

العلاقة بين محاسبة القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية فى ضوء مفهوم الوكالة - دراسة تطبيقية -

د. سيد محمد سيد مصطفى

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة وإدارة الأعمال - جامعة حلوان

ملخص البحث

يهدف هذا البحث إلى دراسة العلاقة بين محاسبة القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية اعتماداً على مفهوم الوكالة كمدخل يمكن الاستناد إليه فى تفسير قيام الوحدة بالاحتفاظ بالنقدية، وفى سبيل ذلك تم صياغة نموذج لتفسير أثر القيمة العادلة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث تم الحصول على بيانات الدراسة من القوائم المالية السنوية للشركات المقيدة فى سوق الأوراق المالية المصرى، والتي تم إعدادها خلال الفترة من عام ٢٠١٦ إلى عام ٢٠١٨. وقد أظهرت نتائج البحث وجود علاقة عكسية معنوية بين كل من الأصول والالتزامات التي يتم قياسها بالقيمة العادلة والنقدية المحتفظ بها. وتتسق نتائج البحث مع الممارسات العملية لإعداد التقارير المالية فى بيئة الأعمال المصرية فيما يتعلق بقياس الأصول والالتزامات بالقيمة العادلة.

الكلمات الأساسية: محاسبة القيمة العادلة، الاحتفاظ بالنقدية، نظرية الوكالة.

Abstract:

The purpose of this research is to use agency theory for analyzing the relationship between fair value accounting and cash holdings. A model was developed to explain the effect of fair value on the level of cash holdings. To achieve the research's objective, the data were obtained from the annual financial statements of the companies listed in the Egyptian Exchange, which were prepared during the period from 2016 to 2018. The results indicated that there is a significant negative relationship between assets and liabilities that are measured at fair value and cash holdings. The results of the research are consistent with practical financial reporting of fair value measurement at the Egyptian business environment.

Keywords: Fair Value Accounting, Cash Holdings, Agency Theory.

(١) الإطار العام للبحث:(١-١) مقدمة:

تلعب النقدية دوراً حيوياً في منشآت الأعمال على اختلاف أنواعها، فالنقدية شريان الحياة لنجاح أى مؤسسة، وتتطلب إدارة النقدية تخطيط وتنظيم ورقابة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة لأغراض المعاملات والتحوط والاستثمار، فالنقدية بمثابة أداة مالية يمكن استخدامها لتحقيق فرص استثمارية مربحة، كما يمكن استخدامها كأداة لإدارة المخاطر التي يمكن أن تؤثر على الوحدة في المستقبل (Cruz et al., 2019, pp. 77-78). يعتبر الاحتفاظ بالنقدية Cash holdings أحد صور إدارة النقدية، فقد أشارت دراسات (Bates et al., 2009, p. 1985; Eekelen, 2014, p. 5; Neufert, 2016, p. 1; Cruz et al., 2019, p. 77; Graef et al., 2019, p. 285; Xu et al., 2019, p. 434)، إلى وجود زيادة في مستوى الاحتفاظ بالنقدية من قبل منشآت الأعمال في الفترة الأخيرة، كما توصلت دراسة (Manoel et al., 2018) إلى أن هناك تزايد في الاهتمام بالاحتفاظ بالنقدية في أوقات الأزمات المالية. ومن ثم فهناك حاجة إلى تحديد المستوى المناسب للنقدية المحتفظ بها، لأن ذلك يؤثر على سير أنشطة الأعمال، فالاحتفاظ بالنقدية بمستوى أقل مما يجب قد يحد من قدرة الوحدة على الوفاء بالتزاماتها والقيام بأنشطتها العادية، كما أن الاحتفاظ بالنقدية بمستوى أعلى مما يجب قد يجعل الوحدة تفقد فرصاً استثمارية ذات عائد أعلى، حيث أن العائد على هذا الأصل السائل أقل بكثير من العائد المحقق من استغلال هذه النقدية في أصول منتجة (Das, 2014, pp. 64-65)، ومن ثم فإن إدارة الوحدة يجب أن تقرر القيمة المثلى للنقدية التي يجب الاحتفاظ بها، وفي هذا الصدد أشارت دراسات (Opler et al., 2001, pp. 55-56; Das, 2014, pp. 134-140; Habib et al. 2017, pp. 306-307) الاستناد إليها في تفسير قيام منشآت الأعمال بالاحتفاظ بالنقدية، كما تعددت الدراسات التي قامت بدراسة العوامل المؤثرة في تحديد مستوى النقدية التي تقوم منشآت الأعمال بالاحتفاظ بها، ومنها (Opler et al., 2001; Ozkan & Ozkan, 2004; Bates et al., 2009; Ma, 2012; Gao et al., 2013; Racic & Stanisic, 2017; Manoel et al., 2018; Chen et al., 2019) حيث يختلف تأثير تلك العوامل على مستوى النقدية المحتفظ بها.

(٢-١) مشكلة البحث:

يتوقف مستوى الاحتفاظ بالنقدية على طبيعة العلاقة التي تربط بين إدارة الوحدة وملاكها، حيث تعتبر نظرية الوكالة من أهم المداخل التي يمكن الاستناد إليها في تفسير قيام الوحدة بالاحتفاظ بالنقدية، فقد تعددت الدراسات التي تناولت دراسة الاحتفاظ بالنقدية وفقاً لعلاقة الوكالة،

(Dittmer et al., 2003; Faleye, 2004; Jani et al., 2004; Oswald & Young, 2008; Nikolov & Whited, 2011; Eekelen, 2014; Nikolov & Whited, 2014; Neufert, 2016; Cho et al., 2018; Xu et al., 2019; Clarkson et al., 2020) ومنها
 الرغم من ارتباط مصالحي كل من ملاك الوحدة وإدارة الوحدة (كوكيل عن الملاك) فيما يتعلق بتحقيق منافع من تشغيل الموارد الاقتصادية الخاضعة لسيطرة إدارة الوحدة، إلا أنه قد يحدث تعارض في المصالح بين الطرفين، وهو ما يخلق مشاكل الوكالة (Panda & Leepsa, 2017, p. 79)، حيث أن الإدارة قد تقوم باستغلال موارد الوحدة في تعظيم منافعها على حساب الملاك (Panda & Leepsa, 2017, p. 82). وتتباين مشاكل الوكالة حسب العلاقة التي تربط بين إدارة الوحدة والملاك، ومن ثم يتباين دور نظرية الوكالة في تفسير سلوك كل من الطرفين، حيث يمكن تصور حالات مختلفة لهذه العلاقة، والتي تتوقف على مدى اتفاق أو اختلاف أهداف كل من الإدارة والملاك (Arthurs & Busenitz, 2003, pp. 148- 150). إن قيام إدارة الوحدة بالاحتفاظ بمستوى عال من النقدية قد يرتبط برغبتها في تحقيق منافع ذاتية، والذي يتطلب السيطرة على القرارات الاستثمارية وحرية التصرف الإداري بالشكل الذي يخدم مصالحها (Dittmar et al., 2003, p. 115; Sjaastad & Ueland, 2013, p. 14; Das, 2014, p. 134; Amess et al., 2015, p. 422)، ولذلك قد يختلف مستوى الاحتفاظ بالنقدية الذي تقررته إدارة الوحدة عن المستوى الذي يحقق مصالح الملاك (Ma, 2012, p. 13; Sjaastad & Ueland, 2013, p. 14)، وفي هذا الصدد تعددت الدراسات التي تناولت العلاقة بين مشاكل الوكالة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، ومنها (Dittmar et al., 2003; Pinkowitz et al., 2003; Kalcheva & Lins, 2007; Kusunadi, 2011; Nikolov & Whited, 2011; Alnajjar, 2013; Gao et al., 2013; Sjaastad & Ueland, 2013; Eekelen, 2014; Nikolov & Whited, 2014; Alnajjar & Clark, 2017; Pan et al., 2017, Clarkson et al., 2020)، حيث يتأثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية بمشاكل الوكالة بين إدارة الوحدة وملاكها.

تتوقف العلاقة بين محاسبة القيمة العادلة ومشاكل الوكالة على مدى الوفاء بمفهوم القيمة العادلة وفقاً لما يجب أن يكون عليه ذلك المفهوم، فمحاسبة القيمة العادلة توفر المعلومات المحاسبية الملائمة التي تعكس القيم الجارية للأصول والالتزامات في تاريخ القياس، ويتطلب ذلك ضرورة توافر مدخلات قياس قابلة للملاحظة، ويمكن الاعتماد عليها بشكل موثوق فيه، ومع ذلك قد لا يتحقق هذا المفهوم في الممارسة العملية، فقد تقل نفعية معلومات القيمة العادلة في حالة استخدام مدخلات قياس أقل موثوقية (Prochazaka, 2011, p. 74; Robinson et al., 2018). وفي هذا السياق كانت دراسات (Tetteroo, 2016; He et al., 2018; Ferreira et al., 2019; Huang et al., 2020; Fortin et al., 2020)، والتي أكدت على اختلاف مستوى

الملائمة والموثوقية في معلومات القيمة العادلة باختلاف مستويات القياس والمدخلات المستخدمة في ذلك القياس. وقد يؤدي تعارض المصالح بين إدارة الوحدة والملاك، إلى قياس القيمة العادلة اعتماداً على مدخلات قياس خاضعة لتقديرات إدارة الوحدة، والتي قد لا تعبر عن القيم الحقيقية للأصول والالتزامات في تاريخ القياس، ومن ثم قد تقوم إدارة الوحدة بتحقيق منافع ذاتية على حساب الملاك، من خلال تقدير القيمة العادلة بالشكل الذي يحقق مستوى أداء معين مرغوب فيه من قبل إدارة الوحدة، ويتحقق ذلك في ظل عدم توافر مدخلات القياس المرتبطة بأسعار السوق القابلة للملاحظة (Duhovnik, 2007, p. 69; Nissim & Penman, 2008, p. 36; Ronen, 2008, p. 186; Emerson et al., 2010, p. 82; Prochazka, 2011, p. 79; Shaffer, 2011, p. 33; Stojilkovic, 2011, pp. 98-99; Clark et al., 2013, p. 154; Tetteroo, 2016, p. 10; Sapkauskiene & Orlovskij, 2017, p. 166; Robinson et al., 2018, p. 1-2; Barlev & Haddad, 2003; He, 2020, pp. 1-2) وفي ضوء ذلك كانت دراسات (Muller et al., 2011; Suryanto, 2015) التي تناولت العلاقة بين صعوبة قياس القيمة العادلة ومشاكل الوكالة.

أشارت دراسات (Shaffer, 2011; Suryanto, 2015; Sapkauskiene & Orlovskij, 2017; Robinson et al., 2018; He, 2020) إلى وجود تأثير لمشاكل الوكالة على سلوك الإدارة فيما يتعلق بتقييم القيمة العادلة، حيث أن تقدير القيمة العادلة بشكل غير موثوق فيه، يعني وجود مشاكل وكالة. وحيث أن طبيعة العلاقة بين إدارة الوحدة وملاكها، تؤثر على سلوك الإدارة فيما يتعلق بالتصرف في الموارد الاقتصادية، فقد أكدت دراسات (Dittmar et al., 2003; Pinkowitz et al., 2003; Kalcheva & Lins, 2007; Kusnadi, 2011; Nikolov & Whited, 2011; Alnajjar, 2013; Gao et al., 2013; Sjaastad & Ueland, 2013; Alnajjar & Clarck, 2017; Pan et al., 2017) وكالة تحتفظ بقيمة أعلى من النقدية، كما توصلت دراسات (Nikolov & Whited, 2011; Eekelen, 2014; Nikolov & Whited, 2014) إلى انخفاض مستوى النقدية المحتفظ بها في حالة عدم وجود مشاكل وكالة، ولذلك فمن المتوقع وجود علاقة طردية بين القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية، وهي النتيجة التي توصلت إليها دراسة (Bick et al., 2018)، في حين أشارت دراسة (Barlev & Haddad, 2003, p. 384) إلى أن نموذج محاسبة القيمة العادلة قد يخفض من مشاكل الوكالة، وهي النتيجة التي توصلت إليها دراسة (Muller et al., 2011)، حيث وجدت عدم وجود مشاكل وكالة في ظل تطبيق محاسبة القيمة العادلة، وفي ضوء ذلك قد يكون هناك علاقة عكسية بين القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية. ويرى الباحث أن العلاقة بين القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية تتحدد في ضوء الممارسة العملية لقياس القيمة العادلة فيما يتعلق بالمدخلات

المستخدمة فى القياس ومدى موثوقيتها. ولذلك تتمثل مشكلة البحث فى دراسة وتحليل العلاقة بين كل من مفهوم الوكالة والاحتفاظ بالنقدية ومحاسبة القيمة العادلة، واختبار أثر محاسبة القيمة العادلة على مستوى النقدية المحتفظ بها فى بيئة الأعمال المصرية.

(٣-١) هدف البحث:

يتمثل هدف البحث فى دراسة العلاقة بين محاسبة القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية اعتماداً على مفهوم الوكالة كمدخل يمكن الاستناد إليه فى تفسير قيام الوحدة بالاحتفاظ بالنقدية. ويتطلب الوفاء بهذا الهدف تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

- ١- تحليل العلاقة بين مشاكل الوكالة والاحتفاظ بالنقدية.
- ٢- تحليل العلاقة بين محاسبة القيمة العادلة ومشاكل الوكالة.
- ٣- دراسة أثر محاسبة القيمة العادلة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
- ٤- دراسة مدى وجود اختلاف بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصرى فيما يتعلق بمستوى الاحتفاظ بالنقدية.

(٤-١) فروض البحث:

- يتطلب تحقيق أهداف البحث ضرورة اختبار الفرضين التاليين:
- ١- توجد علاقة ارتباط معنوية بين كل من القيمة العادلة والنقدية المحتفظ بها.
 - ٢- لا توجد فروق معنوية بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصرى فيما يتعلق بمستوى الاحتفاظ بالنقدية.

(٥-١) منهجية البحث:

يتضمن البحث القيام بدراسة نظرية تعتمد على ما ورد بالفكر المحاسبى، وذلك بغرض تحديد الإطار العام لنظرية الوكالة ونظريات تفسير الاحتفاظ بالنقدية ومفهوم القيمة العادلة، ومن ثم تحليل العلاقة بين مشاكل الوكالة والاحتفاظ بالنقدية، وكذلك تحليل العلاقة بين محاسبة القيمة العادلة ومشاكل الوكالة، على أن يتبع ذلك القيام بدراسة تطبيقية لاختبار العلاقة بين القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية اعتماداً على بعض البيانات التى يتم الحصول عليها من القوائم المالية السنوية للشركات المقيدة فى البورصة المصرية، والتى تم إعدادها خلال الفترة من عام ٢٠١٦ إلى عام ٢٠١٨، بالإضافة إلى تقارير الإفصاح الصادرة عن البورصة المصرية خلال فترة الدراسة، ويتم تحليل تلك البيانات باستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة بغرض استخلاص النتائج اللازمة للوفاء بأهداف الدراسة.

(٢) الإطار النظري للبحث والأدبيات السابقة:(١-٢) نظرية الوكالة ودورها في تفسير سلوك إدارة الوحدة:

علاقة الوكالة Agency هي عقد يقوم بموجبه طرف أو أكثر (الأصيل) بتكليف طرف آخر (الوكيل) بأداء بعض الأعمال نيابة عنه، وتتضمن علاقة الوكالة منح الوكيل سلطة اتخاذ القرارات (Jensen & Meckling, 1976, p. 308). ويقرر الأصيل أن يتم التعاقد مع وكيل لأسباب تتعلق بالتكلفة والخبرة، حيث يرى الأصيل أن الحصول على الخبرة عن طريق عقد الوكالة أقل تكلفة من بناء هذه الخبرة داخلياً (Slyke, 2007, p. 162). ويتم الاتفاق بين كل من الأصيل والوكيل على شروط عقد الوكالة، والتي تتضمن مدخلات ومخرجات وكيفية أداء الأعمال، وكذلك معايير الرقابة والتقرير عن الأداء، والتعويضات التي يحصل عليها الوكيل مقابل مجهوداته (Slyke, 2007, p. 162). وتتحقق علاقة الوكالة في منشآت الأعمال، حيث يقوم ملاك الوحدة (الأصيل) بتفويض إدارة الوحدة (الوكيل) في التصرف في الموارد المملوكة لهم (ICAEW, 2005, p. 6) حيث يمكن اعتبار إدارة الوحدة بمثابة ممثل عن الملاك في تشغيل وإدارة المنشأة لصالح الملاك (Lambert, 2001, p. 6)، وهذا معناه أن الأصيل يمنح ثقته في الوكيل، والذي يعنى أن الوكيل سوف يتصرف لصالح تعظيم منافع الأصيل (ICAEW, 2005, p. 6)، وهذا هو المفهوم المثالي لعلاقة الوكالة، والذي يعنى أن الوكيل يجب أن يتصرف وفقاً للقواعد الأخلاقية، بأن يقوم بالأفعال التي تتفق وتحقق مصالح الأصيل، ولكن هذا الافتراض قد لا يتفق مع الواقع العملي (Zogning, 2017, p. 2).

فعلى الرغم من ارتباط مصالح كل من الأصيل والوكيل بنفس الوحدة الاقتصادية، إلا أنه قد يحدث تعارض في المصالح، وهو ما يخلق مشاكل الوكالة (Panda & Leepsa, 2017, p. 79). ويعتبر الفصل بين الملكية والإدارة هو المحرك الأساسي لوجود تعارض في المصالح بين الطرفين، نظراً لعدم تحقق سيطرة الملاك على الوحدة، ومن ثم قد تقوم الإدارة باستغلال موارد الوحدة في تعظيم منافعها على حساب الملاك (Panda & Leepsa, 2017, p. 82). والتعارض بين مصالح الطرفين يمكن تحديده في اتجاهين (Bosse & Phillips, 2016, p. 278):

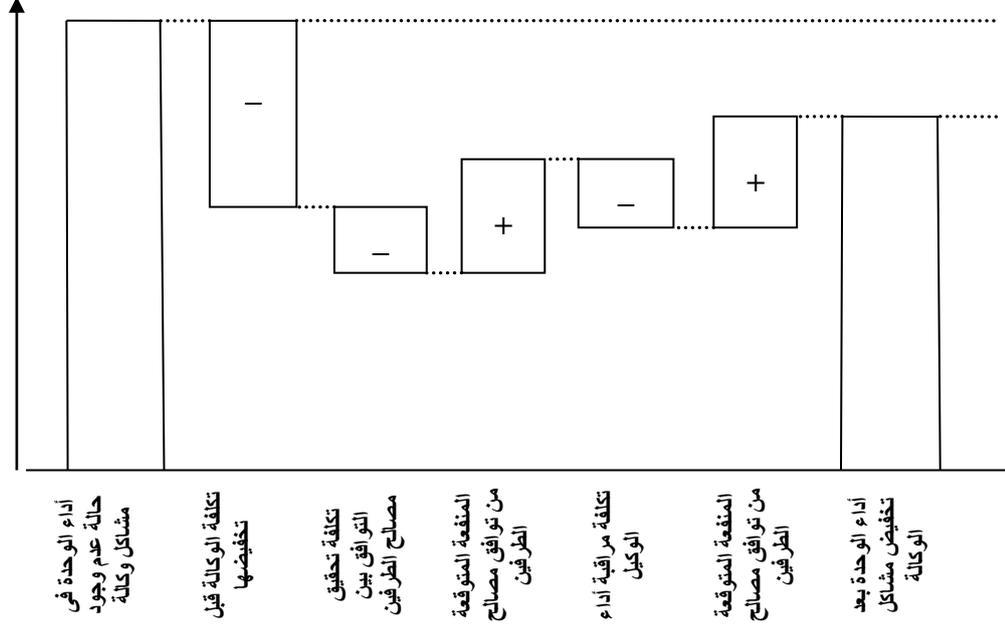
- ١- قد يحدث تعارض في فهم (أو توقع) كل منهما للجهود التي يجب أن يقوم بها الوكيل. فالأصيل يتوقع قيام الوكيل بمجهودات ذات مستوى معين (حيث تتوقف القيمة التي يتوقع الأصيل خلقها على هذه المجهودات)، في حين أن الوكيل قد يرغب في القيام بمجهودات ذات مستوى أقل أو تختلف عما يتوقعه الأصيل.

٢- قد يحدث تعارض يتعلق بحجم المخاطر التي سوف يتحملها الوكيل. فالأصيل يتوقع أن يتحمل الوكيل جزءاً من المخاطر المرتبطة بالعوائد المحققة، وهي قد تختلف عن درجة المخاطر التي يرغب الوكيل في تحملها. فكل منهما لديه تصورات مختلفة للتعامل مع المخاطر، ومن ثم قرارات التعامل معها (Panda & Leepsa, 2017, p. 82).

ويتأثر تعارض المصالح بتباين الأفق الزمني لكلا الطرفين. فالأصيل لديه مصالح ترتبط بتحقيق قيمة في الأجل الطويل، بينما الوكيل لديه مصالح ترتبط بتحقيق قيمة في الأجل القصير، والتي في ضوءها يتم تحديد قيمة المكافآت والتعويضات الإدارية (Lambert, 2001, pp. 5-6). ويرجع ذلك إلى تباين مدة ارتباط الطرفين بالمنشأة، فالمديرين يعملون في المنشأة لفترة محددة، وبالتالي يسعون إلى تعظيم منافعهم في الوحدة خلال تلك الفترة قبل الانتقال إلى وحدة أخرى (Panda & Leepsa, 2017, p. 82).

في ضوء ما سبق، يمكن القول أن الأصيل يتوقع أن يتم خلق قيمة من علاقة الوكالة، إلا أن هذه القيمة لا يمكن تحديدها بدقة بسبب ظروف عدم التأكد والعوامل الخارجية المؤثرة على مستوى الجهود التي سوف يقوم بها الوكيل. ومع ذلك فإن الأصيل يتوقع الحصول على قيمة محددة في المستقبل، والتي يمكن التعبير عنها بالرمز $E(V)$ ، وفي ظل وجود تعارض في المصالح بين الطرفين، فإن الأصيل سوف لا يحصل على كل القيمة المتوقعة $E(V)$ ، ولكنه سوف يحصل على قيمة ذات مستوى أقل، يمكن التعبير عنها بالرمز $E(V-C)$ ، وهي القيمة التي يتوقع الأصيل الحصول عليها بعد الأخذ في الاعتبار وجود تعارض في المصالح بين الطرفين (Bosse & Phillips, 2016, p. 278). والشكل التالي يعبر عن ذلك.

شكل (١) القيمة المتحققة من علاقة الوكالة



Source : (Bosse & Phillips, 2016, p. 280)

تظهر مشاكل الوكالة بسبب عدم تماثل المعلومات information asymmetry بين الطرفين، والتي تعنى توافر المعلومات لشخص معين بدرجة أفضل من تلك المعلومات التي يتم توفيرها لأشخاص آخرين، مما يمنح هذا الشخص مزايا للاستفادة من هذه المعلومات على حساب الآخرين. فإدارة الوحدة (الوكيل) لديها معلومات أفضل عن عمليات المنشأة مقارنة بملاك الوحدة (الأصيل)، ومن ثم قد يتصرف الوكيل بشكل انتهازي بما يتفق مع مصالحه على حساب تحقيق منافع الأصيل (Bouckova, 2015, p. 8). ونظراً لأن الأصيل يعتمد على الوكيل في الحصول على المعلومات، فقد لا تصل إليه المعلومات بنفس الصورة الأكثر وضوحاً لدى الوكيل (Panda & Leepsa, 2017, p. 7). وهذا الوضع يؤدي إلى خلق مشكلتان أساسيتان للوكالة هما (Eisenhardt, 1989, p. 61):

١- التخلخل الأخلاقي Moral hazard: ويحدث ذلك عندما يتهرب الوكيل من أداء واجباته، وعدم القيام بالمجهودات المطلوبة منه. حيث أن الأصيل تكون قدراته محدودة، ويجد صعوبة في مراقبة أداء الوكيل، لأنه يعتمد في ذلك على المعلومات التي يقدمها له الوكيل.

٢- الاختيار العكسي *Adverse selection*: ويحدث ذلك عندما لا يمكن لأصيل التحقق بشكل كامل من مهارات وقدرات الوكيل عند التعاقد، كما لا يمكنه تقييم سلوك الوكيل أثناء أداء مهامه. وقد يؤدي ذلك إلى اتخاذ قرارات عكسية نتيجة نقص المعلومات المتوافرة له. يمكن علاج مشاكل الوكالة من خلال قيام الأصيل بمراقبة أداء الوكيل، أو من خلال توفير نظام للحوافز يوجه سلوك الوكيل نحو تحقيق مصالح الأصيل (Bouckova, 2015, p. 8)، فقد أشارت دراسة (Eisenhardt, 1989, p. 61) إلى أن الأصيل لديه خيارين للتحقق من سلوك وتقييم أداء الوكيل، هما نظام المعلومات المتوافر في الوحدة، ونظام المكافآت المبنى على النتائج التي يحققها الوكيل، إلا أن ذلك سوف يترتب عليه تكاليف وكالة، والتي تتمثل في كافة التكاليف التي تنشأ من وجود علاقة الوكالة نفسها (Bouckova, 2015, p. 8). وتتضمن تكاليف الوكالة ثلاثة أنواع هي (Jensen & Meckling, 1976, p. 308):

١- تكاليف المراقبة *Monitoring costs*: وهي التكاليف المرتبطة بقيام الأصيل بمراقبة أداء الوكيل.

٢- تكاليف الترابط *Bonding costs*: وهي التكاليف المرتبطة بضمان قيام الوكيل بالأعمال والتصرفات التي تتفق مع مصالح الأصيل.

٣- الخسارة المتبقية *Residual loss*: وتتمثل في التكاليف الأخرى الناتجة عن تعارض المصالح بين كل من الأصيل والوكيل (على الرغم من وجود مراقبة على أداء الوكيل).

على الرغم من أن الأصيل يسعى لتجنب أو تخفيض مشاكل الوكالة، وهو الافتراض الأساسي لنظرية الوكالة (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989)، إلا أن مشاكل الوكالة تتباين حسب الظروف المختلفة، ومن ثم يتباين دور نظرية الوكالة في تفسير سلوكيات كل من الأصيل والوكيل، وفي هذا الصدد يمكن تصور أربع حالات مختلفة - تعتمد على المقارنة بين توقع وجود اتفاق أو اختلاف في أهداف كل من الأصيل والوكيل من ناحية، وحدث هذا التوقع فعلياً من ناحية أخرى - وتتمثل هذه الحالات فيما يلي (Arthurs & Busenitz, 2003, pp. 148-150).

١- عدم وجود مشاكل وكالة: تتحقق هذه الحالة عند توقع وجود اتفاق بين أهداف كل من الأصيل والوكيل، وبعد هذا التوقع يحدث اتفاق فعلي بين أهداف الطرفين كما كان متوقعاً. في هذه الحالة لا توجد مشاكل وكالة، ومن ثم فإن نظرية الوكالة تظهر بشكل محدود، حيث لا يظهر دورها في وصف سلوك الأصيل في مراقبة أداء الوكيل. ومن ثم فإن الافتراض الأساسي لنظرية الوكالة يكون غير قابل للتطبيق.

- ٢- وجود مشاكل وكالة متوقعة: تحدث هذه الحالة عند توقع وجود اختلاف بين أهداف كل من الأصيل والوكيل، وبعد هذا التوقع يحدث اتفاق فعلى بين أهداف الطرفين بعكس ما كان متوقعا، ومن ثم فإن سلوك الأصيل سوف يتأثر بهذا التوقع أو التصور، وسوف يتبع الأصيل إجراءات رقابة مفرطة لا داعى لها (نظراً لعدم حدوث مشاكل الوكالة المتوقعة). ومن ثم فإن نظرية الوكالة سوف تقوم بتفسير سلوك الأصيل، كما أن الافتراض الأساسى لنظرية الوكالة يكون قابلاً للتطبيق جزئياً فى بعض الوقت.
- ٣- وجود مشاكل وكالة مخفية: ويحدث ذلك عند توقع وجود اتفاق بين أهداف كل من الأصيل والوكيل، وبعد هذا التوقع يحدث اختلاف فعلى فى أهداف الطرفين بعكس ما كان متوقعا. فى هذه الحالة يظهر دور نظرية الوكالة فى تفسير سلوك الوكيل، كما أن الافتراض الأساسى لنظرية الوكالة يكون قابلاً للتطبيق.
- ٤- وجود مشاكل وكالة منظورة: ويحدث ذلك عند توقع وجود اختلاف بين أهداف كل من الأصيل والوكيل، وبعد هذا التوقع يحدث اختلاف فعلى بين أهداف الطرفين كما كان متوقعا. فى هذه الحالة يظهر دور نظرية الوكالة فى تفسير سلوكيات كل من الأصيل والوكيل، ومن ثم فإن الافتراض الأساسى لنظرية الوكالة يكون قابلاً للتطبيق.
- ويمكن التعبير عن ذلك من خلال الشكل التالى.

شكل (٢) اتفاق/تعارض مصالح الأصيل والوكيل

الأهداف المتوقعة للأصيل والوكيل

اختلاف	اتفاق	الأهداف الفعلية للأصيل والوكيل
مشاكل وكالة متصورة Perceived Agency Problems	عدم وجود مشاكل وكالة No Agency Problems	
مشاكل وكالة منظورة Visible Agency Problems	مشاكل وكالة مخفية Hidden Agency Problems	اختلاف

Source: (Arthurs & Busenitz, 2003, p. 148).

نظراً لتباين مشاكل الوكالة على مدار الوقت - ومن ثم عدم قدرة نظرية الوكالة على تفسير سلوكيات كل من الأصيل والوكيل فى بعض الظروف - فإن نظرية الإشراف الإدارى

Stewardship theory قد تكون هي المناسبة في تفسير سلوك الطرفين في حالة عدم وجود تعارض في المصالح.

(٢-٢) نظرية الإشراف الإداري ودورها في تفسير سلوك إدارة الوحدة:

يرتبط مفهوم الإشراف الإداري Stewardship بفعالية وكفاءة الإدارة في استغلال موارد الوحدة، حيث يقع على إدارة الوحدة مسئولية التصرف في هذه الموارد وحسن استغلالها (FASB, 2010, SFAC. 8)، وأن تعظيم العائد على هذه الموارد سوف ينعكس على كل من مقدمي الموارد وإدارة الوحدة. ومن ثم فإن نظرية الإشراف الإداري تفترض وجود توافق بين مصالح كل من ملاك الوحدة (مقدمي الموارد) وإدارة الوحدة (المشرف الإداري المسئول عن التصرف في الموارد)، ومن ثم لا يوجد تعارض بين مصالح الطرفين، حيث أن المشرف الإداري لا يسعى إلى تحقيق منافع ذاتية على حساب مقدمي الموارد، ويكون سلوكه موجهاً نحو تحقيق الأهداف التنظيمية للوحدة بما يحقق مصالح الطرفين (Davis, et. al, 1997, pp. 24-26; ASB et al., 2007, pp. 9-10). حيث تفترض نظرية الإشراف الإداري أن العلاقة التعاقدية بين الطرفين هي علاقة طويلة الأجل تعتمد على الثقة المتبادلة، وتتضمن أهداف جماعية قائمة على المشاركة (Slyke, 2007, p. 164). ويمكن توضيح أوجه الاختلاف بين كل من نظرية الوكالة ونظرية الإشراف الإداري على النحو التالي.

جدول (١) الاختلاف بين نظرية الوكالة ونظرية الإشراف الإداري

نظرية الإشراف الإداري	نظرية الوكالة	
يتم تفسير العلاقة بين مقدمي الموارد والمشرف الإداري من منظور السلوك التنظيمي، حيث تفترض وجود أهداف مشتركة وسلوك جماعي لتحقيق أهداف المنظمة.	يتم تفسير العلاقة بين الأصيل والوكيل من منظور اقتصادي، حيث تفترض وجود اختلاف بين أهداف الطرفين، ومن ثم تعارض المصالح بسبب وجود منافع ذاتية للوكيل على حساب منافع الأصيل.	المفهوم الأساسي
تفترض وجود ثقة بين الطرفين، ومن ثم فإن الفلسفة الإدارية السائدة هي "الإدارة الموجهة بالمشاركة"، والتي تتطلب تطبيق مفاهيم مثل (المسئولية، الإشراف الذاتي،.....).	تفترض وجود عدم ثقة بين الطرفين، ومن ثم فإن الفلسفة الإدارية السائدة هي "مراقبة أداء الوكيل".	الفلسفة الإدارية
تتمثل في الرقابة الذاتية التي تنبع من ربط مصلحة الفرد مع مصلحة المنظمة.	تتمثل في الرقابة المؤسسية القائمة على استخدام المكافآت بغرض السيطرة على أداء الوكيل.	السيطرة (التحكم)

تكون حوافز غير ملموسة، ولا يمكن التعبير عنها كمياً مثل (فرص النمو، الإنجازات، الانتماء، تحقيق الذات،.....).	تستخدم لضمان توافق الأهداف، وتكون حوافز ملموسة يمكن التعبير عنها كمياً، ولها قيمة سوقية مثل المكافآت.	الحوافز الإدارية
العلاقة التي تربط بين الطرفين تكون علاقة طويلة الأجل.	العلاقة التي تربط بين الطرفين تكون علاقة قصيرة الأجل.	الأفق الزمني

Source: (Davis, et. al, 1997, pp. 27-28; Slyke, 2007, p. 167).

يرى الباحث أن نظرية الاشراف الإداري تعتبر مكملة لنظرية الوكالة في تفسير العلاقة بين كل من الملاك وإدارة الوحدة. فإذا كانت نظرية الوكالة توفر الأساس اللازم لدراسة العلاقة بين الطرفين في حالة اختلاف وتعارض المصالح، فإن نظرية الإشراف الإداري توفر الأساس اللازم لدراسة هذه العلاقة في حالة اتفاق أهداف الطرفين. وفي هذا الصدد أشارت دراسة (Pastoriza & Arino, 2008, p. 10) إلى أن كل شخص يعمل داخل مدى يتراوح بين الرغبة في تحقيق المصالح الذاتية، وفي نفس الوقت تحقيق المصالح المشتركة، لذلك من الصعب وجود شخص يعمل في ظل علاقة وكالة بصورة كاملة أو علاقة إشراف إداري بحتة، وقد يختار الشخص أن يصبح وكيلاً في ظل علاقة وكالة، وفي موقف آخر قد يختار أن يكون مشرفاً إدارياً في ظل علاقة إشراف إداري، بمعنى أن الشخص قد يحافظ على دوره كوكيل أو كمشرف إداري، ومع الوقت قد يختار التوجه نحو العلاقة الأخرى. وفي هذا الصدد أشارت دراسة (Davis et al., 1997, p. 38) إلى أن طبيعة العلاقة بين الطرفين (علاقة وكالة أو علاقة إشراف إداري) تتحدد حسب اختيار كل منهما، وفقاً للعوامل النفسية والتنظيمية السائدة في بيئة الأعمال، وبناء على ذلك الاختيار يكون تصرف كل منهما، حيث يعتمد موقف الطرفين على مستوى الخطر المقبول لدى كل طرف منهما ومدى ثقته في الطرف الآخر (Pastoriza & Arino, 2008, p. 7). ومن ثم فإن العلاقة بين الطرفين تتحدد وفقاً للشكل التالي.

شكل (٣) نموذج اختيار علاقة الأصيل/المدير

إشراف إداري Stewardship	وكالة Agency	المدير اختيار	وكيل Agent
الوكيل يتصرف بانتهازية الأصيل يشعر بالخيانة ويكون غاضباً	علاقة وكالة متبادلة تخفيض تكاليف الوكالة		

علاقة إشراف إدارى متبادلة تعظيم الأداء والمصالح المشتركة	الأصيل يتصرف بانتهازية المدير يشعر بالإحباط	مستشار إدارى Steward
---	--	-------------------------

Source: (Davis et al., 1997, p. 39).

يتضح من الشكل السابق أن العلاقة بين كل من الملاك وإدارة الوحدة قد تأخذ إحدى أربعة صور وفقاً لاختيار كل منهما) على النحو التالي (Davis et al., 1997, pp. 38-40):

- ١- قد يختار كل منهما علاقة الوكالة، ومن ثم يتصرف كل منهما في ضوء هذه العلاقة، حيث يضع الأصيل الآليات التي تمكنه من مراقبة أداء الوكيل، ويتحمل التكاليف اللازمة لإدارة هذه العلاقة.
- ٢- قد يختار كل منهما علاقة الإشراف الإدارى، ومن ثم فإن سلوك كل منهما يكون قائماً على الثقة المتبادلة بينهما، ويهدف إلى تعظيم المصالح المشتركة.
- ٣- قد يختار الأصيل علاقة الإشراف الإدارى، فى حين يختار المدير علاقة الوكالة، وفى هذه الحالة فإن الوكيل سوف يتصرف بانتهازية لتحقيق منفعه الذاتية على حساب الأصيل، وهذا السلوك قد لا يرضى الأصيل، ومن ثم فقد يسعى الأصيل إلى ممارسة الرقابة على أداء الوكيل أو قد يحاول الاستغناء عنه.
- ٤- قد يختار الأصيل علاقة الوكالة، فى حين يختار المدير علاقة الإشراف الإدارى، ويترتب على ذلك أن يكون سلوك الأصيل انتهازياً تجاه المدير، وهذا السلوك قد لا يرضى المدير الذى يشعر بالإحباط (لأنه اختار لنفسه علاقة الإشراف الإدارى)، ومن ثم لا يمكن للمدير الاستفادة من العوائد غير الملموسة التى كان يسعى إلى تحقيقها.

٢-٣) نظريات تفسير الاحتفاظ بالنقدية:

توجد ثلاث نظريات يمكن الاستناد إليها فى تفسير قيام منشآت الأعمال بالاحتفاظ بالنقدية تتمثل فيما يلى (Opler et al., 2001, pp. 55-56; Das, 2014, pp. 134-140; Habib et al., 2017, pp. 306-307).

أولاً: نظرية المفاضلة Trade-off theory:

وفقاً لنظرية المفاضلة يتحدد المستوى الأمثل للنقدية بما يودى إلى تعظيم ثروة المساهمين، من خلال الموازنة بين المنافع الحدية والتكاليف الحدية للاحتفاظ بالنقدية، حيث تتمثل تكاليف الاحتفاظ بالنقدية فى معدل العائد الأقل الذى يتم تحقيقه نتيجة الاحتفاظ بأصول سائلة مقارنة

بالاستثمارات الأخرى التي لها نفس درجة المخاطرة (Opler et al., 2001, p. 56)، وقد اعتبرت دراسة (Das, 2014, p. 134) أن هذا العائد الأقل هو التكلفة الوحيدة للاحتفاظ بالنقدية في حالة رغبة إدارة الوحدة في تعظيم منافع المساهمين، ويطلق على هذه التكلفة "تكلفة التحمل" Cost-of-carry، وهي تمثل الفرق بين العائد على النقدية والعبء الذي يجب تحمله من أجل تمويل الوحدة بوحدة نقد إضافية (Dittmar et al., 2003, p. 115). في حين يمكن تحديد منفعيتين أساسيتين من الاحتفاظ بالنقدية هما (Opler et al., 2001, pp. 55-56):

١- تسمح النقدية للمنشأة بتجنب تكاليف المعاملات المرتبطة بالحصول على تمويل خارجي، أو تسهيل أصولها من أجل توفير النقدية اللازمة للوفاء بالتزاماتها الجارية، وهو ما يطلق عليه "دافع المعاملة Transaction motive للاحتفاظ بالنقدية"، حيث أن السيولة المتوفرة لدى الوحدة يمكن أن تقلل من احتمالية تكبد التكاليف المرتبطة بحدوث ضائقة مالية إذا كانت العمليات التشغيلية للوحدة غير كافية لتوليد التدفقات النقدية اللازمة (Habib et al., 2017, p. 306)، حيث تقوم الوحدة بالاحتفاظ بمزيد من النقدية عندما تكون تكاليف الحصول عليها مرتفعة، وكذلك عندما تكون تكلفة الفرصة البديلة لنقص النقدية مرتفعة (Dittmar et al., 2003, p. 115).

٢- يمكن للوحدة استخدام الأصول السائلة (النقدية) في تمويل أنشطتها التشغيلية والاستثمارية عندما تكون مصادر التمويل الأخرى غير متاحة، أو عندما تكون مصادر التمويل الأخرى متاحة بتكلفة عالية، وهو ما يطلق عليه "الدافع الوقائي Precautionary motive للاحتفاظ بالنقدية". فالوحدة لديها احتياجات تمويلية ترتبط بالفرص الاستثمارية المتاحة، ومن ثم فإن الاحتفاظ بالقدر المناسب من النقدية يجعل الفرص الاستثمارية للوحدة غير محدودة، خاصة للمنشآت التي تواجه صعوبة في الوصول إلى التمويل الخارجي (Habib et al., 2017, p. 306).

ثانياً: نظرية ترتيب الأولويات Pecking order theory:

وفقاً لنظرية ترتيب الأولويات، تكون التغيرات المتولدة داخلياً في التدفقات النقدية هي التي تقود التغيرات في النقدية المحتفظ بها، ومن ثم لا يوجد مستوى أمثل للنقدية المحتفظ بها (Opler et al., 2001, p. 56)، حيث يتحدد مستوى النقدية - كنتيجة لقرارات الاستثمار والتمويل التي تتخذها الوحدة - وفقاً لترتيب معين محدد وفقاً لهذه النظرية (Dittmar et al., 2003, p. 116).

حيث تفترض النظرية وجود تسلسل هرمى - تتبعه الوحدة - فى تمويل المشروعات الاستثمارية يتحدد كما يلي (الأموال الداخلية، ثم التمويل الخارجى عن طريق إصدار أدوات دين، ثم التمويل عن طريق إصدار أسهم ملكية)، حيث أن تكلفة التمويل الخارجى للمشروعات الاستثمارية تكون مرتفعة مقارنة بتكلفة التمويل الداخلى، ومن ثم تتجه الوحدة نحو استخدام النقدية المتولدة داخلياً قبل أن تلجأ إلى مصادر التمويل الخارجى (Habib et al., 2017, p. 306)، وهو ما يعنى أن النقدية يعترف بها كدين سلبى negative debt، حيث أن اختيار المنشأة لمصادر التمويل الداخلية يعطى إشارة على قوة مركزها واستقرارها المالى (Ma, 2012, p. 4)، ومن ثم يمكن اعتبار النقدية بمثابة ناتج ربحية الوحدة واحتياجاتها التمويلية (Dittmar et al., 2003, p. 114). فالمنشآت التى يكون لديها تدفقات نقدية عالية (تكفى لتمويل احتياجاتها الاستثمارية)، فإنها تقوم باستخدام هذه النقدية فى إجراء توزيعات أرباح، أو سداد ديونها، وقد تقرر الاحتفاظ بهذه النقدية. فى حين أن المنشآت التى يكون لديها مستوى منخفض من النقدية، فإنها تقوم بتمويل استثماراتها وفقاً للترتيب المحدد فى هذه النظرية (Dittmar et al., 2003, p. 116).

ثالثاً: نظرية التدفق النقدى الحر Free cash flow theory:

تعتبر هذه النظرية أن المديرين لديهم حافز قوى للاحتفاظ بالنقدية من أجل زيادة قيمة الأصول الخاضعة لسيطرتهم، ومن أجل اكتساب السيطرة على القرارات الاستثمارية للمنشأة. ويتحقق ذلك فى حالة عدم رغبة إدارة الوحدة فى تعظيم منافع المساهمين (Dittmar et al., 2003, p. 115; Das, 2014, p. 134)، وهو ما يطلق عليه "دافع الوكالة Agency motive"، فقد تقرر إدارة الوحدة الاحتفاظ بالنقدية من أجل اكتساب مزيد من المرونة فى حرية التصرف الإدارى بما يودى إلى تحقيق أهدافها الذاتية على حساب منافع المساهمين (Sjaastad & Ueland, 2013, p. 14; Amess et al., 2015, p. 422; Clarkson et al., 2020, p. 5) ولذلك فمن المتوقع تحقيق مستوى أعلى من الأصول السائلة فى المنشأة مقارنة بالقيمة المثلى للنقدية من وجهة نظر المساهمين (Ma, 2012, p. 13; Sjaastad & Ueland, 2013, p. 14)، وهو ما يعنى اختلاف وجهة نظر كل من المساهمين وإدارة الوحدة حول منافع وتكاليف الاحتفاظ بالنقدية وفقاً لمفهوم الوكالة (Ma, 2012, p. 12).

وقد تقوم إدارة الوحدة - وفقاً لمفهوم الوكالة - باستغلال النقدية بشكل غير فعال فى استثمارات ذات عائد أقل، وهى إحدى صور تكاليف الوكالة (Opler et al., 2001, p. 56)، ويتفق ذلك مع مفهوم التدفق النقدى الحر Free cash flow وفقاً لدراسة (Jensen, 1986, p. 323) التى أشارت إليه بأنه ذلك "التدفق النقدى الذى يتعدى المستوى المطلوب لتمويل كل المشروعات التى

لها صافي قيمة حالية موجبة". ونظراً لوجود تعارض بين مصالح كل من إدارة الوحدة والمساهمين، فتظهر مشكلة تتعلق بقيام الإدارة باستثمار هذه النقدية الفائضة بأقل من تكلفة رأس المال، ومن ثم فإن استثمار النقدية في هذه الحالة قد يكون له تأثيراً سلبياً على قيمة المنشأة، وهو ما يعنى أن الاحتفاظ بالنقدية بمقدار وحدة نقد واحدة قد يزيد من قيمة المنشأة بأقل من قيمة هذه الوحدة من النقد، ومن ثم تكون تكاليف الوكالة مرتفعة (Opler et al., 2001, p. 59)، ويتفق ذلك مع دراسة (Harford et al., 2008) التي أكدت أن الاحتفاظ بمستوى عالى من النقدية فى الشركات التى تتمتع بمستوى ضعيف من الحوكمة يؤدي إلى انخفاض قيمة المنشأة، كما توصلت دراسة (Ditmar & Smith, 2007) إلى أن الشركات التى تتمتع بدرجة منخفضة من الحوكمة تقوم بالتصرف فى النقدية الفائضة بشكل غير فعال فى استثمارات أقل ربحية، وأن هذا التأثير السلبى للنقدية يمكن أن يختفى إذا كانت الشركة تتمتع بحوكمة جيدة.

(٢-٤) علاقة الاحتفاظ بالنقدية بمشاكل الوكالة:

ترتبط مشاكل الوكالة بقيام إدارة الوحدة بالاحتفاظ بالنقدية، حيث أن مشاكل الوكالة تمثل أساساً مناسباً لتفسير عدم الاحتفاظ بالنقدية بالقيمة التى تتفق مع تعظيم ثروة المساهمين (Ma, 2012, pp. 12-13)، فقد أشارت دراسة (Neufert, 2016) إلى أن قرارات الاحتفاظ بالنقدية تتأثر جوهرياً بمشاكل الوكالة، كما أشارت دراسة (Eekelen, 2014, pp. 19-20) إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية -من الناحية النظرية- بين مشاكل الوكالة والاحتفاظ بالنقدية، فنظراً لأن المنشأة تتحمل تكلفة عالية نتيجة الاحتفاظ بالنقدية، فيكون هناك حاجة إلى التصرف فيها، ويحدث ذلك إذا كانت الإدارة تعمل لصالح المساهمين (Clarkson et al., 2020, pp. 4-5)، ومن ثم يكون مستوى الاحتفاظ بالنقدية منخفضاً عندما تكون مشاكل الوكالة محدودة، والعكس صحيح، وفى ضوء هذه العلاقة كانت نتائج دراسات (Nikolov & Whited, 2011; Eekelen, 2014; Nikolov & Whited, 2014) والتي توصلت إلى أن التعويضات الإدارية وكذلك ملكية الإدارة لأسهم فى الشركة تمثل عوامل أساسية لانخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، كما وجدت دراسة (Clarkson et al., 2020) أن انخفاض عدم تماثل المعلومات بين الأصيل والوكيل يؤدي إلى انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وهو ما يعنى أن انخفاض مشاكل الوكالة يؤدي إلى انخفاض مستوى النقدية المحتفظ بها، كما توصلت دراسة (Karpuz et al., 2020) إلى وجود علاقة عكسية بين كل من تطبيق المعايير الدولية للتقارير المالية IFRS والاحتفاظ بالنقدية، وأن هذا التأثير يكون أكثر وضوحاً فى الدول التى تتمتع بنظم قانونية قوية. فى حين توصلت دراسة كل من (Gao et al., 2013; Pan et al., 2017) إلى أن مشاكل الوكالة تدفع المديرين نحو الاحتفاظ بمستوى عال من

النقدية. كما توصلت دراسات (Dittmar et al., 2003; Pinkowitz et al., 2003; Kalcheva & Lins, 2007; Kusnadi, 2011; Nikolov & Whited, 2011; Alnajjar, 2013; Sjaastad & Ueland, 2013; Alnajjar & Clarck, 2017) إلى وجود ارتفاع في مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات التي تتمتع بممارسات غير جيدة للحوكمة، وذلك نظراً لوجود مشاكل وكالة في هذه الشركات، مما يعنى وجود علاقة إيجابية بين مشاكل الوكالة والاحتفاظ بالنقدية.

(٢-٥) مفهوم ومستويات قياس القيمة العادلة:

تركز محاسبة القيمة العادلة على سعر السوق كأساس للتقييم، حيث يعبر سعر السوق عن اتفاق وجهات نظر مشاركي السوق حول منفعة السلع أو الخدمات التي يتم تبادلها والتدفقات النقدية المستقبلية منها وظروف عدم التأكد المحيطة بهذه التدفقات (Prochazka, 2011, p. 76)، فقد حدد ASC. 820 مفهوم القيمة العادلة بأنه "السعر الذي يمكن استلامه من بيع أصل أو سداه لتحويل التزام في معاملة منظمة بين مشاركي السوق في تاريخ القياس (FASB, 2006, ASC. 820)، ومن ثم فالسوق- وليس المعاملة التي تتم بين الطرفين - هو الأساس المناسب لتحديد القيمة العادلة، وقد يتطلب هذا ضرورة تحديد أفضل سعر افتراضى للسوق (Whittington, 2008, p. 155) وفي هذا الصدد حدد ASC. 820 ثلاثة مستويات لقياس القيمة العادلة تعتمد على مستوى الوثوقية في مدخلات القياس (FASB, 2006, ASC. 820)، وذلك على النحو التالي.

أولاً: المستوى الأول لقياس القيمة العادلة:

تتمثل مدخلات القياس وفقاً لهذا المستوى في الأسعار المقتبسة في أسواق نشطة لأصول أو التزامات مطابقة، حيث يمكن للوحدة الوصول إلى هذه الأسعار في تاريخ القياس (FASB, 2006, ASC. 820) وقد تنخفض أو تتعدم الذاتية في القياس وفقاً لهذا المستوى، نظراً لأن التقييم يستند إلى بيانات السوق بشكل مباشر (Clark et al., 2013, p. 154)، حيث تكون أسعار السوق قابلة للملاحظة، ومن ثم يتم التقييم بطريقة موضوعية، ويطلق عليه نموذج "Marking - to - Market" (Tetteroo, 2016, p. 8).

ثانياً: المستوى الثانى لقياس القيمة العادلة:

تتمثل مدخلات القياس وفقاً لهذا المستوى في الأسعار التي يمكن ملاحظتها لأصل أو التزام بصورة مباشرة أو غير مباشرة، حيث تتضمن مدخلات القياس الحالات التالية (FASB, 2006, ASC.820):

١- أسعار مقتبسة لأصول أو التزامات مماثلة في أسواق نشطة.

- ٢- أسعار مقتبسة لأصول أو التزامات مطابقة أو مماثلة في أسواق غير نشطة.
- ٣- مدخلات أخرى خلاف الأسعار المقتبسة التي يمكن ملاحظتها للأصل أو الالتزام.
- ٤- مدخلات مشتقة من بيانات سوقية قابلة للملاحظة.

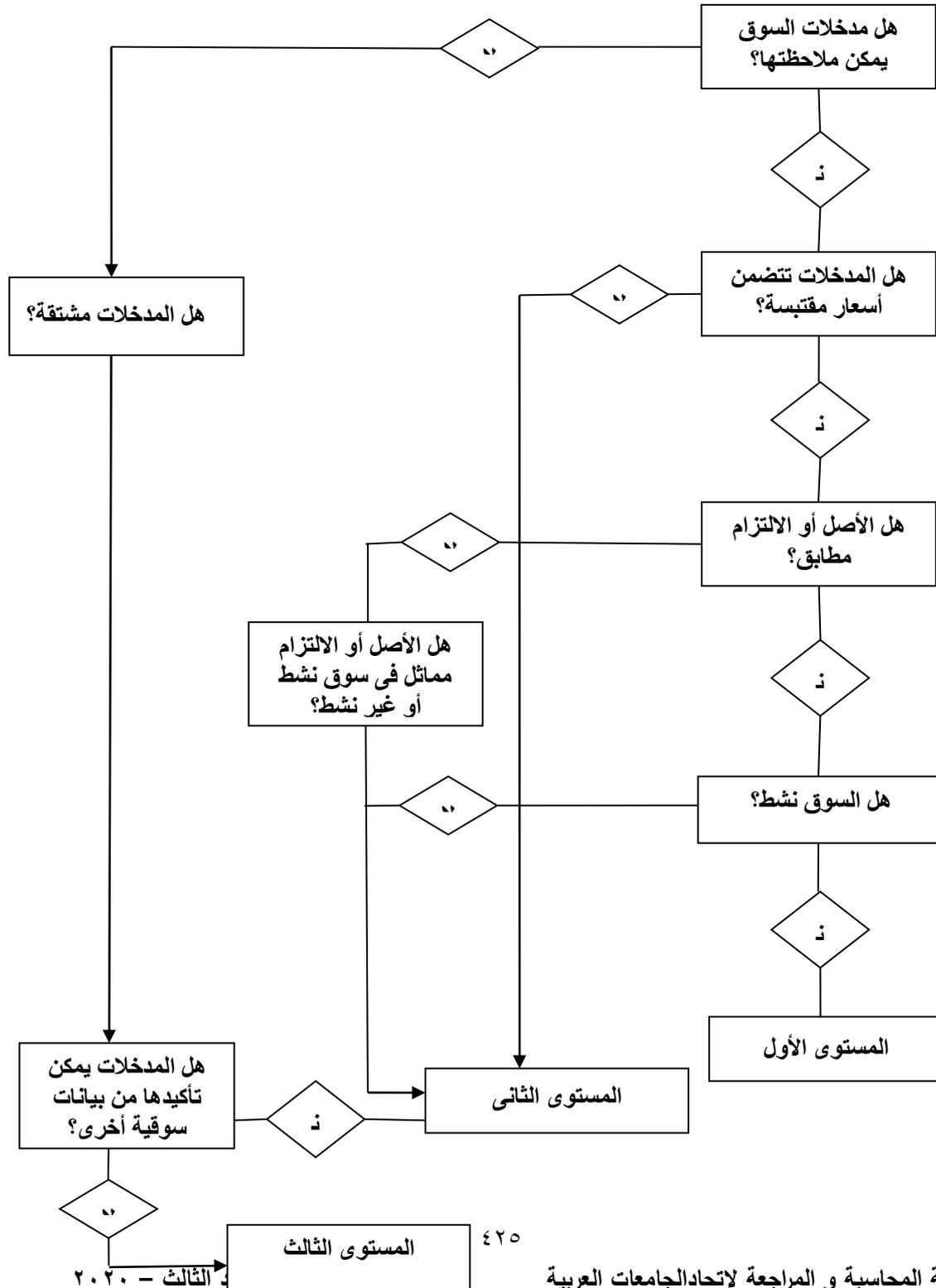
وقد يتضمن هذا المستوى قدرًا من الذاتية في القياس، فالأسعار تكون ملحوظة ولكن بشكل غير مباشر، ومن ثم يوجد اختلاف يتعلق بالأصل أو الالتزام موضوع القياس بالنسبة لأسعار السوق (Clark et al., 2013, p. 154).

ثالثاً: المستوى الثالث لقياس القيمة العادلة:

يتضمن هذا المستوى مدخلات غير قابلة للملاحظة نظراً لعدم وجود نشاط سوقى للأصول أو الالتزامات التي يتم تقييمها (Tetteroo, 2016, p. 8)، ولذلك يسمح ASC.820 باستخدام مدخلات غير قابلة للملاحظة إلى المدى الذي يعكس المدخلات التي يمكن ملاحظتها (FASB, 2006, ASC. 820)، ومن ثم يتم تقدير القيمة العادلة وفقاً لنماذج تقييم تتضمن افتراضات خاصة بالوحدة يتم بناءها داخلياً، وقد تتضمن قدرًا كبيراً من الذاتية في القياس (Clark et al., 2013, p. 154)، وقد يكون هناك صعوبة أو عدم إمكانية للتحقق من هذه التقديرات (Sapkauskiene & Orlovskij, 2017, p. 164) ويطلق على المستويين الثانى والثالث لقياس القيمة العادلة "Marking – to – Model" (Tetteroo, 2016, pp. 8-9).

ويمكن التعبير عن مستويات قياس القيمة العادلة من خلال الشكل التالى.

شكل (٤) مستويات قياس القيمة العادلة



Source: (Campbell et al., 2008, p. 34).

(٢-٦) العلاقة بين القيمة العادلة ومشاكل الوكالة:

قامت دراسة (Suryanto, 2015) باختبار مدى وجود مشاكل وكالة في ظل تطبيق محاسبة القيمة العادلة في عقود المضاربة (كإحدى المعاملات المالية التي تتطلب التقييم بالقيمة العادلة)، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين، ويرجع ذلك إلى أن قيام الإدارة باستخدام الأحكام الشخصية في إعداد تقديرات القيمة العادلة قد يزيد من مشكلة التخلخل الأخلاقي moral hazard، ومشكلة الاختيار العكسي adverse selection نتيجة عدم تماثل المعلومات بين إدارة الوحدة وملاكها، ومن ثم وجود تعارض في المصالح بين الطرفين وفقاً لمفهوم الوكالة.

وتحدث مشكلة التخلخل الأخلاقي عندما تحقق إدارة الوحدة منافع خاصة من التقديرات التي يتم إعدادها وفقاً لمدخلات القياس التي يتم إعدادها داخلياً، كما تحدث مشكلة الاختيار العكسي عندما يتم تقييم أداء إدارة الوحدة بطريقة لا تتناسب مع القيم الحقيقية للقيمة العادلة التي يتم التقرير عنها (Emerson et al., 2010, p. 82)، فقد أشارت دراسة كل من (Shaffer, 2011, p. 33; Robinson et al., 2018, p. 260) إلى وجود تأثير مباشر وغير مباشر لمحاسبة القيمة العادلة على سلوك إدارة الوحدة، قد يدفعها إلى تقدير القيمة العادلة بشكل مبالغ فيه، خاصة عند ربط الأداء بالنتائج. وقد قامت دراسة (Sapkauskiene & Orlovskij, 2017) باستعراض الأدبيات السابقة التي تناولت موضوع قياس القيمة العادلة، في الفترة من عام ٢٠٠٣ إلى عام ٢٠١٧، حيث أكدت الدراسة على قيام بعض الشركات بالمغالاة في تقدير القيمة العادلة التي تم التقرير عنها في محاولة منها لتحسين صورة أدائها المالي، وتوصلت دراسة (Robinson et al., 2018) إلى أن المديرين يقومون بالتقرير عن مستويات عالية من المكاسب غير المحققة من تقييم القيمة العادلة وفقاً للمستوى الثالث. ويرتبط ذلك بصعوبة قياس القيمة العادلة، وعدم توافر مدخلات القياس التي تتصف بالموضوعية، فقد أشارت دراسة (Stojilkovic, 2011, pp. 98-99) إلى اعتماد كثير من المنشآت على تقييم الأصول والالتزامات اعتماداً على المستوى الثالث لقياس القيمة العادلة.

على الجانب الآخر، أشارت دراسة (Barlev & Haddad, 2003, p. 384) إلى أن نموذج محاسبة القيمة العادلة يخفض من مشاكل الوكالة، ويزيد من كفاءة إدارة الوحدة، حيث أن التقرير عن الأصول والالتزامات بالقيمة العادلة يوفر معلومات ملائمة للمستثمرين، نظراً لأنه يعبر عن

القيمة الحقيقية لاستثماراتهم والتغيرات التي تحدث فيها، وهذا بدوره يحقق مفهوم الإشراف الإداري *stewardship*، كما أشارت الدراسة إلى أن التعارض في المصالح بين كل من إدارة وملاك الوحدة قد يظهر عند تطبيق نموذج محاسبة التكلفة التاريخية، لأنه يتجاهل القيمة الاقتصادية الحقيقية، بعكس نموذج القيمة العادلة الذي يعكس القيمة الجارية - (Barlev & Haddad, 2003, pp. 397-398). وفي هذا الصدد أشارت دراسة (Nissim & Penman, 2008, p. 8) إلى أن ملك الوحدة يحتاجون إلى معلومات محاسبية تحقق غرضين هما:

١- **التقييم Valuation**: حيث يحتاج المساهمين إلى معلومات عن القيمة العادلة لاستثماراتهم، وهو ما يتطلب الإجابة عن السؤال التالي: "ما هي حصة ملكيتي في ثروة الملاك؟" *What is my equity stake worth?*

٢- **الإشراف الإداري Stewardship**: حيث يحتاج المساهمين إلى معلومات تساعد في تقييم أداء الوحدة في القيام بوظيفتها نحو إدارة واستغلال الموارد وفقاً لمفهوم الإشراف الإداري *stewardship*، وهو ما يتطلب الإجابة على السؤال التالي: "ما هي كفاءة المديرين في إدارة الاستثمارات بالشكل الذي يؤدي إلى إضافة قيمة لحصتي في الملكية؟" *How efficient have managers been in making investments and conducting operations to add value to my equity?*

ويمكن لمحاسبة القيمة العادلة الوفاء بالغرضين السابقين مقارنة بمحاسبة التكلفة التاريخية، ولكن بافتراض عدم وجود مشاكل في القياس (ومن ثم عدم وجود مشاكل وكالة)، حيث أنه في حالة وجود مشاكل قياس، فإن محاسبة القيمة العادلة يترتب عليها مشاكل وكالة (Nissim & Penman, 2008, p. 10). فقد أكدت دراسة (Tetteroo, 2016, p. 10) أنه في ظل عدم توافر أسعار السوق (ومن ثم قياس القيمة العادلة وفقاً للمستوى الثالث)، قد تتصرف الإدارة بشكل انتهازى، وهذا يؤدي إلى وجود حالة من عدم تماثل المعلومات، ومن ثم ظهور مشاكل وكالة، في حين أن مشاكل الوكالة تتخفف في ظل قياس القيمة العادلة وفقاً للمستوى الأول الذي يعتمد على توافر أسعار سوقية ملحوظة في أسواق نشطة، في حين وجدت دراسة (Muller et al., 2011) أن تطبيق نموذج القيمة العادلة في قياس أصول الاستثمار العقاري وفقاً للمعيار المحاسبي IAS. 40 قد أدى إلى تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات، مما يعنى انخفاض أو عدم وجود مشاكل وكالة في ظل تطبيق محاسبة القيمة العادلة.

ويرى الباحث أن العلاقة بين محاسبة القيمة العادلة ومشاكل الوكالة ترتبط بمدى تحقق المفهوم المثالي للقيمة العادلة، وما يرتبط بها من مشاكل قياس، وفي هذا الصدد أشارت دراسة كل

من (Jones & Slack, 2008, pp. 12-15; Whittington, 2008, pp. 157-160) إلى وجود وجهتين نظر حول تفسير مفهوم القيمة العادلة هما:

١- **وجهة نظر القيمة العادلة Fair value view**: يتطلب تطبيق هذا المفهوم افتراض وجود أسواق تتصف بالكمال النسبي، تسمح بتوافر أسعار سوقية جارية تمثل الأساس اللازم للتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، ويرتبط هذا الرأي بمفهوم نفعية القرار decision usefulness كهدف أساسي للتقارير المالية، والذي يتطلب توفير معلومات تعكس القيم المستقبلية، وهو ما يعنى ضرورة التركيز على مفهوم الملائمة فى المعلومات المحاسبية، ومن ثم فإن خاصية الموثوقية تكون أقل أهمية (ويحل محلها خاصية التمثيل الصادق)، ويكون المستفيدين من المعلومات فى هذه الحالة هم المستثمرون والدائنون الحاليون والمرقبون. ويعتقد الباحث أن هذه الظروف تسمح بتحقق المفهوم المثالى للقيمة العادلة والذي يعبر عن القيم الحقيقية للأصول والالتزامات موضوع القياس، ومن ثم قد لا تظهر مشاكل وكالة.

٢- **وجهة النظر البديلة Alternative view**: تعتمد وجهة النظر البديلة على افتراض أن الأسواق لا تتصف بالكمال النسبي، ولذلك يكون الاهتمام بموضوع الموثوقية ومدى تحققها، ويرتبط هذا الرأي بمفهوم الإشراف الإدارى stewardship كهدف منفصل للتقارير المالية، والذي يركز على خدمة المستثمرين الحاليين، ومن ثم فهناك حاجة إلى التقرير عن الأحداث والمعاملات الماضية وفقاً لمدخلات قياس خاصة بالوحدة. ويعتقد الباحث أن هذه الظروف قد تسمح بوجود مشاكل وكالة فى ظل تقييم أداء الوحدة بناء على معلومات لا تعبر عن القيم الحقيقية للأصول والالتزامات. ويمكن توضيح أوجه الاختلاف بين المفهومين السابقين من خلال الجدول التالى.

جدول (٢) أوجه الاختلاف بين وجهة نظر القيمة العادلة ووجهة النظر البديلة

وجهة النظر البديلة Alternative view	وجهة نظر القيمة العادلة Fair value view	
الإشراف الإدارى stewardship	نفعية القرارات الاقتصادية economic decision usefulness	هدف التقارير المالية
المستثمرون الحاليون	المستثمرون والدائنون الحاليون والمرقبون	المستفيدين من المعلومات
قدرة الإدارة فى استغلال الموارد وفقاً لمفهوم الإشراف الإدارى الموثوقية	التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة	احتياجات المستفيدين من المعلومات
	الملائمة	الخاصية الأساسية الواجب توافرها

في المعلومات المحاسبية	
الأحداث محل القياس	الأحداث المستقبلية (من خلال التقييم المباشر للتدفقات النقدية المستقبلية)
مدخلات القياس	الأسعار السوقية الجارية القابلة للملاحظة
بيئة القياس	أسواق كاملة نسبياً
	أسواق غير كاملة نسبياً
	مدخلات قياس تتضمن نماذج خاصة بالوحدة
	الأحداث والمعاملات الماضية (أداة مهمة لتقييم الإشراف الإداري، ومدخلات للتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية)

المصدر: (إعداد الباحث).

في ضوء ما سبق، يرى الباحث أن العلاقة بين محاسبة القيمة العادلة ومشاكل الوكالة تتوقف على مدى تحقق المفهوم المثالي للقيمة العادلة، وما يرتبط بذلك من صعوبة في قياسها وفقاً لمستويات القياس المختلفة، حيث يتوقف ذلك على المدخلات المستخدمة كأساس للقياس، فقد وجدت دراسة (He et al., 2018) أن تقييم الأصول البيولوجية في القطاع الزراعي في استراليا، كان تقييماً معتمداً على السوق بنسبة ٣١% (سواء أسعار السوق لأصل مطابق أو أسعار السوق لأصل مشابه)، في حين كان التقييم المعتمد على مدخلات خاصة بإدارة الوحدة بنسبة ٦٢%، مما يدل على صعوبة توافر مدخلات القياس التي تحقق المفهوم المثالي للقيمة العادلة في بعض الأحيان، كما أن صعوبة قياس القيمة العادلة قد يكون له تأثير غير مباشر على أتعاب المراجعين، وفقاً لما توصلت إليه دراسة (Miah, 2019)، حيث وجدت أن أتعاب المراجعين ترتفع في حالة مراجعة قوائم مالية لشركات تواجه مستوى عال من التعقيد في تقدير القيمة العادلة.

أولاً: المفهوم المثالي للقيمة العادلة:

يعتبر الأساس المناسب للقياس ذلك الذي يعكس خلق القيمة للمساهم وللمنشأة بصفة عامة. حيث يتطلب صنع القرارات الاستثمارية معلومات ملائمة عن التدفقات النقدية المستقبلية تساعد في تقييم أداء المنشأة، والتي تركز على خلق القيمة (Jones & Slack, 2008, p. 9)، وتساعد معلومات القيمة العادلة في تحقيق ذلك، حيث أن معلومات القيمة العادلة تتصف بالملائمة، لأنها تعكس القيمة الجارية الحقيقية للأصول والالتزامات في تاريخ القياس، بشرط أن يتم قياس القيمة العادلة بشكل سليم، وفي ضوء مدخلات قياس تتسم بالموثوقية تعكس الظروف السوقية الجارية في ظل بيئة اقتصادية تتسم بوجود أسواق نشطة وكاملة، وفي هذا الصدد ترى دراسة (Nissim & Penman, 2008, pp. 21-40) ضرورة توافر خمسة مبادئ لضمان تحقق المفهوم المثالي للقيمة العادلة، حيث أن عدم توافرها يعنى أن نموذج القيمة العادلة لم يتحقق كاملاً وأن معلوماته أقل نفعية. وتتمثل هذه المبادئ فيما يلي:

- ١- مبدأ استخدام أسعار السوق كمدخلات أساسية لقياس القيمة العادلة The one – to – one principle: يمكن لمحاسبة القيمة العادلة التقرير عن قيمة المساهمين من خلال استخدام أسعار السوق المتاحة في أسواق نشطة وكاملة.
- ٢- مبدأ المقابلة The matching principle: تطبيق مفهوم القيمة العادلة على الأصول والالتزامات التي تعمل معاً بشكل مشترك في تحقيق قيمة للمنشأة.
- ٣- مبدأ التحفظ في المعلومات The information conservation principle: الأسعار المستخدمة في تحديد القيمة العادلة يجب ألا تكون مبنية على معلومات التكلفة التاريخية.
- ٤- مبدأ عدم بناء التقديرات على أسعار المضاربة The no- arbitrage estimation principle: يجب عدم تقدير القيمة العادلة وفقاً لمفهوم المضاربة أو المراجعة التي تتضمن سعرين لنفس الأصل أو الالتزام في سوقين مختلفين، بحيث لا يترتب على ذلك قيمة مضافة غير حقيقية عند تقدير القيمة العادلة.
- ٥- مبدأ المتابعة The truing – up principle: المعلومات التي توفرها محاسبة القيمة العادلة تكون مفيدة عندما يتم التقرير عن الأسس المستخدمة في تحديد أسعار السوق، مع توفير ما يفيد التحقق من صلاحية تقديرات القيمة العادلة أو ما يفيد بأنها قيمة عادلة.

من الناحية النظرية توفر القيمة العادلة المعلومات الملائمة، وتشير دراسة (Ferreira et al., 2019, p. 1429)، إلى أن ملائمة معلومات القيمة العادلة تتحقق عند إحداثها تأثير جوهري في قرارات المستثمرين، بحيث تساعد في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية مع تأكيد هذه التوقعات بعد حدوثها، ولكن من الناحية العملية قد لا يمكن تقدير القيمة العادلة بشكل سليم، حيث أن الممارسة العملية أظهرت عدم استقرار ظروف القياس في بيئة الأعمال، ومن ثم قد لا يتحقق مفهوم الملائمة في قياس القيمة العادلة (Stojilkovic, 2011, p. 104)، وفي هذا الصدد قامت دراسة (Tetteroo, 2016) باختبار الاختلاف بين قيمة الملائمة value relevance في المستويات الثلاثة لقياس القيمة العادلة وفقاً للمعيار ASC.820 في ضوء نظرية الوكالة، واعتبرت الدراسة أن قيمة الملائمة هي "المحتوى المعلوماتي للقيم المحاسبية بالنسبة للمستثمرين"، وقد توصلت الدراسة إلى أن جميع الأصول والالتزامات التي يتم قياسها بالقيمة العادلة في جميع مستويات القياس لها قيمة ملائمة، فيما عدا الالتزامات، ليس لها قيمة ملائمة في المستوى الثالث، كما توصلت الدراسة إلى أن قيمة الملائمة للأصول والالتزامات في المستوى الثالث أقل من قيمة الملائمة في المستوى الأول، ويتفق ذلك مع نتائج دراسة (Ferreira et al., 2019)، في حين توصلت دراسة (Fortin et al., 2020) إلى أن قيمة الملائمة تختلف باختلاف مستويات قياس القيمة العادلة لنفس الأصل، وتوصلت إلى

أن قيمة الملائمة تختلف في نفس مستوى القياس حسب المدخلات المستخدمة في القياس، كما توصلت دراسة (He et al., 2018) إلى انخفاض القدرة التنبئية لمعلومات القيمة العادلة الناتجة عن تقييم الأصول البيولوجية في القطاع الزراعي في استراليا، سواء تم الاعتماد على أسعار السوق أو تقديرات إدارة الوحدة، وهو ما يعنى عدم تحقق المفهوم المثالي للقيمة العادلة.

ثانياً: صعوبة قياس القيمة العادلة وعلاقتها بالموثوقية:

يتطلب القياس السليم للقيمة العادلة ضرورة توافر شرطين هما (Duhovnik, 2007, p. 66):

١- تحديد القيمة العادلة اعتماداً على بيانات سوق نشط.

٢- أن يكون القياس موثوق فيه.

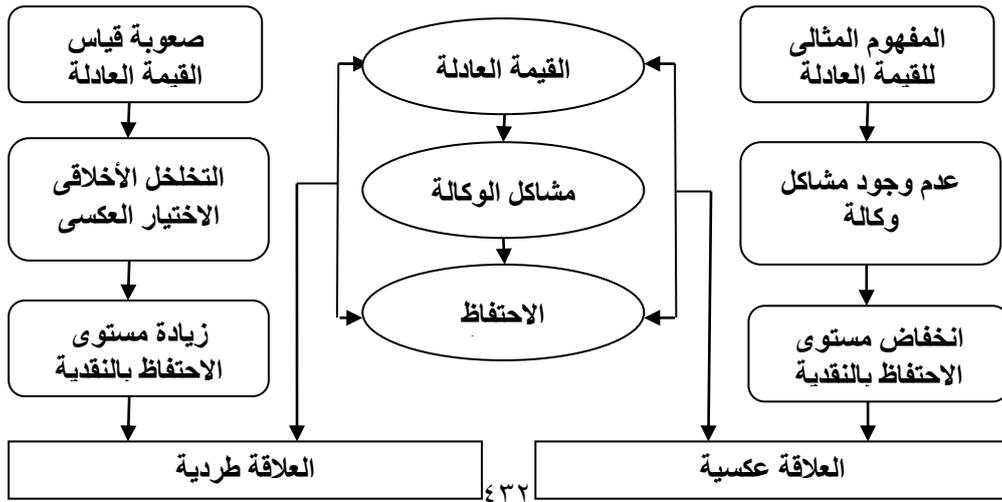
وقد أشارت دراسة (Whittington, 2008, p. 155) إلى أنه لم يعد هناك حاجة إلى المفاضلة بين التكلفة التاريخية والقيمة العادلة، وإنما أصبحت المفاضلة بين المدخلات المستخدمة في قياس القيمة العادلة، حيث يؤدي غياب أسعار الخروج exit prices المعتمدة على بيانات السوق، إلى قيام الإدارة باستخدام تقديرات خاصة بها، والتي قد يكون من الصعب أو من غير الممكن التحقق منها خاصة في حالة عدم وجود أداة مماثلة لتقدير سعر السوق للأصل أو الالتزام محل القياس، ومن ثم قد يتم اللجوء إلى أسلوب تحليل التدفقات النقدية المخصومة، ومن هنا تظهر مشاكل تتعلق بكيفية تقدير تلك التدفقات ومعدل الخصم المستخدم في حسابها (Duhovnik, 2007, p. 69)، حيث يتطلب الأمر استخدام معدل خصم يراعى كل من المخاطر المرتبطة بالأصل أو الالتزام محل القياس وتاريخ القياس (He, 2020, p. 1)، وقد يخلق هذا مجالاً لإدارة الوحدة للتلاعب في هذه التقديرات لتحقيق منافع خاصة بها، من خلال اختيار معدلات الخصم التي تحقق المستوى المرغوب للقيمة العادلة (Sapkauskiene & Orlovskij, 2017, p. 166; He, 2020, pp. 1-2)، فقد لاحظت دراسة (He, 2020) أنه عند تقييم الأصول البيولوجية بالقيمة العادلة، تم استخدام معدلات خصم لا ترتبط بالعوامل الاقتصادية المتمثلة في تكلفة رأس المال ودرجة المخاطرة المتوقعة، وإنما تم استخدام معدلات خصم تسمح بالتقرير عن مستوى معين لمكاسب أو خسائر تقييم القيمة العادلة، كما وجدت دراسة (Robinson et al., 2018) أن المديرين يقومون بالتقرير عن مستويات عالية من المكاسب غير المحققة من تقييم القيمة العادلة وفقاً للمستوى الثالث.

تعتمد افتراضات إدارة الوحدة على استخدام أفضل المعلومات المتاحة best available information، ومن ثم قد تتضمن مدخلات غير موضوعية، لا يترتب عليها قيمة عادلة حقيقية، أو قد تتضمن أخطاء في القياس تؤثر على دقة التقديرات، مما يؤثر سلباً على صدق وعدالة

القوائم المالية (Ronen, 2008, p. 186; Nissim & Penman, 2008, p. 36; Prochazka, 2011, p. 79) وفي هذا الصدد وجدت دراسة (Huang et al., 2020) أن هناك رد فعل سلبي لسوق الأوراق المالية تجاه إعادة إصدار القوائم المالية، والذي يحدث نتيجة استخدام مدخلات قياس للقيمة العادلة أقل موثوقية. حيث أن درجة الموثوقية تعتمد على مدى صلاحية وسلامة وصدق العلاقة بين مدخلات القياس والقيمة العادلة المقدره للأصل أو الالتزام (Ronen, 2008, p. 186)، فالقيمة العادلة بمثابة قيمة افتراضية تعكس الظروف والمواقف العادلة لمشاركي السوق، وفي حالات كثيرة قد يتم تقدير هذه الظروف للوصول إلى القيمة العادلة، مما يؤثر سلبياً على موثوقيتها (Prochazka, 2011, p. 74) وفي هذا الصدد توصلت دراسة (Clark et al., 2013) إلى أن التلاعب في قياسات القيمة العادلة (وفقاً لمستويات القياس الواردة في ASC.820) يمكن أن يحدث في جميع مستويات القياس، ومن ثم وجود تساؤل حول موثوقية نتيجة القياس. وتتفاقم المشكلة في حالة عدم استقرار السوق، فقد يتم المبالغة في تقدير قيم بعض الأصول، وبعد حدوث أزمات مالية يحدث انخفاض شديد في هذه القيم التي سبق التقرير عنها، مما يعني عدم توافر أي ضمانات حول وجود رؤية عادلة وصادقة للمركز المالي (Stojilkovic, 2011, p. 96).

مما سبق، يرى الباحث عدم إمكانية توافر الظروف المثالية لتطبيق محاسبة القيمة العادلة، (ومن ثم فإن المفهوم المثالي للقيمة العادلة قد لا يتحقق)، وهذا بدوره قد لا يضمن عدم وجود مشاكل وكالة في منشآت الأعمال. وحيث أن مشاكل الوكالة تؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية (كما سبق بيانه)، فمن المتوقع وجود علاقة بين محاسبة القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية، ويمكن تصور هذه العلاقة من خلال الشكل التالي.

شكل (٥) العلاقة بين محاسبة القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية



المصدر: (إعداد الباحث).

من الشكل السابق يمكن تصور نوعين من العلاقة على النحو التالي:

- ١- وجود علاقة عكسية بين محاسبة القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية، ويتحقق ذلك في حالة عدم وجود مشاكل وكالة نتيجة التطبيق المثالي لمحاسبة القيمة العادلة.
- ٢- وجود علاقة طردية بين محاسبة القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية، ويتحقق ذلك في ظل وجود صعوبات في قياس القيمة العادلة، ومن ثم عدم توافر الظروف التي تسمح بتحقق المفهوم المثالي للقيمة العادلة في ظل وجود مشاكل وكالة.

ويمكن التحقق من صحة هذا الفرض من خلال دراسة العلاقة عملياً بين القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية كما يلي.

(٣) الدراسة التطبيقية:

تتضمن الدراسة التطبيقية اختبار العلاقة بين القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية، وذلك على النحو التالي.

(١-٣) مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المقيدة في البورصة المصرية (البورصة المصرية، التقرير الشهري، أكتوبر ٢٠١٩)، وقد تم استبعاد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية غير المصرفية نظراً لخضوعها لقواعد تنظيمية معينة فيما يتعلق بمستوى الاحتفاظ بالنقدية، كما راعى الباحث اختيار الشركات التي تتوافر فيها بيانات عن القيمة العادلة، وقد أسفر ذلك عن عينة مكونة من ٧٧ شركة، كما يتضح من الجدول التالي^١.

جدول (٣) توزيع شركات العينة على القطاعات الاقتصادية

م	القطاع	شركات العينة		المشاهدات	
		العدد	النسبة	العدد	النسبة
١	عقارات	١٨	٢٣,٤%	٥٠	٢٢,٥%
٢	موارد أساسية	١١	١٤,٣%	٣٣	١٤,٩%
٣	أغذية ومشروبات وتبغ	١٢	١٥,٦%	٣٤	١٥,٣%
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٢	٢,٦%	٦	٢,٧%
٥	منسوجات وسلع معمرة	٥	٦,٥%	١٤	٦,٣%

^١ قامت البورصة المصرية بإعادة هيكلة التقسيم القطاعي للشركات المقيدة، وقد قام الباحث بإعادة تسمية القطاعات التي تنتمي إليها شركات العينة وفقاً لهذا التصنيف القطاعي الجديد (البورصة المصرية، تقرير الإفصاح ٢ يناير ٢٠٢٠).
٤٣٣

٦	رعاية صحية وأدوية	٢	٢,٦%	٥	٢,٣%
٧	سياحه وترفيه	٧	٩,١%	٢١	٩,٥%
٨	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات	٣	٣,٩%	٩	٤,١%
٩	مقاولات وإنشاءات هندسية	٤	٥,٢%	١٢	٥,٤%
١٠	مواد البناء	٥	٦,٥%	١٥	٦,٨%
١١	خدمات النقل والشحن	١	١,٣%	٣	١,٤%
١٢	طاقة وخدمات مساندة	١	١,٣%	٢	٠,٩%
١٣	خدمات تعليمية	١	١,٣%	٣	١,٤%
١٤	تجارة وموزعون	٤	٥,٢%	١٢	٥,٤%
١٥	مرافق	١	١,٣%	٣	١,٤%
	إجمالي	٧٧	١٠٠%	٢٢٢	١٠٠%

(٢-٣) متغيرات الدراسة:

تختلف العوامل المؤثرة في تحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية حسب نظريات تفسير الاحتفاظ بالنقدية، كما تختلف طبيعة العلاقة بين تلك العوامل ومستوى الاحتفاظ بالنقدية وفقاً لما أظهرته الدراسات السابقة في هذا الشأن. تم تحديد وتوصيف متغيرات الدراسة الحالية بالاستناد إلى نظريات تفسير الاحتفاظ بالنقدية والدراسات السابقة ومنها (Opler et al., 2001; Dittmar et al., 2003; Ferreira & Vilela, 2004; Ozkan & Ozkan, 2004; Oswald & Young, 2008; Bates et al., 2009; Nikolov & Whited, 2011; Ma, 2012; Das, 2014; Eekelen, 2014; Nikolov & Whited, 2014; Neufert, 2016; Habib et al., 2017; Racic & Stanisic, 2017; Safdar, 2017; Bick et al., 2018; Chen, 2018; Cho et al., 2018; Farinha et al., 2018; Stone et al., 2018; Demir et al., 2019; Huang et al., 2019; Chen et al., 2020; Li et al., 2020). حيث يمكن التعبير عن متغيرات الدراسة كما يلي.

جدول (٤) متغيرات الدراسة

اسم المتغير	رمز المتغير	طريقة حساب المتغير
المتغير التابع		
النقدية المحتفظ بها cash holdings	CASH	النقدية والنقدية المعادلة ÷ إجمالي الأصول
المتغير المستقل		
القيمة العادلة fair value	FV	إجمالي الأصول والالتزامات التي يتم قياسها بالقيمة العادلة ÷ إجمالي الأصول
المتغيرات الرقابية		
حجم المنشأة size	SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول
العائد على الأصول	ROA	صافي الربح قبل الضريبة ÷ إجمالي الأصول

		return on assets
إجمالي الالتزامات ÷ إجمالي الأصول	LEV	الرافعة المالية leverage
(إجمالي الالتزامات + القيمة السوقية لحقوق الملكية) ÷ القيمة الدفترية للأصول	MTB	القيمة السوقية/القيمة الدفترية market - to - book ratio
صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ÷ إجمالي الأصول	NCFO	صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية net cash flows from operating activities
(الأصول الثابتة آخر الفترة - الأصول الثابتة أول الفترة) ÷ إجمالي الأصول	CAPEX	الإنفاق الرأسمالي capital expenditure
(الأصول المتداولة - النقدية والنقدية المعادلة - الالتزامات المتداولة) ÷ إجمالي الأصول	NWC	صافي رأس المال العامل net working capital
الأرباح المرحلة ÷ إجمالي الأصول	REA	الأرباح المحتجزة retained earnings
توزيعات الأرباح ÷ إجمالي الأصول	DIV	توزيعات الأرباح dividends
(إيرادات المبيعات في الفترة الحالية - إيرادات المبيعات في الفترة السابقة) ÷ إيرادات المبيعات في الفترة السابقة	SGR	نمو المبيعات sales growth
ضريبة الدخل خلال الفترة ÷ الأرباح قبل الضريبة	TAX	ضريبة الدخل Tax income
الالتزامات طويلة الأجل ÷ إجمالي الالتزامات	DEBT	استحقاق الدين debt maturity

(٣-٣) بيانات الدراسة:

تم الحصول على بيانات الدراسة من القوائم المالية السنوية للشركات عينة الدراسة، التي تم إعدادها خلال الفترة من عام ٢٠١٦ إلى عام ٢٠١٨، وتتمثل في (قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التدفق النقدي، قائمة التغيرات في حقوق الملكية، الإيضاحات المتممة للقوائم المالية)، كما تم الاعتماد على تقارير الإفصاح الصادرة عن البورصة المصرية خلال فترة الدراسة.

(٤-٣) أساليب معالجة البيانات:

قام الباحث بترميز متغيرات الدراسة وإدخالها إلى الحاسب الآلي باستخدام برنامج SPSS، ثم قام الباحث بتحليل تلك البيانات بالاعتماد على الأساليب الإحصائية المناسبة، والتي تتمثل فيما يلي:

١- الإحصاء الوصفي Descriptive Statistics لمتغيرات الدراسة، لوصف خصائص بيانات الدراسة واستخلاص بعض النتائج ودلالاتها.

٢- تحليل ارتباط بيرسون Pearson Correlation لبيان مدى وجود ارتباط بين متغيرات الدراسة، واتجاه وقوة هذه العلاقة الارتباطية.

٣- حساب معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) وفترة التسامح Tolerance، وذلك لبيان مدى وجود تداخل خطى متعدد Multicollinearity بين المتغيرات التفسيرية.

٤- تحليل الانحدار الخطى المتعدد Multiple Linear Regression بطريقة الانحدار القياسية Enter لبناء نموذج رياضي يعبر عن أثر المتغير المستقل (FV) على المتغير التابع (CASH) في ظل وجود المتغيرات الرقابية، ومن ثم تحديد قدرة هذا النموذج على تفسير التغيرات التي تحدث في مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٥- تحليل التباين الأحادي One-way ANOVA، لبيان مدى وجود فروق معنوية بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصري فيما يتعلق بمستوى الاحتفاظ بالنقدية.

(٥-٣) تحليل بيانات الدراسة:

بإجراء التحليل الإحصائي للبيانات توصل الباحث إلى النتائج التالية.

(١-٥-٣) الإحصاء الوصفي Descriptive Statistics:

قام الباحث بإجراء الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، وكانت النتائج على النحو التالي.

جدول (٥) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغير	عدد المشاهدات	الربيع الأول	الوسيط	الربيع الثالث	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري
CASH	٢٢٢	٠,٠١٣٥٣	٠,٠٤٢٥٤	٠,١١٤٦٤	٠,٠٨٢٩١	٠,١٢٣٥٨
FV	٢٢٢	٠,٠٠١٢٣	٠,٠٠٧٦٣	٠,٠٦٠٩٤	٠,٠٧١٦٣	٠,١٥٩٨٥
SIZE	٢٢٢	١٩,٦٥٣٢٧	٢٠,٥٤٦٦٢	٢١,٦١٢٤٨	٢٠,٥٤١٠٣	١,٥٧٦١٧
ROA	٢٢٢	٠,٠٠٩٢١	٠,٠٤٢٧٧	٠,١٣٥٤٣	٠,٠٦٠٢٧	٠,١٧١٥١
LEV	٢٢٢	٠,٢٤٥٩٧	٠,٤١٠٠٤	٠,٥٩٧١٧	٠,٤٧٨٦١	٠,٥٥٦٠٤
MTB	٢٢٢	٠,٧٨٦٢٠	١,٠٥٦٤٨	١,٥٥٤٦٤	٧,٨٩٩٨٨	٥٦,١٢٤١١
NCFO	٢٢٢	٠,٠٠٧٢٣-	٠,٠٢٤٣٥	٠,٠٨٩٩٩	٠,٠٢٨٣٣	٠,١٤٩٧٤
CAPEX	٢٢٢	٠,٠٠٠٠٦	٠,٠٠٣٣٢	٠,٠١٦٦٨	٠,٠١٥٧	٠,٠٦٢٢٥
NWC	٢٢٢	٠,٠٤٨١٢-	٠,١٢٧٣٩	٠,٢٧٥٨٩	٠,١٠٤٦٨	٠,٢٧١٤
REA	٢٢٢	٠,٠٠٠٠٣	٠,٠٣٥٣٤	٠,١١٣٧٢	٠,٠٩٣٢٣	١,١٣٤٢٨
DIV	٢٢٢	٠,٠٠٠٠٠	٠,٠٠٠٠٠	٠,٠٢٩٢٢	٠,٠٢٤٧٧	٠,٠٤٨٣١
SGR	٢٢٢	٠,٠٧٥٩٤-	٠,١٢٩٥٢	٠,٣٣٠٧٧	٠,٥١٥٦٧	٣,٣٧٨٥١

٠,١٥٠٦٣	٠,١٣٧٢٩	٠,٢٢٦٦٣	٠,١٥٦٩٣	٠,٠٠٠٠٠	٢٢٢	TAX
٠,٢٠٧٦	٠,١٥٤٩١	٠,٢٣٦١٧	٠,٠٤٧٤٣	٠,٠٠٤	٢٢٢	DEBT

جدول (٦) الإحصاء الوصفي لمتغير النقدية المحتفظ بها خلال فترة الدراسة

الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	عدد المشاهدات	السنة المالية	المتغير
٠,١٢٩٩٤	٠,٠٩٣٢٤	٧٥	٢٠١٦	CASH
٠,١٢١٢٣	٠,٠٧٧٤٢	٧٥	٢٠١٧	
٠,١٢٠٢٢	٠,٠٧٧٨٦	٧٢	٢٠١٨	
٠,١٢٣٥٨	٠,٠٨٢٩١	٢٢٢	إجمالي	

يبين جدول (٥) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة على مستوى القطاعات الاقتصادية بشكل عام، حيث بلغ متوسط نسبة النقدية المحتفظ بها إلى إجمالي الأصول (٠,٠٨٣) بانحراف معياري (٠,١٢٣)، وتتقارب هذه النسبة مع نتائج بعض الدراسات التي تمت في بيئة الأعمال المصرية، حيث بلغت (٠,٠٦) في دراسة (ياسر، ٢٠١٩)، وبلغت (٠,٠٩) في دراسة (محمد، ٢٠١٨). وكانت (٠,١١) في دراسة (السيد، ٢٠١٧)، وظهرت (٠,١٣) في دراسة (أحمد، ٢٠١٧)، وتقل كثيراً عن دراسة (شيرين، ٢٠١٩) التي بلغت نسبة الاحتفاظ بالنقدية وفقاً لها (٠,١٦)، كما تتقارب هذه النسبة مع نتائج بعض الدراسات الأجنبية، حيث بلغت (٠,٠٨) في دراسة (Cho et al., 2018)، وبلغت (٠,٠٩) في دراسة (Huang et al., 2019)، وكانت (٠,١٠) في دراسة كل من (Ozkan & Ozkan, 2004; Stone et al., 2018)، وتراوح متوسط النقدية المحتفظ بها، من (٠,١٢٤) إلى (٠,١٥٤) في دراسات كل من (Eekelen, 2014; Nikolov & Whited, 2011; Demir et al., 2019; Chen et al., 2020)، كما تراوح من (٠,١٦١) إلى (٠,٢٤٤) في دراسات كل من (Bick et al., 2018; Chen et al., 2019; Xu et al., 2019; Clarkson et al., 2020; Li et al., 2020)، في حين بلغ متوسط النقدية المحتفظ بها (٠,٣٧) في دراسة (Oswald & Young, 2008).

يتضح من جدول (٥) أن ٧٥% من شركات العينة تحتفظ بنقدية فيما يزيد عن (٠,٠١) من إجمالي أصولها (كما يتضح من الربع الأول)، في حين تحتفظ نصف شركات العينة بنقدية فيما يزيد عن (٠,٠٤) من إجمالي أصولها (كما يتضح من الوسيط)، ويتضح من الربع الثالث أن ربع شركات العينة تحتفظ بنقدية تتعدى (٠,١١) من إجمالي أصولها. كما يتضح من جدول (٦) وجود ثبات نسبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية من قبل شركات العينة خلال فترة الدراسة، حيث أن متوسط النقدية المحتفظ بها في نهاية الفترة المالية لكل من عامي ٢٠١٦، ٢٠١٧ بلغ (٠,٠٧٧) بانحرافين

معياريين (٠,١٢١)، (٠,١٢٠) على التوالي. ولا يختلف متوسط النقدية المحتفظ بها في عام ٢٠١٨ كثيراً عن مثيله في العامين السابقين، حيث بلغ (٠,٠٩٣) بزيادة قدرها (٠,٠١٦)، مما يدل على أن شركات العينة تحافظ على مستوى معين من النقدية المحتفظ بها عبر الفترات المختلفة.

جدول (٧) الإحصاء الوصفي لمتغير النقدية المحتفظ بها على مستوى القطاعات الاقتصادية

CASH		عدد المشاهدات	القطاع
الانحراف المعياري	الوسط الحسابي		
٠,٠٩٠٤٧	٠,٠٦٥٢٩	٥٠	عقارات
٠,٠٩١٤٨	٠,١٢١٧٠	٣٣	موارد أساسية
٠,١٣٩٤١	٠,١٠٥٥٥	٣٤	أغذية ومشروبات وتبغ
٠,٠٦٣٤٣	٠,١٠١٦١	٦	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٠,٠٦٥٥٥	٠,٠٦٦٩٦	١٤	منسوجات وسلع معمرة
٠,٠٣٧٨٩	٠,٠٦٢٩٩	٥	رعاية صحية وأدوية
٠,٠٣٦٦٢	٠,٠٢٥٠٦	٢١	سياحه وترفيه
٠,٢٦٤٥٦	٠,٢٢٨٦٤	٩	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات
٠,٠٤٨١١	٠,٠٦٠٨٤	١٢	مقاولات وإنشاءات هندسية
٠,١٢٩٠٠	٠,٠١٩٥٤-	١٥	مواد البناء
٠,٢٠٢٤٦	٠,٢٦٩٩٣	٣	خدمات النقل والشحن
٠,٠٠٣٥٣	٠,٠١٥٨١	٢	طاقة وخدمات مساندة
٠,٠٠٠٠٥	٠,٠٠٠٠٧	٣	خدمات تعليمية
٠,١٧٩١٨	٠,١٤٣٦٤٤	١٢	تجارة وموزعون
٠,٠١٨٦٥	٠,٠٢٩٣٨	٣	مرافق
٠,١٢٣٥٨	٠,٠٨٢٩١	٢٢٢	إجمالي

يتبين من جدول (٧) أن متوسط النقدية المحتفظ بها على مستوى القطاعات الاقتصادية المختلفة يتراوح من (-٠,٠١٩٥٤) إلى (٠,٢٦٩٩٣)، حيث يحقق قطاع خدمات النقل والشحن أعلى متوسط (٠,٢٧)، يليه قطاع الاتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات (٠,٢٣)، في حين يحقق قطاع مواد البناء أقل متوسط (-٠,٠١٩٥٤). ويتراوح متوسط النقدية المحتفظ بها، من (٠,١٠٢) إلى (٠,١٤٤) في أربعة قطاعات فقط (الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات، الأغذية والمشروبات والتبغ، الموارد الأساسية، التجارة والموزعون) على الترتيب، ويقل متوسط النقدية المحتفظ بها عن (٠,١٠) في بقية القطاعات.

جدول (٨) الإحصاء الوصفي لمتغير القيمة العادلة على مستوى القطاعات الاقتصادية

FV			القطاع
الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	عدد المشاهدات	
٠,٢٥٧٣٢	٠,٠٩٣٣٧	٥٠	عقارات
٠,١٣٩١٣	٠,٠٨٠٢٠	٣٣	موارد أساسية
٠,١٤٥٩٩	٠,٠٦٨١٣	٣٤	أغذية ومشروبات وتبغ
٠,٠٠٠٦٩	٠,٠٠١٠٨	٦	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٠,٠٥٢٧٣	٠,٠٣٢٩٧	١٤	منسوجات وسلع معمرة
٠,٠٠١٥١	٠,٠٠٥٢٤	٥	رعاية صحية وأدوية
٠,١٤٥٧١	٠,١٦٧٥٥	٢١	سياحة وترفيه
٠,٠٠٣٢٢	٠,٠٠٣٢٠	٩	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات
٠,٠٠٤٧٨	٠,٠٠٥٧٤	١٢	مقاولات وإنشاءات هندسية
٠,٠٩٦٥٨	٠,٠٥٨٦٤	١٥	مواد البناء
٠,٠١٢٥٧	٠,٠٢١٧٩	٣	خدمات النقل والشحن
٠,٠٠٠٣٢	٠,٠٠٠٢٤	٢	طاقة وخدمات مساندة
٠,٠٠٠٠٨	٠,٠٠٠٩٢	٣	خدمات تعليمية
٠,٠٧٦٠٢	٠,٠٨٠٢٨	١٢	تجارة وموزعون
٠,٠٢٢٤٧	٠,٠٨٢٨٨	٣	مرافق
٠,١٥٩٨٥	٠,٠٧١٦٣	٢٢٢	إجمالي

يتضح من جدول (٥) أن متوسط قيمة الأصول والالتزامات التي يتم قياسها بالقيمة العادلة إلى إجمالي الأصول يبلغ (٠,٠٧٢) بانحراف معياري (٠,١٦) على مستوى القطاعات الاقتصادية بشكل عام، كما يتضح من جدول (٨) أن متوسط قيمة الأصول والالتزامات التي يتم قياسها بالقيمة العادلة إلى إجمالي الأصول يتراوح من (٠,٠٠٠٩) إلى (٠,١٦٧) على مستوى القطاعات الاقتصادية المختلفة، حيث يحقق قطاع السياحة والترفيه أعلى متوسط (٠,١٧)، في حين يحقق قطاع الخدمات التعليمية أقل متوسط (٠,٠٠٠٩). ويتراوح المتوسط من (٠,٠٨) إلى (٠,٠٩) في أربعة قطاعات فقط (الموارد الأساسية، التجارة والموزعون، المرافق، العقارات) على الترتيب، ويقل المتوسط عن (٠,٠٨) في بقية القطاعات.

(٣-٥-٢) اختبار الفروض:

أولاً: اختبار الفرض الأول:

ينص الفرض الأول على: "توجد علاقة ارتباط معنوية بين كل من القيمة العادلة والنقدية المحتفظ بها". يتم اختبار هذا الفرض من خلال إجراء تحليل ارتباط بيرسون Pearson

د. سيد محمد سيد مصطفى

العلاقة بين محاسبة القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية

Correlation، حيث يهدف هذا التحليل إلى دراسة العلاقة الارتباطية بين المتغيرات التفسيرية والمتغير التابع (Weiers, 2011, p. 552). وبإجراء تحليل Pearson Correlation، تم الوصول إلى النتائج التالية.

جدول (٩) مصفوفة ارتباط بيرسون

DEBT	TAX	SGR	DIV	REA	NWC	CAPEX	NCFO	MTB	LEV	ROA	SIZE	FV	CASH	Pearson Correlation	
													١,٠٠	Corr.	CASH
													-	Sig.	
												١,٠٠	**٠,١٢٤-	Corr.	FV
												-	٠,٠٣٣	Sig.	
											١,٠٠	٠,٠٠٣-	٠,٠٣١	Corr.	SIZE
											-	٠,٤٨٢	٠,٣٢١	Sig.	
										١,٠٠	٠,٠٨٦	٠,٠٠٧	***٠,٢٠٣	Corr.	ROA
										-	٠,١٠٠	٠,٤٦٠	٠,٠٠١	Sig.	
									١,٠٠	***٠,٦٥٣-	***٠,١٧٢	٠,٠٥٥-	٠,٠٧٦	Corr.	LEV
									-	٠,٠٠٠	٠,٠٠٥	٠,٢٠٦	٠,١٣١	Sig.	
								١,٠٠	٠,٠٠٤-	٠,٠٠٤-	***٠,٢١٢-	٠,٠٥٢-	٠,٠٧١-	Corr.	MTB
								-	٠,٤٧٤	٠,٤٧٨	٠,٠٠١	٠,٢٢١	٠,١٤٨	Sig.	
							١,٠٠	٠,٠٧٩	***٠,٥٨٨-	***٠,٦٦٩	٠,٠٢٨	٠,٠٠٣-	***٠,١٨٩	Corr.	NCFO
							-	٠,١٢١	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	٠,٣٣٩	٠,٤٨٣	٠,٠٠٢	Sig.	
						١,٠٠	***٠,١٨٤	**٠,١٥٢	٠,٠٤٢-	*٠,١١٠	٠,٠١٨	٠,٠٤٢-	٠,٠٧٧-	Corr.	CAPEX
						-	٠,٠٠٣	٠,٠١٢	٠,٢٦٥	٠,٠٥١	٠,٣٩٦	٠,٢٦٧	٠,١٢٦	Sig.	
					١,٠٠	٠,٠٣٢-	**٠,١٥٣	**٠,١٣٣-	***٠,٥٤٢-	***٠,٣٩١	**٠,١١٨-	٠,٠٥٧	***٠,١٧٢-	Corr.	NWC
					-	٠,٣١٦	٠,٠١١	٠,٠٢٤	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	٠,٠٣٩	٠,٢٠٠	٠,٠٠٥	Sig.	
				١,٠٠	***٠,٤٠١	٠,٠٢١	***٠,٦٥٧	٠,٠١٢	***٠,٨٨٤-	***٠,٧٠٣	٠,٠٥٥-	٠,٠٣٣	*٠,١٠١-	Corr.	REA
				-	٠,٠٠٠	٠,٣٨٠	٠,٠٠٠	٠,٤٣١	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	٠,٢٠٩	٠,٣١٢	٠,٠٦٨	Sig.	
			١,٠٠	*٠,٠٩٩	٠,٠٤٥	٠,٠١١	***٠,٣٠٧	٠,٠٤٨	*٠,١٠٤-	***٠,٤٢٤	***٠,١٦٥	**٠,١١٤-	***٠,٢٧٣	Corr.	DIV
			-	٠,٠٧١	٠,٢٥٢	٠,٤٣٣	٠,٠٠٠	٠,٢٣٧	٠,٠٦١	٠,٠٠٠	٠,٠٠٧	٠,٠٤٦	٠,٠٠٠	Sig.	
		١,٠٠	٠,٠٥٥	٠,٠٠١-	٠,٠٤٤-	٠,٠١٨-	٠,٠٣١-	٠,٠٠٩-	٠,٠٠٢	٠,٠٣٢	٠,٠٥٠	٠,٠٠٤	٠,٠٢٦	Corr.	SGR
		-	٠,٢٠٥	٠,٤٩٥	٠,٢٥٦	٠,٣٩٨	٠,٣٢١	٠,٤٤٦	٠,٤٨٧	٠,٣١٦	٠,٢٢٩	٠,٤٧٧	٠,٣٥١	Sig.	
	١,٠٠	٠,٠٣٥-	٠,٠٣٦	**٠,١٣٥	***٠,٢٠٤	٠,٠٨٢	**٠,١٣٧	٠,٠٤١	٠,٠٥٦-	***٠,٢٦٨	٠,٠٠٠	٠,٠٢٥	**٠,١٢٧	Corr.	TAX
	-	٠,٣٠١	٠,٢٩٨	٠,٠٢٣	٠,٠٠١	٠,١١٣	٠,٠٢٠	٠,٢٧٠	٠,٢٠٣	٠,٠٠٠	٠,٤٩٨	٠,٣٥٤	٠,٠٢٩	Sig.	
١,٠٠	***٠,١٧٨-	٠,٠٥٣-	٠,٠٥٩-	***٠,٢٧٨-	٠,٠٦٠-	*٠,١٠٢	***٠,١٧٦-	٠,٠١٦-	***٠,٢٣١	***٠,٢٢١-	**٠,١٤١	***٠,٢٤٦	٠,٠٦٤	Corr.	DEBT
-	٠,٠٠٤	٠,٢١٨	٠,١٩٢	٠,٠٠٠	٠,١٦٨	٠,٠٦٦	٠,٠٠٤	٠,٤٠٧	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	٠,٠١٨	٠,٠٠٠	٠,١٧٣	Sig.	

*** العلاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (٠,٠١). ** العلاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (٠,٠٥). * العلاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (٠,١٠).

يتضح من جدول (٩) وجود علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة إحصائية بين كل من القيمة العادلة (FV) كمتغير مستقل والنقدية المحتفظ بها (CASH) كمتغير تابع، حيث بلغ معامل الارتباط (-٠,١٢٤)، مما يعنى أنه كلما زادت قيمة الأصول والالتزامات التي يتم قياسها بالقيمة العادلة، كلما انخفض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وتعنى هذه النتيجة قبول الفرض الأول للدراسة القائل بأنه "توجد علاقة ارتباط معنوية بين كل من القيمة العادلة والنقدية المحتفظ بها"، حيث أن مستوى الدلالة الإحصائية sig. أقل من (٠,٠٥).

بالنسبة للمتغيرات الرقابية، يتبين من جدول (٩) وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية للنقدية المحتفظ بها (CASH) مع كل من معدل العائد على الأصول (ROA)، وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (NCFO)، وصافي رأس المال العامل (NWC)، والأرباح المحتجزة (REA)، وتوزيعات الأرباح (DIV)، وضريبة الدخل (TAX). حيث ترتبط النقدية المحتفظ بها طردياً، عند مستوى معنوية (٠,٠١) مع كل من معدل العائد على الأصول (ROA) بمعامل ارتباط (٠,٢٠٣)، وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (NCFO) بمعامل ارتباط (٠,١٨٩)، وتوزيعات الأرباح (DIV) بمعامل ارتباط (٠,٢٧٣)، كما ترتبط مع ضريبة الدخل (TAX) بمعامل ارتباط (٠,١٢٧) عند مستوى معنوية (٠,٠٥). فى حين ترتبط النقدية المحتفظ بها عكسياً مع كل من صافي رأس المال العامل (NWC) بمعامل ارتباط (-٠,١٧٢) عند مستوى معنوية (٠,٠١)، والأرباح المحتجزة (REA) بمعامل ارتباط (-٠,١٠) عند مستوى معنوية (٠,١٠).

لتحديد أثر المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية على مستوى النقدية المحتفظ بها، قام الباحث بإجراء تحليل الانحدار الخطى المتعدد Multiple Linear Regression، وهو تحليل يتطلب صياغة نموذج رياضى يتضمن تحديد قيم متغيرين أو أكثر، لتفسير التغيرات التي تحدث فى المتغير التابع (Weiers, 2011, p. 552)، ولذلك يمكن الاستناد إلى هذا التحليل لبناء نموذج يمكن من خلاله التنبؤ بمستوى النقدية المحتفظ بها، ويمكن صياغة نموذج الانحدار الخطى المتعدد على النحو التالى.

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 FV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 NCFO_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 NWC_{it} + \beta_9 REA_{it} + \beta_{10} DIV_{it} + \beta_{11} SGR_{it} + \beta_{12} TAX_{it} + \beta_{13} DEBT_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

حيث أن:

$CASH_{it}$: المتغير التابع (النقدية المحتفظ بها) للشركة (i) فى السنة (t).

FV_{it} : المتغير المستقل (القيمة العادلة) للشركة (i) فى السنة (t).

$SIZE_{it}$: حجم المنشأة (i) فى السنة (t).

ROA_i : العائد على الأصول للشركة (i) فى السنة (t).

LEV_{it} : الرافعة المالية للشركة (i) فى السنة (t).

- MTB_{it} : نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة (i) في السنة (t).
- $NCFO_{it}$: صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة (i) في السنة (t).
- $CAPEX_{it}$: الإنفاق الرأسمالي للشركة (i) في السنة (t).
- NWC_{it} : صافي رأس المال العامل للشركة (i) في السنة (t).
- REA_{it} : الأرباح المحتجزة للشركة (i) في السنة (t).
- DIV_{it} : توزيعات الأرباح للشركة (i) في السنة (t).
- SGR_{it} : نمو المبيعات للشركة (i) في السنة (t).
- TAX_{it} : ضريبة الدخل للشركة (i) في السنة (t).
- $DEBT_{it}$: استحقاق الدين للشركة (i) في السنة (t).
- β_0 : ثابت نموذج الانحدار.
- $\beta_1 - \beta_{13}$: معاملات الانحدار للمتغير المستقل والمتغيرات الرقابية.
- ε_{it} : الخطأ العشوائي للشركة (i) في السنة (t).

للتحقق من عدم وجود تداخل خطي Multicollinearity بين المتغيرات التفسيرية - وهي الحالة التي يكون فيها متغيرين أو أكثر من المتغيرات المستقلة بينهم ارتباط عالي، وفي هذه الحالة تكون معاملات الانحدار غير موثوق فيها إحصائياً، ويصعب الاعتماد عليها في تفسير التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (Weiers, 2011, p. 633) - قام الباحث بإجراء اختبار التداخل الخطي، حيث يهدف هذا الاختبار إلى التحقق من عدم وجود تداخل خطي بين المتغيرات المستقلة حتى يكون نموذج الانحدار قادراً على شرح العلاقة بشكل سليم بين المتغيرات التفسيرية والمتغير التابع، ولذلك تم حساب معامل تضخم التباين (VIF) Variance Inflation Factor، وفترة التسامح Tolerance، حيث أن $(Tolerance = 1 \div VIF)$ ، وفي حالة إذا كان (VIF) أقل من (١٠)، وكانت (Tolerance) أكبر من (٠,١٠)، فهذا يعني عدم وجود تداخل خطي. وبإجراء الاختبار توصل الباحث إلى النتائج التالية.

جدول (١٠) نتائج اختبار التداخل الخطي

المتغير	فترة التسامح Tolerance	معامل تضخم التباين VIF	المتغير	فترة التسامح Tolerance	معامل تضخم التباين VIF
FV	٠,٨٩٩	١,١١٣	NWC	٠,٥٦٢	١,٧٨١
SIZE	٠,٨٠٣	١,٢٤٥	REA	٠,١٥٤	٦,٦٠٥
ROA	٠,٣٠١	٣,٣٢٥	DIV	٠,٦٨٣	١,٤٦٤
LEV	٠,١٥٠	٦,٦٦٩	SGR	٠,٩٧٩	١,٠٢١
MTB	٠,٨٨٨	١,١٢٦	TAX	٠,٨٠٢	١,٢٤٧
NCFO	٠,٤٢١	٢,٣٧٥	DEBT	٠,٧٨٨	١,٢٦٩
CAPEX	٠,٨٨٩	١,١٢٤			

يتبين من جدول (١٠) عدم وجود مشكلة التداخل الخطى بين المتغيرات التفسيرية، حيث أن معامل تضخم التباين (VIF) $> (١٠)$ ، كما أن قيمة فترة التسامح Tolerance $< (٠,١٠)$ ، ومن ثم يكون نموذج الانحدار قادراً على تفسير التغيرات التي تحدث في مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

جدول (١١) نتائج تحليل الانحدار المتعدد

Sig.	قيمة (T)	معاملات الانحدار المعيارية Standardized Coefficients Beta	معاملات الانحدار غير المعيارية Unstandardized Coefficients		المتغير
			Std. Error	B	
٠,٠١٧	٢,٤١٦	-	٠,٠٩٩	٠,٢٣٨	ثابت الانحدار
٠,٠١١	٢,٥٧٥-	٠,١٥٤-	٠,٠٤٦	**٠,١١٩-	FV
٠,١٠٦	١,٦٢٦-	٠,١٠٣-	٠,٠٠٥	٠,٠٠٨-	Size
٠,٠٠٠	٤,٢٨٣	٠,٤٤٣	٠,٠٧٥	***٠,٣١٩	ROA
٠,٠٦٧	١,٨٣٩-	٠,٢٦٩-	٠,٠٣٣	*٠,٠٦٠-	LEV
٠,٠٢٩	٢,١٩٢-	٠,١٣٢-	٠,٠٠٠١	**٠,٠٠٠٣-	MTB
٠,٠٠٤	٢,٩٣١	٠,٢٥٦	٠,٠٧٢	***٠,٢١١	NCFO
٠,٠٠١	٣,٢٦٨-	٠,١٩٧-	٠,١١٩	***٠,٣٩٠-	CAPEX
٠,٠٠٠	٤,١٧٦-	٠,٣١٦-	٠,٠٣٤	***٠,١٤٤-	NWC
٠,٠٠٠	٤,٦٢٣-	٠,٦٦٩-	٠,٠١٦	***٠,٠٧٣-	REA
٠,٣١٤	١,٠١٠	٠,٠٦٩	٠,١٧٦	٠,١٧٧	DIV
٠,٧٦١	٠,٣٠٥	٠,٠١٧	٠,٠٠٢	٠,٠٠١	SGR
٠,٠٠٩	٢,٦٢٣	٠,١٦٦	٠,٠٥٢	***٠,١٣٦	TAX
٠,٠٠٩	٢,٦٣٧	٠,١٦٩	٠,٠٣٨	***٠,١٠٠	DEBT
٠,٣٣١		معامل التحديد R ²	٠,٥٧٥		معامل الارتباط (R)
٠,١٠٤٢٠		الخطأ المعياري Std. Error	٠,٢٨٩		معامل التحديد المعدل Adj. R ²
٠,٠٠٠		مستوى الدلالة Sig.	٧,٩١٥		قيمة (F)
*** دال إحصائياً عند مستوى معنوية (٠,٠١). ** دال إحصائياً عند مستوى معنوية (٠,٠٥).					
* دال إحصائياً عند مستوى معنوية (٠,١٠).					

يتبين من جدول (١١) أن نموذج الانحدار معنوي، حيث أن قيمة (F) تساوي (٧,٩١٥) بمستوى دلالة (٠,٠٠٠) وهي أقل من مستوى المعنوية (٠,٠١)، وأظهرت النتائج أن معامل الارتباط (R) بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية يساوي (٠,٥٧٥)، كما تشير نتائج الانحدار (قيمة معامل التحديد R²) أن المتغيرات التفسيرية تفسر نحو (٠,٣٣) من التغيرات التي تحدث في مستوى النقدية المحتفظ بها، كما يتضح وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للقيمة العادلة على مستوى النقدية المحتفظ بها، حيث أن معامل الانحدار (B) يساوي (-٠,١١٩) عند مستوى دلالة (٠,٠١١) وهي أقل من مستوى المعنوية (٠,٠٥)، وفيه تتضح العلاقة العكسية بين القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية.

تتفق النتائج السابقة مع الممارسات العملية لإعداد التقارير المالية في بيئة الأعمال المصرية، حيث اتضح للباحث قيام الشركات محل الدراسة بقياس القيمة العادلة وفقاً للمستوى الأول، الذي يعتمد على وجود مدخلات قياس يمكن ملاحظتها في أسواق نشطة، كما لوحظ أن بعض الشركات كانت تقوم بتقييم بعض الأصول بالتكلفة نظراً لعدم توافر مدخلات القياس التي يمكن ملاحظتها بدرجة موثوق فيها، واعتبرت أن قياس تلك الأصول بالتكلفة يعد أفضل تقدير للقيمة العادلة في تاريخ القياس، وبدل ذلك على عدم وجود مشاكل قياس تتعلق بالقيمة العادلة، ومن ثم عدم وجود مشاكل وكالة، ويتفق ذلك مع دراسة (Tetteroo, 2016) التي أكدت على عدم ظهور مشاكل وكالة في حالة توافر مدخلات لقياس القيمة العادلة بشكل ملحوظ وموثوق فيه. وبالتالي لم تتحقق العلاقة الإيجابية بين القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية وفقاً للدراسات السابقة التي أظهرت أن الشركات التي تعاني من وجود مشاكل وكالة تحتفظ بقيمة أعلى من النقدية (Dittmar et al., 2003; Pinkowitz et al., 2003; Kalcheva & Lins, 2007; Kusnadi, 2011; Nikolov & Whited, 2011; Alnajjar, 2013; Gao et al., 2013; Sjaastad & Ueland, 2013; Alnajjar & Clarck, 2017; Pan et al., 2017) ومن ثم فنناج الدراسة الحالية تختلف عن نتائج دراسة (Bick et al., 2018) التي أظهرت وجود تأثير إيجابي للقيمة العادلة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ويرجع ذلك إلى اختلاف الممارسات العملية لقياس القيمة العادلة في بيئة الأعمال المصرية، والتي انعكست في التقارير المالية للشركات محل الدراسة.

بالنسبة للمتغيرات الرقابية، يتضح من جدول (١١) وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على مستوى النقدية المحتفظ بها من كل من معدل العائد على الأصول (ROA)، وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (NCFO)، وضريبة الدخل (TAX)، واستحقاق الدين (DEBT)، وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠١)، حيث تتراوح معاملات الانحدار (B) من (٠,١٠) إلى (٠,٣١٩). تتفق هذه النتائج مع دراسات كل من (السيد، ٢٠١٧)، (Bick et al., 2018; Demir et al., 2019; Li et al., 2020)، التي توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين العائد على الأصول والنقدية المحتفظ بها، كما تتفق مع دراسات كل من (السيد، ٢٠١٧؛ شيرين، ٢٠١٩؛ ياسر، ٢٠١٩)، (Opler et al., 2001; Eekelen, 2014; Cho et al., 2018; Stone et al., 2018; Huang et al., 2019; Clarkson et al., 2020)، والتي توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والنقدية المحتفظ بها، وتتفق مع دراسة (Ferreira & Vilela, 2004) التي توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين الديون مستحقة السداد في الأجل الطويل والنقدية المحتفظ بها.

يتبين من جدول (١١) وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية من كل من الإنفاق الرأسمالي (CAPEX)، وصافي رأس المال العامل (NWC)، والأرباح المحتجزة (REA)، على مستوى الاحتفاظ بالنقدية (CASH)، وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠١)، وتتراوح معاملات الانحدار (B) من (-٠,٠٧٣) إلى (-٠,٣٩). تتفق هذه النتائج مع دراسات كل من (Jani et al., 2004; Ma, 2012; Eekelen, 2014; Bick et al., 2018; Cho et al., 2018; Stone et al., 2018;)

(Huang et al., 2019; Xu et al., 2019; Chen et al., 2020) والتي توصلت إلى وجود علاقة سلبية بين الإنفاق الرأسمالي والنقدية المحتفظ بها، وتتفق مع دراسات كل من (محمد، ٢٠١٨؛ ياسر، ٢٠١٩)، (Opler et al., 2001; Jani et al., 2004; Ma, 2012; Manoel et al., 2018; Stone et al., 2018; Xu et al., 2019; Clarkson et al., 2020; Chen et al., 2020) والتي توصلت إلى وجود علاقة سلبية بين صافي رأس المال العامل والنقدية المحتفظ بها، وتتفق مع دراسة (Huang et al., 2019) فيما يتعلق بوجود علاقة سلبية بين الأرباح المحتجزة والنقدية المحتفظ بها.

كما يتبين من جدول (١١) وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MTB) على مستوى النقدية المحتفظ بها (CASH) عند مستوى معنوية (٠,٠٥) بمعامل انحدار (-٠,٠٠٠٣)، كما يوجد تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية (LEV) على مستوى النقدية المحتفظ بها (CASH) عند مستوى معنوية (٠,١٠) بمعامل انحدار (-٠,٠٦). تتفق هذه النتائج مع دراسات كل من (محمد، ٢٠١٨؛ ياسر، ٢٠١٩)، (Opler et al., 2001; Ozkan & Ozkan, 2004; Ma, 2012; Eekelen, 2014; Bick et al., 2018; Stone et al., 2018; Huang et al., 2019; Xu et al., 2019; Chen et al., 2020; Clarkson et al., 2020; Karpuz et al., 2020; Li et al., 2020) والتي توصلت إلى وجود علاقة سلبية بين الرافعة المالية والنقدية المحتفظ بها، كما تتفق مع دراسة كل من (Faleye, 2004; Safdar, 2017) فيما يتعلق بوجود علاقة سلبية لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية مع النقدية المحتفظ بها.

يتبين من جدول (٩) ارتفاع درجة الارتباط لمتغير الرافعة المالية (LEV)، ومتغير الأرباح المحتجزة (REA)، كما يتبين من جدول (١٠) ارتفاع معامل تضخم التباين (VIF) للمتغيرين مقارنة بالمتغيرات الأخرى. ولتحقيق مزيد من دقة النتائج، قام الباحث باستبعاد متغير الرافعة المالية (LEV) من نموذج الانحدار، ليصبح على النحو التالي.

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 FV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 NCFO_{it} + \beta_6 CAPEX_{it} + \beta_7 NWC_{it} + \beta_8 REA_{it} + \beta_9 DIV_{it} + \beta_{10} SGR_{it} + \beta_{11} TAX_{it} + \beta_{12} DEBT_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

وبإجراء تحليل الانحدار تم التوصل إلى النتائج التالية.

جدول (١٢) نتائج إعادة تشغيل نموذج الانحدار المتعدد

Sig.	قيمة (T)	معاملات الانحدار المعيارية Standardized Coefficients Beta	معاملات الانحدار غير المعيارية Unstandardized Coefficients		المتغير
			Std. Error	B	
٠,٠٠٩	٢,٦٢٣	-	٠,٠٩٩	٠,٢٥٩	ثابت الانحدار
٠,٠١٥	٢,٤٥٣-	٠,١٤٧-	٠,٠٤٦	**٠,١١٤-	FV

٠,٠٣٢	٢,١٥٧-	٠,١٣٣-	٠,٠٠٥	**٠,٠١٠-	SIZE
٠,٠٠٠	٤,٣٧١	٠,٤٥٤	٠,٠٧٥	***٠,٣٢٧	ROA
٠,٠٣٠	٢,١٨٢-	٠,١٣٢-	٠,٠٠٠١	**٠,٠٠٠٣-	MTB
٠,٠٠٢	٣,٠٨٩	٠,٢٧٠	٠,٠٧٢	***٠,٢٢٣	NCFO
٠,٠٠٢	٣,١٠٩-	٠,١٨٧-	٠,١٢٠	***٠,٣٧٢-	CAPEX
٠,٠٠٠	٣,٧٢٩-	٠,٢٥٣-	٠,٠٣١	***٠,١١٥-	NWC
٠,٠٠٠	٤,٨٢٦-	٠,٤٧٢-	٠,٠١١	***٠,٠٥١-	REA
٠,٢٩٤	١,٠٥١	٠,٠٧٣	٠,١٧٦	٠,١٨٥	DIV
٠,٧٢٦	٠,٣٥١	٠,٠٢٠	٠,٠٠٢	٠,٠٠١	SGR
٠,٠٢٨	٢,٢٠٧	٠,١٣٦	٠,٠٥٠	**٠,١١١	TAX
٠,٠١٠	٢,٥٨٩	٠,١٦٦	٠,٠٣٨	**٠,٠٩٩	DEBT
٠,٣٢٠	معامل التحديد R ²		٠,٥٦٦	معامل الارتباط (R)	
٠,١٠٤٧٩	الخطأ المعياري Std. Error		٠,٢٨١	معامل التحديد المعدل Adj. R ²	
٠,٠٠٠	مستوى الدلالة Sig.		٨,١٩٩	قيمة (F)	
*** دال إحصائياً عند مستوى معنوية (٠,٠١). ** دال إحصائياً عند مستوى معنوية (٠,٠٥).					

يتبين من جدول (١٢) إلى أن قيمة معامل التحديد (R^2) تشير إلى أن المتغيرات التفسيرية تفسر نحو (٠,٣٢) من التغيرات التي تحدث في مستوى النقدية المحتفظ بها، كما يتضح وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للقيمة العادلة على مستوى النقدية المحتفظ بها، حيث أن معامل الانحدار (B) يساوي (-٠,١١٤) عند مستوى معنوية (٠,٠٥)، وفيه تتضح العلاقة العكسية بين القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية. كما يتبين من جدول (١٢) وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية (CASH) من كل من معدل العائد على الأصول (ROA)، وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (NCFO)، وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠١)، حيث بلغ معامل الانحدار (٠,٣٢٧) و (٠,٢٢٣) على التوالي، ويتبين وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على مستوى النقدية المحتفظ بها (CASH) من كل من ضريبة الدخل (TAX)، واستحقاق الدين (DEBT) عند مستوى معنوية (٠,٠٥)، حيث بلغ معامل الانحدار (٠,١١١) و (٠,٠٩٩) على التوالي. كما يتبين من جدول (١٢) وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية (CASH) من كل من الإنفاق الرأسمالي (CAPEX)، وصافي رأس المال العامل (NWC)، والأرباح المحتجزة (REA)، وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠١)، وتتراوح معاملات الانحدار من (-٠,٠٥١) إلى (-٠,٣٧٢)، ويتبين كذلك وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MTB) على مستوى الاحتفاظ بالنقدية (CASH) بمعامل انحدار (-٠,٠٠٠٣) عند مستوى معنوية (٠,٠٥)، وتتفق هذه النتائج مع جدول (١١) فيما يتعلق بتأثير متغيرات النموذج على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. كما يتبين من جدول (١٢) وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لحجم المنشأة (SIZE) على مستوى النقدية المحتفظ بها (CASH) بمعامل انحدار (-٠,٠١)، عند مستوى معنوية (٠,٠٥)، وتتفق هذه النتيجة مع

دراسات كل (السيد، ٢٠١٧؛ شيرين، ٢٠١٩؛ ياسر، ٢٠١٩)، (Opler et al., 2001; Eekelen, 2014; Bick et al., 2018; Cho et al., 2018; Graef et al., 2019; Chen et al., 2020; Clarkson et al., 2020; Li et al., 2020) والتي توصلت إلى وجود علاقة سلبية بين حجم المنشأة ومستوى النقدية المحتفظ بها.

ثانياً: اختبار الفرض الثاني:

ينص الفرض الثاني على: "لا توجد فروق معنوية بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصري فيما يتعلق بمستوى الاحتفاظ بالنقدية". يتم اختبار هذا الفرض من خلال إجراء تحليل التباين الأحادي One-way ANOVA، حيث يستخدم تحليل التباين الأحادي في التحقق من دلالة الفروق بين متوسطات مجموعتين أو أكثر في متغير تابع واحد (Weiers, 2011, p. 416)، حيث يمكن تطبيقه لقياس مدى وجود فروق بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصري فيما يتعلق بمستوى الاحتفاظ بالنقدية. وفي حالة إذا كان مستوى الدلالة أكبر من (٠,٠٥) فإنه لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية. وبإجراء هذا التحليل ظهرت النتائج التالية.

جدول (١٣) نتائج تحليل التباين الأحادي

CASH					القطاع
مستوى الدلالة Sig.	قيمة (F)	الانحراف المعياري Std. Deviation	المتوسط Mean	عدد المشاهدات	
٠,٠٠٠	٣,٨٨٥	٠,٠٩٠٤٧	٠,٠٦٥٢٩	٥٠	عقارات
		٠,٠٩١٤٨	٠,١٢١٧٠	٣٣	موارد أساسية
		٠,١٣٩٤١	٠,١٠٥٥٥	٣٤	أغذية ومشروبات وتبغ
		٠,٠٦٣٤٤	٠,١٠١٦١	٦	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
		٠,٠٦٥٥٥	٠,٠٦٦٩٦	١٤	منسوجات وسلع معمرة
		٠,٠٣٧٨٩	٠,٠٦٢٩٩	٥	رعاية صحية وأدوية
		٠,٠٣٦٦٢	٠,٠٢٥٠٦	٢١	سياحه وترفيه
		٠,٢٦٤٥٦	٠,٢٢٨٦٤	٩	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات
		٠,٠٤٨١٢	٠,٠٦٠٨٤	١٢	مقاولات وإنشاءات هندسية
		٠,١٢٩٠٠	٠,٠١٩٥٤-	١٥	مواد البناء
		٠,٢٠٢٤٦	٠,٢٦٩٩٣	٣	خدمات النقل والشحن
		٠,٠٠٣٥٣	٠,٠١٥٨١	٢	طاقة وخدمات مساندة
		٠,٠٠٠٠٠٥	٠,٠٠٠٠٧	٣	خدمات تعليمية
		٠,١٧٩١٨	٠,١٤٣٦٤٤	١٢	تجارة وموزعون
		٠,٠١٨٦٥	٠,٠٢٩٣٨	٣	مرافق
٠,١٢٣٥٨	٠,٠٨٢٩١	٢٢٢	إجمالي		

يتبين من جدول (١٣) وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين قطاعات البورصة المصرية المختلفة فيما يتعلق بمستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث أن قيمة (F) تساوي (٣,٨٨٥)، عند مستوى دلالة أقل من (٠,٠٥)، ومن ثم يتم رفض الفرض الثانى القائل بأنه "لا توجد فروق معنوية بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصرى فيما يتعلق بمستوى الاحتفاظ بالنقدية". وتتفق نتيجة هذا الاختبار مع نتائج دراسة (Chen et al., 2019) التى توصلت إلى أن الشركات المناظرة التى لها نفس الخصائص وتعمل فى نفس القطاع، تتقارب فى مستوى الاحتفاظ بالنقدية، مما يعنى ضمناً اختلاف مستوى الاحتفاظ بالنقدية بين القطاعات المختلفة. ويمكن توضيح مصدر الاختلاف من خلال أسلوب المقارنات المتعددة أو الاختبارات البعدية لتحليل التباين الأحادى، كما يتضح من الجدول التالى.

جدول (١٤) نتائج الاختبارات البعدية لتحليل التباين الأحادى

القطاعات المقارنة		اسم القطاع	
الفروق المعنوية للمتوسطات بين المجموعات (مستوى الدلالة)			
اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات		عقارات	
٠,٠٠٨	٠,١٦٣٣٥-		
مواد البناء		موارد أساسية	
٠,٠٠٨	٠,١٤١٢٥		
مواد البناء		أغذية ومشروبات وتبغ	
٠,٠٣٥	٠,١٢٥٠٩		
-		خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	
-		منسوجات وسلع معمرة	
-		رعاية صحية وأدوية	
خدمات النقل والشحن		اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات	
٠,٠٤٢	٠,٢٤٤٨٧-	٠,٠٠١	٠,٢٠٣٥٨-
مواد البناء		عقارات	
٠,٠٠٠	٠,٢٤٨١٩	٠,٠٠١	٠,٢٠٣٥٨
-		سياحه وترفيه	
-		عقارات	
-		اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات	
-		مقاولات وإنشاءات هندسية	
تجارة وموزعون		مواد أساسية	
٠,٠٢١	٠,١٦٣١٩-	٠,٠٣٥	٠,١٢٥٠٩-
خدمات النقل والشحن		اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات	
٠,٠٠٧	٠,٢٨٩٤٧-	٠,٠٠٠	٠,٢٤٨١٩-
مواد البناء		سياحه وترفيه	
٠,٠٠٧	٠,٢٨٩٤٧	٠,٠٤٢	٠,٢٤٤٨٧
-		طاقة وخدمات	

		مساندة
		خدمات تعليمية
		-
مواد البناء		تجارة وموزعون
٠,٠٢١	٠,١٦٣١٩	
		مرافق
		-

يوضح جدول (١٤) المقارنات البعدية للفروق المعنوية للمتوسطات بين المجموعات فيما يتعلق بمستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠٥)، حيث يتضح أن أعلى فروق كانت بين قطاعى خدمات النقل والشحن، ومواد البناء، وكانت الفروق (٠,٢٩) لصالح قطاع خدمات النقل والشحن، يليه الفروق بين قطاعى الاتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات، ومواد البناء، وكانت الفروق (٠,٢٥) لصالح قطاع الاتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات. فى حين أن أقل فروق كانت بين قطاعى الأغذية والمشروبات والتبغ، ومواد البناء، وكانت الفروق (٠,١٢٥) لصالح قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ. كما يتضح عدم وجود فروق معنوية بين متوسطات الاحتفاظ بالنقدية، بين قطاعات كل من (الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات، المنسوجات والسلع والمعمرة، الرعاية الصحية والأدوية، المقاولات والإنشاءات الهندسية، الطاقة والخدمات المساندة، الخدمات التعليمية، المرافق) وبقيّة القطاعات.

(٤) خلاصة ونتائج البحث:

تناول البحث دراسة العلاقة بين محاسبة القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية، اعتماداً على مفهوم الوكالة كمدخل لتفسير قيام الوحدة بالاحتفاظ بالنقدية، وفى سبيل تحقيق هذا الهدف تم تحليل العلاقة بين مشاكل الوكالة والاحتفاظ بالنقدية، وكذلك تحليل العلاقة بين محاسبة القيمة العادلة ومشاكل الوكالة، وفى ضوء ذلك تم إجراء دراسة تطبيقية لاختبار أثر محاسبة القيمة العادلة على مستوى النقدية المحتفظ بها، حيث تم الحصول على بيانات الدراسة من القوائم المالية السنوية للشركات المقيدة فى البورصة المصرية، والتي تم إعدادها خلال الفترة من عام ٢٠١٦ إلى عام ٢٠١٨، بالإضافة إلى تقارير الإفصاح الصادرة عن البورصة المصرية خلال فترة الدراسة، وقد تم تحليل تلك البيانات باستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة، وفى ضوء ذلك تم التوصل إلى النتائج التالية:

أولاً: وجود علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة إحصائية بين كل من القيمة العادلة والنقدية المحتفظ بها، ويتفق ذلك مع الممارسة العملية لإعداد التقارير المالية فى بيئة الأعمال المصرية فيما يتعلق بقياس القيمة العادلة، حيث يتم قياس القيمة العادلة وفقاً للمستوى الأول الذى يتضمن مدخلات يمكن ملاحظتها بموثوقية، ومن ثم عدم وجود مشاكل وكالة، مما يعنى انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

ثانياً: وجود علاقة ارتباط طردية ذات دلالة إحصائية للنقدية المحتفظ بها مع كل من معدل العائد على الأصول وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية وتوزيعات الأرباح وضريبة الدخل. كذلك وجود علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة إحصائية للنقدية المحتفظ بها مع كل من صافي رأس المال العامل والأرباح المحتجزة.

ثالثاً: المتغيرات التفسيرية في نموذج الانحدار الخطى المتعدد تفسر نحو (٣٢,٠%) من التغيرات التي تحدث في مستوى النقدية المحتفظ بها، كما تبين من نموذج الانحدار وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للقيمة العادلة على مستوى النقدية المحتفظ بها، وفيه تتضح العلاقة العكسية بين القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية.

رابعاً: وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على مستوى النقدية المحتفظ بها من كل من معدل العائد على الأصول، وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، وضريبة الدخل، والديون المستحقة طويلة الأجل. كذلك وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية من كل من حجم المنشأة، والإنفاق الرأسمالي، وصافي رأس المال العامل، والأرباح المحتجزة، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.

خامساً: وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصري فيما يتعلق بمستوى الاحتفاظ بالنقدية، ويتضح ذلك من اختلاف متوسط النقدية المحتفظ بها في القطاعات المختلفة، حيث يحقق قطاع خدمات النقل والشحن أعلى متوسط، يليه قطاع الاتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات، في حين يحقق قطاع مواد البناء أقل متوسط.

تقدم نتائج البحث دليلاً عملياً في بيئة الأعمال المصرية للعلاقة بين محاسبة القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية، ومن ثم تفسير التغيرات التي تحدث في مستوى النقدية المحتفظ بها، ويشير الباحث إلى أن هذه النتائج ترتبط بمتغيرات معينة تضمنها نموذج الانحدار المتعدد، كما ترتبط بطريقة توصيف وقياس متغيراته، ومن ثم في حالة اختلاف متغيرات النموذج وطريقة توصيفها وقياسها، قد تتغير النتائج تبعاً لذلك. كما تشير نتائج البحث إلى أهمية محاسبة القيمة العادلة كأحد المتغيرات المحاسبية التي يجب أخذها في الاعتبار عند دراسة العوامل المؤثرة في الاحتفاظ بالنقدية، وأن هذا التأثير يتوقف على طريقة تنفيذ محاسبة القيمة العادلة في الممارسة العملية.

(٥) توصيات البحث ومقترحات بحثية مستقبلية:

في ضوء النتائج التي توصل إليها البحث، يوصى الباحث بما يلي:

أولاً: ضرورة قيام منشآت الأعمال بتحقيق مستوى مناسب للإفصاح عن القيمة العادلة، فلا يكفي الإفصاح عن طبيعة الأصول والالتزامات التي يتم قياسها بالقيمة العادلة، وإنما يجب الإفصاح أيضاً عن ما يلي (وذلك لكل بند من بنود الأصول والالتزامات التي يتم قياسها بالقيمة العادلة):

أ- التسلسل الهرمي لقياس القيمة العادلة.

- ب- أساليب تقييم القيمة العادلة والتغيرات التي تحدث فيها وأسبابها.
- ج- المدخلات المستخدمة فى قياس القيمة العادلة سواء كانت ملحوظة أو غير ملحوظة.
- د- الافتراضات المستخدمة فى بناء المدخلات المستخدمة فى قياس القيمة العادلة.
- هـ- حساسية القيمة العادلة للتغيرات التي تحدث فى مدخلات القياس.
- ثانياً: عقد ندوات ودورات تدريبية توضح كيفية تطبيق معيار المحاسبة المصرى رقم (٤٥) الخاص بقياس القيمة العادلة، وتوضيح أهمية توفير القدر الكافى من الإفصاح عن القيمة العادلة، والذي يعنى توفير معلومات ملائمة عن المركز والأداء الماليين للوحدة تساعد مستخدمى التقارير المالية فى ترشيد قراراتهم الاقتصادية.
- ثالثاً: إجراء مزيد من الدراسات تتناول الجوانب المحاسبية المختلفة للاحتفاظ بالنقدية، حيث يقترح الباحث إجراء بحوث تتناول ما يلى:
- أ- دراسة أثر محاسبة القيمة العادلة على مستوى النقدية المحتفظ بها فى المنشآت صغيرة ومتوسطة الحجم.
- ب- دراسة العوامل المؤثرة على النقدية المحتفظ بها فى المنشآت غير الهادفة للربح.
- ج- دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية.
- د- دراسة العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والاحتفاظ بالنقدية.
- هـ- دراسة العلاقة بين إدارة الأرباح والاحتفاظ بالنقدية.

(٦) مراجع البحث:

أولاً: المراجع العربية:

- أحمد سليم محمد سليم (٢٠١٧). "العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية والمسئولية الاجتماعية للشركات: دراسة تطبيقية"، *مجلة الفكر المحاسبى*، العدد الثانى، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ص ص ٦١٠-٦٤٧.
- السيد حسن سالم بلال (٢٠١٧). "العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها - دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبى*، العدد السابع، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ص ص ٢٠٠-٢٤٨.
- شيرين شوقى السيد الملاح (٢٠١٩). "تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبى والاحتفاظ بالنقدية وأثرها على جودة الأرباح المحاسبية: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة فى البورصة المصرية"، *مجلة الدراسات والبحوث المحاسبية*، العدد الثانى، كلية التجارة، جامعة بنها، ص ص ١-٥٠.
- محمد صابر حمودة السيد (٢٠١٨). "أثر أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية - دراسة تطبيقية"، *مجلة الفكر المحاسبى*، العدد الثامن، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ص ص ١٤٤٣-١٥٢٣.

- ياسر سعيد قنديل (٢٠١٩). "تأثير جودة الأرباح والملكية العائلية على النقدية المحتفظ بها بالتطبيق على الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري"، *مجلة المحاسبة والمراجعة لإتحاد الجامعات العربية*، العدد الأول، كلية التجارة، جامعة بنى سويف، ص ص ٢٨٦-٣٥٥.
- البورصة المصرية، *تقرير الإفصاح*: يناير، يونيو، أغسطس، ديسمبر ٢٠١٦.
- _____، *تقرير الإفصاح*: يناير، يونيو، أغسطس، ديسمبر ٢٠١٧.
- _____، *تقرير الإفصاح*: يونيو، أغسطس، ديسمبر ٢٠١٨.
- _____، *التقرير الشهري*، أكتوبر، ٢٠١٩.
- _____، *تقرير الإفصاح*، ٢ يناير، ٢٠٢٠.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Al-Najjar, B. (2013). "The Financial Determinants of Corporate Cash Holding: Evidence from Some Emerging Markets", *International Business Review*, Vol. 22, Issue. 1, pp. 77-88.
- Al-Najjar, B. & E. Clark (2017). "Corporate Governance and Cash Holdings in MENA: Evidence from Internal and External Governance Practices", *Research in International Business & Finance*, Vol. 39, pp. 1-12.
- Amess, K., S. Banerji & A. Lampousis (2015). "Corporate cash Holdings; Causes and Consequences", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 42, pp. 421-433.
- Arthurs, J. & L. Busenits (2003). "The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/Entrepreneur Relationship", *Entrepreneurship Theory & Practice*, Winter, pp. 145-162.
- Accounting Standards Board (ASB), Foreningen af Statsautoriserede Revisor (FSR), Conseil National de la Comptabilité (CNC), Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee (DRSC), Organismo Italiano di Contabilità (OIC), Komitet Standardów Rachunkowości (KSR), & European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) (2007). *Stewardship/Accountability as an Objective of Financial Reporting: A Comment on the IASB/FASB Conceptual Framework Project*, June.
- Barlev, B. & J. Haddad (2003). "Fair Value Accounting and the Management of the Firm", *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 14, Issue. 4, pp. 383-415.
- Bates, T., K. Kahle & R. Stulz (2009). "Why Do U.S Firms Hold So Much More Cash than They Used To?", *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 5, pp. 1985-2021.
- Bick, P., S. Orlova & L. Sun (2018). "Fair Value Accounting and Corporate Cash Holdings", *Advances in Accounting*, Vol. 40, March, pp. 98-110.

- Bosse, D. & R. Phillips (2016). "Agency Theory and Bounded Self-Interest", *Academy of Management Review*, Vol. 41, No. 2, pp. 276-297.
- Bouckova, M. (2015). "Management Accounting and Agency theory", *Procedia Economics & Finance*, Vol. 25, pp. 5-13.
- Campbell, R., L. Jackson & D. Robinson (2008). "Fair Value Accounting from Theory to Practice", *Strategic Finance*, July, pp. 31-37.
- Chan, A. (2018). "The Role of Cash Holdings, Working Capital, Dividend Payout on Capital Investment", *The Journal of Applied Business Research*, Vol. 34, No. 3, pp. 419-426.
- Chen, Y., K. Chan & Y. Chang (2019). "Peer Effects on Corporate Cash Holdings", *International Review of Economics & Finance*, Vol. 61, Issue. C, pp. 213-227.
- Chen, Y., K. Ho & C. Yeh (2020). "CEO Overconfidence and Corporate Cash Holdings", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 62, Issue. C, pp. 2-26.
- Cho, H., S. Choi & M. Kim (2018). "Cash Holdings Adjustment Speed and Managerial Ability", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 47, Issue. 5, pp. 695-719.
- Clark, S., C. Jordan & M. Dugan (2013). Using Forensic Analytics to Evaluate the Reliability of Fair Value Reporting, *Journal of Forensic & Investigative Accounting*, Vol. 5, Issue. 1, pp. 151-181.
- Clarkson, P., R. Gao & K. Herbohn (2020). "The Relationship between a Firm's Information Environment and its Cash Holding Decision", *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 16, Issue. 2, pp. 1-21.
- Cruz, A., H. Kimura & V. Sobreiro (2019). "What Do We Know about Corporate Cash Holdings? A Systematic Analysis", *Journal of Corporate Accounting & Finance*, Jan, pp. 77-144.
- Das, S. (2014). "Cash Management in Indian Corporate Sector: A Study of Select Companies", *A Thesis Submitted for the Degree of Doctor of Philosophy in Arts (Commerce)*, University of Burdwan, India.
- Davis, J., F. Schoorman & L. Donaldson (1997). "Toward a Stewardship Theory of Management", *Academy of Management Review*, Vol. 22, No. 1, pp. 20-47.
- Demir, E., J. Diez-Esteban & C. Garcia-Gomez (2019). "The Impact of Geopolitical Risks on Cash Holdings of Hospitality Companies: Evidence from Emerging Countries", *Journal of Hospitality & Tourism Management*, Vol. 39, June, pp. 166-174.
- Dittmar, A., J. Smith & H. Servaes (2003). "International Corporate Governance and Corporate cash Holdings", *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 1, pp. 111-133.

- Dittmar, A. & J. Smith (2007). "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, Issue.3, pp. 599-634.
- Duhovnik, M. (2007). "The Problems of Fair Value in Small Emerging Market Economics-The Case of Slovenia", *Journal of Economics & Business*, Vol. X, No. 2, pp. 61-81.
- Eekelen, K. (2014). "Managerial Characteristics and Corporate Cash Holdings", *Master Thesis Finance*, Tilburg University, Netherlands.
- Eisenhardt, K. (1989). "Agency Theory: An Assessment and Review", *Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 1, pp. 57-74.
- Emerson, D., K. Karim & R. Rutledge (2010). "Fair Value Accounting: A Historical Review of the Most Controversial Accounting Issue in Decades", *Journal of Business & Economics Research*, Vol. 8, No. 4, pp. 77-85.
- Faleye, O. (2004). "Cash and Corporate Control", *The Journal of Finance*, Vol. LIX, No. 5, pp. 2041-2060.
- Farinha, J., C. Mateus & N. Soares (2018). "Cash Holdings and Earnings quality: Evidence from the Main and Alternative UK Markets", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 56, March, pp. 238-252.
- Ferreira, M. & A. Vilela (2004). "Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries", *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, pp. 295-319.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) (2006). *Accounting Standards Codification 820: "Fair Value Measurement"*, Norwalk.
- ——— (2010). *Statement of Financial Accounting Concepts No. 8: "Conceptual Framework for Financial Reporting"*, Norwalk.
- Ferreira, P., R. Kraussl, W. Landsman, M. Borysoff & P. Pope (2019). "Reliability and Relevance of Fair Value: Private Equity Investments and Investee Fundamental", *Review of Accounting Studies*, Vol. 24, Issue. 4, pp. 1427-1449.
- Fortin, S., A. Hammami & M. Magnan (2020). "Re-exploring Fair Value Accounting and Value Relevance: An Examination of Underlying Securities", *ABACUS*, Advance online publication.
- Gao, H., J. Harford & K. Li (2013). "Determinates of Corporate Cash Policy: Insights from Private Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 109, Issue.3, pp. 623-639.
- Graef, F., P. Vogt, V. Volker & F. Weigert (2019). "Cash Holdings and the Performance of European Mutual Funds", *Finance Research Letters*, Vol. 29, June, pp. 285-291.

- Habib, A., M. Hasan & A. Al-Hadi (2017). "Financial Statement Comparability and corporate Cash Holdings", *Journal of Contemporary Accounting & economics*, Vol. 13, Issue. 3, pp. 304-321.
- Harford, J., S. Mansi & W. Maxwell (2008). "Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US", *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, Issue. 3, pp. 535-555.
- He, L., S. Wright & E. Evans (2018). "Is Fair Value Information Relevant to Investment Decision-Making: Evidence from the Australian Agricultural Sector?", *Australian Journal of Management*, Vol. 43, Issue. 4, pp. 555-574.
- He, L. (2020). "Discount rate Behaviour in Fair Value Reporting", *Journal of Behavioral & Experimental Finance*, Vol. 28, Dec., pp. 1-4.
- Huang, H., C. Liu & L. Sun (2019). "Chemical Releases and Corporate Cash Holdings", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 64, July, pp. 159-173.
- Huang, H., Z. Feng & A. Abdel-Zaher (2020). "Fair Value and economic Consequences of Financial of Financial Restatements", *Finance Research Letters*, Vol. 34, May, pp. 1-5.
- Institute of Chartered Accountants in England & Wales (ICAEW) (2005). "*Agency Theory and the Role of Audit*", London, Dec.
- Jani, E., M. Hoesli & A. Bender (2004). "Corporate cash Holdings and agency Conflicts", *Working Paper*, University of Geneva, Switzerland.
- Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M. & W. Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Issue. 4, pp. 305-360.
- Jones, M. & R. Slack (2008). *The Future of Financial Reporting 2008: Measurement and Stakeholders*, The Association of Chartered Certified Accountants (ACCA), London, Dec.
- Kalcheva, I. & K. Lins (2007). "International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems", *The Review of Financial Studies*, Vol. 20, No. 4, pp. 1087-1112.
- Karpuz, A., K. Kim & N. Ozkan (2020). "Does Financial Reporting Regulation Influence the Value of Cash Holdings?", *Journal of Empirical Finance*, Vol. 59, pp. 52-67.
- Kusnadi, Y. (2011). "Do Corporate Governance Mechanisms Matter for Cash Holdings and Firm Value?", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 19, Issue. 5, pp. 554-570.
- Lambert, R. (2001). "Contracting Theory and Accounting", *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 32, Issue 1-3, pp. 3-87.

- Li, X., A. Fung, H. Fung & P. Qiao (2020). "Directorate Interlocks and Corporate Cash Holdings in Emerging Economies: Evidence from China", *International Review of Economics & Finance*, Vol. 66, Issue. C, pp. 244-260.
- Ma, Y. (2012). "What Determines Cash Holding of a Firm? Evidence from Euro-Zone Listed Firms", *Finance Master Thesis*, Tilburg University, Netherlands.
- Manoel, A., M. Moraes, D. Santos & M. Neves (2018). "Determinants of Corporate Cash Holdings in Times of Crisis: Insights from Brazilian Sugarcane Industry Private Firms", *International Food & Agribusiness Management review*, Vol. 21, Issue. 2, pp. 201-217.
- Miah, M. (2019). "Fair Value, Management Discretion, and Audit Fees: An Empirical analysis", *Journal of Corporate Accounting & Finance*, Vol. 30, Issue. 2, pp. 82-91.
- Muller, K., E. Riedl & T. Selhorn (2011). "Mandatory Fair Value Accounting and Information Asymmetry: Evidence from the European Real Estate Industry", *Management Science*, Vol. 57, No. 6, pp. 1138-1153.
- Neufert, S. (2016). "The Impact of Agency Costs on Corporate Cash Holdings: A Study of German Public and Private tech Companies", *Master's Program in Finance*, Lund University, Sweden.
- Nikolov, B. & T. Whited (2011). "Agency Conflicts and Cash: Estimates from a Structural Model", *Working Paper*, University of Rochester, New York.
- Nikolov, B. & T. Whited (2014). "Agency Conflicts and Cash: Estimates from a Dynamic Model", *The Journal of Finance*, Vol. 69, No. 5, pp.1883-1921.
- Nissim, D. & S. Penman (2008). "Principles for the Application of Fair Value Accounting", *White Paper no.2*, Center for Excellence in accounting & Security Analysis, New York, July.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. stulz & R. Williamson (2001). "Corporate cash Holdings", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, Issue. 1, pp. 55-66.
- Oswald, D. & S. Young (2008). "Share Reacquisitions, Surplus Cash, and Agency Problems", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, Issue. 5, pp. 795-806.
- Ozkan, A. & A. Ozkan (2004). "Corporate Cash Holdings: an empirical Investigation of UK Companies", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28, Issue. 9, pp. 2103-2134.

- Pan, J., X. Wen & K. Wu (2017). "Cash Holdings, Agency Costs and Cross-Section of Stock Returns", *Working Paper*, University of Nankai and Renmin, China.
- Panda, B. & N. Leepsa (2017). "Agency Theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives", *Indian Journal of Corporate Governance*, Vol. 10, Issue. 1, pp. 74-95.
- Pastoriza, D. & M. Arino (2008). "When Agent Become Stewards: Introducing Learning in the Stewardship Theory", *1st IESE Conference on: Humanizing the Firm and the Management Profession*, IESE Business School, Navarra University, Barcelona, June 30 – July 2.
- Pinkowitz, L., R. Stulz & R. Williamson (2003). "Do Firms in Countries with Poor Protection of Investor Rights Hold More Cash?", *NBER Working Paper Series: Working Paper 10188*, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Prochazka, D. (2011). "The Role of Fair Value Measurement in the Recent Financial Crunch", *Prague Economic Papers*, Vol. 20, Issue. 1, pp. 71-88.
- Racic, Z. & N. Stanisic (2017). "Analysis of the Determinants of Corporate Cash Holdings: Examples from Companies in Serbia", *The European Journal of Applied Economics*, Vol.14, No. 1, pp. 13-23.
- Robinson, D., T. Smith & A. Valencia (2018). "Does Managerial Opportunism Explain the Differential Pricing of Level 3 Fair value Estimates?", *Journal of Financial Research*, Vol. 41, Issue. 2, pp. 253-289.
- Ronen, J. (2008). "To Fair Value or Not to Fair value: A Broader Perspective", *ABACUS*, Vol. 44, No. 2, pp. 181-208.
- Safdar, M. (2017). "Impact of Ownership Structure on Cash Holding and Debt Maturity", *Master of Science in Management Sciences Finance*, Capital University of Science & Technology, Islamabad.
- Sapkauskiene, A. & S. Orlovskij (2017). "The Usefulness of fair Value Estimates for Financial Decision Making: A Literature Review", *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowosci*, Vol. 149, Issue. 93, pp. 163-173.
- Shaffer, S. (2011). "Evaluating the Impact of Fair Value Accounting on Financial Institutions: Implications for Accounting Standards Setting and Bank Supervision", *Working Paper No. QAU 12-01*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston.
- Sjaastad, M. M. Ueland (2013). "How Does the value of Corporate Cash Holdings Depend on Corporate Governance?: A Cross-Country Analysis", *Master Thesis: Finance & Economic Analysis*, Norwegian School of Economics, Bergen, Norway.

- Slyke, D. (2007). "Agents or Stewards: Using Theory to Understand the Government-Nonprofit Social Service Contracting Relationship", *Journal of Public Administration Research & theory*, Vol. 17, Issue. 2, pp. 157-187.
- Stojilkovic, M. (2011). "Towards a Criticism of Fair Value Accounting", *Economics & Organization*, Vol. 8, No. 1, pp. 91-109.
- Stone, A., B. Gup & J. Lee (2018). "New Insights about the relationship between Corporate Cash Holdings and Interest Rates", *Journal of Economics & Finance*, Vol. 42, Issue. 1, pp. 33-65.
- Suryanto, T. (2015). "Implementation of Fair Value Accounting on Agency Problem contract Mudharaba in Islamic Finance", *International Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, Issue. 4, pp. 94-102.
- Tetteroo, R. (2016). "Value Relevance of Fair Value Accounting under SFAS No.157, an Increase of the Scope to Non-Financial Industries", *Master's Thesis Accounting & Auditing*, Erasmus University, Rotterdam.
- Weiers, R. (2011). *Introduction to Business Statistics*, Seven edition, South-Western Cengage Learning.
- Whittington, G. (2008). "Fair value and the IASB/FASB Conceptual Framework Project: An Alternative View", *ABACUS*, Vol. 44, No. 2, pp. 139-168.
- Xu, X., W. Li, Y. Li & X. Liu (2019). "Female CFOs and Corporate Cash Holdings: Precautionary Motive or Agency Motive?", *International Review of Economics & Finance*, Vol. 63, Sep., pp. 434-454.
- Zogning, F. (2017). "Agency Theory: A Critical Review", *European Journal of Business & Management*, Vol. 9, No. 2, pp. 1-8.

ملحق البحث
(الشركات عينة الدراسة)

م	اسم الشركة	القطاع
١	ابن سينا فارما	رعاية صحية وأدوية
٢	أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية	موارد أساسية
٣	أسمنت بورتلاند طره المصرية	مواد البناء
٤	أسمنت سيناء	مواد البناء
٥	أسيك للتعددين	موارد أساسية
٦	أسيوط الإسلامية الوطنية للتجارة والتنمية	سياحه وترفيه
٧	إم إم جروب للصناعة والتجارة العالمية	تجارة وموزعون
٨	الاستثمار العقاري العربي - اليكو	عقارات
٩	الإسماعيلية الوطنية للصناعات الغذائية - فوديكو	أغذية ومشروبات وتبغ
١٠	الإسماعيلية مصر للدواجن	أغذية ومشروبات وتبغ
١١	البويات والصناعات الكيماوية - باكين	موارد أساسية
١٢	التعمير والاستشارات الهندسية	عقارات
١٣	الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	مقاولات وإنشاءات هندسية
١٤	الخدمات الملاحية والبترولية - ماريديف	طاقة وخدمات مساندة
١٥	الدولية للمحاصيل الزراعية	تجارة وموزعون
١٦	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك	عقارات
١٧	السويدي الكتريك	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
١٨	السويس للأسمنت	مواد البناء
١٩	الشرقية الوطنية للأمن الغذائي	أغذية ومشروبات وتبغ
٢٠	الشمس بيراميدز للفنادق والمنشآت السياحية	سياحه وترفيه
٢١	الشمس للإسكان والتعمير	عقارات
٢٢	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	عقارات
٢٣	العالمية للاستثمار والتنمية	عقارات
٢٤	العامة لاستصلاح الأراضي والتنمية والتعمير	عقارات
٢٥	العربية المتحدة للشحن والتفريغ	خدمات النقل والشحن
٢٦	العربية لاستصلاح الأراضي	عقارات
٢٧	العربية لحليج الأقطان	منسوجات وسلع معمرة
٢٨	العربية للأدوية والصناعات الكيماوية	رعاية صحية وأدوية
٢٩	العربية وبولفار للغزل والنسيج - يونيراب	منسوجات وسلع معمرة
٣٠	العرفة للاستثمارات والاستشارات	منسوجات وسلع معمرة
٣١	العز الدخيلة للصلب- الإسكندرية	موارد أساسية
٣٢	العقارية للبنوك الوطنية للتنمية	مقاولات وإنشاءات هندسية
٣٣	العربية الإسلامية للتنمية العمرانية	عقارات
٣٤	القاهرة للإسكان والتعمير	عقارات
٣٥	القاهرة للخدمات التعليمية	خدمات تعليمية
٣٦	القاهرة للدواجن	أغذية ومشروبات وتبغ
٣٧	المالية والصناعية المصرية	موارد أساسية
٣٨	المتحدة للإسكان والتعمير	عقارات
٣٩	المصرية لتطوير صناعة البناء (ليفيت سلاب مصر)	مقاولات وإنشاءات هندسية
٤٠	المصرية للاتصالات	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات
٤١	المصرية للأقمار الصناعية - نايل سات	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات

٤٢	المصرية للمشروعات السياحية العالمية	سياحه وترفيه
٤٣	المصرية للمنتجات السياحية	سياحه وترفيه
٤٤	المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات
٤٥	المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	عقارات
٤٦	النساجون الشرقيون للمسجد	منسوجات وسلع معمرة
٤٧	النصر للأعمال المدنية	مقاولات وإنشاءات هندسية
٤٨	أوراسكوم للتنمية - مصر	عقارات
٤٩	ايديتا للصناعات الغذائية	أغذية ومشروبات وتبغ
٥٠	بالم هيلز للتعمير	عقارات
٥١	بيراميزا للفنادق والقرى السياحية - بيراميزا	سياحه وترفيه
٥٢	جنوب الوادي للأسمنت	مواد البناء
٥٣	جبهة للصناعات الغذائية	أغذية ومشروبات وتبغ
٥٤	جولدن بيراميدز بلازا	سياحه وترفيه
٥٥	جولدن تكس للأصواف	منسوجات وسلع معمرة
٥٦	دلتا للإنشاء والتعمير	عقارات
٥٧	دلتا للطباعة والتغليف	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٥٨	روداد السياحة - رواد	سياحه وترفيه
٥٩	ريكاب للاستثمارات المالية	عقارات
٦٠	سماد مصر	موارد أساسية
٦١	سيدي كرير للبتروكيماويات	موارد أساسية
٦٢	شمال الصعيد للتنمية والإنتاج الزراعي - نيوداب	أغذية ومشروبات وتبغ
٦٣	عبور لاند للصناعات الغذائية	أغذية ومشروبات وتبغ
٦٤	غاز مصر	مرافق
٦٥	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات	موارد أساسية
٦٦	ليسيكو مصر	مواد البناء
٦٧	مجموعة جي إم سي للاستثمارات الصناعية التجارية والمالية	تجارة وموزعون
٦٨	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	عقارات
٦٩	مدينة نصر للإسكان والتعمير	عقارات
٧٠	مصر الوطنية للصلب عتاقة	موارد أساسية
٧١	مصر للأسواق الحرة	تجارة وموزعون
٧٢	مصر للألومنيوم	موارد أساسية
٧٣	مصر لصناعة الكيماويات	موارد أساسية
٧٤	مطاحن شرق الدلتا	أغذية ومشروبات وتبغ
٧٥	مطاحن مصر العليا	أغذية ومشروبات وتبغ
٧٦	مطاحن وسط وغرب الدلتا	أغذية ومشروبات وتبغ
٧٧	مطاحن ومخابز الإسكندرية	أغذية ومشروبات وتبغ