترات سياسية بسبب ثورتى 25 يناير 2011 و 30 يونيو 2013، وبالتالي يرى الباحث أن الفترة من عام 2008 حتى نهاية عام 2013 تعد فترة أزمات مالية وسياسية تحصل على القيمة (1)، والفترة الزمنية بخلاف ذلك تحصل على القيمة صفر.
مبررات الإضافة	يتوقع أن تقوم الشركات بزيادة الاحتفاظ بالنقدية في الفترات التي يزداد فيها حالة عدم التأكد خاصة في فترات الأزمات المالية والسياسية التي قد تتعرض بيئة الأعمال التي تعمل في ظلها الشركات، نظراً لزيادة احتمالية تقلب التدفقات النقدية في تلك الفترات، ومن ثم تزداد حاجة الشركات إلى

<p>النقدية لتغطية خسائرها المتوقعة أو الوفاء بالتزاماتها أو إتمام معاملاتها، كما يتوقع أن تزداد احتمالية قيام الشركات في تلك الفترات بتنفيذ أنشطة التجنب الضريبي لتحقيق وفورات ضريبية، نظراً لغياب أو انخفاض الدور الرقابي للإدارة الضريبية في تلك الفترات.</p>	
<b>الإنفاق الرأسمالي (Capital Expenditure)</b>	
<p>نسبة النفقات الرأسمالية للشركة إلى إجمالي الأصول عن نفس الفترة.</p> <p>يتوقع أن يرتبط الإنفاق الرأسمالي بعلاقة سالبة مع الاحتفاظ بالنقدية؛ حيث تتمتع الشركات التي يزداد بها النفقات الرأسمالية ونفقات البحوث والتطوير بوجود فرص استثمارية أفضل، ولكنهم أقل قدرة على إيصال هذه الفرص إلى المقرضين، ومن ثم تنخفض أرصدها النقدية المحتفظ بها لتنفيذ تلك النفقات الرأسمالية، وكذلك قد تقبل تلك الشركات على تنفيذ المزيد من أنشطة التجنب الضريبي لتوفير الأرصدة النقدية لاستخدامها في تمويل الاستثمارات، وعلى النقيض قد يتسبب ارتفاع نسبة الإنفاق الرأسمالي في زيادة أصول الشركة التي تستخدم كضمانات للحصول على التمويل الخارجي، بما قد يؤدي إلى تخفيض الحاجة إلى الاحتفاظ بالنقدية وتنفيذ أنشطة التجنب الضريبي.</p>	<p>القياس الإجرائي</p> <p>مبررات الإضافة</p>
<b>فرص النمو (Growth Opportunities)</b>	
<p>نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية مضافاً إليها القيمة الدفترية للإلتزامات أو الديون إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول عن نفس الفترة.</p> <p>يتوقع أن تحتفظ الشركات ذات النمو المرتفع بمزيد من الأرصدة النقدية نظراً لأن الشركات قد تتخلى عن الفرص الاستثمارية المربحة في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية المتاحة خاصة في ظل ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، الأمر الذي قد يدفعها نحو تنفيذ المزيد من أنشطة التجنب الضريبي لاستغلال الوفورات الضريبية المحققة في تنفيذ إستراتيجياتها الاستثمارية.</p>	<p>القياس الإجرائي</p> <p>مبررات الإضافة</p>
<b>حجم الشركة (Firm Size)</b>	
<p>اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول الخاصة بالشركة.</p> <p>يتوقع أن تتمتع الشركات الأصغر حجماً بإمكانية محدودة للوصول إلى مصادر التمويل الخارجي، حيث تواجه ارتفاع تكلفة الاقتراض، لذا من المحتمل أن تحتفظ بمزيد من الأرصدة النقدية، ومن ثم يتوقع وجود علاقة عكسية بين حجم الشركة والاحتفاظ بالنقدية، وكذلك قد تتخفف أنشطة التجنب الضريبي في الشركات كبيرة الحجم نظراً لأنها تتمتع بمراقبة حكومية أكبر وذلك لما تمتلكه من موارد أكبر للتأثير على السياسة الضريبية، والعكس صحيح بالنسبة للشركات صغيرة الحجم.</p>	<p>القياس الإجرائي</p> <p>مبررات الإضافة</p>
<b>توزيعات الأرباح المدفوعة (Dividend Payout)</b>	
<p>متغير وهمي يأخذ القيمة (1) عندما تقوم الشركة بسداد توزيعات الأرباح الخاصة بها، وبخلاف ذلك يأخذ القيمة صفر.</p> <p>يتوقع أن تقوم الشركات التي تدفع المزيد من توزيعات أرباحها نقداً بالاحتفاظ بقدر أقل من الأرصدة النقدية نظراً لأن هذه الشركات من المرجح أن تكون أقل مخاطرة، ومن ثم يمكنها الحصول على مصادر التمويل الخارجي اللازمة لها دون الحاجة إلى تراكم احتياطات ضخمة من النقدية، وكذلك يتوقع أن تتخفف حوافزها نحو الانخراط في تنفيذ أنشطة التجنب الضريبي حتى لا تتأثر سمعتها في السوق بما قد يعرضها إلى فقد مستثمرين حاليين ومرتقبين بشكل قد يؤثر على إمكانية وصولها لمصادر التمويل الخارجي.</p>	<p>القياس الإجرائي</p> <p>مبررات الإضافة</p>
<b>ربحية الشركة (Firm Profitability)</b>	
<p>يعبر عن ربحية الشركة بمعدل العائد على الأصول (ROA) ويقاس إجرائياً بنسبة صافي الربح بعد خصم الضرائب مضافاً إليه مصروف الفوائد الخالي من الضرائب إلى متوسط إجمالي الأصول الخاصة بالشركة.</p>	<p>القياس الإجرائي</p>

<p>يتوقع أن تقوم الشركات الأكثر ربحية بزيادة الاحتفاظ بالنقدية وذلك بعد سداد التزاماتها وسداد أي توزيعات أرباح مستحقة، بينما قد تحتفظ الشركات الأقل ربحية بحجم أقل من النقدية المحتفظ بها والتوجه نحو الحصول على التمويل اللازم لها من خلال القروض أو إصدار أدوات حقوق الملكية، كما يتوقع أن ترتبط ربحية الشركة بعلاقة موجبة مع أنشطة التجنب الضريبي؛ فكلما ارتفعت ربحية الشركة قد تزداد دوافع الإدارة نحو تخفيض العبء النقدي للضريبة بتطبيق أنشطة التجنب الضريبي، والعكس صحيح.</p>	مبررات الإضافة
---	----------------

### ٥-٣-٣ مجتمع وعينة وفترة البحث

يتمثل مجتمع البحث في الشركات المساهمة المصرية المقيدة والمتداول أسهمها في بورصة الأوراق المالية. وقد تم سحب عينة عشوائية من مجتمع البحث خلال السلسلة الزمنية الممتدة من عام ٢٠٠٨ حتى عام ٢٠١٨. وقد تم اختيار تلك الفترة باعتبارها الفترة التي تزامن معها التزام الشركات بقانون الضرائب على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥. وعند اختيار عينة البحث راعى الباحث المعايير التالية:

- توافر القوائم والتقارير المالية للشركات خلال السلسلة الزمنية للبحث.
- استبعاد المشاهدات الخاصة بالشركات والتي تحقق فيها صافي دخل سالب نظراً لأن الشركات الأكثر ربحية يستحق عليها ضرائب على الدخل، ومن ثم يتوقع أن تكون أكثر ميلاً للانخراط في أنشطة التجنب الضريبي.

وفي ضوء تطبيق تلك المعايير تكونت عينة البحث من (١٣٦) شركة وذلك بإجمالي عدد مشاهدات قدره (١٢٩٦) مشاهدة خلال فترة البحث، وتنتمي الشركات محل البحث إلى (١٤) قطاع اقتصادي وذلك من إجمالي (١٨) قطاع - وفقاً للهيكلية التي أجرتها البورصة المصرية في مطلع عام ٢٠٢٠ على قطاعات السوق. وقد تم استثناء قطاعي (البنوك، والخدمات المالية غير المصرفية) نظراً لاختلاف طبيعة عملهما وطبيعة تقاريرهما المالية التي تخضع لأحكام ومقررات بازل. كما تم استبعاد قطاع المرافق وقطاع الطاقة والخدمات المساندة تطبيقاً لمعايير اختيار العينة. ويوضح الجدول رقم (٤) التوزيع القطاعي لعينة البحث، كما يبين الملحق رقم (١) أسماء شركات عينة البحث.

جدول (٤): التوزيع القطاعي لعينة البحث

م	القطاعات	الإجمالي	العينة	نسبة العينة
١	أغذية ومشروبات وتبغ	٢٨	٢٣	٨٢%
٢	رعاية صحية وأدوية	١٧	١١	٦٥%
٣	اتصالات واعلام وتكنولوجيا المعلومات	٦	٦	١٠٠%
٤	مواد البناء	١٥	١٤	٩٣%
٥	مقاولات وإنشاءات هندسية	١١	١١	١٠٠%
٦	موارد أساسية	١٧	١٧	١٠٠%
٧	خدمات تعليمية	٣	٣	١٠٠%
٨	السياحة والترفيه	١٧	١١	٦٥%

٩	العقارات	٣٢	١٦	٥٠%
١٠	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٥	٥	١٠٠%
١١	خدمات النقل والشحن	٤	٤	١٠٠%
١٢	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٦	٤	٦٧%
١٣	منسوجات وسلع معمرة	١٠	٨	٨٠%
١٤	تجارة وموزعون	٤	٣	٧٥%
	الإجمالي	١٧٥ شركة	١٣٦ شركة	٧٨%

### ٥-٣-٤ منهجية اختبار فروض البحث

يعتمد الباحث في اختبار فروض البحث على استخدام البرنامج الإحصائي (STATA V. 16) واستخدام نماذج المعادلات الهيكلية، نظراً لأهميتها في بيان اتجاه العلاقات السببية وتحليل الوساطة بين متغيرات البحث (Hall, 2007). خاصة بعد ما تبنت دراسة (Bayar, et al., 2018) وجهة النظر الخاصة بإمكانية ارتباط زيادة التجنب الضريبي بزيادة القيود المالية - وذلك على عكس وجهة النظر التي يتبناها البحث الحالي امتداداً لدراسة (Edwards, et al., 2016)، بما قد يؤدي إلى مخاطر أكبر للتعرض للآزمات المالية والتأثير سلباً على النقدية المحتفظ بها. وبالتالي، فإن العلاقة السببية بين القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي قد تكون في كلا الاتجاهين. وهو ما قد يجعل استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية ("Ordinary Least Square "OLS") قد تعطى نتائج متحيزة عند تقدير نماذج اختبار فروض البحث. لذا سيعتمد الباحث على استخدام نماذج المعادلات الهيكلية للتعرف بشكل أفضل على اتجاه العلاقات السببية بين متغيرات البحث.

كما سيعتمد الباحث على استخدام نماذج تحليل المسار باعتبارها الأكثر شيوعاً واستخداماً عند تطبيق نماذج المعادلات الهيكلية. وتعتمد نماذج تحليل المسار على بناء نموذج مبدئي يمثل العلاقات بين متغيرات البحث بشرط أن يكون مبنياً على أساس نظري قوى - وذلك كما سبق توضيحه في الإطار النظري للبحث. ثم يتم اختبار مدى مطابقة البيانات التي تم جمعها مع النموذج الذي تم بناؤه. وللحكم على مدى ملاءمة النموذج للبيانات التي تم جمعها يتم استخدام مؤشرات حسن المطابقة (Goodness of Fit Measurements).

ويكون النموذج الهيكلي المصمم دقيقاً جداً وملائماً لبيانات العينة المستخدمة عندما تقع مؤشرات حسن المطابقة له في المدى الملائم لهذه المؤشرات. وعلى العكس يكون النموذج الهيكلي المصمم ضعيفاً ويمكن رفضه (Kline, 2016)، ولكن ينبغي قبل رفض النموذج الهيكلي المصمم نهائياً واستبعاده محاولة تعديل هذا النموذج ليحظى بملاءمة جيدة بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات تسمى بمؤشرات التعديل؛ والتي تمثل الطريقة والإجراءات التي يسمح بها البرنامج الإحصائي ويلجأ إليها الباحث لتعديل أو حذف المؤشرات التي لا تعطى أحسن مطابقة للنموذج مع البيانات (Browne and Cudeck, 1993).

ويمكن توضيح أهم مؤشرات حسن المطابقة والمدى الملائم لكل منها على حدة وذلك في الجدول التالي  
رقم (٥)

جدول (٥): مؤشرات حسن المطابقة والمدى الملائم لها

Fit statistic	Measure	Threshold
<b>Likelihood ratio:</b>		
model vs. saturated	chi2_ms (_)	---
	P > chi2	> 0.05 (not statistically significant)
baseline va. Saturated	chi2_ms (_)	---
	P > chi2	> 0.05 (not statistically significant)
<b>Population error:</b>		
Root mean squared error of approximation	RMSEA	< 0.05 good; 0.05 - 0.1 moderate; > 0.1 bad
90% CI,	lower bound	< 0.05 good; 0.05 - 0.1 moderate; > 0.1 bad
	Upper bound	< 0.05 good; 0.05 - 0.1 moderate; > 0.1 bad
Probability RMSEA <= 0.05	pclose	> 0.05 (not statistically significant)
<b>Information criteria:</b>		
Akaikes information criterion	AIC	Smaller values indicate a better fit
Bryesian information criterion	BIC	Smaller values indicate a better fit
<b>Baseline comparison:</b>		
Comparative fit index	CFI	= 1 perfect fit; > 0.95 great; > 0.90 traditional; > 0.80 sometimes permissible
Tuker-Lewis index	TLI	= 1 perfect fit; > 0.95 great; > 0.90 traditional; > 0.80 sometimes permissible
<b>Size of residuals:</b>		
Standardized root mean squared residual	SRMR	= 0 perfect fit; < 0.09 good fit
Coefficient of determination	CD	= 1 perfect fit; A value close to 1 indicates a good fit

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على: (Kline, 2016; Browne and Cudeck, 1993) وقائمة (Help) الخاصة بالبرنامج الإحصائي (STATA).

وبعد التأكد من حسن ملائمة النماذج الهيكلية يمكن الاطمئنان لنتائج تحليل المسارات والاعتماد على ما أشارت إليه دراسة (Baron and Kenny's, 1986) بشأن تحليل الوساطة والتأكد مما إذا

كان التجنب الضريبي يمثل متغيراً وسيطاً في العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية أم لا - في ضوء ما قدمه الباحث مسبقاً من أدلة بحثية عند استعراض الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث، لذا سيتم التحقق من وساطة التجنب الضريبي العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية قياساً على المنهجية التي قدمتها دراسة (Chen, et al., 2016) باستخدام نماذج المعادلات الهيكلية وذلك من خلال دراسة:

- تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع وذلك في ظل غياب المتغير الوسيط.
- تأثير المتغير المستقل على المتغير الوسيط.
- تأثير المتغير الوسيط على المتغير التابع.
- وأخيراً التحقق من انخفاض تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع وذلك عند إضافة المتغير الوسيط للنموذج.

كما سيعتمد الباحث على الأساليب القائمة على الإحصاءات لتقييم الوساطة عملياً من خلال إجراء الاختبارات الثلاثة التالية: اختبار (Sobel test)، واختبار (Aroian test)، واختبار (Goodman test)، حيث تشير معنوية نتائج تلك الاختبارات إلى وساطة التجنب الضريبي للعلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية. وبالتالي يكون هناك نوعان من الوساطة؛ وهى "وساطة كاملة" (Fully Mediation) وتحدث إذا كان المتغير المستقل (القيود المالية للشركات) يمارس تأثيره الكلى على المتغير التابع (الاحتفاظ بالنقدية) من خلال المتغير الوسيط (التجنب الضريبي) فقط، أى معنوية الأثر غير المباشر بين القيود المالية والاحتفاظ بالنقدية بوساطة التجنب الضريبي (حاصل ضرب المعاملات المعنوية للمسارات المباشرة بين كل من القيود المالية والتجنب الضريبي، وكذلك التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية).

بينما تحدث "الوساطة الجزئية" (Partly Mediation): إذا كان المتغير المستقل (القيود المالية للشركات) يمارس بعض تأثيره على المتغير التابع (الاحتفاظ بالنقدية) من خلال المتغير الوسيط (التجنب الضريبي)، والبعض الآخر على المتغير التابع (الاحتفاظ بالنقدية) بشكل مباشر، أى معنوية الأثر المباشر بين القيود المالية والاحتفاظ بالنقدية، وكذلك معنوية الأثر غير المباشر بين القيود المالية والاحتفاظ بالنقدية بوساطة التجنب الضريبي.

## ٥-٤ نتائج البحث

يهتم هذا القسم ببيان نتائج الاختبارات الإحصائية المتعلقة بفروض البحث تمهيداً لمناقشة وتحليل نتائجها وذلك من خلال استعراض الجوانب التالية:

٥-٤-١: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث.

٥-٤-٢: تحليل الارتباط بين متغيرات البحث.

٥-٤-٣: نتائج اختبارات فروض البحث.

ويمكن تناول تلك النقاط تفصيلاً كما يلي:

### ٥-٤-١ الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

يعرض الجدول رقم (٦) أهم الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المرتبطة بفروض البحث وذلك للتعرف على الخصائص المميزة لها على مستوى عينة الشركات محل البحث وذلك على النحو التالي:

جدول (٦): الإحصاءات الوصفية

مقاييس الإحصاء الوصفي				المتغيرات	الرمز	المتغيرات
أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري	المتوسط			
<b>المتغير التابع:</b>						
٠.٦٧٧٣١	٠٥-e٣.٣٠	٠.١٩٦٦	٠.٤٢٢٤	١٢٩٦	Cash Holding (1)	الاحتفاظ بالنقدية
٠.٦٥٤١٢	٠٥-e٦.٨٩	٠.٢٧٢٢	٠.٣٨٧٥٢	١٢٩٦	Cash Holding (2)	الاحتفاظ بالنقدية
<b>المتغير الوسيط:</b>						
٠.١٧٢٤٧	١٠-e٩.٢٧	٠.١١٦١	٠.١٣٧٢٧	١٢٩٦	Tax Avoidance (1): CETR	التجنب الضريبي (١)
٠.٢٩٨٧٥	٠٧-e٢.٥٩	٠.٢٤٢١	٠.١٧٥٢٥	١٢٩٦	Tax Avoidance (2): DTR	التجنب الضريبي (٢)
٠.١٥٧٤٥	١٠-e٢.٢٠	٠.١٠٤١	٠.٠٦٢١٢	١٢٩٦	Tax Avoidance (3): PBD	التجنب الضريبي (٣)
<b>المتغير المستقل:</b>						
١	٠	٠.٤٣٥٨	٠.٧٤٥٣٢	١٢٩٦	Financial Constraints (1): CCFS	القيود المالية للشركات
١	٠	٠.٥٠٠٢	٠.٥	١٢٩٦	Financial Constraints (2): DP	القيود المالية للشركات
<b>المتغيرات الرقابية:</b>						
١١.٣٤٧٠	٠.٩٩٣٣٤	٠.٩٩٥٧	٥.٨٧٩٩٢	١٢٨٧	Cash Flow Volatility	تقلب التدفقات النقدية
٠.٤٣١٣٨	٠.٩٧٩٥٢-	٠.١٤١٨	٠.٢٥٥٨٨	١٢٩٦	Operating Cash Flow	التدفقات النقدية التشغيلية
٠.٦٥١٩٠	٠.٠٠٠٣٠	٠.٢٢٥٧	٠.٣٩٨٧١	١٢٩٦	Leverage	الرافعة المالية
١	٠	٠.٤٩٨١	٠.٥٤٥٤٦	١٢٩٦	Crisis	الازمات المالية والسياسية
٠.٥٨٥٤١	٠.١٥٦٢	٠.٠٨١٦	٠.٢٣٨٩١	١٢٩٦	Capital Expenditure	الإنفاق الرأسمالي
١٥.٨٠٧٧	٠.٠٩٦٦٩	١.١٢٣٩	١.٣٢٩٠٣	١٢٩٦	Growth Opportunities	فرص النمو
١٠.٨١٦٤	٦.٥٨٨٧٨	٠.٦٤٥٢	٨.٧٤٠٠٧	١٢٩٦	Firm Size	حجم الشركة
١	٠	٠.٤٦٦٤	٠.٤٩٠٤٨	١٢٩٦	Dividend Payout	توزيعات الأرباح المدفوعة
٠.٨٦١٦٩	٠.١٥٢٣	٠.٠٩٣٣	٠.٢٥٢١٣	١٢٩٦	Firm Profitability	ربحية الشركة

يوضح جدول الإحصاءات الوصفية ما يلي:

- تزايد ميل الشركات محل البحث نحو الاحتفاظ بالنقدية؛ حيث بلغ متوسط النقدية المحتفظ بها لدى عينة الشركات منسوبة إلى إجمالي أصولها بدون النقدية وما فى حكمها (Cash Holding) (1) ما قيمته (42%) على مستوى شركات العينة. كما بلغ متوسط النقدية المحتفظ بها نسبة إلى قيمة مبيعات الشركة والمعدلة بوسيط الاحتفاظ بالنقدية لدى القطاع الذى تنتمى إليه الشركة (2) (Cash Holding) ما قيمته (38%) على مستوى شركات العينة.
- تباين مستوى الاحتفاظ بالنقدية سواء نسبة إلى إجمالي أصول الشركة بدون النقدية وما فى حكمها أو وسيط القطاع الذى تنتمى إليه الشركات لدى شركات العينة؛ حيث بلغت أنى قيمة لمؤشرى الاحتفاظ بالنقدية على التوالى ما قيمته (0.30-0.05، 0.89-0.05). بينما بلغت أعلى قيمة (0.65412، 0.67731) على التوالى، وذلك بانحراف معيارى قدره (0.1966، 0.2722) على التوالى.
- تزايد إقبال شركات العينة محل البحث على تطبيق ممارسات التجنب الضريبي وفقاً لمقياس التأجيل الضريبي (DTR): (2) Tax Avoidance وذلك بمتوسط عام قدره (0.18) وبمدى تتراوح قيمته فيما بين (0.07-0.209) و(0.29875) وبانحراف معيارى قدره (0.2421). بينما بلغ المتوسط العام للتجنب الضريبي وفقاً لمعدل الضريبة النقدى الفعال (1): (1) Tax Avoidance (CETR) ما قيمته (0.14) وبمدى تتراوح قيمته فيما بين (0.27-0.09) و(0.17247) وبانحراف معيارى قدره (0.1161). فى حين بلغ المتوسط العام للتجنب الضريبي وفقاً لمؤشر الفروق الضريبية الدائمة (3): (3) Tax Avoidance (PBTD) ما قيمته (0.06) وبمدى تتراوح قيمته فيما بين (0.20-0.10) و(0.105745) وبانحراف معيارى قدره (0.1041).
- تزايد القيود المالية التى تعاني منها عينة الشركات محل البحث وفقاً لمؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية (1): (1) Financial Constraints (CCFS) وذلك مقارنة بمؤشر توزيعات الأرباح المدفوعة (2): (2) Financial Constraints (DP). حيث بلغ متوسط الشركات التى تعاني من القيود المالية وفقاً لمؤشر (CCFS) (75%)، بينما بلغ متوسط الشركات التى تعاني من القيود المالية وفقاً لمؤشر (DP) (50%).

#### ٥-٤-٢ تحليل الارتباط بين متغيرات البحث

تهتم مصفوفة الارتباطات (Correlation Matrix) بتحليل الارتباطات ثنائية المتغير (Bivariate Correlations) من الدرجة الصفرية لـ (Spearman) بين جميع متغيرات البحث وذلك من أجل التحقق من قوة واتجاه العلاقات المفترضة بين المتغيرات، وكذلك من عدم وجود مشكلة الازدواج الخطى، وذلك كما يوضح الجدول رقم (٧) على النحو التالى:

جدول (٧): مصفوفة الارتباطات

	(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)	(٨)	(٩)	(١٠)	(١١)
Cash Holding (1)	١										
Cash Holding (2)	٠.٠٧٠	١									
Tax Avodiance (1): CETR	٠.٦٥	٠.٥٩٠	١								
Tax Avodiance (2): DTR	٠.٥١٥	٠.٥٢٨	٠.١٧٦	١							
Tax Avodiance (3): PBSD	٠.٥٤٣	٠.٥٠	٠.٣٥٢	٠.٠٨٤	١						
Financial Constraints (1): CCFS	٠.٧٧٥	٠.٧٦٥	٠.٥٤١	٠.٥٣٨	٠.٦٤٤	١					
Financial Constraints (2): DP	٠.٧٥٤	٠.٧٣٣	٠.٦٢٦	٠.٥١٩	٠.٥٤٦	٠.٠٤٨	١				
Cash Flow Volatility	٠.٣٢١	٠.٣١٨	٠.٠٢٤٩	٠.٠٣٥٤	٠.٣٦٢	٠.٠٣٩٨	٠.٠٣١٥	١			
Operating Cash Flow	٠.٣٦٠	٠.٢٦٢	٠.٠٣٤	٠.٠٢٧	٠.٠٣١	٠.٠٢٦	٠.٠٢٩	٠.٠٣٤	١		
Leverage	٠.٤٩٦	٠.٣١٨	٠.٠٤٢	٠.٠٣٢	٠.٠٣٤	٠.٠٤١	٠.٠٣٢	٠.٠٣٥٤	٠.٠٢٦	١	
Crisis	٠.٤٥٣	٠.٤٣٢	٠.٠٣٨٧	٠.٠٢٣٨	٠.٠٣٤٨	٠.٠٣٥٩	٠.٠٢٤٣	٠.٠٢٢	٠.٠١٥	٠.٠٢٥	١
Capital Expenditure	٠.٦٢٠	٠.٥٢٢	٠.٠٣٢٨	٠.٠٢٦٣	٠.٠٢٦٨	٠.٠٣٤	٠.٠٣١٤	٠.٠٣٧	٠.٠١٤٧	٠.٠١١٤	٠.٠١١٣
Growth Opportunities	٠.٤٩٠	٠.٣٢٣	٠.٠١٤٦	٠.٠٢٤٤	٠.٠٢٦٦	٠.٠١١	٠.٠١٤٤	٠.٠٢٣	٠.٠٣٣٢	٠.٠٢٩٤	٠.٠٢٤٦
Firm Size	٠.٤٦٢	٠.٣٦٥	٠.٠٣٨	٠.٠١٥	٠.٠٢٣	٠.٠٣١	٠.٠٣١٧	٠.٠٢٧	٠.٠٢٤٩	٠.٠٣٨	٠.٢١٧
Dividend Payout	٠.٤٥٢	٠.٣٧٣	٠.٠٣١	٠.٠٢٦	٠.٠١٦	٠.٠٤٨	٠.٠٤١٩	٠.٠٣٤٥	٠.٠٢٩٧	٠.٠١٤	٠.٠١٤٢
Firm Profitability	٠.٣٧٦	٠.٤٢٧	٠.٠٢٤٩	٠.٠٣٩	٠.٠٣١٨	٠.٠٣٥	٠.٠٢٦٣	٠.٠٢٤	٠.٠٣١٥	٠.٠٢٤	٠.٠٣٢٢
	(١٢)	(١٣)	(١٤)	(١٥)	(١٦)						
Capital Expenditure	١										
Growth Opportunities	٠.٠٢٤	١									
Firm Size	٠.٠٢٥٧	٠.٠٣٤٧	١								
Dividend Payout	٠.٠٢٤٣	٠.٠٢١٣	٠.٠٣٧٣	١							
Firm Profitability	٠.٠٣٤٨	٠.٠٣٥٤	٠.٠٤٢٩	٠.٠٤٩٥	١						

ملحوظة: معاملات الارتباطات تحدد معنويتها من عدمه كما يلي: معاملات الارتباط التي تبلغ قيمتها ٠.٠٣٩ فأقل تعد غير معنوية، معاملات الارتباط التي تبلغ قيمتها ما بين ٠.٠٣٩ و ٠.٠٤٩ تعد معنوية عند مستوى ١٠%، معاملات الارتباط التي تبلغ قيمتها ما بين ٠.٠٤٩ و ٠.٠٦٤ تعد معنوية عند مستوى ٥%، معاملات الارتباط التي تبلغ قيمتها ٠.٠٦٤ فأكثر تعد معنوية عند مستوى ١%.

حيث أن: (1) Cash Holding): الاحتفاظ بال نقدية معبرا عنها بنسبة النقدية المحتفظ بها إلى إجمالي أصول الشركة بدون النقدية وما في حكمها، (Cash Holding (2): الاحتفاظ بالنقدية معبرا عنها بالنقدية المحتفظ بها نسبة إلى قيمة مبيعات الشركة والمعدلة بوسيط الاحتفاظ بالنقدية لدى القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، (Tax Avodiance (1): "CETR": المقياس الأول للتعجب الضريبي والذي يعبر عن الفروق بين معدل الضريبة النقدي الفعال ومعدل الضريبة القانوني (الإسمي)، (Tax Avodiance (2): "DTR": المقياس الثاني للتعجب الضريبي والذي يعبر عن معدل التأجيل الضريبي، (Tax Avodiance (3): "PBSD": المقياس الثالث للتعجب الضريبي والذي يعبر عن الفروق الضريبية الدائمة، (Financial Constraints (1): "CCFS": القيود المالية للشركات معبر عنها بمؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية، (Financial Constraints (2): "DP": القيود المالية للشركات معبر عنها بمؤشر توزيعات الأرباح المدفوعة، (Cash Flow Volatility): تقلبات التدفقات النقدية، (Operating Cash Flow): نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي أصول الشركة، (Leverage): الرافعة المالية للشركة، (Crisis): متغير وهمي يحصل على قيمة الواحد الصحيح أثناء فترة الأزمات المالية والسياسية خلال الفترة من عام ٢٠٠٨ حتى عام ٢٠١٣ وبخلاف ذلك يحصل على الصفر، (Capital Expenditure): نسبة الإنفاق الرأسمالي إلى إجمالي أصول الشركة، (Growth Opportunities): فرص النمو معبرا عنها بنسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية مضافا إليها القيمة الدفترية للإلتزامات إلى القيمة الدفترية لإجمالي أصول الشركة، (Firm Size): حجم الشركة معبرا عنه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة، (Dividend Payout): متغير وهمي يحصل على قيمة الواحد الصحيح إذا كانت الشركة تقوم بسداد توزيعات الأرباح الخاصة بها وبخلاف ذلك يحصل على قيمة الصفر، (Firm Profitability): ربحية الشركة معبرا عنها بمعدل العائد على أصول الشركة.

ويتضح في ضوء مصفوفة الارتباطات وبإلقاء النظر أولاً على معاملات الارتباط بين المتغيرات التابعة وبعضها البعض والمعبرة عن المقاييس البديلة للاحتفاظ بالنقدية يلاحظ وجود ارتباط طردى ضعيف جداً ومعنوى بين المتغيرات التابعة، حيث كان معامل الارتباط بين نسبة النقدية المحتفظ بها منسوبة إلى إجمالي أصول الشركة بدون النقدية وما فى حكمها والنقدية المحتفظ بها منسوبة إلى قيمة مبيعات الشركة والمعدلة بوسيط الاحتفاظ بالنقدية لدى القطاع الذى تنتمى إليه الشركة ما قيمته (٧%).

أما بالنسبة لمعاملات الارتباط بين المتغيرات التابعة (المقاييس البديلة للاحتفاظ بالنقدية) وكل من المقاييس البديلة للتجنب الضريبي (كمتغيرات وسيطة)، والمقاييس البديلة للقيود المالية للشركات (كمتغيرات مستقلة) يلاحظ أن:

- التجنب الضريبي معبراً عنه بالفروق بين معدل الضريبة النقدى الفعال ومعدل الضريبة القانونى (الإسمى) من أكثر المقاييس ارتباطاً بنسبة النقدية المحتفظ بها منسوبة إلى إجمالي أصول الشركة بدون النقدية وما فى حكمها. ويليه التجنب الضريبي معبراً عنه بالفروق الضريبية الدائمة. وأخيراً التجنب الضريبي معبراً عنه بمعدل التأجيل الضريبي؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (٠.٦٥، ٠.٥٤، ٠.٥١٥). ويلاحظ أن معاملات الارتباط جميعها جاءت طردية ومتوسطة.

- التجنب الضريبي معبراً عنه بالفروق بين معدل الضريبة النقدى الفعال ومعدل الضريبة القانونى (الإسمى) من أكثر المقاييس ارتباطاً بالنقدية المحتفظ بها منسوبة إلى قيمة مبيعات الشركة والمعدلة بوسيط الاحتفاظ بالنقدية لدى القطاع الذى تنتمى إليه الشركة. ويليه التجنب الضريبي معبراً عنه بمعدل التأجيل الضريبي. وأخيراً التجنب الضريبي معبراً عنه بالفروق الضريبية الدائمة؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (٠.٥٩، ٠.٥٢، ٠.٥٠). ويلاحظ أن معاملات الارتباط جميعها جاءت طردية ومتوسطة.

- القيود المالية للشركات المقاسة بمؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية أكثر ارتباطاً بمؤشرى الاحتفاظ بالنقدية وذلك مقارنة بالقيود المالية للشركات المقاسة بمؤشر توزيعات الأرباح المدفوعة؛ حيث بلغت قيمة معاملات الارتباط بين المقياس الأول للقيود المالية للشركات ومؤشرى الاحتفاظ بالنقدية على التوالى ما قيمته (٠.٧٧٥، ٠.٧٦٥). بينما بلغت باستخدام المقياس الثانى للقيود المالية للشركات ما قيمته على التوالى (٠.٧٥٤، ٠.٧٣٣). ويلاحظ أن معاملات الارتباط جاءت جميعها قوية وذات اتجاه طردى.

- القيود المالية للشركات المعبر عنها بمؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية ومؤشر توزيعات الأرباح المدفوعة ترتبط طردياً بشكل متوسط بالمقاييس البديلة للتجنب الضريبي؛ حيث بلغت قيمة معاملات الارتباط فى ظل القيود المالية للشركات معبراً عنها بمؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية ما قيمته (٠.٥٤١، ٠.٥٣٨، ٠.٦٤٤). كما بلغت فى ظل القيود المالية للشركات معبراً عنها بمؤشر توزيعات الأرباح المدفوعة ما قيمته (٠.٦٢٦، ٠.٥١٩، ٠.٥٤٦)، وذلك فى كلا الحالتين مع المقاييس البديلة للتجنب الضريبي على الترتيب.

- وبالنظر إلى معاملات الارتباط بين المتغيرات الرقابية والمقاييس البديلة للاحتفاظ بالنقدية (كمتغيرات تابعة) يلاحظ أن كل من (تقلبات التدفقات النقدية، والتدفقات النقدية التشغيلية، الأزمات المالية والسياسية، وفرص النمو، وربحية الشركات) ذات معاملات طردية وضعيفة. بينما ظهرت معاملات الارتباط لكل من (الرافعة المالية، وحجم الشركة، وتوزيعات الأرباح المدفوعة) بمعاملات ارتباط سالبة وضعيفة. أما معامل الارتباط الخاص بنسبة الإنفاق الرأسمالي إلى إجمالي أصول الشركة كان سالباً ومتوسط.

- وأخيراً بالنسبة لمعاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض، فيتضح أنها جاءت ضعيفة القوى وأغلبها غير معنوية، وهو أمر جيد قد يشير إلى احتمال عدم تعرض نماذج الدراسة لمشكلة الازدواج الخطي (Multicollinearity).

### ٥-٤-٣ نتائج اختبارات فروض البحث

يستعرض الباحث النماذج الهيكلية المصممة في شكلها النهائي وذلك بعد تعديلها لتحظى بملاءمة مقبولة من خلال وقوع مؤشرات حسن المطابقة - السابق الإشارة إليها - لتلك النماذج في المدى المقبول والملائم لها، وذلك للتأكد من حسن ملاءمة النماذج الهيكلية قبل استعراض نتائج تحليل المسارات الخاصة بها لاختبار فروض البحث، وذلك كما هو موضح في ملحق البحث رقمي (٢) و(٣) سواء للنماذج الهيكلية الأساسية المستخدمة في اختبار فروض البحث أو النماذج الأخرى الخاصة بتحليلات مدى استقرار أو ثبات النتائج.

وبمقارنة مؤشرات حسن المطابقة سواء للنماذج الهيكلية الأساسية المقترحة أو النماذج الهيكلية الأخرى الخاصة باختبار مدى استقرار أو ثبات النتائج، يتضح أن النماذج الهيكلية المقترحة تامة الملاءمة (Perfect Fit) للبيانات التي تم تجميعها وذلك بالنسبة لكافة المؤشرات باستثناء مؤشر نسبة الاحتمالية (Likelihood Ratio- Chi Square) أو قيمة (كا٢). وبعد الاطمئنان على جودة النماذج الهيكلية يمكن الاستمرار في التحليل للحصول على معاملات المسارات الخاصة بفروض البحث وذلك كما هي ظاهرة بالجدول رقم (٨) التالي:

جدول (٨): نتائج اختبارات فروض البحث

المسارات Paths	Robustness Analysis					
	Cash Holding (1)			Cash Holding (2)		
	Tax Avoidance (1)	Tax Avoidance (2)	Tax Avoidance (3)	Tax Avoidance (1)	Tax Avoidance (2)	Tax Avoidance (3)
	SEM (1)	SEM (2)	SEM (3)	SEM (4)	SEM (5)	SEM (6)
Tax Avoidance ←						
Financial Constraints (1)	٠.٠٠٥٧٥ **[٢.٥١٠]	٠.٠٢٣٤٥ ***[٤.٧٨٠]	٠.٠٠٩٥٦ ***[٤.٧٩٠]			
Constant	٠.٠٥٩٧٦ ***[٤.٣٣٠]	٠.٢٤٩٦٧ ***[٨.٤٧٠]	٠.٠٥١١٧ ***[٤.٢٧٠]			
Financial Constraints (2)				٠.٠٢٨١٩ ***[١١.٣٣]	٠.٠٣٠٨٦ ***[٥.٧٨٠]	٠.٠١٣٦٦ ***[٦.٢٩٠]

Constant				٠.١٥٧٢ [١.٠٣٠]	٠.١٧٩٩٢ ***[٥.٤٧٠]	٠.٠٨٢٦٥ ***[٦.١٨٠]
<b>Cash Holding ←</b>						
Financial Constraints (1)	٠.٠٣٤١١ ***[٩.٧٠٠]	٠.٠٣٣٩٢ ***[٥.٤٠٠]	٠.٠٣٣٤٧ ***[٩.٥٢٠]			
Tax Avoidance	٠.٠١٢٣٠ ***[٠.٩١٠]	٠.٠٣٣٣٩ ***[٩.٤٩٠]	٠.٠٧٤٥٦ ***[٤.٨٢٠]			
Financial Constraints (2)				١.٧٩٨٧٦ ***[٥.٤٧٠]	١.٨٢٨٧٨ ***[٥.٥٨٠]	١.٨٢٦٢١ ***[٥.٥٧٠]
Tax Avoidance				٣.١٥٧٥٣ ***[٢.٧٤٠]	١.٩١١٩٣ ***[٢.٥٦٠]	٤.٥٠٨١٧ ***[٣.٤١٠]
Cash Flow Volatility	٠.٠١٦٦٣ ***[٩.٧٧٠]	٠.٠١٦٣٩ ***[٩.١٥٠]	٠.٠١٦٢٧ ***[٩.٠٨٠]	٠.٥٤٤٧٥ ***[٣.٥٦٠]	٠.٥٢٤٥٢ ***[٣.٤٣٠]	٠.٥١٦٠٢ ***[٣.٣٨٠]
Operating Cash Flow	٠.٣٢٤٤٨ ***[٢٧.١٢]	٠.٣٢٧٣١ ***[٢٧.٣٨]	٠.٣٢٩٠٩ ***[٢٧.٤٥]	٥.٩٥٨٣٤ ***[٥.٩٤٠]	٥.٩٠٣٨٢ ***[٥.٨٨٠]	٥.٧٨١٩٩ ***[٥.٧٥٠]
Leverage	0.05812- ***[8.540-]	0.05903- ***[8.690-]	0.05591- ***[8.210-]	1.85049- ***[3.180-]	1.95683- ***[3.370-]	1.77089- ***[3.040-]
Crisis	0.00367 [1.200]	0.00341 [1.120]	0.00476 [1.560]	0.02421 [0.090]	0.01146 [0.040]	0.06837 [0.260]
Capital Expenditure	0.02223- **[1.210-]	0.02801- **[1.530-]	0.02646- **[1.440-]	3.39739- **[2.180-]	3.61973- **[2.320-]	3.55201- **[2.270-]
Growth Opportunities	0.01739 ***[11.61]	0.01749 ***[11.72]	0.01633 ***[10.80]	0.14673 ***[1.140]	0.17318 ***[1.360]	0.10266 ***[0.790]
Firm Size	0.03802- ***[14.09-]	0.03742- ***[13.93-]	0.03817- ***[14.20-]	0.41288 - **[1.730]	0.49565 - **[2.080]	0.45143 - **[1.900]
Dividend Payout	0.06248 - ***[17.52]	0.06426 - ***[18.52]	0.06233 - ***[18.12]	1.56424 - ***[4.640]	1.51327 - ***[4.540]	1.40603 - ***[4.240]
Firm Profitability	0.48367 ***[25.87]	0.47492 ***[25.39]	0.45834 ***[23.72]	1.95381 **[1.220]	2.61636 **[1.630]	3.65299 **[2.200]
Constant	0.24961 ***[11.80]	0.24187 ***[11.42]	0.25416 ***[12.02]	6.71928 ***[3.330]	7.11291 ***[3.520]	6.39629 ***[3.170]

<b>Endogenous variables:</b> Tax Avoidance, Cash Holding(1), Cash Holding(2).
<b>Exogenous variables:</b> Financial Constraints (1), Financial Constraints (2).
<b>Method:</b> Maximum likelihood (ml) with observed information matrix
<b>Notes:</b> - ***, ** and * are significant at the 1%, 5% and 10% levels respectively.
حيث أن:
(Cash Holding (1)): الاحتفاظ بالنقدية معبراً عنها بنسبة النقدية المحتفظ بها إلى إجمالي أصول الشركة بدون النقدية ومافي حكمها، (Cash Holding (2)): الاحتفاظ بالنقدية معبراً عنها بالنقدية المحتفظ بها نسبة إلى قيمة مبيعات الشركة والمعدلة بوسيط الاحتفاظ بالنقدية لدى القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، ("CETR": (Tax Avoidance (1): المقياس الأول للتجنب الضريبي والذي يعبر عن الفروق بين معدل الضريبة النقدي الفعال ومعدل الضريبة القانوني (الإسمى)، ("DTR": (Tax Avoidance (2): المقياس الثاني للتجنب الضريبي والذي يعبر عن معدل التأجيل الضريبي، ("PBSD": (Tax Avoidance (3): المقياس الثالث للتجنب الضريبي والذي يعبر عن الفروق الضريبية الدائمة، ("CCFS": (Financial Constraints (1): القيود المالية للشركات معبر عنها بمؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية، ("DP": (Financial Constraints (2): القيود المالية للشركات معبر عنها بمؤشر توزيعات الأرباح المدفوعة، (Cash Flow Volatility): تقلبات التدفقات النقدية، (Operating Cash Flow): نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي أصول الشركة، (Leverage): الرافعة المالية للشركة، (Crisis): متغير وهمي يحصل على قيمة الواحد الصحيح أثناء فترة الأزمات المالية والسياسية خلال الفترة من عام ٢٠٠٨ حتى عام ٢٠١٣ وبخلاف ذلك يحصل على الصفر، (Capital Expenditure): نسبة الإنفاق الرأسمالي إلى إجمالي أصول الشركة، (Growth Opportunities): فرص النمو معبراً عنها بنسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية مضافاً إليها القيمة الدفترية للإلتزامات إلى القيمة الدفترية لإجمالي أصول الشركة، (Firm Size): حجم الشركة معبراً عنه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة، (Dividend Payout): متغير وهمي يحصل على قيمة الواحد الصحيح إذا كانت الشركة تقوم بسداد توزيعات الأرباح الخاصة بها وبخلاف ذلك يحصل على قيمة الصفر، (Firm Profitability): ربحية الشركة معبراً عنها بمعدل العائد على أصول الشركة.

فى ضوء الجدول السابق يمكن تلخيص أهم نتائج اختبار فروض البحث من خلال استعراض نتائج اختبار مسارات النماذج الهيكلية الستة؛ والتي تتضمن ثلاثة نماذج أساسية (SEM: 1, 2, 3) لاختبار فروض البحث، بالإضافة إلى ثلاثة نماذج أخرى لتحليل مدى استقرار وثبات النتائج (SEM: 4, 5, 6) من خلال استخدام مقاييس بديلة أخرى للمتغير التابع (الاحتفاظ بالنقدية) وكذلك المتغير المستقل (القيود المالية للشركات)، وذلك بهدف التحقق من المسارات المباشرة وغير المباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية فى ظل وساطة التجنب الضريبي، ويمكن استعراض نتائج تلك المسارات كما يلي:

#### ٥-٤-٣-١ نتائج تحليل المسار المباشر بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية:

أظهرت نتائج تحليل المسار المباشر بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية سواء باستخدام النماذج الهيكلية الأساسية أو النماذج الخاصة بتحليل مدى استقرار وثبات النتائج عن وجود علاقة إيجابية ومعنوية (عند مستوى معنوية 1%) بين القيود المالية للشركات - معبراً عنها بكلٍ من مؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية ومؤشر توزيعات الأرباح المدفوعة - والاحتفاظ بالنقدية معبراً عنها بكلٍ من نسبة النقدية المحتفظ بها لدى الشركة إلى إجمالي أصولها بدون النقدية وما فى حكمها، والنقدية المحتفظ بها نسبة إلى قيمة مبيعات الشركة والمعدلة بوسيط الاحتفاظ بالنقدية لدى القطاع الذى تنتمى إليه الشركة.

ويلاحظ وجود انخفاض فى قيمة معاملات الانحدار الخاصة بالقيود المالية للشركات عند بيان علاقتها بالاحتفاظ بالنقدية باستخدام النماذج الهيكلية الأساسية المصممة لاختبار فروض البحث (SEM: 1, 2, 3) - والتي بلغت قيمتها على التوالي (0.0341، 0.0339، 0.0334)، وذلك مقارنة بالنماذج الهيكلية الخاصة بتحليل استقرار وثبات النتائج (SEM: 4, 5, 6)؛ حيث بلغت قيمتها على التوالي (1.798، 1.828، 1.826). وقد يعكس هذا الانخفاض محدودية مؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية مقارنة بمؤشر توزيعات الأرباح المدفوعة فى تصنيف الشركات حسب درجة قيودها المالية. وبالتالي يستجيب سلوك الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية بدرجة أكبر لتغير القيود المالية وفقاً لتوزيعات أرباحها مقارنة بمؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية.

لذا يمكن أن يتسبب مؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية كمقياس بديل للقيود المالية للشركات فى الوقوع فى خطأ تصنيف بعض الشركات غير المقيدة مالياً على أنها شركات مقيدة مالياً، بالشكل الذى قد يترتب عليه اختلاف درجة توجهها نحو الاحتفاظ بالنقدية مقارنة بالشركات المقيدة مالياً فعلاً. إذ أن الشركات غير المقيدة مالياً والمصنفة بالخطأ على أنها شركات مقيدة مالياً قد تسعى إلى الاحتفاظ بالنقدية بالقدر الذى يمكنها من تعزيز استثماراتها المستقبلية. بينما تقوم الشركات المقيدة مالياً بالاحتفاظ بالنقدية بقدر أكبر للتحوط من التقلبات فى التدفقات النقدية التشغيلية.

وقد يفسر ما سبق السبب وراء انخفاض قيمة معاملات الانحدار الخاصة بالقيود المالية وفقاً لمؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية عند تفسير سلوك الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية، وذلك بما يتوافق مع نتائج دراسة (Pal and Ferrando, 2010).

وجدير بالذكر الإشارة أيضاً إلى وجود اختلاف طفيف في قيمة معاملات الانحدار الخاصة بالقيود المالية للشركات عند اختبار علاقتها بالاحتفاظ بالنقدية سواء باستخدام النماذج الهيكلية الأساسية (SEM: 1, 2, 3) أو النماذج الخاصة بتحليل مدى استقرار وثبات النتائج (SEM: 4, 5, 6). وقد يرجع ذلك إلى تأثير القيود المالية للشركات بباقي متغيرات النموذج الهيكلي التي تنتهي مساراتها عند المتغير الخاص بالاحتفاظ بالنقدية والتي تعبر عن المقاييس البديلة للتجنب الضريبي وهي: الفرق بين معدل الضريبة النقدى الفعال ومعدل الضريبة القانوني (الإسمي)، ومعدل التأجيل الضريبي، والفرق الضريبية الدائمة.

كما أظهرت النتائج تزايد إقبال الشركات المقيدة مالياً مقارنة بمثيلتها من الشركات غير المقيدة مالياً في بيئة الأعمال المصرية على الاحتفاظ بالنقدية، وذلك في ظل معنوية العلاقة بين المتغيرات الرقابية والاحتفاظ بالنقدية في جميع النماذج الهيكلية المستخدمة. مع ضرورة الإشارة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي (عند مستوى 1%) لكل من (تقلبات التدفقات النقدية، والتدفقات النقدية التشغيلية، وربحية الشركة) على الاحتفاظ بالنقدية. ولكن أوضحت النتائج وجود أثر سلبي ومعنوي لكل من (الرافعة المالية، والإنفاق الرأسمالي، وحجم الشركة، وتوزيعات الأرباح المدفوعة) على الاحتفاظ بالنقدية وذلك عند (مستوى معنوية 1%) بينما كان الإنفاق الرأسمالي معنوياً عند (مستوى 5%).

أما الأزمات المالية والسياسية (كمتغير رقابي) لم يظهر لها أي تأثير معنوي على الاحتفاظ بالنقدية. بما يشير إلى أن توجه الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية لم يختلف خلال السلسلة الزمنية المستخدمة في البحث والممتدة من عام 2008 حتى عام 2018، وذلك بغض النظر عن الأزمات المالية والسياسية التي شهدتها تلك الفترة الزمنية محل البحث. وهو عكس ما توصلت إليه دراسة (Azmat and Iqbal, 2017) بشأن قيام الشركات المقيدة مالياً بالاحتفاظ بالنقدية بشكل أكبر من الشركات غير المقيدة مالياً خاصة في توقيت حدوث الأزمة المالية العالمية عام 2008.

**ويرى الباحث أن النتائج السابقة يمكن بلورتها في مجموعة من النقاط كما يلي:**

- يزداد لدى الشركات المقيدة مالياً سلوك الاحتفاظ بالنقدية في ظل ظروف عدم التأكد حيث لا يمكنها الوصول إلى سوق رأس المال للحصول على التمويل اللازم لها، وذلك من أجل تسهيل إنفاقها على مجالات الاستثمار المختلفة وأنشطة البحوث والتطوير، وذلك بما يتفق مع نتائج دراسة كل من (Opler, et al., 1999; Almeida, et al., 2004; Chang, et al., 2013).

- تميل الشركات المقيدة مالياً نحو زيادة الاحتفاظ بالنقدية استجابة لزيادة تقلب التدفقات النقدية، ليشير ذلك إلى أهمية الدافع التحوطي أو الوقائي للاحتفاظ بالنقدية وذلك للتحوط ضد مخاطر

عجز التدفقات النقدية المستقبلية بالنسبة للشركات المقيدة مالياً مقارنة بمثلتها من الشركات غير المقيدة مالياً، بما يتفق مع نتائج دراسة (Han and Qui, 2007).

- تعمل القيود المالية للشركات بمثابة وسيلة تأديبية (عقابية) للمدراء بشكل يجعلهم غير قادرين على إهدار مصادر التمويل الداخلية التي تعد النقدية المحفوظ بها أحد أهم تلك المصادر، ومن ثم يسمح الاحتفاظ بالنقدية بتجنب نقص الاستثمار وتخفيض فرص النمو خاصة في الشركات التي تعاني من زيادة القيود المالية للشركات، بما يتفق مع نتائج دراسة كل من (Harford, et al., 2008; Han and Qiu, 2007; Denis and Sibilkov, 2010)

ومما سبق وفي ضوء ما توصل إليه الباحث من نتائج حول المسار المباشر بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال المصرية، يمكن رفض فرض العدم إحصائياً ومن ثم قبول الفرض الرئيسي الأول للبحث في صيغته البديلة التي تنص على أنه "توجد علاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال المصرية". وذلك مع ضرورة الإشارة إلى أن هذه النتيجة (Robust) نظراً لاختبار مدى استقرار وثبات تلك النتيجة من خلال تغيير المقاييس المستخدمة للتعبير عن القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية. وللتعرف على الأدوات التي قد تستعين بها الشركات وتحفزها القيود المالية للشركات من أجل توفير النقدية والاحتفاظ بها، سيسعى الباحث إلى استعراض نتائج العلاقة المباشرة بين القيود المالية للشركات وممارسات التجنب الضريبي باعتبارها من المصادر المحتملة للاحتفاظ بالنقدية وذلك كما في الجزء التالي.

#### ٥-٤-٣-٢ نتائج تحليل المسار المباشر بين القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي:

أظهرت نتائج تحليل المسار المباشر بين القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي سواء باستخدام النماذج الهيكلية الأساسية أو النماذج الخاصة بتحليل مدى استقرار وثبات النتائج وجود علاقة إيجابية ومعنوية (عند مستوى معنوية 1% و 5%) بين القيود المالية للشركات - معبراً عنها بكل من مؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية ومؤشر توزيعات الأرباح المدفوعة - والتجنب الضريبي معبراً عنه بثلاثة مقاييس بديلة هي: الفروق بين معدل الضريبة النقدي الفعال ومعدل الضريبة القانوني (الإسمى)، ومعدل التأجيل الضريبي، والفروق الضريبية الدائمة.

وأوضحت نتائج النماذج الهيكلية الأساسية تزايد قوة العلاقة بين القيود المالية للشركات - معبراً عنها بمؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية ومؤشر توزيعات الأرباح المدفوعة - والتجنب الضريبي خاصة باستخدام معدل التأجيل الضريبي، وذلك مقارنة ببقية المقاييس المستخدمة للتعبير عن التجنب الضريبي؛ حيث بلغت قيمة معاملات الانحدار الخاصة بالقيود المالية للشركات بمؤشراتها (Fianacial Constraints: 1, 2) على التوالي ما قيمته (0.0234، 0.0308)، وذلك في حالة علاقتها بالتجنب الضريبي القائم على التأجيل الضريبي. وبالتالي، فإن الشركات المقيدة مالياً تلجأ إلى استخدام ممارسات التأجيل الضريبي، نظراً لأن التأجيل الضريبي قد يسهم في زيادة

الوفورات الضريبية، وذلك بما لا يؤثر على الأرباح المفصح عنها في القوائم المالية وفقاً للمبادئ المحاسبية المقبولة والمتعارف عليها (GAAP).

كما أظهرت النتائج تزايد قوة العلاقة التآثرية بين القيود المالية للشركات - معبراً عنها بمؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية - والتجنب الضريبي معبراً عنه بالفروق الضريبية الدائمة، وذلك مقارنة بالتجنب الضريبي معبراً عنه بالفروق بين معدل الضريبة النقدية الفعال ومعدل الضريبة القانوني (الإسمى)؛ حيث بلغت قيمة معاملات الانحدار على التوالي ما قيمته (0.0095)، (0.0057).

بينما حدث العكس عند إجراء تحليل مدى استقرار وثبات النتائج باستخدام مؤشر آخر لقياس القيود المالية للشركات وذلك بالاعتماد على توزيعات الأرباح المدفوعة، حيث تزايدت قوة العلاقة التآثرية بين هذا المؤشر لقياس القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي مقاساً بالفروق بين معدل الضريبة النقدية الفعال ومعدل الضريبة القانوني (الإسمى)، وذلك مقارنة بالتجنب الضريبي معبراً عنه بالفروق الضريبية الدائمة، حيث بلغت قيمة معاملات الانحدار على التوالي ما قيمته (0.028، 0.0136).

وبالتالي، تختلف قوة العلاقة التآثرية بين القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي باختلاف المقاييس البديلة المعيرة عن كل من القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي، وذلك على الرغم من عدم تأثر اتجاه العلاقة ومعنويتها، ليعكس ذلك استقرار وثبات النتائج (Robust) مع أهمية التعبير عن كل من القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي بمقاييس بديلة.

وفي ضوء النتائج السابقة يتضح للباحث أن الشركات المقيدة مالياً تميل نحو الانخراط في تطبيق ممارسات التجنب الضريبي وذلك للأسباب التالية:

- حاجة الشركات خاصة المقيدة مالياً إلى توليد المزيد من التدفقات النقدية وزيادة النقدية المحتفظ بها لتحسين كفاءة الاستثمار من خلال تخفيض مقدار نقص الاستثمار عن مستواه الأمثل، وذلك عن طريق استغلال المدخرات النقدية في زيادة رأس المال المستثمر في المستقبل، وذلك بما يتوافق مع نتائج دراسة (Edwards et al. 2016; Hermawan and Riandoko, 2018; Chen and Lai, 2012).

- حاجة الشركات خاصة المقيدة مالياً إلى تخفيض المدفوعات الضريبية كنتيجة لممارسات التجنب الضريبي للحصول على التمويل اللازم لها دون التأثير سلباً على عملياتها التشغيلية وذلك بخلاف الأساليب الأخرى التي قد تتبعها لتخفيض التكاليف وتوفير النقدية مثل: خفض مصروفات الحملات الإعلانية ونفقات البحوث والتطوير والنفقات الرأسمالية ونفقات تدريب العاملين.

- حاجة الشركات المقيدة مالياً إلى استخدام ممارسات التجنب الضريبي خاصة من خلال اللجوء إلى التأجيل الضريبي وذلك لدوره في زيادة الوفورات الضريبية دون التأثير على الأرباح المبلغ عنها في القوائم المالية.

٥- حاجة الشركات خاصة المقيدة مالياً إلى إرسال إشارات للسوق لتعظيم قيمة الشركة من خلال الحصول على أموال الوفر الضريبي وتوزيعها على حملة الأسهم في شكل توزيعات أرباح، أو الاستفادة منها من خلال زيادة الموارد المالية المتاحة للاستثمار. وبالتالي زيادة الأرباح وتعظيم قيمة الشركة، وذلك بما يتفق مع نتائج دراسة (Crocker and Slemrod, 2005).

مما سبق، وفي ضوء ما توصل إليه الباحث من نتائج حول المسار المباشر بين القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي في بيئة الأعمال المصرية، يمكن رفض فرض العدم إحصائياً ومن ثم قبول الفرض الرئيسي الثاني للبحث في صيغته البديلة التي تنص على أنه "توجد علاقة بين القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي في بيئة الأعمال المصرية". وذلك مع ضرورة الإشارة إلى أن هذه النتيجة (Robust) نظراً لاختبار مدى استقرار وثبات تلك النتيجة من خلال تغيير المقاييس المستخدمة للتعبير عن القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي. وللتعرف على ما إذا كانت الشركات ستقوم باستخدام الوفورات الضريبية والاحتفاظ بها لمواجهة عجز التدفقات النقدية المستقبلية من عدمه، سيسعى الباحث إلى استعراض نتائج العلاقة المباشرة بين التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية وذلك كما في الجزء التالي.

#### ٥-٤-٣ نتائج تحليل المسار المباشر بين التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية:

أوضحت نتائج تحليل المسار المباشر بين التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية في كل من النماذج الهيكلية الأساسية (SEM: 1, 2, 3) والنماذج الخاصة بتحليل استقرار وثبات النتائج (SEM: 4, 5) (6) عن وجود علاقة إيجابية ومعنوية (عند مستوى معنوية 1%) وذلك باستخدام ثلاث مقاييس بديلة للتجنب الضريبي وهي: الفروق بين معدل الضريبة النقدى الفعال ومعدل الضريبة القانوني (الإسمى)، ومعدل التأجيل الضريبي، والفروق الضريبية الدائمة، وكذلك باستخدام مقياسين للاحتفاظ بالنقدية، هما؛ نسبة النقدية المحتفظ بها إلى إجمالي أصول الشركة بدون النقدية وما في حكمها، والنقدية المحتفظ بها نسبة إلى قيمة مبيعات الشركة والمعدلة بوسيط الاحتفاظ بالنقدية لدى القطاع الذى تنتمى إليه الشركة.

وبصفة عامة تزداد قوة العلاقة التأثيرية بين المقاييس البديلة للتجنب الضريبي كل على حدة والاحتفاظ بالنقدية معبراً عنها بمؤشر ((Cash Holding (2)، وذلك مقارنة بمؤشر (Cash Holding (1))، حيث بلغت قيمة معاملات الانحدار عند قياس الاحتفاظ بالنقدية بمؤشر ((Cash Holding (2) والتعبير عن التجنب الضريبي بمقاييسه الثلاثة البديلة على التوالي ما قيمته: (3.1527، 1.911، 4.508)، ولكن بلغت قيمة معاملات الانحدار عند قياس الاحتفاظ بالنقدية بمؤشر (Cash Holding (1)) والتعبير عن التجنب الضريبي بمقاييسه الثلاثة البديلة على التوالي ما قيمته: (0.0123، 0.0334، 0.0745). ليعكس ذلك أهمية التعبير عن مقياس الاحتفاظ بالنقدية الخاص بالشركة وذلك بعد تعديله بوسيط القطاع الذى تنتمى إليه الشركة ((Cash Holding (2).

وبالنظر إلى النموذج الهيكلي الذي ينحدر فيه الاحتفاظ بالنقدية - باستخدام مؤشر (Cash Holding (2) - على المقاييس البديلة الثلاث للتجنب الضريبي يلاحظ تزايد إقبال الشركات على الاحتفاظ بالنقدية نتيجة الاستفادة من الوفورات الضريبية التي يتيحها تطبيق ممارسات التجنب الضريبي المعبر عنها ب : الفروق الضريبية الدائمة، ويلي ذلك الفروق بين معدل الضريبة النقدى الفعال ومعدل الضريبة القانونى (الإسمى)، وأخيراً، التأجيل الضريبي؛ حيث بلغت قيمة معاملات الانحدار على التوالي: (1.911، 3.157، 4.508).

ولكن بإمعان النظر فى النموذج الهيكلي الذي ينحدر فيه الاحتفاظ بالنقدية - باستخدام مؤشر (Cash Holding (1) - على المقاييس البديلة الثلاث للتجنب الضريبي يلاحظ تزايد إقبال الشركات على الاحتفاظ بالنقدية نتيجة الاستفادة من الوفورات الضريبية التي يتيحها تطبيق ممارسات التجنب الضريبي المعبر عنها ب : الفروق الضريبية الدائمة، ويلي ذلك التأجيل الضريبي، وأخيراً، الفروق بين معدل الضريبة النقدى الفعال ومعدل الضريبة القانونى (الإسمى)؛ حيث بلغت قيمة معاملات الانحدار على التوالي: (0.123، 0.0334، 0.0745).

وبالتالى، فإن الوفورات الضريبية التي تحققها ممارسات التجنب الضريبي - سواء المعبر عنها بالفروق بين معدل الضريبة النقدى الفعال ومعدل الضريبة القانونى (الإسمى)، أو التأجيل الضريبي، أو الفروق الضريبية الدائمة - يتم الاحتفاظ بها ولكن بدرجات مختلفة وذلك لاختلاف درجة تأثيرها على مؤشرات الاحتفاظ بالنقدية ((Cash Holding (1); Cash Holding (2))، وذلك مع ضرورة الأخذ بتأثير المتغيرات الضابطة المؤثرة على الاحتفاظ بالنقدية السابق الإشارة إليها عند استعراض نتائج المسار المباشر بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية.

لذا يرى الباحث فى ضوء ما توصل إليه من نتائج أن ممارسات التجنب الضريبي تعد من أهم المصادر التي تلجأ إليها الشركات من أجل زيادة الاحتفاظ بالنقدية وذلك للأسباب التالية:

- تسهم ممارسات التجنب الضريبي فى تحقيق وفورات ضريبية نتيجة لتخفيض المدفوعات الضريبية المستحقة إلى الحد الأدنى. بما قد يعظم من التدفقات النقدية للشركة التي يتم الاحتفاظ بالقدر الكافي منها لمواجهة عجز التدفقات النقدية المستقبلية أو تعزيز استثماراتها.

- تطبيق ممارسات التجنب الضريبي يؤدي إلى زيادة حالة عدم التأكد المرتبطة بالعقوبات الضريبية التي قد تنتج عن تأخير سداد المدفوعات الضريبية (قيمة الضرائب والغرامات المرتبطة بها نتيجة التأخر عن سدادها). بما قد يحفز الشركات إلى حجز المزيد من النقدية لتلبية الاحتياجات المستقبلية وتغطية مخاطر الإدارة الضريبية مستقبلاً عند اكتشاف الشركات تطبيق ممارسات التجنب الضريبي.

- التجنب الضريبي يمكن أن يؤدي إلى زيادة مخاطر الشركة، وتخفيض شفافية البيئة المعلوماتية الخاصة بالشركة، وتحفيز مشاكل الوكالة. الأمر الذي قد يترتب عليه زيادة مخاطر تقلب

التدفقات النقدية للشركة، ومن ثم زيادة دوافع الشركة نحو الاحتفاظ بالنقدية لمواجهة حالات عدم التأكد الطارئة في المستقبل.

ومما سبق وفي ضوء ما توصل إليه الباحث من نتائج حول المسار المباشر بين التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال المصرية، يمكن رفض فرض العدم إحصائياً ومن ثم قبول الفرض الرئيسي الثالث للبحث في صيغته البديلة التي تنص على أنه "توجد علاقة بين التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات في بيئة الأعمال المصرية". وذلك مع ضرورة الإشارة إلى أن هذه النتيجة (Robust) نظراً لاختبار مدى استقرار وثبات تلك النتيجة من خلال تغيير المقاييس المستخدمة للتعبير عن كل من التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية.

وفي ضوء نتائج اختبار المسارات المباشرة السابقة - بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية، وكذلك بين القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي، وأخيراً بين التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية - أصبح من الممكن تحديد العلاقة غير المباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية عبر توسيط التجنب الضريبي، وهو ما سوف يعرضه الباحث في الجزء التالي.

#### ٥-٤-٣-٤ نتائج تحليل المسار غير المباشر بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية من خلال توسيط التجنب الضريبي:

في ضوء ما أشارت إليه دراسة (Baron and Kenny's, 1986) يمكن تحليل العلاقة غير المباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية عبر توسيط التجنب الضريبي، وذلك للتحقق مما إذا كان التجنب الضريبي يتوسط هذه العلاقة باعتباره متغير وسيط أم لا، وذلك بالتحقق من:

- معنوية الأثر المباشر للمتغير المستقل (القيود المالية للشركات) على المتغير التابع (الاحتفاظ بالنقدية).

- معنوية الأثر غير المباشر بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية من خلال توسيط التجنب الضريبي، وهو عبارة عن محصلة ضرب كل من الأثر المباشر للقيود المالية للشركات على التجنب الضريبي في الأثر المباشر للتجنب الضريبي على الاحتفاظ بالنقدية.

وفي ضوء نتائج الجدول رقم (8) السابق الإشارة إليه يمكن توضيح الآثار المباشرة وغير المباشرة لمسارات النماذج الهيكلية وذلك في الجدول رقم (9) التالي:

جدول (٩): أثر مسارات النماذج الهيكلية

النماذج Models	المسارات Paths	الأثار المباشرة Direct Effects	الأثار غير المباشرة Indirect Effects	الأثار الكلية Total Effects
	القيود المالية ← الاحتفاظ بالنقدية			
SEM (1)	Cash Holding (1) ← Financial Constraints (1)	٠.٣٤١١ ***[٩.٧٠٠]	٠.٠٠٠٠٧ ***[٠.٨٦٠]	٠.٣٤١٨ ***[٩.٧٢٠]
SEM (2)	Cash Holding (1) ← Financial Constraints (1)	٠.٣٣٣٩ ***[٩.٤٩٠]	٠.٠٠٠٧٩ ***[٣.٥٨٠]	٠.٣٤١٨ ***[٩.٧٢٠]
SEM (3)	Cash Holding (1) ← Financial Constraints (1)	٠.٣٣٤٧ ***[٩.٥٢٠]	٠.٠٠٠٧١ ***[٣.٤٠٠]	٠.٣٤١٨ ***[٩.٧٢٠]
<b>(Robustness Analysis) تحليل استقرار أو ثبات النتائج</b>				
SEM (4)	Cash Holding (2) ← Financial Constraints (2)	١.٧٩٨٧٦ ***[٥.٤٧٠]	٠.٠٨٩٠٢ ***[٢.٦٦٠]	١.٨٨٧٧٩ ***[٥.٧٦٠]
SEM (5)	Cash Holding (2) ← Financial Constraints (2)	١.٨٢٨٧٨ ***[٥.٥٨٠]	٠.٠٥٩٠٠ ***[٣.٠٣٠]	١.٨٨٧٧٩ ***[٥.٧٦٠]
SEM (6)	Cash Holding (2) ← Financial Constraints (2)	١.٨٢٦٢١ ***[٥.٥٧٠]	٠.٠٦١٥٨ ***[٣.٠٠٠]	١.٨٨٧٧٩ ***[٥.٧٦٠]

ومن الجدول السابق سواء باستخدام النماذج الهيكلية الأساسية المصممة لاختبار فروض البحث (SEM: 1, 2, 3) أو نماذج اختبار استقرار أو ثبات النتائج (SEM: 4, 5, 6) أن التأثير الكلي للقيود المالية للشركات على الاحتفاظ بالنقدية مصدره كل من الأثر المباشر بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية بالإضافة إلى الأثر غير المباشر بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية عبر توسط التجنب الضريبي؛ الذي تم قياسه باستخدام ثلاثة مقاييس بديلة هي: الفرق بين معدل الضريبة النقدى الفعال ومعدل الضريبة القانونى (الإسمى)، ومعدل التأجيل الضريبي، والفرق الضريبية الدائمة.

ويبلغ قيمة معامل التأثير الكلي (مجموع الأثر المباشر وغير المباشر) للقيود المالية للشركات معبراً عنها بمؤشر حساسية النقدية للتدفقات النقدية (1) Financial Constraints على الاحتفاظ بالنقدية (معبراً عنه بنسبة النقدية المحتفظ بها إلى إجمالي أصول الشركة بدون النقدية وما فى حكمها) (Cash Holding (1)) ما قيمته (0.03418). بينما بلغ معامل التأثير غير المباشر بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية عبر ممارسات التجنب الضريبي بمقاييسها الثلاثة البديلة ما قيمته (0.0007) أى بما يعادل (2.05%) من معامل التأثير الكلى. وبالتالي فإن النسبة المتبقية من الأثر الكلى (97.95%) تتحقق إما بشكل مباشر أو عبر مسارات أخرى، وهو ما قد يعكس وجود تأثير وسيط محدود لممارسات التجنب الضريبي باستخدام النماذج الهيكلية الأساسية المصممة لاختبار فروض البحث (SEM: 1, 2, 3).

ولكن باستخدام المقاييس البديلة لكل من القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية عند تحليل مدى استقرار وثبات النتائج - باستخدام النماذج الهيكلية (SEM: 4, 5, 6) - يتضح أن قيمة

معامل التأثير الكلى (مجموع الأثر المباشر وغير المباشر) للقيود المالية للشركات (معبراً عنها بمؤشر توزيعات الأرباح المدفوعة) ((2) Financial Constraints) على الاحتفاظ بالنقدية (معبراً عنه بالنقدية المحتفظ بها نسبة إلى قيمة مبيعات الشركة والمعدلة بوسيط الاحتفاظ بالنقدية لدى القطاع الذى تنتمى إليه الشركة) ((2) Cash Holding) ما قيمته (1.887). بينما يبلغ قيمة معامل التأثير غير المباشر بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية عبر ممارسات التجنب الضريبي بمقاييسها البديلة الثلاثة على التوالي ما قيمته (0.089، 0.059، 0.062) أى بما يعادل (4.7%، 3.12%، 3.29%) من معامل التأثير الكلى. وبالتالي فإن النسبة المتبقية من الأثر الكلى تتحقق إما بشكل مباشر أو عبر مسارات أخرى.

ومن ثم يتضح دور ممارسات التجنب الضريبي إلى حد ما بشكل أفضل فى تفسير العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية باستخدام المقاييس البديلة لكل من القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية، يكشف ذلك عن محدودية مقياس حساسية النقدية للتدفقات النقدية فى تصنيف الشركات حسب درجة قيودها المالية ومن ثم علاقتها بمؤشر الاحتفاظ بالنقدية مقارنة بمؤشر توزيعات الأرباح المدفوعة.

كما يتضح معنوية الأثار الموجبة والمباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية، بالإضافة إلى معنوية الأثار الموجبة وغير المباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية عبر توسيط التجنب الضريبي وذلك عند مستوى معنوية (1%)، ومن ثم معنوية الأثر الكلى للقيود المالية للشركات على الاحتفاظ بالنقدية عند مستوى معنوية (1%)، بما ينبىء طبقاً لاختبار (Baron and Kennys) عن وجود أثر وسيط للتجنب الضريبي على العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية، وذلك باختلاف المقاييس المعبرة عن كل من التجنب الضريبي والقيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية.

وتجدر الإشارة إلى أن وساطة التجنب الضريبي العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية وساطة جزئية وليست وساطة كاملة. نظراً لأن الأثر الكلى بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية مصدره كل من الأثر المباشر بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية فى ظل غياب التجنب الضريبي (المتغير الوسيط). وكذلك الأثر غير المباشر بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية عبر توسيط التجنب الضريبي.

وتؤكد الاختبارات الإحصائية الخاصة بـ (Sobel-test; Aroian-test; Goodman-test) وساطة التجنب الضريبي العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية كما يوضح الجدول رقم (١٠):

جدول (١٠): نتائج اختبارات وساطة مؤشرات التجنب الضريبي العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية

النماذج الهيكلية الأساسية				
الاحتفاظ بالنقدية (1) ← التجنب الضريبي (1,2,3) ← المسارات: القيود المالية للشركات (1)				
Cash Holding (1) ← Tax Avoidance (1,2,3) ← Financial Constraints (1)				
النماذج Model	Sobel test	Aroian test	Goodman test	نوع الوساطة Type of Mediation
SEM (1)	***[٢.٩٦٥٨]	***[٢.٩٢٦٧]	***[٣.٠٠٦٥]	وساطة جزئية
SEM (2)	***[٣.٥٧٨٩]	***[٣.٥٤٤٩]	***[٣.٦١٣٨]	وساطة جزئية
SEM (3)	***[٣.٣٩٩٧]	***[٣.٣٦٣٥]	***[٣.٤٣٧٠]	وساطة جزئية
النماذج الهيكلية الخاصة بتحليل مدى استقرار وثبات النتائج				
الاحتفاظ بالنقدية (2) ← التجنب الضريبي (1,2,3) ← المسارات: القيود المالية للشركات (2)				
Cash Holding (2) ← Tax Avoidance (1,2,3) ← Financial Constraints (2)				
النماذج Model	Sobel test	Aroian test	Goodman test	نوع الوساطة Type of Mediation
SEM (4)	***[٢.٦٥٩٠]	***[٣.٠٩٠٨]	***[٣.١٤٢٣]	وساطة جزئية
SEM (5)	***[٣.٠٢٨٤]	***[٢.٩٩٦٠]	***[٣.٠٦١٩]	وساطة جزئية
SEM (6)	***[٢.٩٩٦٩]	***[٢.٩٦٨٠]	***[٣.٠٢٦٦]	وساطة جزئية
<b>Notes:</b> ***, ** and * are significant at the 1%, 5% and 10% levels respectively.				

ويلاحظ أن نتائج الجدول السابق تؤكد ما تم استنتاجه باستخدام اختبار (Baron and Kenny's) بشأن وساطة التجنب الضريبي العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية؛ حيث جاءت النتائج الإحصائية للثلاث اختبارات معنوية بالنسبة لكافة المسارات سواء باستخدام النماذج الهيكلية الأساسية المصممة لاختبار فروض البحث (SEM: 1, 2, 3) أو نماذج اختبار استقرار أو ثبات النتائج (SEM: 4, 5, 6). ومن ثم تتحقق مساهمة البحث المتوقعة من خلال إلقاء الضوء على الآلية التي ينتقل بها تأثير القيود المالية للشركات على الاحتفاظ بالنقدية عبر توسيط ممارسات التجنب الضريبي.

لذا يرى الباحث أن تزايد إقبال الشركات المقيدة مالياً على تطبيق ممارسات التجنب الضريبي قد يكون من أحد أهدافه زيادة النقدية المحتفظ بها سواء لمواجهة عجز التدفقات النقدية المستقبلية في ظل ظروف عدم التأكد أو عدم إهدار الفرص الاستثمارية المتاحة وذلك للأسباب التالية:

- توفر القيود المالية التي تعاني منها الشركات الدوافع لدى المدارة لتطبيق أنشطة التجنب الضريبي بغرض توليد إيرادات داخلية خاصة في ظل صعوبة حصول تلك الشركات على التمويل الخارجي، بما قد يجبر الشركة الاعتماد بشكل أكبر على مصادر التمويل الداخلية

التي قد تتحقق من خلال العمليات التشغيلية والأساسية بالشركة أو من خلال محاولة خفض الشركة لإلتزاماتها الضريبية عبر أنشطة التجنب الضريبي.

- اقتناع حملة الأسهم بالوظيفة التأديبية للقيود المالية قد يجعلهم يتقوا في ما قد يقبل عليه المدراء من توسع في تنفيذ ممارسات التجنب الضريبي باعتبارها وسيلة تقوم من خلالها الشركات المقيدة مالياً بتوليد التمويل الداخلى لها لتمويل أنشطتها المختلفة وذلك دون التشكك في قيام المدراء بإهدار وتبديد الوفورات الضريبية المحققة من ممارسات التجنب الضريبي إلى جانب الأرصدة النقدية المحتفظ بها.

- تعكس القيود المالية للشركات عدم تطور الأسواق المالية بما قد يوفر الدوافع لدى المدراء نحو التوسع في تطبيق ممارسات التجنب الضريبي واستغلال المجالات الغامضة في القوانين الضريبية لتحقيق الوفورات الضريبية لمواجهة احتياجات الشركة المستقبلية من النقدية. وفي نفس التوقيت، يزداد الدافع التحوطي أو الوقائي للاحتفاظ بالنقدية لدى الشركة نتيجة التوسع في تطبيق ممارسات التجنب الضريبي، وذلك لمواجهة مخاطر اكتشاف الإدارة الضريبية تطبيق الشركات ممارسات التجنب الضريبي، وذلك عند مراجعة تلك الممارسات وتعديلها بأثر رجعي من قبل الإدارة الضريبية في المستقبل، ومن ثم إجبار الشركات على سداد قيمة الضرائب المستحقة بالإضافة إلى الغرامات المترتبة على تأخر الشركة عن سدادها.

مما سبق وفي ضوء ما توصل إليه الباحث من نتائج حول المسار غير المباشر بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية عبر توسيط التجنب الضريبي، يمكن رفض فرض العدم إحصائياً ومن ثم قبول الفرض الرئيسي الرابع للبحث في صيغته البديلة التي تنص على أنه توجد علاقة غير مباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال المصرية في ظل توسيط التجنب الضريبي"، وذلك مع ضرورة الإشارة إلى أن هذه النتيجة (Robust) نظراً لاختبار مدى استقرار وثبات تلك النتيجة من خلال تغيير المقاييس المستخدمة للتعبير عن كل من القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية والتجنب الضريبي.

وفي ختام مناقشة نتائج اختبار فروض البحث يمكن استعراض القوة التفسيرية للنماذج الهيكلية المستخدمة في اختبار فروض البحث والتي تنتهي مساراتها بكل من الاحتفاظ بالنقدية والتجنب الضريبي للشركات كل على حدة في الجدول رقم (11):

جدول (١١): القوة التفسيرية لمتغيرات النماذج الهيكلية وفقاً لمعامل التحديد ( $R^2$ )

المتغيرات التابعة Endogenous Variables	Cash Holding (1)			Cash Holding (2)		
	Tax Avoidance (1)	Tax Avoidance (2)	Tax Avoidance (3)	Tax Avoidance (1)	Tax Avoidance (2)	Tax Avoidance (3)
	SEM (1)	SEM (2)	SEM (3)	SEM (4)	SEM (5)	SEM (6)
التجنب الضريبي	٠.١١٠٩	٠.١٣٩٧	٠.١٥٠٦	٠.١١٩٢	٠.١٤٠٤	٠.١٥١٧
الاحتفاظ بالنقدية	٠.٢٦٠١	٠.٢٦١٧	٠.٢٦١٤	٠.٢٤٩١	٠.٢٥٩٥	٠.٢٦٩٤
القوة التفسيرية الكلية	٠.٣٣٦٠	٠.٣٤٠٧	٠.٣٥٨١	٠.٣٢٦٣	٠.٣٣٨٥	٠.٣٤٩٠

وفى ضوء الجدول السابق يتضح أنه تم استخدام مقياسين للاحتفاظ بالنقدية، هما: نسبة النقدية المحفوظ بها إلى إجمالي أصول الشركة بدون النقدية وما فى حكمها ((Cash Holding (1))، والنقدية المحفوظ بها نسبة إلى قيمة مبيعات الشركة والمعدلة بوسيط الاحتفاظ بالنقدية لدى القطاع الذى تنتمى إليه الشركة ((Cash Holding (2))، بالإضافة إلى ثلاثة مقاييس بديلة للتجنب الضريبي، وهى: الفروق بين معدل الضريبة النقدى الفعال ومعدل الضريبة القانونى (الإسمى Tax Avoidance (1): CETR)، ومعدل التأجيل الضريبي (Tax Avoidance (2): DTR)، والفروق الضريبية الدائمة (Tax Avoidance (3): PBDT).

كما يظهر الجدول السابق باستخدام ((Cash Holding (1)) كمقياس للاحتفاظ بالنقدية أن القيود المالية للشركات قادرة على تفسير (11.9%، 13.9%، 15.06%) من التغيرات فى ممارسات التجنب الضريبي بمقاييسها الثلاثة البديلة على التوالى، ولكن باستخدام ((Cash Holding (2)) كمقياس للاحتفاظ بالنقدية يتضح أن القيود المالية للشركات قادرة على تفسير (11.9%، 14.04%، 15.17%) من التغيرات فى ممارسات التجنب الضريبي بمقاييسها الثلاثة البديلة على التوالى.

بينما تبلغ القدرة التفسيرية لمتغيرات النماذج الهيكلية التى تتضمن القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي وتنتهى مساراتها بالاحتفاظ بالنقدية (كمتغير تابع) (26.01%، 26.17%، 26.14%) وذلك باستخدام ((Cash Holding (1)) كمقياس للاحتفاظ بالنقدية، ولكن باستخدام ((Cash Holding (2)) كمقياس للاحتفاظ بالنقدية تبلغ القدرة التفسيرية لمتغيرات تلك النماذج ما قيمته (24.9%، 25.9%، 26.9%).

وبناءً عليه يلاحظ أن معامل التحديد ( $R^2$ ) للنماذج ككل تتراوح فيما بين (32.6%، 35.8%) وهو ما قد يعكس مستوى ملائمة مقبول. وللتحقق من معنوية النماذج الهيكلية بمساراتها المختلفة يمكن استعراض نتائج اختبار (Wald-test) وذلك للتحقق من ما إذا كانت معاملات المسارات باستثناء الجزء الثابت تساوى صفراً أم لا، وذلك كما يوضح الجدول رقم (12):

جدول (١٢): نتائج اختبار (Wald-test)

المتغيرات التابعة Endogenous Variables	Cash Holding (1)			Cash Holding (2)		
	SEM (1)	SEM (2)	SEM (3)	SEM (4)	SEM (5)	SEM (6)
التجنب الضريبي	[١٦٢٢.١] ***	*[٥٣٦.٦٣] **	*[٢٣٠.٤٧] **	[١٧٥٩.٢٩] ***	*[٥٤٧.٥٣] **	[٢٣٢٤.١٦] ***
الاحتفاظ بالنقدية	*[٤٥٦٩.٦] **	**[٤٦٠.٦.٨] *	**[٤٥٩٨.٩] *	**[١١٩.١١] *	**[١٢٤.٣٢] *	**[١٢٣.٢٨] *

Notes: \*\*\*, \*\* and \* are significant at the 1%, 5% and 10% levels respectively.

ويتضح من الجدول السابق أن قيمة اختبار (Wald-test) جاءت معنوية عند مستوى (1%) لكل مسارات النماذج، مما يشير إلى قبول الفرض البديل بأن كافة معاملات مسارات النماذج الهيكلية لا تساوى صفرًا، بما يعكس معنوية النماذج الهيكلية ككل. كما تجدر الإشارة إلى أن النماذج الهيكلية تحقق شرط الاستقرار، بما يشير إلى استقرار النماذج الهيكلية المستخدمة في حالة تغيير البيانات وذلك كما توضح نتائج اختبار الاستقرار؛ حيث جاءت قيمة مؤشر الاستقرار مساوية للصفر كما يوضح الجدول رقم (13) التالي:

جدول (١٣): نتائج اختبار استقرار النماذج الهيكلية

(Stability test of Simultaneous Equation System for SEM)

	Cash Holding (1)						Cash Holding (2)					
	SEM (1)		SEM (2)		SEM (3)		SEM (4)		SEM (5)		SEM (6)	
	Eige.	Mod.	Eige.	Mod.	Eige.	Mod.	Eige.	Mod.	Eige.	Mod.	Eige.	Mod.
	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر
	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر
Stability index =	صفر		صفر		صفر		صفر		صفر		صفر	

Note: -All the eigenvalues lie inside the unit circle. - (Eige. = Eigenvalue, Mod. = Modulus).  
- SEM satisfies stability condition.

وبالتالي وفي ضوء ما سبق يتضح أن النتائج التي توصل إليها الباحث (Robust) وذلك نتيجة استخدام مقاييس بديلة لمتغيرات البحث والوصول إلى نفس النتائج، بالإضافة لما أشارت إليه نتائج اختبار الاستقرار (Stability test)، ويمكن تلخيص نتائج اختبار فروض البحث في الجدول رقم (14) التالي:

### جدول (١٤): نتائج اختبار فروض البحث

نوع العلاقة	القرار	فروض البحث
موجبة	قبول	١ توجد علاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال المصرية.
موجبة	قبول	٢ توجد علاقة بين القيود المالية للشركات والتجنب الضريبي في بيئة الأعمال المصرية.
موجبة	قبول	٣ توجد علاقة بين التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات في بيئة الأعمال المصرية.
موجبة	قبول	٤ توجد علاقة غير مباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال المصرية في ظل توسيط التجنب الضريبي.

### ٥-٥ خلاصة البحث والتوصيات والبحوث المستقبلية

ناقش البحث الجدل القائم حول طبيعة العلاقة بين القيود المالية للشركات وسلوكها نحو الاحتفاظ بالنقدية. بالإضافة إلى اختبار الأثر الوسيط للتجنب الضريبي على العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية، وذلك بهدف التحقق مما إذا كانت ممارسات التجنب الضريبي تعد بمثابة الأداة التي تستعين بها الشركات المقيدة مالياً في تحقيق الوفورات الضريبية لزيادة الاحتفاظ بالنقدية.

وتم تطبيق البحث على عينة مكونة من (١٣٦) شركة ببورصة الأوراق المالية المصرية، بإجمالى عدد مشاهدات قدره (١٢٩٦) مشاهدة خلال السلسلة الزمنية الممتدة من عام ٢٠٠٨ حتى عام ٢٠١٧. وباستخدام نماذج تحليل المسارات، خلص البحث إلى وجود علاقة مباشرة وإيجابية بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية. وبالتالي، فإن الشركات المقيدة مالياً تميل نحو تكوين احتياطات متراكمة من الأرصدة النقدية خاصة في ظل تزايد ظروف عدم التأكد وارتفاع تكلفة الحصول على التمويل اللازم لها من سوق رأس المال. بالإضافة إلى أن الشركات المقيدة مالياً غالباً ما تكون أكثر عرضة لتقلبات التدفقات النقدية، الأمر الذى قد يدفع مدراءها نحو زيادة الاحتفاظ بالنقدية بدافع تحوطى (وقائى) لتغطية مخاطر عجز الشركات مستقبلاً عن سداد إلتزاماتها، وذلك حتى لا تكون عرضة لمواجهة مخاطر التعثر المالى والإفلاس.

كما خلص البحث إلى وجود أثر وسيط إيجابى للتجنب الضريبي عند تفسير العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية، مع ضرورة الإشارة إلى أن هذه الوساطة تعد بمثابة وساطة جزئية وليست كاملة، وذلك نتيجة التوصل إلى وجود علاقة مباشرة وإيجابية بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية. بالإضافة إلى وجود علاقات مباشرة وإيجابية بين كل من القيود المالية

للشركات والتجنب الضريبي، وكذلك بين التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية. ومن ثم توصلت نتائج البحث إلى وجود علاقة غير مباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية من خلال ممارسات التجنب الضريبي.

وبالتالي فإن القيود المالية للشركات قد تعد بمثابة الدافع الرئيسي نحو توسع المدراء في استخدام ممارسات التجنب الضريبي لزيادة الاحتفاظ بالنقدية من أجل مواجهة المخاطر التي قد تنشأ عن حالة عدم التأكد، وتقلب التدفقات النقدية المستقبلية. لذا يوصى الباحث الإدارة الضريبية وهيئة الرقابية المالية بضرورة تشديد العقوبات والغرامات المفروضة على الشركات في حالة اكتشاف تورطها بتنفيذ ممارسات التجنب الضريبي، وكذلك القضاء على التفسيرات البديلة لبعض النواحي الغامضة بالنصوص الضريبية، بالإضافة إلى الفحص الضريبي الدقيق للمجالات التي قد يترتب عليها تجنب دفع الضريبة مثل: الملاذات الضريبية، وأسعار التحويل، والاختيار بين الطرق المحاسبية.

وعلى الرغم مما توصل إليه الباحث من أدلة علمية تؤيد فروض البحث إلا أنه يرى ضرورة أن تؤخذ هذه النتائج بحذر نظراً لأنها مقيدة بما يلي:

- عينة الشركات التي تم سحبها من مجتمع الدراسة لإجراء اختبارات فروض البحث عليها.
- القياس الإجمالي للمقاييس البديلة لمتغيرات البحث والخاصة بـ : القيود المالية للشركات، والتجنب الضريبي، والاحتفاظ بالنقدية. مع ضرورة الإشارة إلى صعوبة الفصل بين الشركات على حسب درجة قيودها المالية وفقاً لما أشارت إليه دراسة (Edward et al. 2016).
- الأسلوب الإحصائي المستخدم والخاص بتحليل المسار (Path Analysis)، ومن ثم من الممكن أن تتغير النتائج في حال تغيير الأسلوب الإحصائي المستخدم.
- الفترة الزمنية التي أجري فيها اختبار فروض البحث، لذا قد تتغير النتائج بتغير الفترة الزمنية المستخدمة.
- لم يأخذ البحث في اعتباره تأثير حوكمة الشركات على العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية، وذلك من منطلق أن جميع الشركات ملتزمة بتطبيق قواعد الحوكمة طالما أنها مسجلة وتتداول أسهماً في بورصة الأوراق المالية المصرية، إلا أنه قد يتباين مستوى تطبيق الحوكمة بين الشركات بما قد يؤثر على العلاقة المباشرة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية.
- لم يهتم البحث باختبار كيفية استغلال الوفورات الضريبية المحققة إلى جانب النقدية المحفوظ بها من خلال تطبيق الشركات ممارسات التجنب الضريبي سواء لتحقيق كفاءة الاستثمار أو مواجهة تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية.

لذا يقترح الباحث في ضوء حدود نتائج البحث العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية من أهمها:

- تكرار نفس الدراسة الحالية ولكن مع إجراء مقارنة بين مقياس حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية ومقياس حساسية النقدية للتدفقات النقدية للتعبير عن القيود المالية للشركات.
- تكرار نفس الدراسة الحالية ولكن مع تسليط الضوء على ممارسات التعسف والتهرب الضريبي للشركات بدلاً من ممارسات التجنب الضريبي للشركات.
- أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين القيود المالية للشركات والاحتفاظ بالنقدية.
- تحليل العلاقة بين التجنب الضريبي للشركات والاحتفاظ بالنقدية وأثرها على كفاءة الاستثمار.
- أثر المسؤولية الاجتماعية على العلاقة بين التجنب الضريبي للشركات والاحتفاظ بالنقدية.

## المراجع

### أولاً: المراجع العربية

- إبراهيم (أ)، فريد محرم فريد، ٢٠١٨، "المخاطرة غير المنتظمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم: دليل تطبيقي من شركات مؤشر EGX 100"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الرابع، المجلد (٢٢): ٧٦٠ - ٨٢٣.
- إبراهيم (ب)، نبيل عبد الرؤوف، ٢٠١٨، "إجراءات مقترحة للشركات الملتزمة بتطبيق المبادئ الستة لحوكمة الشركات من إصدارات (OCED) في الحد من التجنب الضريبي وعدم تأكل الوعاء (BEPS): دراسة تجريبية ميدانية"، *مجلة البحوث المالية والضريبية*، الجمعية المصرية للمالية العامة والضرائب، العدد (١١٤): ٦٦ - ١٠٤.
- الشواربي، محمد عبد المنعم، 2012، "أثر آليات التنسيق الضريبي في الحد من أساليب التجنب الضريبي لتحسين المحاسبة الضريبية في الشركات الدولية"، *المؤتمر الضريبي الثامن عشر: نحو نظام ضريبي ملائم لمواجهة التحديات المعاصرة*، الجمعية المصرية للمالية العامة والضرائب، المجلد (٢): ١-٤٩.
- بدوى، محمد عباس؛ محمود، عمرو السيد زكي، (٢٠١٦)، "دراسات متقدمة في المحاسبة الضريبية"، كلية التجارة، جامعة الأسكندرية، بدون ناشر.

بلال، السيد حسن سالم، ٢٠١٧، "العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، العدد الرابع، المجلد (١): ٢٠٢ - ٢٤٨.

عيفي، هلال عبد الفتاح، ٢٠١٥، "أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنصورة، العدد الرابع، المجلد (٣٩): ٥١ - ١١٨.

عيسى، عارف محمود كامل، ٢٠١٥، "قياس أثر حوكمة الشركات على مستوى التجنب الضريبي في ضوء نظرية الوكالة: دراسة عملية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد (٢): ١٨٢ - ٢١٩.

محمد، سعيد عبد المنعم، ٢٠١٠، "مفاهيم ومبادئ التخطيط الضريبي لخدمة المستثمرين"، *المؤتمر الضريبي السادس عشر: الأزمات والصعوبات التطبيقية للتشريعات الضريبية الحديثة، الجمعية المصرية للمالية العامة والضرائب*، المجلد (١): ١ - ٤٢.

محمود، عمرو السيد زكي، ٢٠١٧، "دراسة العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وممارسة التجنب الضريبي: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية في مصر"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، المجلد (٢١): ٣٦١ - ٣٠٧.

مرقس، سمير سعد، ٢٠١١، "التخطيط الضريبي وأثره على وعاء الضريبة"، *النشرة الدورية لجمعية الضرائب المصرية*، العدد (٨٣)، المجلد (٢١): ٤٧ - ٨٦.

## ثانياً: المراجع الأجنبية

- Abdul Wahab, N. S. and Holland, K., 2012, "Tax Planning, Corporate Governance and Equity Value", *The British Accounting Review*, Vol. 44 (2):111-124.
- Acharya, V., Almeida, H, and Campello, M., 2007, "Is Cash Negative Debt? A Hedging Perspective on Corporate Financial Policies", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 16(4): 515-554.
- Agca, S. and Mozumdar, A., 2008, "The Impact of Capital Market Imperfection on Investment –Cash Flow Sensitivity", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32(2): 207-216.
- Almeida, H., Campello, M, and Weisbach, M. S., 2004, "The Cash Flow Sensitivity of Cash", *Journal of Finance*, Vol. 59(4): 1777-1804.
- Annuar, H. A., Salihu, I. A, and Obid, S. N., 2014, "Corporate Ownership, Governance and Tax Avoidance: An Interactive Effects", *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, Vol. 164 (December): 150-160.
- Armstrong, C., Blouin, J. L. and Jagolinzer, A. D., 2015, "Corporate Governance, Incentives and Tax Avoidance", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50 (August): 1-17.
- Arslan, Ö, Florackis, C, and Ozkan, A., 2006, "The Role of Cash Holdings in Reducing Investment – Cash Flow Sensitivity: Evidence from a Financial Crisis Period in an Emerging Market", *Emerging Markets Review*, Vol. 7(4): 320-338.
- Ascioglu, A., Hedge, S.P. and Mc Dermott, J. B., 2008, "Information Asymmetry and Investment-Cash Flow Sensitivity", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32(2): 1036-1048.
- Azmat, Q. and Iqbal, A, M., 2017, "The role of financial constraints on precautionary cash holdings: Evidence from Pakistan", *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, Vol. 30 (1): 596-610.

Balakrishnan, K., Blouin, J, and Guay, W., 2012, "Does Tax Aggressiveness Reduce Corporate Transparency?", available at:

[https://www.researchgate.net/publication/228171630\\_Does\\_Tax\\_Aggressiveness\\_Reduce\\_Corporate\\_Transparency](https://www.researchgate.net/publication/228171630_Does_Tax_Aggressiveness_Reduce_Corporate_Transparency).

Bates, T. W., Kahle, K. M, and Stulz, R. M., 2009 "Why Do US Firms Hold So Much More Cash than they Used to?, *Journal of Finance*, Vol. 64(5): 1985–2021.

Bayar, O., Huseynov, F, and Sardarli, S., 2018, "Corporate Governance, Tax Avoidance, and Financial Constraints", *Financial Management*, Vol. 47 (3): 651– 677.

Browne, M. W., and Cudeck, R., 1993, "Alternative Ways of Assessing Model Fit", *Sociological Methods and Research*, Vol. 21(2): 230–258.

Chan, H. W., Lu, Y, and Zhang, H. F., 2013, "The Effect of Financial Constraints, Investment policy, Product Market Competition and Corporate governance on the Value of Cash Holdings", *Accounting and Finance*, Vol. 53(2): 339–366.

Chang, Y., Benson, K. L, and Faff, R. W., 2013, "Are Excess Cash Holdings More Valuable to Firms in times of Crisis? Financial constraints and governance matter", Asian Finance Association Conference Paper, Available at: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2395839](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2395839).

Chang, M, L., Yen, T, Y., Chiu, S, C, and Chen, Y., 2016, "Tax Aggressiveness and Firm's Cash Holdings: The Role of Corporate Social Responsibility", *International Research Journal of Applied Finance*, Vol. VII (5): 19 – 37.

Chen, S. P., Chen, X., Cheng, Q, and Shevlin, T., 2010, "Are Family Firms More Tax Aggressive than Non-Family Firms?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 95(1): 41–61.

- Chen, Z., Cheok, C. K, and Rasiah, R., 2016, "Corporate Tax Avoidance and Performance: Evidence from China's Listed Companies", *Institutions and Economies*, Vol. 8(3): 61-83.
- Chen, Y., Huang, S., Pereira, R, and Wang, J., 2011, "Corporate Tax Avoidance and Firm Opacity", *Unpublished Working Paper*, University of Missouri.
- Chen, C, and Lai, S., 2012, "Financial Constraints and Tax Aggressiveness", Available at:  
[http://www.massey.edu/massey/fms/Colleges/College%20of%20Business/School%20of%20Accountancy/ARA%202012/Chen%20Chen\\_CL-Financial%20Constraints%20and%20Tax%20Avoidance.pdf](http://www.massey.edu/massey/fms/Colleges/College%20of%20Business/School%20of%20Accountancy/ARA%202012/Chen%20Chen_CL-Financial%20Constraints%20and%20Tax%20Avoidance.pdf).
- Chen, Z, and Zhang, J., 2015, "The Study on the Financing Constraints and the Acts of Corporate Cash Holdings", *Management and Engineering*, Vol.20: 1838-5745.
- Crocker, K. J, and Slemrod, J., 2005, "Corporate Tax Evasion with Agency Costs", *Journal of Public Economics*, Vol. 89 (9-10): 1593-1610.
- Denis, D. J, and Sibilkov, V., 2010, "Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings", *Review of Financial Studies*, Vol. 23(1): 247-269.
- Desai, M. A, and Dharmapala, D., 2009, "Corporate Tax Avoidance and Firm Value", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 91(3): 537-546.
- Desai, M. A., Dyck, A, and Zingales, L., 2007, "Theft and Taxes", *Journal of Financial Economics*, Vol. 84 (3): 591-623.
- Dhaliwal, D.S., Huang, S.X., Moser, W.J., and Pereira, R., 2011, "Corporate Tax Avoidance and the Level and Valuation of Firm Cash Holdings", American Accounting Association Annual Meeting - Tax Concurrent Sessions, Available at:  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1905076](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1905076).

- Dittmar, A, and Mahrt-Smith, J., 2007 "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 83(3): 599 – 634.
- Drobetz, W, and Grüninger, M. C., 2007, "Corporate Cash Holdings: Evidence from Switzerland", *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 21(3): 293–324.
- Dyreng, S., Hanlon, M, and Maydew, E., 2008, "Long-Run Corporate Tax Avoidance", *The Accounting Review*, Vol. 83(1): 61–82.
- Edwards, A., Schwab, C, and Shevlin, T., 2016, "Financial Constraints and Cash Tax Saving", *The Accounting Review*, Vol. 91 (3): 859 – 881.
- Faulkender, M, and Wang, R., 2006, "Corporate Financial Policy and the Value of Cash", *The Journal of Finance*, Vol. 61(4): 1957–1990.
- Fazzari, S., Hubbard, G. and Petersen, B., 1988, "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 19(1): 141–195.
- Foley, C. F., Hartzell, J. C., Titman, S, and Twite, G., 2007, "Why Do Firms Hold So Much Cash? A Tax-Based Explanation", *Journal of Financial Economics*, Vol. 86 (3): 579–607.
- Frank, M. M., Lynch, L. J. and Rego, S. O., 2009, "Tax Reporting Aggressiveness and its Relation to Aggressive Financial Reporting", *The Accounting Review*, Vol. 84 (2): 467– 496.
- Gautam, V., Singh, A. and Gaurav, S., 2014, "Cash Holdings and Finance Constraints in Indian Manufacturing Firms", *Research in Applied Economics*, Vol. 6 (3): 56 – 75.
- Graham, J. R., Hanlon, M., Shevlin, T, and Shroff, N., 2014, "Incentives for Tax Planning and Avoidance: Evidence from the Field", *The Accounting Review*, Vol. 89: 991–1023.

- Hadlock, C. and Pierce, J., 2010, "New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving beyond the KZ index", *Review of Financial Studies*, Vol. 23(5): 1909-1940.
- Hall, N., 2007, "Structural Equations and Causation", *Philosophical Studies* 132, no 1: 109-136.
- Hanlon, M, and Slemrod, J., 2009, "What Does Tax Aggressiveness Signal? Evidence from Stock Price Reactions to News about Tax Shelter Involvement", *Journal of Public Economics*, Vol. 93: 126-141.
- Han, S, and Qiu, J., 2007, "Corporate Precautionary Cash Holdings", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13(1): 43-57.
- Harford, J., Mansi, S. A, and Maxwell, W.F., 2008, "Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US", *Journal of Financial Economics*, Vol. 87(3): 535-555.
- Hermawan, J. E. P., and Riandoko, R., 2018, "Do Firms Facing Increases in Financial Constraints Tend to Generate Cash through Tax Avoidance? Empirical Evidence from Indonesia Publicly Listed Firms", Available at: [https://www.researchgate.net/publication/329084849\\_Do\\_Firms\\_Facing\\_Increases\\_in\\_Financial\\_Constraints\\_Tend\\_to\\_Generate\\_Cash\\_through\\_Tax\\_Avoidance\\_Empirical\\_Evidence\\_from\\_Indonesia\\_Publicly\\_Listed\\_Firms](https://www.researchgate.net/publication/329084849_Do_Firms_Facing_Increases_in_Financial_Constraints_Tend_to_Generate_Cash_through_Tax_Avoidance_Empirical_Evidence_from_Indonesia_Publicly_Listed_Firms).
- Hovakimian, G. and Titman, S., 2006, "Corporate Investment with Financial Constraint: Sensitivity of Investment to Funds from Voluntary Asset Sales", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38(2): 357-374.
- Huang, Y., Elkinawy, S, and Jain, P. K., 2013, "Investor Protection and Cash Holdings: Evidence from US Cross-Listing", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37(3): 937-951.
- Huang, H., Lobo, G., Wang, C. and Xie, H., 2016, "Customer Concentration and Tax Avoidance", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 72 (1): 184 - 200.

- Huseynov, F. and Klamm, B. K., 2012, "Tax Avoidance, Tax Management and Corporate Social Responsibility", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18 (4): 804 – 827.
- Kaplan, S, and Zingales, L., 1997, "Do Investment–Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112(1): 169–215.
- Kim, J. B., Li, Y, and Zhang, L., 2011, "Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm Level Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 100 (3): 639–662.
- Kline, R. B., 2016, "*Principles and Practice of Structural Equation Modeling*", 4th ed. New York: Guilford Press.
- Koh, J. H., 2009, "Cash holding and financial constraints in the hotel industry", *Master of Science*, Purdue University, West Lafayette, Indiana.
- Kurniawan, M. I. and Nuryanah, S., 2017, "The Effect of Corporate Tax Avoidance on the Level of Corporate Cash Holdings: Evidence from Indonesian Public Listed Companies", *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, Vol. 11(4): 38–52.
- Le, D. H., Tran, P. L., Ta, T. P. and Vu, D. M., 2018, "Determinants of Corporate Cash Holding: Evidence from UK Listed Firms", *Business and Economics Horizons*, Vol. 14: 561–569.
- Lee, E, and Powell, R., 2011, "Excess Cash Holdings and Shareholder Value", *Accounting and Finance*, Vol. 51(2): 549–574.
- Lee, C, and Park, H., 2016, "Financial constraints, board governance standards, and corporate cash holdings", *Review of Financial Economic*, Vol. 28: 21–34.
- Lin, C., Chen, M., Chein, I. and Li, K., 2018, "The Relation between Cash Value and Accounting Conservatism: The Role of Controlling

- Shareholders", *International Review of Economics and Finance*, Vol. 55(1): 233-245.
- McVanel, D, and Perevalov, N., 2008, "Financial Constraints and the Cash-Holding Behavior of Canadian Firms", Bank of Canada Discussion paper, Available at: <http://www.bankofcanada.ca/2008/10/discussion-paper-2008-16/>.
- Minnick, K. and Noga, T., 2010, "Do Corporate Governance Characteristics Influence Tax Management?", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16: 703-718.
- Modigliani, F. and Miller, M. H., and 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol. 48: 261-297.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R, and Williamson, R., 1999, "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 52(1): 3- 46.
- Ozkan, A, and Ozkan, N., 2004, "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28(9): 2103-2134.
- Pal, R, and Ferrando, A., 2010, "Financial Constraints Firms Cash Policy in the EURO Area", *The European Journal of Finance*, Vol. 16(2): 153-171.
- Pinkowitz, L., Stulz, R. M, and Williamson, R., 2006, "Do Firms in Countries with Poor Protection of Investor Rights Hold More Cash?", *Journal of Finance*, Vol. 61: 2725-2751.
- Pulvino, T. and Tarhan, V., 2005, "Cash Flow Sensitivities with Constraints", Financial Management Association Meetings, Available at: <http://211.167.92.69/cicf2006/cicf2006paper/20060115054230.pdf>

- Rashid, A, and Ashfaq, M., 2017, "Financial Constraints and Corporate Cash Holdings: An Empirical Analysis Using Firm Level Data", *Annals of Financial Economics*, Vol. 12 (2): 1-26.
- Rego, S. O, and Wilson, R., 2012, "Equity Risk Incentives and Corporate Tax Aggressiveness", *Journal of Accounting Research*, Vol. 50(3): 775-810.
- Shen, C. H, and Wang, C. A., 2005, "Does Bank Relationship Matter for a Firm's Investment and Financial Constraints? The case of Taiwan", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13(2): 163-184.
- Siddiqua, G, A, and Rehman, A., 2018, "Asymmetric targeting of corporate cash holdings and financial constraints in Pakistani firms", *Journal of Asian Business and Economic Studies*, Vol. 26 (1): 76-97.
- Singh, N., 2018, "Effect of Cash Holding Policy of Financially Constrained Firms on Their Market Performance", *Management and Labour Studies*, School of Business Management & Human Resources SAGE Publications, Vol. 43(1&2): 31-45.
- Tahir, M. S., Alifiah, M.N., Arshad, M. U. and Saleem, F., 2016, "Financial Theories with a Focus on Corporate Cash Holding Behavior: A Comprehensive Review", *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 6(S3): 215-219.
- Troncoso, R. and Vergara, R., 2010, "Financing Constraints and Corporate Tax Avoidance", Available at: [https://www.bcentral.cl/documents/20143/32019/bcch\\_archive\\_139897\\_es.pdf/374bb15e-2276-8884-8c75-8e81a2047a13](https://www.bcentral.cl/documents/20143/32019/bcch_archive_139897_es.pdf/374bb15e-2276-8884-8c75-8e81a2047a13).
- Whited, T. M, and Wu, G., 2006, "Financial Constraints Risk", *Review of Financial Studies*, Vol. 19(2): 531-559.
- Wilson, R., 2009, "An Examination of Corporate Tax Shelter Participants", *The Accounting Review*, Vol. 84 (3): 969-999.

## الملاحق

### ملحق (١): أسماء شركات عينة البحث

١	المصرية لمدينة الانتاج الإعلامي	٤٧	المصرية للدواجن	٩٢	مينا للاستثمار السياحي والعقارى
٢	المصرية للاتصالات	٤٨	المنصورة للدواجن	٩٣	الاسكندرية لتداول الحاويات والبضائع
٣	أوراسكوم للاستثمار القابضة	٤٩	النصر لتصنيع الحاصلات الزراعية	٩٤	العربية المتحدة للشحن والتفريغ
٤	أورنج مصر للاتصالات	٥٠	الوطنية لمنتجات الذرة	٩٥	القناة للتوكيلات الملاحية
٥	المصرية للأقمار الصناعية	٥١	شمال الصعيد للتنمية	٩٦	المصرية لخدمات النقل والتجارة
٦	راية القابضة للتكنولوجيا والاتصالات	٥٢	مصر للزيوت والصابون	٩٧	قناة السويس لتوطين التكنولوجيا
٧	المصرية للمشروعات السياحية	٥٣	مطاحن شرق الدلتا	٩٨	القاهرة للاستثمار والتنمية العقارية
٨	المصرية للمنتجات السياحية	٥٤	مطاحن ومخابز شمال القاهرة	٩٩	القاهرة للخدمات التعليمية جلاكسو سميثكلابن للأدوية
٩	الوادى للاستثمار السياحي	٥٥	مطاحن مصر العليا	١٠٠	مستشفى النزهة الدولى
١٠	بيراميزا للفنادق والقرى السياحية	٥٦	مطاحن مصر الوسطى	١٠١	مفيس للأدوية
١١	رمكو لإنشاء القرى السياحية	٥٧	مطاحن وسط وغرب الدلتا	١٠٢	مينا فارم للأدوية
١٢	رواد السياحة - رواد	٥٨	مطاحن ومخابز الاسكندرية	١٠٣	مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والجزيرة
١٣	رواد مصر للاستثمار السياحي	٥٩	مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والجزيرة	١٠٤	العز الدخيلة للصلب - الاسكندرية
١٤	شارم دريمز للاستثمار السياحي	٦٠	الشرقية للدخان ايسترن كوميانى	١٠٥	مصر الوطنية للصلب - عتاقة
١٥	عبر المحيطات للسياحة	٦١	العامة للصوامع والتخزين	١٠٦	مصر للالومنيوم
١٦	مصر للفنادق	٦٢	القاهرة للأدوية والصناعات الكيميائية	١٠٧	مصر لصناعة التبريد والتكييف
١٧	أسبوط الإسلامية للتجارة والتنمية	٦٣	الأسكندرية للخدمات الطبية	١٠٨	النصر لصناعة المحولات الماكو
١٨	مصر للأسواق الحرة	٦٤	المصرية الدولية للصناعات الدوائية	١٠٩	النيل للأدوية والصناعات الكيميائية
١٩	الدولية للمحاصيل الزراعية	٦٥	العامة للصناعات الكيميائية	١١٠	جى أم سى للاستثمارات الصناعية
٢٠	جى أم سى للاستثمارات الصناعية	٦٦	العامة لمنتجات الخزف والصيني	١١١	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف
٢١	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف	٦٧	البويات والصناعات الكيميائية	١١٢	العربية للصناعات الهندسية
٢٢	العربية للصناعات الهندسية	٦٨	أبو قير للأسمدة والصناعات	١١٣	

الزجاج					
يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة	١١٤	الصناعات الكيماوية المصرية - كيما	٦٩	الكابلات الكهربائية المصرية	٢٣
الأسكندرية للغزل والنسيج	١١٥	المالية والصناعية المصرية	٧٠	دلنا للطباعة والتغليف	٢٤
العربية وبولفارا للغزل والنسيج	١١٦	سماد مصر - ايجفريت	٧١	أكتوبر فارما	٢٥
النساجون الشرفيون للسجاد	١١٧	سیدی کریر للبتر وکيماويات	٧٢	الأسكندرية للأدوية	٢٦
النصر للملابس والمنسوجات - كابو	١١٨	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات	٧٣	العربية للأدوية والصناعات الكيماوية	٢٧
النيل لحليج الأقطان	١١٩	مصر لصناعة الكيماويات	٧٤	أكرو مصر للشدات والثقلات	٢٨
جولدن تكس للأصواف	١٢٠	أسيك للتعديين	٧٥	الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار	٢٩
دايس للملابس الجاهزة	١٢١	الألومنيوم العربية	٧٦	الصعيد العامة للمقاولات	٣٠
أسمنت بورتلاند طره المصرية	١٢٢	اوراسكوم للفنادق والتنمية (للتنمية مصر)	٧٧	المصرية لتطوير صناعة البناء	٣١
الأسكندرية لأسمنت بورتلاند	١٢٣	التعمير والاستشارات الهندسية	٧٨	النصر للأعمال المدنية	٣٢
الحديثة للمواد العازلة (بيتوميد)	١٢٤	الخليجية الكندية للاستثمار العقاري	٧٩	دلنا للإنشاء والتعمير	٣٣
السويس للأسمنت	١٢٥	السادس من أكتوبر للتنمية سوديك	٨٠	سامكريت مصر	٣٤
العربية للخزف اراسمكو	١٢٦	الشمس للإسكان والتعمير	٨١	العربية لاستصلاح الأراضي	٣٥
العربية للمحابس	١٢٧	العالمية للاستثمار والتنمية	٨٢	العقارية للبنوك الوطنية للتنمية	٣٦
العز للسيراميك والبورسلين (الجوهرة)	١٢٨	العامة لاستصلاح الأراضي والتنمية	٨٣	وادي كوم امبو لاستصلاح الاراضى	٣٧
القومية للأسمنت	١٢٩	الغربية الإسلامية للتنمية العقارية	٨٤	الصناعات الهندسية المعمارية أيكون	٣٨
جنوب الوادى للأسمنت	١٣٠	القاهرة للإسكان والتعمير	٨٥	الاسماعيلية مصر للدواجن	٣٩
روبكس لتصنيع البلاستيك	١٣١	المتحدة للإسكان والتعمير	٨٦	الدلتا للسكر	٤٠
ليسيكو مصر	١٣٢	المجموعة المصرية العقارية	٨٧	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	٤١
مصر بنى سويف للأسمنت	١٣٣	المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	٨٨	الشرقية الوطنية للأمن الغذائي	٤٢
مصر للأسمنت قنا	١٣٤	الوطنية لإسكان النقابات المهنية	٨٩	العربية لمنتجات الألبان أراب ديرى	٤٣
الحديد والصلب المصرية	١٣٥	زهراء المعادى للاستثمار والتعمير	٩٠	القاهرة للدواجن	٤٤
الحديد والصلب المصرية	١٣٦	مصر الجديدة للإسكان والتعمير	٩١	القاهرة للزيوت والصابون	٤٥
				المصرية لصناعة النشا والجلوكوز	٤٦

ملحق (٢): مؤشرات حسن المطابقة للنماذج الهيكلية الأساسية

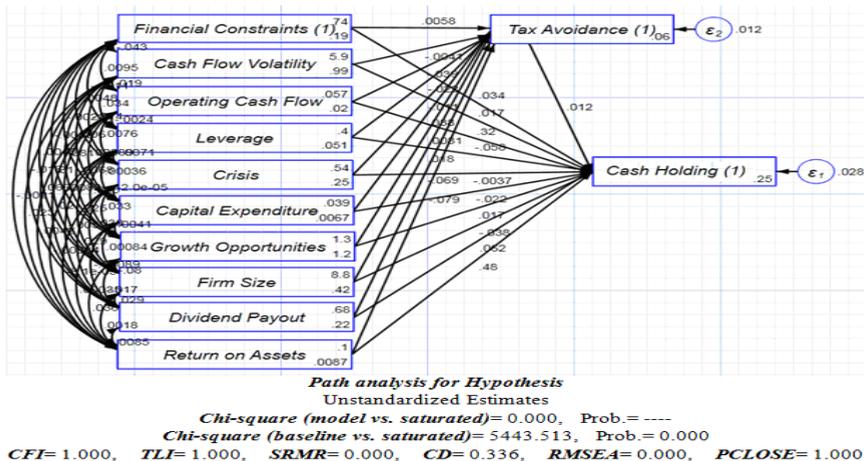


Figure (1): Financial Constraints (1), Tax Avoidance (1) and Cash Holding (1)

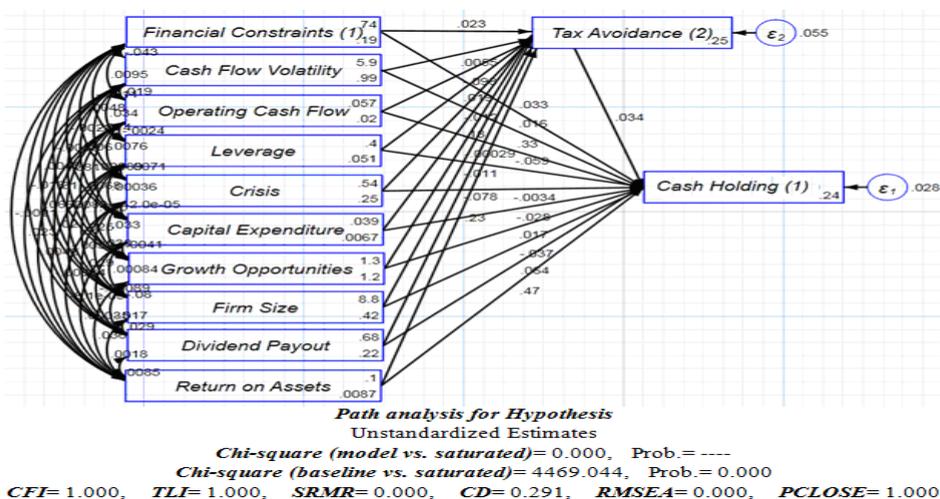


Figure (2): Financial Constraints (1), Tax Avoidance (2) and Cash Holding (1)

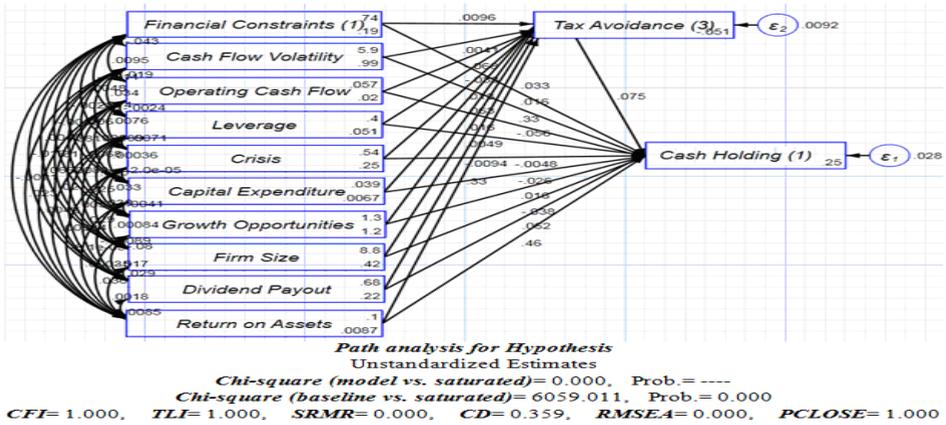


Figure (3): Financial Constraints (1), Tax Avoidance (3) and Cash Holding (1)

ملحق (3): مؤشرات حسن المطابقة للنماذج الهيكلية الخاصة

بتحليل استقرار النتائج (Robustness Analysis)

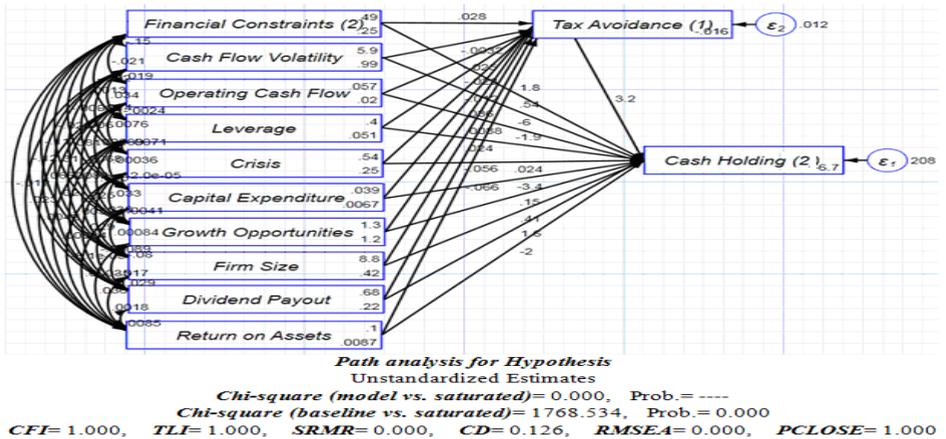


Figure (4): Financial Constraints (2), Tax Avoidance (1) and Cash Holding (2)

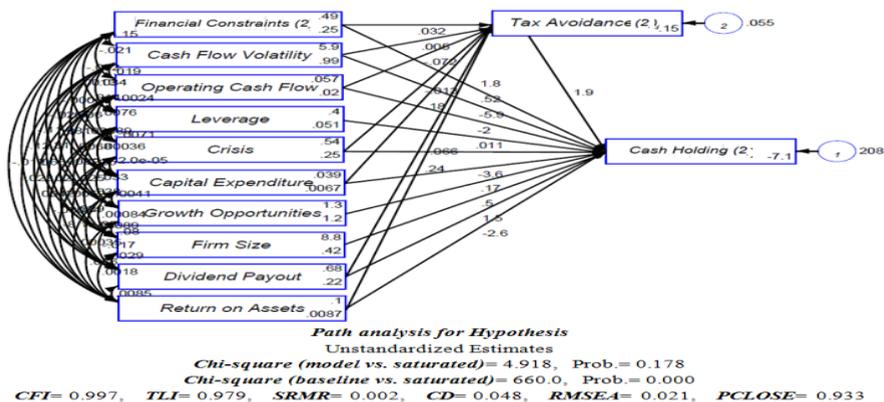


Figure (5): Financial Constraints (2), Tax Avoidance (2) and Cash Holding (2)

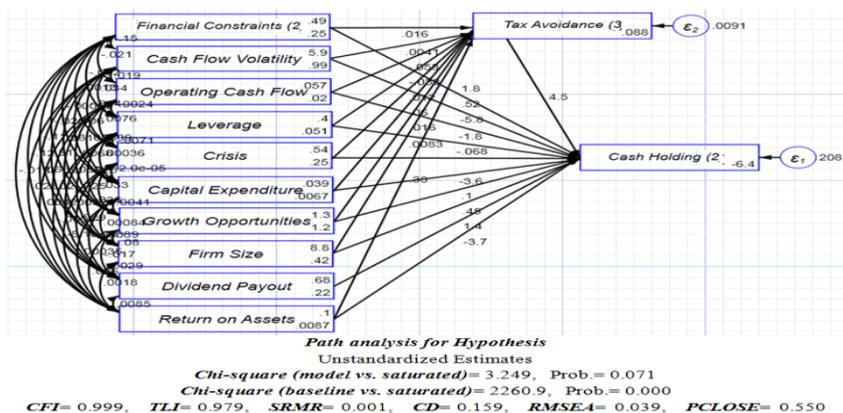


Figure (6): Financial Constraints (2), Tax Avoidance (3) and Cash Holding (2)