

تأثير مستوى الاحتفاظ بالنقدية على العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة:
دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية

The Effect of Capital Intensity on the Relationship between Financial Leverage
and Firm Value: An Empirical Study on the Listed Companies in the Egyptian
Stock Exchange

بحث مستخرج من رسالة دكتوراة بعنوان: نموذج مقترح للعلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي
وقيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية

إعداد

الباحث/ السيد سعيد السيد ميهوب

مدرس مساعد بقسم إدارة الأعمال بالكلية

إشراف

الأستاذ الدكتور/ أبوبكر فوى مصطفى

أستاذ ورئيس قسم إدارة الأعمال بالكلية

وعميد كلية السياسة والاقتصاد السابق

الأستاذ الدكتور/ أحمد مرسى الخواص

أستاذ إدارة الأعمال بالكلية

ووكيل الكلية لشئون التعليم والطلاب سابقاً

٢٠٢٢-٥١٤٤٣هـ

ملخص الدراسة:

تستهدف هذه الدراسة اختبار اتجاه وقوة ودلالة علاقة التأثير بين الرافعة المالية وقيمة الشركة من جهة، واختبار تأثير مستوى الاحتفاظ بالنقدية عند ادخاله كمتغير منظم لتلك العلاقة من جهة أخرى. وذلك على عينة قوامها ٨٤ شركة مساهمة مصرية مقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، وتنتمي إلى (١٤) قطاعاً اقتصادياً غير مالي، خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام ٢٠١٥ حتى عام ٢٠٢٠. وقد اعتمدت الدراسة لاختبار الفروض البحثية على تحليل الانحدار الخطي متعدد المتغيرات باستخدام نموذج الآثار الثابتة.

وقد توصلت نتائج الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة معنوية بين الرافعة المالية وقيمة الشركات محل الدراسة. كما قدمت الدراسة دليلاً احصائياً في ظل وجود دوافع لدى الشركات للاحتفاظ بالنقدية على وجود تأثير ايجابي ذو دلالة معنوية لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على العلاقة السلبية بين الرافعة المالية وقيمة الشركات محل الدراسة.

الكلمات الدالة: الرافعة المالية، الاحتفاظ بالنقدية، قيمة الشركة.

Abstract

This study aimed to test the influence relationship between Financial Leverage and the firm value, in addition, to test the effect of the level of cash holdings a moderator variable to this relationship, using 85 non-financial companies listed in the Egyptian stock exchange, and covering different 14 sectors, over the period of 2015 to 2020. Fixed effects Model (FEM), the regression model was adopted to test the research hypotheses.

The study concluded with several findings, most important of which that a negative significant relationship between the Financial Leverage and the firm value. The study also provided statistical evidence of the existence in the presence of companies' motivation to hold cash, a positive significant effect of the level of cash holdings on the negative relationship between Financial Leverage and the firm value.

Kay words: Financial Leverage, Cash Holdings, and Firm Value.

١/١ مقدمة:

تعد عمليات التمويل اللازمة للفرص الاستثمارية المتاحة من أكثر القرارات المهمة بالنسبة للإدارة، لما يترتب عليها من آثار على القيمة السوقية للشركة، ولكن تكلفة الحصول على التمويل من فوائد وأقساط الدين، قد يؤدي إلى تراجع قيمة الشركة داخل الأسواق إذا لم تستطع الشركة الموازنة بين العائد منها وتكلفة الحصول عليها (Lee, 2010).

وينتج عن التمويل بالديون ما يُسمى بالرافعة المالية، وبالرغم من وجود مزايا لاستخدام الرافعة المالية لما تحققه من مزايا متعددة، إلا أن زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة دون أن تكون هناك كفاءة في استخدامها يعرض الشركة إلى عواقب غير محمودة، أى بمعنى آخر فإن قرار التمويل لا بد أن يؤثر على نتائج الاستثمار، لكن هذا الرأي خالفه بعض من الكتاب والباحثين في مجال الإدارة المالية حيث أشاروا إلى أن قيمة المنشأة قد لا تتأثر بقرارات تمويل استثماراتها (Akintoye, 2008).

كما أن مخاطر التمويل تزداد في حالة الركود الاقتصادي ويزداد الأمر تعقيداً عندما تضعف قدرة الشركة على تحقيق تدفقات نقدية تكفي لتحريك دورتها التشغيلية إضافة إلى العجز عن مواجته التزاماتها الثابتة في مواعيد استحقاقها ومن ثم تتعثر عن مواصلة نشاطها (أسحاق، ٢٠١٥، ص٢). ونتيجة لذلك يُعد قرار الاحتفاظ بالنقدية (Cash Holding) من أهم القرارات المالية التي تتخذها إدارة الشركة، حيث تلعب النقدية المحفوظ بها دوراً هاماً ومحورياً في مواجهة الأزمات والمخاطر المالية (Al - Amri et al, 2015). ويقصد بالاحتفاظ بالنقدية : تكوين الشركات لأرصدة نقدية متراكمة تزيد عن الاحتياجات التقليدية ، بالقدر المناسب الذي يحدث التوازن بين الإيراد الحدي والتكلفة الحدية لهذه النقدية (Cai et al, 2016). وتعتبر النقدية من أكثر الحسابات خطورة نظراً لارتباطها بالعديد من المعاملات المالية ، فضلاً عن سهولة استغلالها مقارنة بالأصول الأخرى، ومن ثم فإنها ذات أهمية كبيرة بالنسبة للعديد من أصحاب المصالح في الشركة، وذلك لتقييم مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها طويلة الأجل، وتوزيعات الأرباح، ومواجهة مخاطر التقلبات غير المتوقعة والتحوط منها ، واستغلال الفرص الاستثمارية (Bick et al, 2018). وبالتالي فإن الشركات تقوم بالاحتفاظ بالنقدية للاستخدام طويل الأجل، وليس للاستخدام قصير الأجل، أو أداء عملياتها التجارية اليومية، فهذا أمر حتمي لاستمرار وبقاء الشركات (سليم ، ٢٠١٧).

وفى إطار ما سبق ونظراً لأهمية الرافعة المالية وتأثيرها على النتائج المالية، فقد دعى هذا الأمر العديد من المنظمات إلى البحث عن معنى ومضمون الرافعة المالية وأفضل الطرق التي تدار بها، وهل أثر الرافعة المالية على قيمة الشركة والأداء المالي يديره مستوى الاحتفاظ بالنقدية مع بحث أثر ذلك فى قطاع الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

٢/١ مشكلة البحث:

إن أحد القرارات المالية الهامة التي تواجه الإدارة المالية للمؤسسة هو الاختيار بين التمويل، بالاعتماد على الديون المصرفية والتجارية قصيرة وطويلة الأجل والسندات، أو الاعتماد على حقوق الملكية ممثلة بالأسهم العادية والإحتياطات الإجبارية والإختيارية والأرباح غير الموزعة. وفي الأونة الأخيرة شهد العالم تغيرات جوهرية في سعر صرف بعض العملات المحلية مقابل الدولار الأمريكي لعدة أسباب أهمها إتجاه بعض الدول لتحرير سعر صرف عملتها المحلية بشكل طوعي (مثل: مصر/ الأرجنتين) أو ضعف الأداء الإقتصادي (مثل: فنزويلا / المغرب) او آزمات سياسية (مثل: اليمن/ ليبيا/ روسيا)، الأمر الذي وجه أنظار أصحاب المصالح لبند النقدية وما في حكمها كاحد بنود قائمة المركز المالي من زاوية تأثير التغير في سعر الصرف وبالتبعية معدلات التضخم على قيمة هذا البند بإعتباره جزء من الموارد الإقتصادية المتاحة. وبناءا عليه إهتم الفكر المالي بدراسة ماهية الإحتفاظ بالنقدية ودورها فى حل مشكلة تعثر سداد الديون من ناحية، وتأثيرها على قيمة الشركة من ناحية أخرى (الباز، والتهاى، ٢٠٢٠). كما إن الاحتفاظ بالنقدية سلاح ذو حدين فقد يكون له أثر ايجابي على قيمة الشركة أو اثر سلبي، حيث أن انخفاض مستوى النقدية عن المستوى المناسب قد يفقد الشركة استغلال الفرص الاستثمارية المربحة، والتي قد تتاح للشركة في وقت تفتقر فيه للمستوى الكافي من النقدية، أو قد يعرض الشركة إلى مشاكل عدم الوفاء بالالتزامات طويلة الأجل، مما يؤدي الى تعثر الشركة مالياً وتكبدها خسائر مالية كبيرة (عبد المنعم، ٢٠٢١).

كما قامت العديد من الدراسات باختيار أثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة، وتحديد طبيعة العلاقة بينهما، إلا أنها لم تسفر أيضاً عن نتائج حاسمة، بل شابها التناقص والتباين الكبير، حيث أشارت نتائج دراسة (Feyzi el al, 2013) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة . بينما أظهرت نتائج دراسة (Nguyen et al, 2016) أن هناك علاقة غير خطية عكسية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة. كما توصلت نتائج

دراسة (Asante et al, 2018) إلى وجود علاقة ايجابية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة. في حين خلصت نتائج دراسة (Anton and Nucu, 2019) عن وجود مستوى مثالي من الاحتفاظ بالنقدية والذي من شأنه تعظيم قيمة الشركة.

كما أن هناك تبايناً بين الباحثين حول العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة المنشأة، حيث توصلت العديد من الدراسات إلى وجود علاقة عكسية بين الرافعة المالية وقيمة المنشأة ومنها (Korotkikh, 2013, Rayan, 2008)، في حين توصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة طردية بينهما (Damouri, et al., 2013, Bhardwaj and Dhansoia, 2014)، وهو ما يدعو إلى إختبار هذه العلاقة وبصفة خاصة في الدول النامية وفي احد الاسواق الناشئة.

ونتيجةً لوجود التباين الواضح في نتائج الدراسات بين الباحثين فإن الأمر يستلزم التأكيد على ضرورة تفسير التباين والاختلاف الحاصل في هذه الدراسات من خلال الأخذ في الاعتبار انعكاسة على قرارات الاستثمار بما يتلاءم مع واقع البيئة في مصر مما يستوجب عمل الدراسات والأبحاث التي قد تساهم في تسهيل مهمة اتخاذ قرار التمويل وتحديد الهيكل التمويلي الأمثل.

وبناء على ظاهرة البحث تتبلور مشكلة البحث حول تحديد مدى تأثير الرافعة المالية على قيمة الشركة من خلال مستوى الأحتفاظ بالنقدية لدى الشركات في البيئة المصرية.

وفي ضوء ما سبق فإنه يمكن ترجمة مشكلة هذه الدراسة إلى عدد من التساؤلات، وذلك

على النحو التالي:

- ١- ما هو تأثير الرافعة المالية على قيمة الشركة في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية؟
- ٢- ما هو تأثير مستوى الاحتفاظ بالنقدية على العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية؟

٣/١ أهداف البحث :

في ضوء مشكلة البحث يمكن تحديد الأهداف الرئيسية للدراسة فيما يلي:

١/٣/١ تحليل وقياس أثر الرافعة المالية على قيمة الشركة في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

٢/٣/١ تحليل وقياس أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

٤/١ أهمية البحث:

يستمد البحث أهميته من عدة اعتبارات يقسمها الباحث الي اعتبارات علمية وعملية فيما يلي:

١/٤/١ الأهمية العلمية:

١/١/٤/١ تستمد الدراسة الحالية أهميتها من خلال كونها امتدادا للدراسات السابقة التي تناولت العلاقة المتذبذبة ونتائج متضاربة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة، حيث تسعى الدراسة الحالية إلى استجلاء هذه العلاقة والتعرف على طبيعة هذه العلاقات في الشركات مجال الدراسة.

٢/١/٤/١ إن وجود ندرة في الدراسات التي تمت في البيئة المصرية عن تأثير مستوى الاحتفاظ بالنقدية على العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركات يضيف أهمية على الدراسة الحالية.

٢/٤/١ الأهمية العملية:

١/٢/٤/١ امكانية استفادة الجهات المعنية المهتمة بمجال الدراسة الحالية من نتائج الدراسة والاستفادة منها في الحياة العملية.

٢/٢/٤/١ مساعدة البنوك والمحللين الماليين والمستثمرين ومستخدمي القوائم المالية في تحديد تأثير الرافعة المالية على قيمة المنشأة، مما يدعو مُتخذى القرارات التمويلية وإدارات الشركات إلى الإهتمام بهذا الموضوع مما يُحسن الأداء المالى لهذه الشركات ومن ثم قدرتها التنافسية.

٣/٢/٤/١ توجيه اهتمام أصحاب المصالح بالشركات نحو أهم القرارات الاستثمارية (مستوى الاحتفاظ بالنقدية) التي تؤثر في علاقة الرافعة المالية بقيمة الشركة، مما يؤدي إلى ترشيد عملية اتخاذ القرار، وتعظيم قيمة الشركة، وزيادة ثروة الملاك.

٥/١ الدراسات السابقة وتطوير فروض الدراسة:**١/٥/١ الدراسات التي أهتمت ب دراسة تأثير العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة:**

دراسة (Al-Slehat, 2020):

تهدف هذه الدراسة إلى الكشف عن تأثير الرافعة المالية والحجم وهيكل الأصول وتأثيرهما على قيمة الشركة. استخدم الباحث المنهج التحليلي لعينة من ١٣ شركة من قطاع صناعة التعدين والاستخراج المدرجة في بورصة عمان للفترة ٢٠١٠ - ٢٠١٨م، واستخدم نموذج الانحدار الخطي البسيط لاختبار فرضيات الدراسة، بالإضافة إلى التأكد من استقرار البيانات.

خلصت الدراسة إلى عدم وجود تأثير للرافعة المالية على قيمة الشركة وأن العلاقة بين الرافعة المالية ومقياس Tobin's q كانت سلبية.

دراسة (Dutta et al., 2018):

درست هذه الدراسة تأثير الرافعة المالية على قيمة الشركة لعينة من ٣١ شركة مدرجة في بورصة نيويورك في (٦) قطاعات مختلفة لمدة (١٠) سنوات. خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية كبيرة بين درجة الرافعة المالية وقيمة الشركة بعد الاخذ في الحسبان حجم الشركة كمتغير رقابي وتأثيره على قيمة الشركة.

دراسة (cheryta et al., 2017):

من ناحية أخرى، تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تأثير الرافعة المالية والربحية وعدم تماثل المعلومات والسيولة على قيمة الشركة لعينة من (٥٦) شركة مدرجة في بورصة إنдонيسيا لـ الفترة ٢٠١٢-٢٠١٥. أشارت النتائج إلى أن الرافعة المالية كان لها تأثير سلبي على السيولة، والربحية كان لها تأثير إيجابي على السيولة وقيمة الشركة. وخلصت الدراسة إلى عدم وجود تأثير للرافعة المالية على قيمة الشركة.

دراسة (Ishari, 2016):

قام (Ishari 2016) بالتحقيق في تأثير الرافعة المالية على قيمة الشركة لعينة من (١٠) شركات صناعية مدرجة في سوق سريلانكا للفترة ٢٠١١-٢٠١٥، وأشارت النتائج إلى وجود علاقة عكسية بين الرافعة المالية والشركات قيمة، وأثبتت الدراسة أن الرافعة المالية لم يكن لها تأثير على قيمة الشركة.

دراسة (Farooq & Masood, 2016):

ومع ذلك ، قامت هذه الدراسة بإختبار تأثير الرافعة المالية على قيمة الشركات في قطاع الأسمت في باكستان للفترة ٢٠٠٨ - ٢٠١٢ لعينة من ١٩ شركة. خلصت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ومهمة إحصائياً بين الرافعة المالية وقيمة الشركة معبراً عنها بمقياس توبين q .

دراسة (Collins et al., 2012):

هدفت دراسة (Collins et al. (2012)، إلى الكشف عن تأثير هيكل رأس مال الشركة على قيمتها السوقية لعينة من (١٩) شركة غير مالية للفترة ٢٠٠٥-٢٠٠٩ . وخلصت الدراسة

إلى مجموعة من النتائج أهمها وجود تأثير إيجابي لهيكل رأس المال وحجم الشركة على قيمة الشركة السوقية.

ومن خلال استعراض الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة، يمكن للباحث التوصل إلى الاستنتاجات التالية:

يُعد التناقص أو التعارض هو السمة الأساسية التي تكتنف نتائج الدراسات السابقة التي تم إجراؤها بهدف التحقق من طبيعية العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة. فمن ناحية، توصل عدد من الدراسات السابقة (Farooq & Masood, 2016; Collins et al., 2012;) إلى وجود علاقة طردية موجبة ذو دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وقيمة الشركة.

ومن ناحية أخرى، توصلت دراسات (Al-Slehat, 2020; Dutta et al., 2018) إلى وجود علاقة عكسية (سلبية) ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وقيمة الشركة.

وبرغم النتائج السابقة، توجد دراسات سابقة مثل: (cheryta et al., 2017; Ishari, 2016) اختبرت العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة، وأخفقت في التوصل إلى علاقة معنوية بينهما، كما توصلت إلى أن قيمة الشركة لا يرتبط بشكل مباشر بمستوى الرافعة المالية.

كما ان هناك تنوع في الدراسات السابقة في الدول مجال التطبيق. واعتمدت الدراسات السابقة على عدد محدود من الشركات كعينة للدراسة الى حد ما، وايضاً هناك تنوع في المقاييس التي تم الاعتماد عليها لقياس كلاً من الرافعة المالية وقيمة الشركة، ويرى الباحث أن ما سبق يعد أسباباً من أسباب اختلاف النتائج بين الدراسات المختلفة.

وفي ضوء التحليل السابق للدراسات التي اهتمت باختبار العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة، تبين للباحث أن الجدل مازال مستمراً حول اتجاه تلك العلاقة الغير المستقرة، مما يحتاج الى مزيد من البحث والدراسة لتحليل وتفسير أسباب هذا الاختلاف والتناقص، مما يقلل من الجدل المثار حول تلك العلاقة، ويمكن صياغة الفرض الأول للدراسة الحالية على النحو التالي:

H1: توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية للرافعة المالية على قيمة الشركة لدى الشركات المدرجة في البورصة المصرية.

٢/١/٥ الواسات التي أهتمت بواحدة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة.

دراسة (عبد المنعم، ٢٠٢١):

تستهدف هذه الدراسة اختبار اتجاه وقوة ودلالة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وذلك على عينة قوامها ١٢٠ شركة مساهمة مصرية مقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، وتنتمي إلى خمسة عشر قطاع اقتصاديا غير مالي، خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام ٢٠١٧ حتى عام ٢٠١٩. وقد اعتمدت الدراسة لاختبار الفروض البحثية على تحليل الانحدار الخطي متعدد المتغيرات باستخدام نموذج الأثار الثابتة.

وقد توصلت نتائج الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن هناك علاقة سلبية وذات دلالة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات محل الدراسة.

دراسة (Anton and Nueu, 2019):

هدفت هذه الدراسة إلى التحقق من أثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة وعلى عينة حجمها ٧١٩ شركة بولندية، خلال الفترة الزمنية ٢٠٠٧ - ٢٠١٦، وقد أسفرت نتائج الدراسة عن وجود مستوى مثالي من الاحتفاظ بالنقدية، والذي من شأنه تعظيم قيمة الشركة وأن الانحراف عن هذا المستوى المثالي من الاحتفاظ بالنقدية سوف يؤدي إلى تدنية قيمة الشركة، وأن هناك علاقة مقعرة (معكوسة) على شكل حرف U بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة.

دراسة (Asante et al, 2018):

كما أسفرت نتائج هذه الدراسة عن وجود علاقة إيجابية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وذلك على عينة من الشركات المدرجة في بورصة غانا، وأن هذه الشركات تميل إلى الاحتفاظ بالنقدية لأغراض السيولة.

دراسة (Ahrends, Drobetz and Puhan, 2018):

اختبرت الدراسة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة من خلال دورية فرص النمو بالشركة *Firms' Cyclicity of Growth Opportunities*. وتقتضى الدراسة أن قيمة النقدية المحتفظ بها تختلف بين شركة وأخرى تبعاً لمدى أهمية الاحتفاظ بهذه النقدية في الشركة، خاصة في ظل المراحل الصعبة التي تمر فيها الشركة بقيود مالية متمثلة في ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي مع وجود فرص استثمارية في مشروعات مريحة. وبلغت عينة الدراسة ١٣١٨٥٥ مشاهدة

للشركات في أمريكا الشمالية خلال الفترة من عام ١٩٦٨ حتى عام ٢٠١٢. وتوصلت الدراسة إلى أن الاحتفاظ بالنقدية في الشركات التي تقل فيها دورية فرص النمو يزيد قيمة المنشأة.

دراسة (Sheikh and Khan , 2016):

كما توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة احصائية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وأن احتفاظ الشركة بالنقدية له تأثير سلبي على قيمة الشركة ، وذلك على عينة مكونة من ١٨٩ شركة غير ماليه مسجلة في بورصة كراتشي بباكستان، خلال الفترة الممتدة من عام ٢٠٠٨ حتى عام ٢٠١٢.

دراسة (Azmat,2014):

حاولت الدراسة تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالمستوى الأمثل للنقدية وبين تعظيم قيمة المنشأة، واستعانت الدراسة بعينة من ٢٦١ شركة مقيدة في البورصة الباكستانية بورصة كراتشي خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٨. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تحتفظ بالمستوى الأمثل من النقدية تزيد لديها قيمة المنشأة. بينما الشركات التي تحرف عن المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية يلاحظ بها تأثير سلبي على قيمة المنشأة.

ومن خلال استعراض الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، يمكن للباحث التوصل إلى الاستنتاجات التالية:

يُعد التناقص أو التعارض هو السمة الأساسية التي تكتنف نتائج الدراسات السابقة التي تم إجراؤها بهدف التحقق من طبيعية العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة.

فمن ناحية، توصل عدد من الدراسات السابقة (Ahrends, 2018; Asante el al,2018) إلى أن هناك علاقة ايجابية وذو دلالة احصائية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وفسرت الدراسات السابقة طردية العلاقة السابقة، بأن الشركة التي تمتلك ارصدة نقدية مرتفعة تستخدمها في أغراض المعاملات، ولديها ادارة فعالة لأنشطة النقدية وحسنة النية في إدارة واستخدام هذه النقدية بكفاءة، وتتسم بمرونة مالية تعبر عن قدرتها على تطوير وضعها المالي، ولديها القدرة على سداد التزاماتها المالية، فإن ذلك ينعكس ايجابيا على قيمة الشركة.

ومن ناحية أخرى، توصلت دراسات (Azmat, 2014 , Anton and Nucu, 2019) إلى وجود علاقة مقعرة (Concave Relationship) بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة عند المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية، حيث أن الشركات تسعى إلى تحقيق التعادل بين تكاليف

الاحتفاظ بالنقدية وبين المنافع المترتبة على الاحتفاظ بالنقدية، وذلك بهدف الوصول إلى المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية، مما يعظم من قيمة الشركة.

كما توصل عدد من الدراسات السابقة مثل: (عبد المنعم، ٢٠٢١، , Sheikh and Khan, 2016) إلى وجود علاقة سلبية وذات دلالة احصائية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، وقد فسرت الدراسات تلك العلاقة العكسية بأن الشركات التي تحتفظ بمستوى مرتفع من النقدية، تكون أكثر عرضة لقيام الإدارة باستخدام النقدية المحتفظ بها استخداماً سيئاً لتحقيق أغراضها وأهدافها الخاصة على حساب مصلحة ملاك الشركة والتي من شأنها أن تؤدي إلى تدنية قيمة الشركة.

وبرغم النتائج السابقة، توجد دراسات سابقة مثل: (Feyzi et al 2013 , Moghaddam and Abbaspour, 2015) اختبرت العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، واخفقت في التوصل إلى علاقة معنوية بينهما .

وفى ضوء التحليل السابق للدراسات المهتمة بأثر الرافعة المالية على قيمة الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة، ويمكن صياغة الفرض الثانى للدراسة الحالية كما يلي:

H2: مستوى الاحتفاظ بالنقدية يتوسط علاقة تأثير الرافعة المالية على قيمة الشركة لدى الشركات المدرجة فى البورصة المصرية.

٦/١ أسلوب البحث:

فى ضوء مشكلة وفروض وأهداف البحث، يتمثل الأسلوب المتبع فى الدراسة فى:

١/٦/١ مجتمع وعينة الدراسة.

يتمثل مجتمع الدراسة الحالية فى الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية فى الفترة بين عامي (٢٠١٦ - ٢٠٢٠)، وذلك بعد استبعاد قطاعي البنوك وشركات الخدمات المالية بخلاف البنوك، وذلك لتحقيق نوع من التجانس بين شركات العينة.

أما عينة الدراسة فهى عينة تحكمية تتمثل فى الشركات التى قامت بالاعتماد على الاستدانة فى تكوين أصولها، وقد تم تحديد مفردات العينة فى ضوء المحددات التالية:

١/١/٦/١ أن تكون الشركة مقيدة بالبورصة خلال السنة المالية التى قامت فيها الدراسة، وألا تكون قد تعرضت للشطب الإيجابى أو الاختيارى خلال هذه الفترة.

٢/١/٦/١ أن تتوافر البيانات المتعلقة بقياس متغيرات البحث.

٣/١/٦/١ استبعاد المنشآت التي تعرض قوائمها المالية بعملة خلاف الجنية المصرى.
 ٣/١/٦/١ ألا تكون الشركة من البنوك أو شركات التأمين أو غيرها من الشركات المالية
 والمصرفية، نظراً لخضوع هذه الشركات لقوانين ومعايير تختلف فى طبيعتها عن باقى
 الشركات، كما أن الرافعة المالية جانب أساسى فى أعمالها.
 وقد انته الباحث إلى اختيار عينة من الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية يبلغ
 حجمها (٨٤) شركة موزعة على (١٤) قطاعاً اقتصادياً.

٢/٦/١ أنواع ومصادر البيانات:

قام الباحث بالاطلاع على المراجع العلمية سواء العربية أو الأجنبية التى تطرقت إلى متغيرات
 الدراسة، وسواء توافرت هذه المراجع بالمكتبة العربية أو من خلال المواقع الإلكترونية وقواعد
 البيانات المتخصصة وذلك بهدف بناء الإطار النظرى للدراسة.

وقد اعتمد الباحث في الحصول على كافة البيانات الخاصة بشركات العينة واللازمة لإتمام
 الدراسة التطبيقية الحالية، على مصدرين أساسيين، هما:

١/٢/٦/١ شركة مصر لنشر المعلومات.

٢/٢/٦/١ موقع البورصة المصرية بما يحتويه من تقارير افصاح الزامية تعدها الشركات المساهمة
 المقيدة طبقاً لقواعد القيد.

٧/١ قياس متغيرات البحث:

يوضح الجدول (١/١) وصفاً لمتغيرات البحث والتعريف الإجرائى له، على النحو التالى:

جدول رقم (١/١) متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

المتغير (ونوعه)	المؤشر ورمزه	طريقة قياسه	الأدبيات السابقة
المتغير المستقل			
الرافعة المالية	$LEV_{i,t}$	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول.	(Ali, 2014, Fosu, 2013; Asante el al ، 2018)
المتغير التابع			
قيمة الشركة	$FVALUE_{i,t}$	يتم حساب قيمة الشركة من خلال نسبة توبين كيو $Q-Ratio_{i,t}$ والتي يتم قياسها بنسبة القيمة السوقية لأصول الشركة (i) فى نهاية الفترة (t)	(Ameer, 2012 ; ، مليجى، ٢٠١٨)

	إلى قيمتها الدفترية. Tobin's Q = [(رأس المال السوقي للمنشأة) + القيمة الدفترية للديون] ÷ القيمة الدفترية لإجمالي الأصول بالشركة. حيث أن القيمة السوقية لحقوق الملكية (للمنشأة) = سعر السهم نهاية العام × عدد الأسهم العادية.		
المتغير الوسيط			
(Uyar and Kuzey,2014) (Hasan zadeh et al.2015)	تم حساب الأرصدة النقدية المحتفظ بها من خلال قسمة النقدية وما حكمها في الشركة (i) على إجمالي أصولها في نهاية الفترة (t).	CASH _{i,t}	مستوى الاحتفاظ بالنقدية
المتغيرات الرقابية			
Habib et al. (2018); Ustman (2020)	إجمالي الأعوام من عام قيد المنشأة بالبورصة حتى العام محل القياس.	AGE _{i,t}	عمر المنشأة
(Ullah and Kamal,2018; Habib et al. 2018)	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.	FSIZE _{i,t}	حجم المنشأة
(Al-dhamari and Ismail,2015) (Gill and Mathur,2011)	يتم قياسه من خلال نسبة التغير في المبيعات كمؤشر للنمو الفرص الاستثمارية للشركة.	INVGO _{i,t}	فرص نمو الاستثمار
Derouiche et al 2018	صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية في آخر الفترة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في آخر الفترة.	CFO _{i,t}	التدفقات النقدية التشغيلية

المصدر: إعداد الباحث.

٧/١ نتائج البحث:

١/٧/١ تحليل ومناقشة نتائج تحليل الانحدار لاختبار فرض الدراسة الأول:

جدول (٣/١) نتائج انحدار الرافعة المالية والمتغيرات الرقابية على قيمة الشركة

Variables	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LEV	-0.2958	0.096	-3.072	0.002***
AGE	2.8822	0.541	5.32	0.000***
SIZE	-2.0261	0.324	-6.249	0.000***
INVGO	-0.0007	0.000	-2.222	0.027**
CFO	0.4156	0.145	2.870	0.005***
Constant	43.1004	6.492	6.639	0.000***
R-squared	%93.7	<i>Adjusted R-squared</i>		%90.3
Fisher test (F-stat.)	(27.754)***	<i>Durbin-Watson stat</i>		2.0118

Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

يظهر جدول رقم (٣/١) العديد من النتائج الهامة، والتي يمكن ايضاحها فيما يلي:

هناك تأثير سلبي للرافعة المالية على قيمة الشركة عند مستوى دلالة إحصائية ١٪. حيث كان قيمة معامل الانحدار (- ٠.٢٩٥٨) مما يشير إلى أن ارتفاع مستوى الرافعة المالية بدرجة واحدة سوف يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة بمقدار (٠.٣٠) درجة في المتوسط أي انخفاض قيمة الشركة بنسبة ٣٠٪ من الزيادة التي تحدث في مستوى الرافعة المالية.

وبالنسبة للمتغيرات الضابطة فيتضح منها وجود تأثير إيجابي لمتغيرات عمر الشركة، وربحية الشركة، والتدفقات النقدية التشغيلية على قيمة الشركة لزيادة هذه المتغيرات بدرجة واحدة سوف تؤدي إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار (٢.٨٨٢)، (٢.٣٢٩) درجة في المتوسط على الترتيب، وفي المقابل نجد تأثير سلبي لمتغيري حجم الشركة وفرص نمو الاستثمار على قيمة الشركة. فزيادة هذين المتغيرين بدرجة واحدة سوف يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة بمقدار (٢٠٠٢٦)، (٠.٠٠٧) درجة في المتوسط على الترتيب.

وبالانتقال للإحصاءات العامة للانحدار فيتضح ارتفاع قيمة معامل التحديد المعدل ($Adjusted R^2$) حيث بلغت قيمته ٩٠.٣٪، مما يعني أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر نسبة ٩٠.٣٪ من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (قيمة الشركة)، أما باقي النسبة البالغة ٩.٦٪

فترجع إلى الخطأ العشوائي نتيجة لوجود عوامل او متغيرات أخرى لم يتم السيطرة عليها داخل النموذج. كذلك جاءت قيمة إحصائية (Durbin-Watson) ٢.٠١٢، ما يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى بين متغيرات نموذج الدراسة. مما سبق أن تلك النتيجة تدعم الفرض الاول للدراسة الحالية بوجود علاقة تأثير بين الرافعة المالية وقيمة الشركة. وهو ما تتفق مع ما أنتهت اليه بعض الدراسات السابقة توصلت دراسات (Al-Slehat, 2020; Dutta et al., 2018) إلى وجود علاقة عكسية (سلبية) ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وقيمة الشركة.

٢/٧/١ تحليل ومناقشة نتائج تحليل الانحدار لاختبار فرض الدراسة الثاني:

جدول (٤/١) نتائج تحليل تأثير الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة

Variables	Coefficient	t-Statistic	Prob.
LEV	-0.2971	-3.043	0.003***
CASH	-1.4320	-3.687	0.000***
AGE	2.8908	5.330	0.000***
SIZE	-2.0519	-6.489	0.000***
INVGO	-0.0007	-2.201	0.019**
CFO	0.4199	2.954	0.005***
Constant	43.687	6.912	0.000***
Frms	85	Obs.	397
Adjusted R-squared	%90.25	Durbin-Watson stat	2.012
Fisher test (F-stat.)	(26.755)***	Post-hoc Statistical Power	% 100

Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

أظهرت نتائج جدول الانحدار السابق والذي تم فيه اضافة متغير مستوى الاحتفاظ بالنقدية بالشركات، استمرار التأثير السلبي الرافعة المالية على قيمة الشركة عند مستوى دلالة إحصائية ١%. كما لم يحدث أي تغيير في معامل الانحدار والذي ظل يعادل (-٠.٢٩٧١) ، فالزيادة بدرجة واحدة في الرافعة المالية سوف يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة بنسبة ٣٠% تقريباً. كما أظهرت نتائج الانحدار أن هناك تأثير سلبي ومعنوي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركات المساهمة الممثلة في عينة الدراسة عند مستوى دلالة إحصائية ١% ، وكانت إشارة معامل الانحدار سالبة، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار ($\beta = -1.4320$)، مما تدل هذه النتيجة على أن ارتفاع

(انخفاض) مستوى الاحتفاظ بالنقدية يؤدي إلى انخفاض (ارتفاع) قيمة الشركات المساهمة الممثلة في عينة الدراسة.

ومن أجل معرفة الدور الذي يلعبه مستوى الاحتفاظ بالنقدية في زيادة أو انخفاض التأثير السلبي الرافعة المالية على قيمة الشركة. وما إذا كان يكون أكثر فعالية في تعظيم قيمة الشركة عند ادخال متغير مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فسوف يتم إدخال متغير تفاعلي يعكس حاصل ضرب مستوى الاحتفاظ بالنقدية مع الرافعة المالية وذلك خلال جدول الانحدار التالي:

جدول (٤/١) نتائج تحليل تأثير ومستوى الاحتفاظ بالنقدية على العلاقة بين الرافعة المالية و

قيمة الشركة

Variables	Coefficient	t-Statistic	Prob.
LEV	-0.2988	-3.028	0.002***
CASH	-2.4978	-7.528	0.000***
(LEV * CASH)	8.9786	20.99	0.001***
AGE	2.882	5.386	0.000***
SIZE	-2.0944	-6.386	0.000***
INVGO	-0.0007	-2.207	0.027**
CFO	0.4179	3.010	0.005***
Constant	44.630	6.809	0.000***
Frms	85	Obs.	395
Adjusted R-squared	%90.29	Durbin-Watson stat	2.012
Fisher test (F-stat.)	(27.09)***	Post-hoc Statistical Power	% 100

Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

في جدول الانحدار السابق تم ادخال مستوى الاحتفاظ بالنقدية كمتغير تفاعلي ليعكس تفاعل الرافعة المالية مع مستوى الاحتفاظ بالنقدية. (الأثر غير المباشر لمستوى الاحتفاظ)، وذلك مع الإبقاء على متغير مستوى الاحتفاظ بالنقدية بشكل مفرد من أجل الحصول على الأثر المباشر له. ولقد لوحظ أن إدخال المتغير التفاعلي على العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة لم يؤثر على نتائج الأثر المباشر سواء الرافعة المالية أو لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة (وإن ارتفع معامل التأثير لكليهما)، بالإضافة إلى أن تأثير المتغير التفاعلي جاء إيجابي على قيمة الشركة عند مستوى دلالة إحصائية ١٪. حيث جاءت قيمة معامل الانحدار الإيجابي للمتغير التفاعلي (٨.٩٧٩) تقريباً، وهو يتجاوز بكثير معامل الانحدار السلبي لمستوى الرافعة المالية والذي يعادل (-٠.٢٩٩). وهو ما يشير إلى أن ارتفاع نسبة مستوى الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات المساهمة

الممثلة في عينة الدراسة، وفي ظل وجود ، مستوى مناسب من الرافعة المالية سوف تخفف من العلاقة السلبية بين الرافعة وقيمة الشركات محل الدراسة بشكل أكثر وضوحاً. مما يعني أن ارتفاع مستوى الرافعة المالية وتفاعله من مستوى الاحتفاظ بالنقدية يقلل من التأثير السلبي على قيمة الشركة، بمعنى آخر أن الرافعة المالية لها تأثير سلبي مباشر على قيمة الشركة وتأثير إيجابي غير مباشر من خلال ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية بالشركات. وبالتالي فإن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات يعمل على تخفيض التأثير السلبي للرافعة المالية على قيمة الشركة. وبالنسبة للمتغيرات الضابطة فلم تختلف نتائجها إطلاقاً عن نتائج النموذج الأول، كما لم تختلف عن الانتقال بين الانحدارات، مما يظهر مدى قوة وثبات نتائج هذه المتغيرات الضابطة. وبالانتقال للإحصاءات العامة للانحدارات فيتضح ارتفاع قيمة معامل التحديد المعدل ($Adjusted R^2$) لانحدارات النموذج الثاني حيث تُفسر ما بين (٩٠.٣%) من التغيرات التي تحدث في قيمة الشركة، أما باقي النسبة فترجع إلى الخطأ العشوائي نتيجة لوجود متغيرات أخرى لم يتم السيطرة عليها داخل النموذج. كذلك جاءت قيمة إحصائية (Durbin-Watson) (٢٠١٢) مما يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى بين متغيرات انحدارات الدراسة. مما سبق يتضح أن تلك النتيجة تدعم الفرض الثاني للدراسة الحالية بوجود أثر إيجابي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة، وهو الأمر الذي من شأنه يمكن قبول فرض الدراسة.

٧/١ المراجع:

١/٧/١ المراجع العربية:

الباز، ماجد مصطفى ؛ التهامي ، أسامة على، (٢٠٢٠)، " أثر الاحتفاظ بالنقدية علي توقيت إصدار تقرير المراجعة في ضوء المحددات المالية والاقتصادية: أدلة دولية مقارنة ونظام معلوماتي مقترح"، *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، المجلد (٢) ، العدد(١)، ص ص 456 - 373.*

سليم ، احمد سليم ، (٢٠١٧)، " العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية والمسئولية الاجتماعية للشركات: دراسة تطبيقية "، *مجلة الفكر المحاسبي ، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، مجلد (٢١)، العدد (٢)، ص ص ٦١٠-٦٤٧.*

عبدالمنعم، ريم محمد محمود، (٢٠٢١)، "تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، جامعة قناة السويس - كلية التجارة، المجلد ٣، العدد ١، ص ١٦٦-٢٧٢.

مليجي، مجدى مليجي عبدالحكيم (٢٠١٨)، تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية. *مجلة الفكر المحاسبى*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد ٢٢، العدد ٤، ص ٣٣٠-٤٠١.

٢/٧/١ المراجع الأجنبية:

- Ahrends, M., Drobetz, W., Puhan, T. (2018)," Cyclicity of growth opportunities and the value of cash holdings", **Journal of Financial Stability**. Vol. 37. PP: 74-96.
- Akintoye, I.R., (2008), "Effects of Capital Structure on Firms' Performance: the Nigerian Experience", **European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences**, Vol. (10), PP: 233-243.
- Al-Amri, K., M . Al-Busaidi, & S. Akguc, (2015)." Conservatism and Corporate Cash Holdings: a Risk Prospective", **Investment Management and Financial Innovations**, 12(1):101-113.
- Al-Dhamari, R., & K. N. I. K. Ismail, (2015). "Cash Holdings, Political Connections, and Earnings Quality", **International Journal of Managerial Finance**, 11(2): 215-231.
- Ali, M., (2014), "Relationship between Financial Leverage and Financial Performance, Evidence of Listed Chemical Companies of Pakistan", **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol. (5), No. (23).
- Al-Slehat, Z., (2020)," Impact of Financial Leverage, Size and Assets Structure on Firm Value: Evidence from Industrial Sector Jordan". **International Business Research**, 13(1), p.109.
- Ameer, R. (2012), "Impact of Cash Holdings and Ownership Concentration on Firm Valuation: Empirical Evidence from Australia", **Review of Accounting and Finance**, 11(4): 448-467.
- Anton, S. G., & A. E. A. Nucu, (2019)," Firm Value and Corporate Cash Holdings, Empirical Evidence from the Polish Listed Firms", **Journal of Finance**, (3),PP:121-134.
- Asante-Darko, D., B. A. Bonsu., S. Famiyeh., A. Kwarteng., & Y. Goka, (2018)," Governance Structures, Cash Holdings and Firm Value on the Ghana Stock Exchange, Corporate Governance", **The International Journal of Business in Society**, 18(4): 671-685.
- Azmat, Q. (2014). "Firm value and optimal cash level: evidence from Pakistan", **International Journal of Emerging Markets**, Vol. 9, No. 4, pp. 488-504.
- Bhardwaj, A., and Dhansoia, N., (2014), "Financial Leverage and Firm Value: A study of Manufacturing Sector Firms", **Journal of Business and Management**, e-ISSN: 2278-487X, p-ISSN: 2319-7668. PP: 75-81.
- Bick, P., S. Orlova ., & L. Sun, (2018)," Fair Value Accounting and Corporate Cash Holdings". **Advances in Accounting**, 40: 98-110.
- Cai, W., Zeng, C. C., E. Lee., & N. Ozkan, (2016)," Do Business Groups Affect Corporate Cash Holdings? Evidence from a transition Economy", **China Journal of Accounting Research**, 9(1): 1-24.

- Cheryta, A. M., Moeljadi, & Indrawati, N. K. (2017). The Effect of Leverage, Profitability, Information Asymmetry, Firm Size on Cash Holding and Firm Value of Manufacturing Firms Listed at Indonesian Stock Exchange. *International Journal of Research in Business Studies and Management*, 4(4), 21-31.
- Collins, O., Filibus, I., & Clement, A. (2012). Corporate Capital Structure and Corporate Market Value: Empirical Evidence from Nigeria. *International Journal of Economics and Finance*, 4(12), 193-201.
- DAMOURI, D., KHANAGHA, J. B., and KAFFASH, M., (2013), "The Relationship between Changes in the Financial Leverage and the Values of the Tehran Listed Firms", *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, Vol. (3), No.(3), PP: 198–210.
- Derouiche, I., H.Mansali & K.Jemai., (2018)." Accruals Quality, Financial Constraints and Corporate Cash Holdings. 1-7" , available online at:http://afros.tdasociety.org/Wpcontent/uploads/2018/06/Afros_2018_Paper_126.pdf.
- Dutta, S., Mukherjee, T., & Sen, S. (2018). Impact of Financial Leverage on the Value of Firm: Evidence from Some NSE Listed Companies. *The BESC Journal of Commerce and Management*, 4, 42-52.
- Farooq, M., & Masood, A. (2016). Impact of Financial Leverage on Value of Firms: Evidence from Cement Sector of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(9), 73-77.
- Feyzi, J. S., S. J Kangarlouel., B. Soleymani., & Motavassel, M. (2013), "Corporate Governance Ownership Structure Cash Holdings and Firm's Value: The Case of firms Listed in Tehran Stock Exchange (TSF)", *Asia Pacific Journal of Research in Business Management*, 4(1): 1-20.
- Fosu, S., (2013), "Capital Structure, Product Competition and firm performance", Evidence from South Africa, University of Leicester (U.K.), working Paper No.13/11.
- Gill, A., & N. Mathur, (2011). The Impact of Board Size, CEO duality, and Corporate Liquidity on the Profitability of Canadian Service Firms. *Journal of Applied Finance and Banking*, 1(3): 83-95.
- Habib, A. & M.Hasan., (2017)," Social Capital and Corporate Cash Holdings", *International Review of Economics and Finance*, 52: 1-20.
- Hasan zadeh, R. B. & S. J. Kangarluei., & F.S.Olemani., (2015), The Effects of Earnings Quality on Cash Holding in Listed Companies at Tehran Stock Exchange (TSE), *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 6(13): 104-110.
- Ishari, M. P. (2016). The Impact of Financial Leverage on Firms' Value (Special Reference to Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka).

- International Journal of Advancement In Engineering Technology, Management and Applied Science (IJAETMAS)*, 3(7), 100-104.
- Korotkikh, K., (2013), "The Effect of Financial Leverage on Firm Value: Evidence from the Netherlands", **Unpublished Master Thesis**, School of Management and Governance, University of Twente.
- Lee, S. (2010)" Effects capital intensity and firm performance for publicly traded U.S. hotels and restaurants". **Journal of Hospitality Financial Management**.18. 1(2): 1-13.
- Nguyen, T. L. H., L. N. T. Nguyen., & T. P. V. Le, (2016), "Firm Value, Corporate Cash Holdings and Financial Constraint: A Study From a Developing Market", *Australian Economic Papers*, 55(4): 368-385.
- Rayan, K., (2008), "Financial Leverage and Firm Value", **in partial fulfilment of the requirements for the degree of Master of Business Administration**", University of Pretoria.
- Sheikh, N. A., & M. I. Khan, (2016), "Effects of Excess Cash, Board Attributes and Insider Ownership on Firm Value: Evidence from Pakistan", **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, 10(1): 29-39.
- Ullah, S., & Y .Kamal, (2018)," Corporate Cash Holdings and Shareholder Wealth: Evidence from Pakistani Market", **Pakistan Business Review**, 19(4): 978-994.
- Ustman (2020). The Effect of Solvency, Firm Size, Age Companies on Audit Report Lag in Indonesian Company. **Research Journal of Finance and Accounting**, 11(2), 17-25.
- Uyar, A., & C. Kuzey, (2014), Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from the Emerging Market of Turkey, *Applied Economics*, 46(9): 1035-1048.