



تأثير خصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية

إعداد

د. السيد جمال محمد القزاز
مدرس المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

drelsayedelgazaz1986@gmail.com

د. هيام فكري أحمد
أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

dr.hayamfekrey82@gmail.com

نجلاء لطفي محمد ابراهيم

باحثة ماجستير محاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

naglaashehata3@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد السابع والأربعون - العدد الثاني أبريل 2025

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

ملخص

استهدف هذا البحث اختبار تأثير خصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي، وذلك على عينة مكونة من 103 شركة مساهمة مصرية (515 مشاهدة) مقيدة بالبورصة المصرية وتنتمي إلى ثلاثة عشر قطاعا اقتصاديا خلال الفترة 2018-2022. ومن أجل اختبار فروض البحث، تم قياس الأداء السوقي من خلال مقياس Tobin's Q، وقياس الاحتفاظ بالنقدية من خلال المعادلة (النقدية بالصندوق + الودائع تحت الطلب + الاستثمارات قصيرة الأجل عالية السيولة) ÷ إجمالي الأصول، وقياس خصائص مجلس الإدارة من خلال الاعتماد حجم مجلس الإدارة، واستقلالية أعضاء المجلس، وتركز الملكية الإدارية، وتركز الملكية المؤسسية. وبعد ضبط التأثيرات المحتملة لكل من حجم الشركة، والرافعة المالية، ومعدل نمو المبيعات أسفرت النتائج من خلال الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد عن وجود علاقة طردية معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي. وفيما يتعلق بتأثير خصائص مجلس الإدارة على هذه العلاقة كشفت النتائج عن وجود تأثير طردي معنوي لتركز الملكية المؤسسية، وتأثير عكسي معنوي لحجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي، في حين لا توجد علاقة معنوية لتركز الملكية الإدارية كمتغير معدل على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي. وتبرز هذه النتائج أهمية الاحتفاظ بالنقدية كاستراتيجية لتعزيز الأداء السوقي للشركات، مع ضرورة الانتباه إلى تأثير خصائص مجلس الإدارة في صياغة السياسات المالية والاستراتيجية.

الكلمات الدالة: الاحتفاظ بالنقدية، خصائص مجلس الإدارة، الأداء السوقي.

مقدمة

لقد حظيت القضايا المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركات باهتمام كبير بعد الأزمة المالية العالمية. فاحتفاظ بالنقدية يلعب دوراً حاسماً في تمويل الشركات، لأنه يوفر للشركات المرونة المالية والسيولة والقدرة على اغتنام فرص الاستثمار. فمن ناحية، يمكن أن يساهم ارتفاع الاحتياطات النقدية في تحسين أداء الشركات من خلال تعزيز الاستقرار المالي، والسماح للشركات بتجاوز حالات عدم اليقين الاقتصادي، وتسهيل الاستثمارات في الوقت المناسب (Opler et al., 1999; Bates et al., 2009). بالإضافة إلى ذلك، قد تتمتع الشركات الغنية بالسيولة النقدية بتكاليف منخفضة للوكالة وتحسين التصنيف الائتماني بسبب قوتها المالية وقدرتها على المساومة (Almeida et al., 2004; Ferreira and Vilela, 2004).

من ناحية أخرى، قد يؤدي الاحتفاظ بالنقدية المفرطة إلى تخصيص موارد دون المستوى الأمثل وتعيق أداء الشركة. فقد تواجه الشركات التي لديها أرصدة نقدية كبيرة ضغوطاً للاستثمار في الأصول ذات العائد المنخفض أو تكافح لتوليد عوائد مثالية على الاستثمار (Jensen, 1986; Harford, 2008). علاوة على ذلك، قد تؤدي المستويات النقدية المرتفعة إلى مشاكل الوكالة وتشجع الإدارة على الانخراط في أنشطة تدمير القيمة (Faccio et al., 2001; Zwiebel, 1996).

وفي نفس السياق؛ لا تؤثر الأموال النقدية التي تحتفظ بها الشركات على السيولة فحسب، بل تؤثر أيضاً على الأداء المالي (Harford, Klasa & Maxwell, 2014; Huang, 2016; Lambertides & Steeley, 2016)، فعندما تحتفظ شركة بمبلغ كبير من النقدية، فسوف يؤدي ذلك إلى زيادة تكلفة الفرصة البديلة بالإضافة إلى تقليل أداء الشركة. من ناحية أخرى، عندما تحتفظ الشركة بمبلغ نقدي قليل جداً، فقد يؤدي ذلك إلى حدوث عجز في تلبية التكاليف التشغيلية وبالتالي تقليل أداء الشركة (La Rocca & Cambrea, 2019). ومن ثم؛ من المهم أن يكون المبلغ النقدي الذي تحتفظ به الشركة كافياً لتغطية نفقات التشغيل العادية، وتلبية متطلبات السيولة، وتمويل المشاريع المستقبلية (إذا لزم الأمر) ولأغراض الطوارئ (Doan, 2020)، فقط وجود نقود كافية لهذه الأغراض يمكن أن يساعد في تحسين الأداء المالي للشركات.

ووفقاً لدراسة (Graham & Leary, 2018) عن الشركات الأمريكية، فإن 13٪ من مجموع الأصول في حالة الشركات الكبيرة تشكل نقدًا وما يعادله. في دراسة أخرى، وجد (Al-

Najjar and Clark أنه في المملكة المتحدة، يشكل إجمالي أصول الشركات 9 ٪ ، في المتوسط ، من النقد. بينما في سياق باكستان، يشكل النقد وما يعادله أكثر من 10٪ من إجمالي الأصول، في المتوسط (Ali & Ullah, 2016). تظهر كل هذه الدراسات أن النقد يعتبر أصلًا مهمًا وأن أداء الشركة مرتبط به ارتباطًا مباشرًا. لذلك، تعتبر إدارة النقدية قضية رئيسية للسياسات المالية للشركات.

وعلى صعيد آخر، نالت الحوكمة اهتمام كبير في السنوات الأخيرة بعدما شهدت بعض الشركات العديد من الانهيارات والفضائح المالية في مختلف العالم، والذي أدى إلى إحداث خسائر مالية كبيرة لشركات عالمية، وكان أبرزها شركة وورلدكوم (Worldcom) عام 2002، وفضيحة اينرون الأمريكية (Enron) عام 2001 والتي كانت بسبب تساهل بعض المدققين الخارجيين مع مجلس الإدارة وعدم دقة التقارير المالية الصادرة عن الشركة مما أدى إلى فقدان ثقة المستثمرين الحاليين والمحتملين في الإجراءات المحاسبية (الحايك، 2016؛ Schroeder, Clark & Cathey, 2020).

يعد مجلس الإدارة بمثابة الهيئة العليا التي تحكم وتدير الشركة كما يمثل خط الدفاع الأول عن حقوق المساهمين وأصحاب المصالح تجاه ممارسات الإدارة الانتهازية بالإضافة إلى ذلك، يسعى مجلس الإدارة إلى الربط بين توجهات كل من حملة الأسهم والمديرين من ناحية، كما يعمل على التخفيف من حدة مشكلة الوكالة (Agency Problem) بين حملة الأسهم والإدارة من ناحية أخرى، حيث يمثل مجلس الإدارة وكيل مؤتمن على مصلحة المنشأة ومصلحة حقوق ملكيتها (زيدان، 2017). لذلك اهتم الباحثين بمجلس الإدارة وخصائصه، وتنوعت الاتجاهات باختلاف وجهات نظر الباحثين للتعرف على أثر خصائص مجلس الإدارة على الأداء السوقي للشركات، الذي يمثل عنصراً رئيسياً في أدلة الحوكمة، وكذلك عنصراً هاماً في القوانين التي تحكم عمل الشركات (الجويسم؛ وعامر، 2020).

ومن خلال صلاحيات وسلطات مجلس الإدارة الواسعة في تعيين وإقالة الإدارة وتقديم الحوافز لها ومراقبة سلوكها وتصحيح أداؤها، ورسم استراتيجية الشركة؛ فإنه يشكل نقطة حماية لرأس المال المستثمر في الشركة من سوء استخدام الإدارة، ويقوم على الرقابة على سلوك الإدارة وتصحيحه إذا لزم الأمر، وسعيه إلى توفير إدارة رشيدة تقوم على تعظيم الربحية وتجنب المنشأة من خطر التعثر أو الإفلاس، مما يجعل مجلس الإدارة عاملاً في المساعدة على استمرارية الشركة وتعظيم قيمتها السوقية وتحقيقها للميزة التنافسية (محمد، 2021).

يمكن لخصائص مجلس إدارة الشركات، مثل استقلال مجلس الإدارة، وحجم مجلس الإدارة، وتركيز الملكية، الشهادات المهنية لأعضاء مجلس الإدارة، تنوع جنس أعضاء مجلس الإدارة، أن تؤثر على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة. ويمكن لخصائص مجلس إدارة الشركات الفعالة أن تخفف من نزاعات الوكالات، وتعزز عمليات صنع القرار، وتضمن الاستخدام الفعال للموارد النقدية. لذلك، من الضروري التحقيق في الدور المعدل لخصائص مجلس الإدارة في العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركات.

يعد فهم العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي أمراً بالغ الأهمية لكل من الباحثين والممارسين. قدمت الدراسات السابقة نتائج متباينة فيما يتعلق بهذه العلاقات، مما يبرز الحاجة إلى مزيد من البحث والتحليل (Cambrea, et al., 2022; Mohsen, et al., 2022; Ezeani, et al., 2023). من خلال دراسة تأثير خصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي للشركات.

ستحل هذه الدراسة بشكل تجريبي عينة من الشركات المدرجة ببورصة الأوراق المالية المصرية، وتدرس العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركات، مع الأخذ في الاعتبار التأثير المعدل لخصائص مجلس الإدارة. سيتم استخدام مقاييس الأداء المالي، بما في ذلك العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية والمؤشرات المستندة إلى السوق Tobin's Q لتقييم أداء الشركة.

أولاً: مشكلة البحث

يساهم الاحتفاظ بالنقدية في تخفيض مخاطر السيولة وتخفيض تكاليف المعاملات، إلا أن احتفاظ الشركة بنقدية أكثر من اللازم قد يترتب عليه فقدان فرص استثمارية مربحة قد تؤثر سلباً على ربحية الشركة في الأجلين القصير والطويل. وقد تناولت العديد من الدراسات دوافع الاحتفاظ بالنقدية استناداً إلى العديد من النظريات أهمها: نظرية الوكالة، ونظرية التدفق النقدي الحر، ونظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، وفي ضوء تلك النظريات تم اختبار العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية من ناحية وقيمة الشركة وأدائها المالي من ناحية أخرى. وبالرغم من ذلك؛ لم تتوصل الدراسات لنتائج مؤكدة حول هذه العلاقة. فقد أكدت دراسة كل من (Adjei, 2013; Chang et al., 2017) على وجود علاقة إيجابية معنوية بينهما، في حين أكدت دراسات أخرى على عدم وجود علاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي (Isshaq et al., 2009)، ووجد البعض علاقة

سلبية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة وأدائها المالي (Nguyen et al., 2016؛ مليجي، 2018).

ولسد هذه الفجوة البحثية، والوقوف على طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي للشركات، سوف تقوم الباحثة بدراسة تأثير خصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي للشركات المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.

وبناءً على ما سبق، فإن مشكلة البحث تتبلور في الإجابة على التساؤل الرئيسي التالي:

هل هناك تأثير لخصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي للشركات المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري؟

وينبثق من هذا التساؤل الرئيسي التساؤلات الفرعية التالية:

- 1- ما هي طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي للشركات المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري؟
- 2- ما هي طبيعة العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والأداء السوقي للشركات المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري؟
- 3- ما هو تأثير خصائص مجلس الإدارة كمتغير منظم للعلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي للشركات المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري؟

ثانياً: أهداف البحث

يستهدف البحث بشكل أساسي قياس وتحليل تأثير خصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي للشركات المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. وينبثق من هذا الهدف الرئيسي الأهداف الفرعية التالية:

- 1- قياس العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي للشركات المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.
- 2- قياس العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والأداء السوقي للشركات المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.
- 3- قياس تأثير خصائص مجلس الإدارة كمتغير منظم للعلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي للشركات المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.

ثالثاً: أهمية البحث

يستمد البحث أهميته من العناصر التالية:

- 1- محاولة تقديم وصف وتحليل لطبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي للشركات المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، وتقديم تفسيرات للنتائج المتباينة بشأن هذه العلاقة في ضوء مجموعة مختلفة من النظريات والدوافع. ففهم العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة ضروري لاتخاذ القرارات المالية الصائبة. ويمكن للشركات استخدام هذه النتائج لضبط مستويات السيولة النقدية الخاصة بها وتحسين أدائها بشكل عام.
- 2- محاولة تقديم وصف وتحليل لطبيعة العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والأداء السوقي للشركات المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، وتقديم تفسيرات للنتائج المتباينة بشأن هذه العلاقة في ضوء مجموعة مختلفة من النظريات والدوافع.
- 3- محاولة تقديم وصف وتحليل لتأثير خصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي للشركات المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، وتقديم تفسيرات للنتائج المتباينة بشأن هذا التأثير في ضوء مجموعة مختلفة من النظريات والدوافع.
- 4- يستمد البحث أهميته من أهمية دراسة واقع الشركات المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري محل الدراسة للارتقاء بها، من خلال التطرق لخصائص مجالس الإدارة فيها وأثرها على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي للوصول إلى نتائج علمية تساعد العديد من الجهات المعنية وأصحاب القرار (المساهمين، والمستثمرين الحاليين والمرتبين، والجهات الرقابية والتشريعية، والموردون، والدائنون) للحكم على الأداء السوقي للشركات محل البحث من خلال الاحتفاظ بالنقدية، وخصائص مجلس إدارتها.

رابعاً: الدراسات السابقة

تستعرض الباحثة أهم الدراسات التي تناولت العلاقة بين متغيرات البحث وذلك على النحو التالي:

أ- الدراسات التي تناولت العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركات:

1- دراسة (Alnori, F., & Bugshan, A., 2023)

تستكشف هذه الدراسة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة في الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والشركات التقليدية. ويشير الاحتفاظ بالنقدية إلى الموجودات النقدية التي تحتفظ بها الشركة، ويعتبر مؤشراً على القدرة التشغيلية والاستقلال المالي للشركة. تشير النتائج إلى وجود تأثير إيجابي للاحتفاظ بالنقدية على أداء الشركات في كلا النمطين، الشرعي والتقليدي. عندما تحتفظ الشركات بمستوى عالٍ من السيولة النقدية، يمكنها التعامل مع المخاطر المالية والاستثمار في الفرص الناشئة بشكل أفضل. كما يمكن استخدام السيولة النقدية لتلبية الالتزامات المستحقة والحفاظ على سمعة الشركة.

ومع ذلك، هناك فروق بين الشركات الشرعية والتقليدية فيما يتعلق بالعلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة. فالشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية قد تحتفظ بمستويات أعلى من السيولة النقدية بسبب التزاماتها الشرعية وقيوها على الاستثمار في بعض القطاعات. ومن ثم، قد يكون لديها أداء مختلف عن الشركات التقليدية.

قد ينبغي أيضاً مراعاة العوامل الأخرى التي قد تؤثر على أداء الشركات، مثل الحجم، والديون، وهيكل الملكية، والقطاع الصناعي. قد تؤثر هذه العوامل على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة.

2- دراسة (عجاج؛ وشبيطة، 2021)

هدف هذه الدراسة إلى التعرف على أثر الاحتفاظ بالأدوات المالية (النقدية، والذمم المدينة، والاستثمارات قصيرة الأجل (الأسهم)) على الأداء المالي بمتغيراته (العائد على الأصول، وربحية السهم) في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان. ولتحقيق أهداف الدراسة اعتمد الباحثان المنهج الوصفي والتحليلي لجمع البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة من القوائم المالية الخاصة بالشركات المبحوثة للفترة (٢٠١٠-٢٠١٧)، فبلغ عدد الشركات التي تم تحليل بياناتها (٤٣) شركة صناعية تطابقت مع المعايير التي تم وضعها

بهدف التحليل. وقد أظهرت النتائج وجود أثر ذي دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0.05) للاحتفاظ بالأدوات المالية بأبعادها (النقدية، والذمم المدينة، والاستثمارات قصيرة الأجل (الأسهم)) مجتمعة على كل من مؤشر الربحية (العائد على الأصول)، ومؤشر السوق (ربحية السهم) في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان. وقد أوصت الدراسة بضرورة أن تسعى الشركات الصناعية الأردنية إلى تنويع أدواتها المالية والتركيز على المبيعات النقدية؛ لما لذلك من أثر إيجابي على أدائها المالي المتمثلة بالعوائد المالية، وارتفاع أسعار أسهمها المدرجة في بورصة عمان وبدافع التحوط من أي طارئ قد يحدث.

3- دراسة (Doan, T. (2020)

تهدف هذه الدراسة إلى فحص تأثير الاحتفاظ بالنقدية على أداء الشركات في الشركات المدرجة في فيتنام.

تشير النتائج إلى وجود علاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة. تميل الشركات التي تحتفظ بمستويات أعلى من النقدية إلى تحقيق أداء مالي أفضل. توفر توافر الاحتياطات النقدية للشركات القدرة على تلبية الالتزامات المالية والاستثمار في فرص النمو والتصدي لعدم اليقين الاقتصادي بشكل أكثر فعالية.

تسلط الدراسة الضوء على أهمية إدارة النقدية والسيولة في تعزيز أداء الشركة. الشركات التي تحتفظ بنقدية كافية تكون في وضع أفضل للاستفادة من الفرص الاستراتيجية ومواجهة الصدمات المالية والحفاظ على الاستقرار المالي.

ومع ذلك، من المهم أن نلاحظ أن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة قد تتأثر بمختلف العوامل الخاصة بالشركة وديناميكيات الصناعة. عوامل مثل حجم الشركة، هيكل رأس المال، الربحية، وتنافسية الصناعة قد تتفاعل مع حيازات النقدية وتؤثر على أداء الشركة بطرق مختلفة.

تشدد الدراسة على ضرورة أن تجد الشركات التوازن المناسب بين الاحتفاظ بحيازات نقدية كافية واستخدام النقدية الزائدة في الأنشطة التي تعزز القيمة. يجب أن تأخذ الشركات في الاعتبار الظروف الخاصة بها وخصائص الصناعة عند تحديد المستويات المثلى لحيازات النقدية.

4- دراسة (شبيطة، 2020)

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين هيكل رأس المال والاحتفاظ بالنقدية وأثر هذين المتغيرين على قيمة المنشأة للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان باستخدام نماذج الانحدار للفترة من 2005 إلى 2016. تم استخدام نماذج الانحدار لدراسة الأثر المتوقع بين هيكل رأس المال مقاسا بمجموع الالتزامات مقسوما على حقوق الملكية والاحتفاظ بالنقدية مقاسا بالنقدية مقسوما على مجموع الأصول، بالإضافة لدراسة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج، ومنها وجود علاقة عكسية بين نسبة الدين إلى مجموع الأصول ونسبة النقدية إلى مجموع الأصول مما يعني أن الشركات الصناعية الأردنية تميل إلى تمويل مشاريعها من فائض النقدية لديها، كما توصلت الدراسة أيضا إلى أن قيمة الشركة السوقية تتأثر سلبا كلما زادت نسبة الاقتراض طويل وقصير الأجل لديها وإيجابا كلما زادت نسبة احتفاظها بالنقدية.

5- دراسة (عبد العال، 2020)

استهدفت الدراسة دراسة واختبار طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة، في محاولة للتعرف على محددات تلك العلاقة والعوامل المفسرة لتباين النتائج في هذا الصدد، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 170 مشاهدة من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من (2018-2019). واستنادا لمفاهيم العديد من النظريات والدوافع، منها: نظرية الوكالة ونظرية المفاضلة. قدمت نتائج البحث أدلة عملية هامة؛ لعل من أهمها: وجود علاقة غير خطية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة مقاسا بمعدل العائد على الأصول (ROA)، يترتب عليها وجود مستوى أمثل لأرصدة النقدية الواجب الاحتفاظ بها؛ حدد في ضوء نتائج اختبار الدالة التربيعية بنسبة 49% من إجمالي أصول الشركة. كما أكدت نتائج الدراسة على وجود علاقة إيجابية معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركة، وأن هذه العلاقة تظهر بصورة أقوى في الشركات التي تتصف بزيادة جودة كل من الأرباح المحاسبية وحوكمة الشركات. كما تناول البحث تحليلا إضافيا جاءت نتائجه لتشير إلى أن محددات الاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال المصرية تشمل كلا من: الأداء المالي، والرفع المالي، والتدفقات النقدية التشغيلية؛ وكل منها يؤثر إيجابا على الاحتفاظ بالنقدية، في حين أن جودة الأرباح المحاسبية ورأس المال العامل يؤثران سلبا على الاحتفاظ بالنقدية.

6- دراسة (La Rocca, M., & Cambrea, D. R., 2019)

تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء في إيطاليا على مدى 36 عامًا. على وجه التحديد، في ضوء وجود أدلة متضاربة بشأن قيمة المخزون النقدي، والتي يمكن أن تؤدي إلى تأثير إيجابي بدلاً من تأثير سلبي، يتم التحقيق في دور العوامل المعتدلة التي يمكن أن تشكل حجم هذه العلاقة. تظهر النتائج عن وجود تأثير إيجابي للاحتفاظ بالنقدية على أداء الشركة. كما أظهرت أن قيمة الموجودات النقدية تتأثر بالخصائص الخاصة بالشركة، وكذلك العوامل المتعلقة بالسياق المؤسسي. على الرغم من أن دراسات أخرى قامت بتحليل الوسطاء واحدًا تلو الآخر، فإن هذا هو العمل الأول للنظر في كيفية عملهم بشكل مشترك. عندما يتم النظر في الوسطاء معًا، فإن بعضهم لم يعد ذو دلالة إحصائية بينما يصبح البعض الآخر أكثر أهمية من الناحية الاقتصادية والإحصائية.

7- دراسة (عبد الرحمن؛ وسليمان، 2019)

استهدفت دراسة العلاقة بين كلا من الاحتفاظ بالنقدية وهيكّل التمويل بقيمة المنشأة في البيئة المصرية، ولتحقيق هذا الهدف قام الباحث بدراسة وتحليل الإطار النظري لكلا من الاحتفاظ بالنقدية، هيكّل التمويل، قيمة المنشأة، ولإجراء الدراسة الاختبارية فقد تمّ جمع البيانات الخاصة بعدد (87) شركة من الشركات المساهمة المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية لسلسلة زمنية قدرها سبع سنوات من عام 2010 حتى عام 2016 بواقع (609) مشاهدة، وقد توصل الباحثان إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة، بالإضافة إلى وجود علاقة موجبة ضعيفة بين هيكّل التمويل وقيمة المنشأة.

8- دراسة (Iftikhar, R. M. (2017)

تستخدم هذه الدراسة بيانات لوحة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة من 2010 إلى 2014 لتحليل العوامل التي تؤثر على احتفاظ الشركات للنقد وتحديد ما إذا كان الاحتفاظ بالنقدية له علاقة بأداء وقيم الشركات.

تكشف الدراسة أن الشركات زادت من احتفاظها بالنقدية بسبب ارتفاع عدم التيقن في التدفق النقدي. كما تُظهر أنه مع وجود فرص استثمارية كبيرة، تتواجد علاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية وعائد الشركات على الأصول، على الرغم من أن المستثمرين الخارجيين قد قيموا الشركات بشكل كبير منذ عام 2008. كما يتضح أنه في حالة تدهور مفاجئ في الاقتصاد، يمكن

أن يزيد الاحتفاظ بالنقدية مؤقتاً من القيم السوقية للشركات، ولكن في المدى الطويل، ستضعف سياسة إدارة السيولة إلى حد كبير ربحية الشركات على الأصول.

ب- الدراسات التي تناولت تأثير خصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركات:

1- دراسة (Boyd, 1995)

استهدفت الدراسة تناول حجم مجلس الإدارة كمتغير معدل في العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركات.

وأوضحت أن حجم مجلس الإدارة له دوراً معدلاً في هذه العلاقة. ويُعتقد أن مجالس الإدارة الأصغر حجماً تسهل التواصل واتخاذ القرار بشكل أفضل، مما قد يعزز التأثير الإيجابي للاحتفاظ بالنقد على الأداء. ومن ناحية أخرى، قد تواجه مجالس الإدارة الأكبر حجماً تحديات التنسيق، مما قد يؤدي إلى إضعاف هذه العلاقة.

2- دراسة (Shivdasani and Yermack, 1999)

هدفت الدراسة إلى فحص تأثير فعالية مراقبة مجلس الإدارة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة.

وأظهرت الدراسة أن فعالية مراقبة مجلس الإدارة، بما في ذلك قدرته على التدقيق في قرارات الإدارة فيما يتعلق بالاحتفاظ بالنقد، تعد عاملاً حاسماً كمتغير معدل. إذ يمكن لمجالس الإدارة التي تشارك بنشاط في الرقابة وتحدي قرارات الإدارة ضمان الاحتفاظ بالنقد واستخدامه بطريقة تتوافق مع أهداف الأداء طويلة المدى للشركة.

3- دراسة (peng et al., 2009)

تناولت الدراسة استقلال مجلس الإدارة في التأثير على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقد وأداء الشركة.

وتشير النتائج إلى أن مجالس الإدارة التي يهيمن عليها مديرون مستقلون تميل إلى أن تكون أكثر يقظة في ضمان استخدام الفائض النقدي بحكمة، وهو ما يؤثر بدوره بشكل إيجابي على أداء الشركة. وعلى العكس من ذلك، عندما تفتقر مجالس الإدارة إلى الاستقلال، يصبح تأثير الاحتفاظ بالنقد على الأداء أقل وضوحاً، حيث قد يكون هناك احتمال أكبر لتخصيص الموارد دون المستوى الأمثل.

بشكل عام، تسلط الدراسة الضوء على أهمية جودة التدقيق ونمو الشركة في التأثير على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة في الهند. تشير إلى أن الشركات يجب أن تركز على

الحفاظ على ممارسات التدقيق القوية والمبادرات الاستراتيجية للنمو لتعظيم فوائد السيولة النقدية وتحسين الأداء.

التعليق على الدراسات السابقة:

في ضوء دراسة وتحليل الباحثة للدراسات السابقة اتضح ما يلي:

تركز العديد من الدراسات على تحليل تأثير احتفاظ الشركات بالنقدية على أداء الشركة. تشير بعض الأبحاث إلى وجود علاقة إيجابية بين حجم النقدية المحتفظ بها وأداء الشركة المالي. يُعزى ذلك إلى القدرة على استغلال النقدية في تمويل فرص الاستثمار الجديدة وتخفيض تكاليف الاقتراض. ومن الممكن أن يؤدي احتفاظ الشركات بمستويات عالية من النقدية إلى زيادة الاستقلال المالي وتحسين المرونة المالية للشركة في مواجهة التحديات الاقتصادية.

ومع ذلك، تشير بعض الدراسات أيضاً إلى أن احتفاظ الشركات بمستويات مرتفعة من النقدية يمكن أن يكون له تأثير سلبي على أداء الشركة. يُشير البعض إلى أن زيادة النقدية المحتفظ بها قد تعني فرص استثمار غير فعالة أو عدم القدرة على تحقيق عوائد مرتفعة على الأصول المتاحة. قد يشير آخرون إلى أن احتفاظ الشركات بمستويات عالية من النقدية يشير إلى افتقارها إلى فرص استثمارية مجدية أو عدم القدرة على تخصيص النقدية بشكل فعال لتحقيق مكاسب أكبر للمساهمين.

وقد دفع هذا التناقض الباحثة إلى أن هناك حاجة إلى مزيد من التحليل والدراسة عن طريق:

- دراسة متغير آخر لتفسير العلاقة المتناقضة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي للشركات، لذلك ستقوم الباحثة بدراسة تأثير خصائص مجلس الإدارة (BOD) وهي (استقلالية مجلس الإدارة، وحجم المجلس، وتكرار اجتماعات المجلس، وتنوع المجلس بين الجنسين، تركيز الملكية) على الأداء السوقي للشركات.
- استخدام بيانات محدثة، لذلك، ستمد هذه الدراسة الأدبيات من خلال تزويد النتائج بالبيانات خلال الفترة 2018 و 2023 للشركات المصرية المدرجة ببورصة الأوراق المالية.

خامساً: الخلفية النظرية

تلعب خصائص مجلس إدارة الشركة دوراً محورياً في تشكيل عمليات الحوكمة وصنع القرار الاستراتيجي، لا سيما في كيفية إدارة الاحتفاظ بالنقد وتأثيره اللاحق على الأداء السوقي. وتؤكد الأبحاث الحديثة على أهمية سمات مجلس الإدارة المختلفة - مثل التنوع والاستقلالية والخبرة

وتكرار الاجتماعات - في التأثير على نتائج الشركة (Nguyen et al., 2023; Lin & Hwang, 2023).

وتعد الإدارة الفعالة للنقدية جانبًا حاسمًا في تمويل الشركات، مع ما يترتب على ذلك من آثار كبيرة على سيولة الشركة وقدرتها الاستثمارية والصحة المالية العامة. تعتبر العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء معقدة ومتعددة الأوجه، وغالبًا ما يتم التحكم فيها من خلال جودة الحوكمة التي يقدمها مجلس الإدارة. على سبيل المثال، تتمتع مجالس الإدارة التي تتمتع بدرجة عالية من الاستقلالية والخبرة المالية بمكانة أفضل للإشراف على السياسات النقدية الحكيمة التي توازن بين احتياجات السيولة وفرص الاستثمار، وبالتالي تعزيز أداء الشركة (Lin & Hwang, 2023).

علاوة على ذلك، تم ربط تنوع مجلس الإدارة، بما في ذلك الخلفية الجنسية والمهنية، بعمليات صنع القرار الأكثر قوة وتحسين قدرات الرقابة. ومن المرجح أن تتحدى مجالس الإدارة المتنوعة القرارات الإدارية بشكل أكثر فعالية وتوفر مجموعة واسعة من وجهات النظر، والتي يمكن أن تكون مفيدة بشكل خاص في صياغة استراتيجيات إدارة النقد التي تعمل على تحسين الأداء على المدى القصير والطويل (Nguyen et al., 2023).

كما يؤثر تكرار اجتماعات مجلس الإدارة بشكل كبير على مدى فعالية مجالس الإدارة في مراقبة قرارات الإدارة والتأثير عليها. تمكن الاجتماعات المنتظمة والمنظمة بشكل جيد مجالس الإدارة من البقاء على اطلاع بظروف السوق، مما يسهل اتخاذ القرارات الإستراتيجية في الوقت المناسب فيما يتعلق بسياسات الاحتفاظ بالنقد (McKinsey & Company, 2023).

يستكشف هذا الجزء الديناميكيات المعقدة بين خصائص مجلس الإدارة والعلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة السوقي. ومن خلال تحليل الأدلة التجريبية الحديثة والرؤى النظرية، فإنه يهدف إلى توفير فهم شامل لكيفية تعزيز سمات مجلس الإدارة أو التخفيف من فعالية ممارسات إدارة النقدية في دفع النجاح السوقي. لذا سوف يقدم هذا الجزء تأصيلًا نظريًا لخصائص مجلس الإدارة وأثرها في العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي، وذلك من خلال النقاط الثلاثة التالية: -

- الأداء السوقي.
- الاحتفاظ بالنقدية.
- خصائص مجلس الإدارة.

أ. الأداء السوقي

يعكس أداء السوق كيفية إدراك وتقييم الشركة من قبل المستثمرين والعملاء والمشاركين الآخرين في السوق. ويشمل هذا الجانب عوامل مثل تحركات أسعار الأسهم، والقيمة السوقية، وسمعة العلامة التجارية، ومستويات رضا العملاء (Kumar et al., 2020). يتأثر أداء السوق بعدد لا يحصى من العوامل الداخلية والخارجية، بما في ذلك ديناميكيات الصناعة، والمواقع التنافسية، واتجاهات الاقتصاد الكلي، والبيئات التنظيمية. إن الشركات التي تتمتع بأداء سوقي قوي تحصل عادة على تقييمات أعلى، وتكاليف أقل لرأس المال، وإمكانية أكبر للحصول على التمويل، مما يمكنها من متابعة فرص النمو والصمود في وجه عدم اليقين في السوق بشكل أكثر فعالية.

- مفهوم الأداء السوقي:

يشمل أداء السوق، كما هو محدد في الأدبيات الحديثة، تقييمًا شاملاً لفعالية الشركة ونجاحها في صناعيتها والسوق الأوسع. ويؤكد هذا التعريف، كما أبرزه Li, Zhang, and Wang (2021)، على العديد من المقاييس والمؤشرات الرئيسية التي تقيم الوضع التنافسي للشركة، وحصّة السوق، وسمعة العلامة التجارية، ومستويات رضا العملاء. يعكس أداء السوق قدرة الشركة على جذب العملاء والاحتفاظ بهم، وتوليد المبيعات، والحفاظ على حصتها في السوق أو تعزيزها مقارنة بالمنافسين. ويتأثر بعدد لا يحصى من العوامل الداخلية والخارجية، بما في ذلك جودة المنتج، واستراتيجيات التسعير، وجهود التسويق، وقنوات التوزيع، والتصور العام للعلامة التجارية. غالبًا ما تكون الشركات ذات الأداء القوي في السوق قادرة على الحصول على تقييمات سوقية أعلى وتحقيق النمو المستدام وتأسيس نفسها كقادة في الصناعة.

علاوة على ذلك، يرتبط أداء السوق ارتباطًا وثيقًا بخلق القيمة للمساهمين ومعنويات المستثمرين. تسلط دراسات مثل تلك التي أجراها Sharif, Aslam, and Altaf (2021) الضوء على أهمية مقاييس أداء السوق مثل القيمة السوقية وأسعار الأسهم في تقييم القيمة السوقية للشركة وجاذبيتها للمستثمرين. وتعكس القيمة السوقية، التي تمثل القيمة الإجمالية للأسهم القائمة للشركة في سوق الأوراق المالية، ثقة المستثمرين وتوقعاتهم فيما يتعلق بالآفاق المستقبلية للشركة وإمكانات

الأرباح. وبالمثل، تتأثر أسعار الأسهم بتصورات السوق لأداء الشركة، وآفاق النمو، وديناميكيات السوق بشكل عام. غالبًا ما يُنظر إلى الشركات ذات الأداء القوي في السوق على أنها فرص استثمارية أكثر شهرة واستقرارًا وجاذبية، مما يزيد الطلب على أسهمها ويساهم في تكوين ثروات المساهمين.

وفي نفس السياق، يعد أداء السوق بمثابة مؤشر رئيسي على القدرة التنافسية للشركة ومرونتها في مواجهة شكوك السوق والضغوط التنافسية. تؤكد الأبحاث التي أجراها Chen, Wu, and Li (2021) على أهمية الحصة السوقية كمحدد حاسم لقدرة الشركة على الحصول على جزء من طلب السوق والحفاظ على المزايا التنافسية بمرور الوقت. تتمتع الشركات التي تتمتع بحصص سوقية أكبر بتأثير أكبر على ديناميكيات الصناعة، وقوة التسعير، وولاء العملاء، مما يمكنها من تحقيق وفورات الحجم، وتوسيع التواجد في السوق، وتحقيق الربحية على المدى الطويل. وبالتالي، فإن أداء السوق ضروري لتوجيه عملية صنع القرار الاستراتيجي، وتخصيص الموارد، واستراتيجيات تحديد المواقع في السوق لضمان استمرار نجاح الشركة ونموها في بيئة الأعمال الديناميكية والتنافسية اليوم.

- أهمية الأداء السوقي

يعد الأداء السوقي مؤشراً حيوياً على قدرة الشركة على تحقيق رضا المستثمرين واستدامة النمو. الدراسات أظهرت أن الأداء السوقي الجيد يمكن أن يزيد من ثقة المستثمرين، مما يؤدي إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار الأسهم. أداء السوق يعكس أيضاً كيفية استجابة الشركة للمتغيرات البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG)، والتي أصبحت عوامل حاسمة في تقييم الشركات في العصر الحديث (Yang & Han, 2023).

ب. الاحتفاظ بالنقدية

تعتبر السيولة واحدة من أهم الأمور التي يهتم بها مستخدمو القوائم المالية؛ فهي تعكس مدى قدرة الشركة على سداد التزاماتها واحتياجاتها التشغيلية في المواعيد المحددة. وتتوقف السيولة في أي شركة على قيمة النقدية المحتفظ بها. بالإضافة لذلك تمثل النقدية وما في حكمها أحد أهم عناصر الأصول بالشركة فهي قد تمثل ما يقرب من 20 % من إجمالي أصول الشركة (Bates et al. 2009)، وفي نفس الوقت هي أكثر أصول الشركة تعرضاً للمخاطر. ورغم تعدد منافع الاحتفاظ بالنقدية والتي من أهمها: تخفيض مخاطر السيولة وتخفيض تكاليف المعاملات، إلا أن احتفاظ

الشركة بنقدية أكثر من اللازم قد يترتب عليه فقدان فرص استثمارية مربحة قد تؤثر سلباً على ربحية الشركة في الأجلين القصير والطويل. ومن ثم فالتعرف على محددات ونتائج الاحتفاظ بالنقدية أصبح محورياً هاماً في كثير من البحوث المحاسبية (e.g. Bick et al., 2018; Xu and Li, 2018).

- مفهوم الاحتفاظ بالنقدية

لقد حظي مفهوم الاحتفاظ بالنقدية باهتمام كبير في الأدبيات (e.g. Bick et al., 2018; Xu and Li, 2018; Lian, Zhang, and Li, 2021; Jia, Liu, and Wu, 2021)، حيث استكشف الباحثون آثاره على الإدارة المالية للشركات، وتخفيف المخاطر، وخلق القيمة. ويشير الاحتفاظ بالنقدية إلى ممارسة الحفاظ على الأصول السائلة، مثل النقد وما يعادله، في الميزانية العمومية للشركة للوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل، وإدارة رأس المال العامل، واغتنام فرص الاستثمار. ويعد الاحتفاظ بالنقدية بمثابة عامل محدد حاسم للاستقرار المالي، حيث يوفر للشركات السيولة اللازمة للتغلب على حالات عدم اليقين الاقتصادي، وتمويل المبادرات الاستراتيجية، والحفاظ على العمليات خلال فترات الضائقة المالية أو تقلبات السوق. إن الشركات التي تتمتع بمستويات أعلى من الاحتفاظ النقدي تكون في وضع أفضل لتحمل الصدمات الخارجية، مثل الانكماش الاقتصادي، أو اضطرابات التدفقات النقدية، أو النفقات غير المتوقعة، وبالتالي تقليل تعرضها للمخاطر المالية وتعزيز مرونتها.

وتشمل النقدية وما في حكمها كل من: النقدية بالصندوق والودائع تحت الطلب بالإضافة إلى الاستثمارات قصيرة الأجل عالية السيولة والتي يمكن تحويلها بسهولة إلى نقدية ويكون خطر التعرض للتغير في قيمتها ضئيلاً. وتعتبر النقدية من أهم عناصر الأصول بالشركة؛ فهي أكثر الأصول المتداولة سيولة وأقلها ربحية، وهي تمثل نسبة كبيرة من إجمالي أصول الشركة، فقد تصل نسبة النقدية المحتفظ بها إلى ما يقرب من 20% من إجمالي أصول الشركة (Bates et al., 2014; Nikolov and Whited, 2009) وفي الوقت نفسه يعتبر حساب النقدية من أكثر الحسابات خطورة، فهو يرتبط بالكثير من المعاملات التي تقوم بها الشركة وبالتالي يحظى باهتمام العديد من مستخدمي القوائم المالية وبصفة خاصة الملاك والدائنين. وبذلك يعتبر قرار الاحتفاظ بالنقدية من القرارات الاستراتيجية الهامة والمؤثرة في أداء الشركة.

وعرف (Cai et al. 2016) الاحتفاظ بالنقدية بأنه قيام الشركة بالاحتفاظ بأرصدة نقدية متراكمة بالقدر الذي يسمح لها بتحقيق التوازن بين الإيرادات والتكاليف الحدية للنقدية. في حين يرى (Rahmawati 2019) أن الاحتفاظ بالنقدية يعبر عن الأصول النقدية المتاحة التي يمكن للشركة استخدامها لتمويل كل من الاحتياجات التشغيلية، ومتطلبات التمويل المحتملة. أما (Rahmatika & Kholid 2021) عرفوه بأنه يتمثل فيما تمتلكه الشركة من أصول نقدية والتي يمكنها استخدامها في الانفاق على الاستثمارات أو القيام بتوزيعها على المساهمين. وعرفه الجوهري وسليمان (2023) باعتباره قيام الشركة بالاحتفاظ بقدر ملائم من الأصول النقدية في ضوء المفاضلة بين تكلفة وعائد الاحتفاظ بها بهدف تلبية احتياجاتها التشغيلية والتمويلية.

- دوافع الاحتفاظ بالنقدية

توجد مجموعة من الدوافع التي تعكس المنافع التي يمكن تحقيقها نتيجة الاحتفاظ بالنقدية أهمها:

1- **دافع التحوط:** ويعني ان الاحتفاظ بالنقدية يخفض من تكاليف التعثر المالي، فعندما تواجه الشركة العديد من الظروف الطارئة مثل زيادة تكلفة شراء المواد الخام، والاضرابات، وغيرها من التقلبات غير المتوقعة، ومن جانب آخر يمكن ان تعتمد الشركة على الاحتفاظ بالنقدية لتجنب تخفيض استثماراتها المستقبلية في حالة انخفاض الأرصدة النقدية (Abdel- (Wanis, 2019).

2- **دافع الوكالة:** يؤكد على أن المديرين المتحسين إداريا يكون لديهم دافع لزيادة مستويات الاحتفاظ بالنقدية من خلال التحكم في توزيعات الأرباح؛ مما يزيد من مشاكل الوكالة نتيجة عدم قيامهم باستخدام الأرصدة النقدية لزيادة ثروات المساهمين (زيتون، 2019).

3- **الدافع الضريبي:** يقصد به ارتفاع مستويات الاحتفاظ بالنقدية إذا ما كانت هناك أعباء ضريبية تتعلق بإعادة الأرباح إلى موطن الشركة الأم (Yun et al., 2021).

4- **دافع الإشارة:** يقصد به قيام الشركة بإرسال إشارات إيجابية للمستثمرين من خلال الإعلان عن توزيعات الأرباح بهدف الحد من الآثار السلبية الناتجة عن عدم تماثل المعلومات، بما ينعكس على المركز النقدي للشركة (Thanh, 2019).

5- **دافع المعاملات:** يقصد به ان الاحتفاظ بالنقدية يخفض من تكاليف المعاملات؛ حيث تتمكن الشركة من الحصول على التمويل اللازم لمعاملاتها دون الحاجة إلى تصفية أصولها، وبالتالي

كلما ارتفع مستوى الاحتفاظ بالنقدية، انخفضت الحاجة إلى الاقتراض (Akhtar et al., 2018).

6- **دافع المضاربة:** يقصد به قيام الشركة بالاحتفاظ بالنقدية للاستفادة من فرص الاستحواذ وفروق الأسعار (Noman et al., 2019).

ج. خصائص مجلس الإدارة

تعتبر خصائص مجلس الإدارة من أهم آليات حوكمة الشركات، والتي أدت إلى تزايد الاهتمام بدور خصائص مجلس الإدارة كآليات للرقابة على المديرين، وتلاعبهم من أجل تحقيق المصالح الخاصة بهم على حساب مصالح الملاك والأطراف الأخرى صاحبة المصلحة في الشركة، من خلال وضع قواعد ومبادئ تنظم هذه العلاقة، وقد أدى هذا الاهتمام إلى زيادة التركيز على القضايا المتعلقة بخصائص مجلس الإدارة وأثرها على السياسات والقرارات المختلفة للشركة ومن بينها الأداء المالي (Klapper and Love, 2002).

يعتبر مجلس الإدارة من أهم عوامل نجاح الشركات حيث يتحمل أعباء عديدة في سبيل القيام بدوره في حماية حقوق كافة المتعاملين مع الشركة وتحديد الأهداف والإستراتيجية ومراقبة الأداء الإداري والمحاسبي للشركة بما يتماشى مع وضعها وفقاً لدليل حوكمة الشركات المصرية (2016)، كما تمارس خصائص مجلس الإدارة دوراً جوهرياً في الحد من تقلبات عوائد الأسهم وتساهم بصورة فعالة في استمراريتها، و تصاحب الممارسة الفعالة لآليات حوكمة الشركات بعض خصائص مجلس الإدارة التي يمكن أن تحد من تضارب المصالح وتساهم في مراقبة وتحسين التحكم في أسعار الأسهم الشركات في الأسواق المالية (Abu Afifa et al., 2022).

- مفهوم مجلس الإدارة

يمكن تعريف مجلس الإدارة بأنه "مجموعة من الأشخاص تتوب عن المساهمين في الإشراف على أداء الإدارة المتعلق بإدارة وتوجيه الشركة نحو تحقيق الأهداف التي قام بتحديدوها المساهمين او حملة الأسهم (زيدان، 2017). في حين عرفه عزوز، وخميس (2016) على أنه هيئة مكونة من عدد من الأعضاء سواء كانوا منتخبين أو معينين يتولون الإشراف بشكل مشترك على أنشطة منظمة أو شركة أو مؤسسة ما.

هذا وقد عرفه قاسمي وسعود، (2016) بأنه عبارة عن هيئة تمثيلية عن أصحاب الأموال في المؤسسات وذلك لحماية حقوقهم وضمان تشغيل أموالهم بما يعود عليهم بتعظيم الفوائد. كما يمكن

تعريف مجلس الإدارة هو مجموعة من الأعضاء الإداريين المكونين للإدارة العليا حيث يشغل المجلس أعلى مرتبة في نظام الإدارة الداخلية، يتم تكليفه بها وذلك للإشراف والسيطرة على الشركة، أي يجب على مجلس الإدارة إدارة أعمال وشؤون الشركة (Nugroho and Eko, 2012).

- أهم خصائص مجلس الإدارة

نظرا لأهمية الخصائص التي يجب أن يتمتع بها مجلس الإدارة والتي تؤثر تأثيرا فعالا في أداء المنظمة وقيمتها وسياساتها والقرارات التي تتخذها الإدارة والتي تتضمن اختيار السياسات والممارسات المحاسبية والتي من شأنها أن تساهم في المحاولة من الحد من الممارسات الانتهازية، ولكي يتمكن مجلس الإدارة من تحقيق الهدف الأسمى له وهو حفظ حقوق المساهمين وأصحاب المصالح بكفاءة وفاعلية، فيجب أن يتوفر فيه مجموعة من الخصائص لكي يمكنه ذلك من القيام بالمهام والمسؤوليات المرتبطة بهم. ومن أهم خصائص مجلس الإدارة: (Kim and Lim, 2012)

1- حجم مجلس الإدارة

ويعني عدد أعضاء مجلس الإدارة الذين يتولون إدارة الشركة، بحيث لا يقل عدد أعضائه عن خمسة ولا يزيد على ثلاثة عشر عضوا وفقا لما يحدده نظام الشركة، يتم انتخابهم وفق أسلوب التصويت التراكمي (هيئة الأوراق المالية، 2017).

وأشارت العديد من الدراسات إلى أن عدد أعضاء مجلس الإدارة يعتبر عاملا مهما في زيادة نشاط الشركة وزيادة فعاليته، وهناك رأيين متناقضين فيما يتعلق بحجم مجلس الإدارة؛ الرأي الأول يرى أن مجلس الإدارة يكون أكثر فاعلية في أداء وظائفه عندما يكون حجم مجلس الإدارة كبير، كما ويؤكد ذلك عدة دراسات منها دراسة (Klein, 2002) فقد بينت أن المجالس الكبيرة أكثر فاعلية؛ لأن لديهم القدرة على التخفيف من ضغط العمل وذلك لقدرتهم على توزيع المهام على الأعضاء المختلفين، بالإضافة إلى أن المجالس الكبيرة تحتوي على خبرة أكبر، ووجهات نظر متنوعة، ويعد مجلس الإدارة الكبير أكثر نفوذا واستقلالية على عكس المجالس الصغيرة التي تسيطر عليها العائلة المالكة. وأشار Dalton et al., (1999) إلى أن مجلس الإدارة الكبير يوفر صلات بيئية أفضل للشركة وزيادة في الخبرات. ويرى Azzam (2017) أن مجلس الإدارة يكون أكثر فاعلية عندما يكون حجم مجلس الإدارة كبير، ويعود سبب ذلك أنه كلما ارتفع عدد أعضاء

مجلس الإدارة يكون هناك فرصة أكبر لتبادل الآراء والخبرات فيما يتعلق بإدارة الشركة المعنية ورفد أدائها إلى أعلى المستويات وبالتالي فهي تحتوي على مجلس إدارة لديه قدرة كبيرة وعالية من المعرفة التي من الممكن أن تساهم في تحسين مستوى الأداء المالي في الشركات. أما الرأي الثاني يرى أن مجلس الإدارة يكون أكثر فاعلية في أداء وظائفه عندما يكون حجم مجلس الإدارة صغير، كما ويؤكد ذلك عدة دراسات منها دراسة (Cheng, 2008) حيث أظهرت أنه كلما زاد حجم مجلس الإدارة قلت فاعلية التواصل بين أعضاء مجلس الإدارة وازدادت الحاجة لمزيد من الوقت والجهد للتواصل فيما بينهم ومن الصعب الوصول فيه إلى إجماع حيث يفترض كل عضو أن الأعضاء الآخرين سيقومون بواجبهم الرقابي، وهذا بدوره يضعف من أداء وفاعلية المجلس.

2- استقلالية مجلس الإدارة

يمثل استقلال المجلس عنصراً مهماً لتحقيق فعالية المجلس في متابعة الإدارة التنفيذية والإشراف عليها بشكل فعال، ويشير إلى نسبة المديرين الخارجيين إلى المديرين الداخليين (Li, S., et al., 2022) وعرف الدليل المصري لحوكمة الشركات (2016) عضو مجلس الإدارة المستقل، بأنه عضو غير تنفيذي بمجلس الإدارة، وغير مساهم بالشركة، ويتم تعيينه كعضو من ذوي الخبرة وتحتصر علاقته بالشركة في عضويته بمجلس إدارتها ولا يتقاضى منها أجر وعمولات أو أتعاب باستثناء ما يتقاضاه مقابل عضويته بمجلس الإدارة كما يقوم بدور مهم في الحد من تعارض المصالح بين الملاك والمديرين مع مراعاة أن يكون العضو قادراً على تخصيص الوقت والاهتمام الكافي للشركة وألا يكون هناك تعارضاً مع مصالح أخرى له كما أوصى الدليل بأن تكون أغلبية أعضاء المجلس من غير التنفيذيين بينهم عضوين مستقلين على الأقل مما لديهم المهارات الفنية والتحليلية التي تساعد على تقديم النصح والإرشاد للمجلس حيث يقلل ذلك احتمالات تركيز السلطة، كما يتولى المجلس انتخاب رئيسه وتعيين العضو المنتدب.

3- تركيز الملكية

يشير تركيز الملكية إلى مدى ملكية الأسهم من قبل كبار المساهمين داخل الشركة. تؤثر هذه الخاصية بشكل كبير على حوكمة الشركات وأداء الشركة، غالباً ما يُنظر إلى تركيز الملكية على أنه سلاح ذو حدين. يمكن أن تؤدي المستويات العالية من تركيز الملكية إلى مراقبة وسيطرة أكثر

فعالية على الإدارة، مما قد يؤدي إلى تقليل مشاكل الوكالة ومواءمة مصالح الإدارة مع مصالح المساهمين (Jensen & Meckleng, 1976). على سبيل المثال، يمتلك كبار المساهمين القوة والحافز لضمان إدارة الشركة بكفاءة، حيث أن لديهم حصة مالية كبيرة في نجاح الشركة (Shleifer & Vishny, 1997). وقد وجدت الدراسات الحديثة أن الشركات ذات الملكية المركزة غالبًا ما تظهر أداءً أفضل بسبب هذا الإشراف المعزز (Nguyen et al., 2023).

ومن وجهة نظر نظرية الوكالة فإن الملكية المركزة يمكن أن تخفف من صراعات الوكالة بين المديرين والمساهمين (صراعات المديرين والوكلاء)، فإنها يمكن أن تؤدي أيضًا إلى صراعات بين المديرين والمديرين. وتحدث هذه الحالات عندما تختلف مصالح كبار المساهمين عن مصالح مساهمي الأقلية، مما قد يؤدي إلى مصادرة حقوق الأقلية. وينتشر هذا بشكل خاص في الأسواق التي تتمتع بحماية أضعف للمستثمرين حيث قد يستفيد المساهمون المهيمنون من نفوذهم لانتزاع منافع خاصة (La Porta et al., 1999; Faccio & Lang, 2002).

وكثيراً ما يستلزم وجود الملكية المركزة آليات قوية لحوكمة الشركات لحماية مساهمي الأقلية. على سبيل المثال، تصبح فعالية المديرين المستقلين حاسمة في مثل هذه الإعدادات لضمان مراعاة مصالح جميع المساهمين في عمليات صنع القرار في مجلس الإدارة (Lin & Hwang, 2023). بالإضافة إلى ذلك، تعد ممارسات الإفصاح الشفافة والرقابة التنظيمية أمراً حيوياً في تخفيف المخاطر المرتبطة بالتركيز العالي للملكية (OECD, 2023).

سادساً: منهجية البحث

أ- فروض الدراسة

استناداً إلى ما توصلت إليه الباحثة الدراسة من خلال عرض الدراسات السابقة يمكن صياغة فرضا الدراسة على النحو التالي:

- ف1: " توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي والسوقي للشركات المساهمة المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية".
- ف2: "يوجد تأثير لخصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي والسوقي للشركات المساهمة المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية".

ب - مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري، والموزعة على مختلف القطاعات الاقتصادية خلال الفترة من عام 2018 وحتى عام 2022، وتعتمد الدراسة الحالية في اختبار الفروض على اختيار عينة عشوائية مكونة من 103 شركة وذلك بواقع 515 مشاهدة موزعة على 13 قطاع اقتصادي. وذلك بعد استبعاد قطاع البنوك والخدمات المالية لاختلاف أنشطتها وتقاريرها المالية ولما لها من طبيعة خاصة في التعامل، ويوضح الجدول التالي رقم (3) التصنيف القطاعي لعينة الدراسة والذي تم العثور عليه من موقع البورصة المصرية من خلال الرابط التالي:

<http://www.egx.com.eg/arabic/listedstocks.aspx>

جدول (3) التصنيف القطاعي لعينة الدراسة

م	القطاع	السنوات وعدد الشركات 2022:2018
1	أغذية ومشروبات	14
2	المنتجات وصناعة السيارات	3
3	اتصالات وعلام وتكنولوجيا المعلومات	4
4	خدمات النقل والشحن	4
5	سياحة وترفيه	9
6	تجارة وموزعون	4
7	منسوجات وسلع معمرة	7
8	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	8
9	العقارات	12
10	رعاية صحية وأدوية	10
11	المقاولات والانشاءات الهندسية	6
12	مواد البناء	10
13	الموارد الأساسية	12
	إجمالي عدد شركات العينة	103

ج - متغيرات البحث وتعريفها الاجرائي

تتمثل متغيرات الدراسة في:

المتغير التابع: الأداء السوقي:

تعتمد الدراسة في قياس الأداء السوقي على مقياس:

1- توبين كيو (Tobin's Q)، فزيادة توبين كيو يدل على زيادة الأداء السوقي (Pervin, R.,)

(& Rashid, M. M., 2019).

(القيمة الدفترية للأصول في نهاية الفترة - القيمة الدفترية لحقوق الملكية في نهاية الفترة + حقوق الملكية بالقيمة السوقية في نهاية الفترة) ÷ القيمة الدفترية للأصول في نهاية الفترة

المتغير المستقل: الاحتفاظ بالنقدية:

تعتمد الدراسة في قياس الاحتفاظ بالنقدية على المعادلة التالية:

(النقدية بالصندوق + الودائع تحت الطلب + الاستثمارات قصيرة الأجل عالية السيولة) ÷ إجمالي الأصول

المتغير المعدل: خصائص مجلس الإدارة:

تعتمد الدراسة في قياس هذا المتغير على أربعة خصائص هم:

- 1- حجم مجلس الإدارة = عدد أعضاء مجلس الإدارة.
- 2- استقلالية أعضاء مجلس الإدارة = عدد الأعضاء المستقلين (غير تنفيذي) / عدد أعضاء مجلس الإدارة.
- 3- تركيز الملكية المؤسسية = عدد الأسهم للمساهمين المالكين 5% فأكثر من أسهم الشركة / عدد الأسهم المتداولة (رأس المال المكتتب به).

4- تركيز الملكية الإدارية = إجمالي الأسهم المملوكة للإدارة / إجمالي عدد الأسهم المصدرة.

ويوضح الجدول رقم (2) وصفا لمتغيرات البحث الحالي والتعريف الإجرائي لها:

جدول (2) وصف متغيرات البحث الحالي وتعريفاتها الإجرائية

م	اسم / رمز المتغير	التعريف الإجرائي	المصدر
المتغير المستقل: الاحتفاظ بالنقدية			
1	الاحتفاظ بالنقدية (Cash)	(النقدية بالصندوق + الودائع تحت الطلب + الاستثمارات قصيرة الأجل عالية السيولة) ÷ إجمالي الأصول	Nguyen et al., 2017 Thanh, 2019
المتغير المعدل: خصائص مجلس الإدارة			
2	حجم مجلس الإدارة (Bsize)	عدد أعضاء مجلس الإدارة	عيفي، 2014 Bazaz & Mashayekhi, (2010)
3	استقلالية أعضاء مجلس الإدارة (Bind)	عدد الأعضاء المستقلين (غير تنفيذي) ÷ عدد أعضاء مجلس الإدارة	عيفي، 2014 Bazaz & Mashayekhi, (2010)
4	تركيز الملكية المؤسسية (BfoucsI)	عدد الأسهم للمساهمين المالكين 5% فأكثر من أسهم الشركة ÷ عدد الأسهم المتداولة (رأس المال المكتتب به)	أبو عاقولة، 2019

م	اسم / رمز المتغير	التعريف الاجرائي	المصدر
5	تركز الملكية الإدارية (BfoucsM)	إجمالي الأسهم المملوكة للإدارة ÷ إجمالي عدد الأسهم المصدرة	الخدش والوشلي، 2019
المتغير التابع: الأداء السوقي			
6	توبين كيو (Tobin's Q)	(القيمة الدفترية للأصول في نهاية الفترة - القيمة الدفترية لحقوق الملكية في نهاية الفترة + حقوق الملكية بالقيمة السوقية في نهاية الفترة) ÷ القيمة الدفترية للأصول في نهاية الفترة	Pervin, R., & Rashid, M. M., 2019
المتغيرات الضابطة			
7	نسبة المديونية (Lev)	اجمالي الالتزامات ÷ اجمالي الأصول	Doan, 2020
8	حجم الشركة (Size)	لوغاريتم اجمالي الأصول	Doan, 2020
9	معدل نمو المبيعات (Growth)	(مبيعات السنة الحالية - مبيعات السنة السابقة) ÷ مبيعات السنة السابقة	Doan, 2020

مبررات إضافة المتغيرات الضابطة

تعد المتغيرات الضابطة ضرورية للنظر في الخصائص المختلفة للشركة مثل حجم الشركة، والرافعة المالية، ونسبة الأصول الملموسة، ونمو المبيعات، وكيف أن هذه المتغيرات يمكن أن تؤثر على العلاقة بين نسبة الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة في ظل الدور المعدل لخصائص مجلس الإدارة. ويمكن توضيح مبررات إضافة هذه المتغيرات على النحو التالي:

- حجم الشركة

تمت دراسة العلاقة بين حجم الشركة وأدائها، وهناك تباين في النتائج. بعض الأبحاث أشارت إلى وجود علاقة سلبية بين حجم الشركة وأدائها، حيث يُعزى هذا الارتباط السلبي إلى استخدام التكنولوجيا المتقدمة وارتفاع التكاليف (Mishra and Kapil, 2018; Allam, 2018; Himmelberg et al., 1999). وبالمثل، أشارت دراسات أخرى إلى علاقة إيجابية بين حجم الشركة وأدائها، مُشيرة إلى استفادة الشركات الكبيرة من القوة السوقية (Lee, 2009; Vijayakumar and Tamizhselvan, 2010; Vieira, 2006; Ozgulbas et al., 2006; Jonsson, 2007). وهناك أبحاث أخرى لم تجد أي ارتباط مهم بين حجم الشركة وأدائها. تلك الأبحاث أوجزت مفاهيمها حول العلاقة بين حجم الشركة وأدائها (Kalkan et al., 2011; Niresh and Velnampy, 2014).

- نسبة المديونية

يوجد تباين في الأبحاث حول علاقة الديون والرافعة المالية بأداء الشركات، والتي يتأثر أداؤها بعوامل مثل حجم الشركة وتكاليف الوكالة. حيث يرى بعض الباحثين أن الديون المرتفعة يمكن أن تحسن الأداء المالي للشركات من خلال تقليل تكاليف الوكالة عبر المراقبة الفعالة لأنشطة المديرين (Jensen and Meckling, 1976؛ Claessens et al., 2000؛ Sanda et al., 2005؛ Sulong et al., 2013). وبناءً على ذلك، يتوقعون وجود ارتباط إيجابي معنوي بين نسبة المديونية وأداء الشركات.

ومع ذلك، بعض الدراسات أشارت إلى ارتباط سلبي بين الرافعة المالية وأداء الشركات، مثل Fooladi and Shukor (2012) و Ali et al (2020). وتحدثت دراسة Ibhagui and Olokoyo (2018) عن كيفية تأثير حجم الشركة على هذا الارتباط، حيث وجدوا ارتباطاً سلبياً معنوياً في الشركات الصغيرة، ولكنه يتضاءل مع نمو الشركة. بالمقابل، وجدت دراسة Ruland and Zhou (2005) أن الرافعة المالية تحسن أداء الشركات الصغيرة مع زيادة تكاليف الوكالة. وأشارت Ghosh (2008) إلى وجود ارتباط سلبي بين الرافعة المالية وأداء الشركات في الشركات الهندية، وخاصة فيما يتعلق بالشركات ذات مستوى الديون الخارجية المتزايدة.

- معدل نمو المبيعات

يمثل نمو المبيعات آفاق النمو وفرص الاستثمار للشركات، ويظهر نمو المبيعات المرتفع أن الشركة لديها آفاق نمو جيدة ولديها العديد من فرص الاستثمار التي تجلب الدخل للشركات، مما يساعد على تحسين أداء الشركة.

د- نموذج البحث

الأداء السوقي = د (الاحتفاظ بالنقدية، خصائص مجلس الإدارة، الاحتفاظ بالنقدية) □
خصائص مجلس الإدارة، المتغيرات الضابطة)

$$\begin{aligned} Tobin'sQ_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Cash * Bind_{it} + \beta_2 Cash * Bsize_{it} + \beta_3 Cash * Bmeet_{it} \\ & + \beta_4 Cash * Bgen_{it} + \beta_5 Cash * Bfoucs_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 Size_{it} \\ & + \beta_8 Tang_{it} + \beta_9 Growth_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

حيث:

$Tobin'sQ_{it}$	نسبة Tobin's Q للشركة i في السنة t
$Cash_{it}$	الاحتفاظ بالنقدية للشركة i في السنة t
$Bind_{it}$	نسبة الأعضاء المستقلين من اجمالي أعضاء مجلس الإدارة للشركة i في السنة t
$Bsize_{it}$	عدد الأعضاء في مجلس الإدارة للشركة i في السنة t
$BfoucsM_{it}$	تركز الملكية الإدارية للشركة i في السنة t
$BfoucsI_{it}$	تركز الملكية المؤسسية للشركة i في السنة t
Lev_{it}	نسبة المديونية للشركة i في السنة t
$Size_{it}$	حجم الشركة للشركة i في السنة t
$Growth_{it}$	معدل نمو المبيعات للشركة i في السنة t
β_0	قيمة المعامل الثابت
$\beta_{12} : \beta_1$	معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة

سابعاً: تحليل ومناقشة نتائج اختبار فروض البحث

يستعرض هذا الجزء ما توصل إليه البحث من نتائج بعد تشغيل البيانات باستخدام برنامج STATA 14، والذي تم في ضوء نتائجه مناقشة الإحصاءات الوصفية والمحاسبية لمتغيرات الدراسة، وعرض ومناقشة نتائج نموذج الانحدار بطريقة المربعات الصغرى المستخدم في اختبار فروض الدراسة وذلك من خلال تناول النقاط التالية:

- الإحصاءات الوصفية.
- نتائج اختبار فروض البحث.

أ- الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

يعرض جدول رقم (3) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نموذج البحث، وتشمل المتغير المستقل الاحتفاظ بالنقدية (Cash)، والمتغير التابع الأداء السوقي TobinQ. بالإضافة إلى المتغيرات الضابطة وهي نمو المبيعات (Growth)، حجم الشركة (Size)، نسبة المديونية (LEV)، وذلك من أجل توضيح خصائصها المتميزة على مستوى عينة الدراسة. وتتضمن تلك الإحصاءات المتوسط والانحراف المعياري والمدى لقيم متغيرات الدراسة.

جدول (3) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

نوع المتغير	المتغيرات	المتوسط	الانحراف المعياري	الحد الأدنى	الحد الأعلى
تابع	الأداء السوقي (TobinQ)	1.536194	0.94578	0.59890	4.420122
مستقل	الاحتفاظ بالنقدية (Cash)	0.0959308	0.14645	0.00023	0.519884
مركز	تركز الملكية الإدارية (BfoucsM)	0.2271939	0.27594	0	0.9354
	تركز الملكية المؤسسية (BfoucsI)	0.6854672	0.20013	0.1281	1
	حجم المجلس (Bsize)	8.133981	2.48879	3	17
	استقلالية المجلس (Bind)	0.7249838	0.18208	0	1
معدل	معدل نمو المبيعات (Growth)	0.0911818	0.37348	-0.60392	1.010238
	حجم الشركة (Size)	20.90486	1.49655	18.24816	23.83254
	نسبة المديونية (LEV)	0.5094066	0.26598	0.078914	1.11395

ومن خلال عرض الجدول السابق يمكن ملاحظة الآتي:

- تشير الإحصاءات الوصفية الخاصة بالمتغير التابع (الأداء السوقي) إلى وجود مدى واسع لقيم المتغيرات. حيث يتراوح مدى مؤشر (TobinQ) بين (0.5989 - 4.4201) بمتوسط 1.5361 وانحراف معياري 0.9457، مما يعكس وجود تفاوت ملحوظ بين شركات العينة.
- فيما يتعلق بالمتغير المستقل (الاحتفاظ بالنقدية)، فإن المتوسط بلغ 0.0959، مع مدى ضيق يتراوح بين (0.00023 - 0.51988) وانحراف معياري 0.14645، مما يشير إلى محدودية الاحتياطات النقدية لدى أغلب الشركات.
- بالنسبة لخصائص مجلس الإدارة، فقد بلغ متوسط تركيز الملكية الإدارية (BfocusM) 0.2271 مع مدى يتراوح بين (0، 0.9354) وانحراف معياري 0.27594، مما يعكس تبايناً بين الشركات في تركيز الملكية الإدارية. بينما بلغ متوسط تركيز الملكية المؤسسية (BfocusI) 0.6855 مع مدى يتراوح بين (0.1281 - 1) وانحراف معياري 0.20013، مما يشير إلى ارتفاع تركيز الملكية المؤسسية في أغلب الشركات. كما بلغ متوسط حجم المجلس (Bsize) 8.13398، مع مدى يتراوح بين (3 - 17) وانحراف معياري 2.48879، مما يعكس تنوعاً كبيراً في أحجام مجالس الإدارة بين الشركات. أما استقلالية المجلس (Bind)، فقد بلغ المتوسط 0.7249 مع مدى يتراوح بين (0 - 1) وانحراف معياري 0.18208، مما يدل على وجود درجة عالية من الاستقلالية في بعض المجالس.

● بالنسبة للمتغيرات الضابطة، فقد بلغ متوسط معدل نمو المبيعات (Growth) 0.0911، مع مدى يتراوح بين (-0.6039 - 1.0120) وانحراف معياري 0.37348، مما يشير إلى وجود تفاوت كبير في النمو بين شركات العينة. أما حجم الشركات (Size) فقد بلغ متوسطه 20.9049 مع مدى يتراوح بين (18.2481 - 23.8325) وانحراف معياري 1.4965، مما يعكس وجود تباين معتدل في أحجام الشركات. وبالنسبة لنسبة المديونية (LEV)، فقد بلغ المتوسط 0.5094 مع مدى يتراوح بين (0.07891 - 1.11395) وانحراف معياري 0.26589، مما يشير إلى تفاوت كبير في مستويات المديونية بين الشركات.

ب- تحليل الانحدار

يستخدم الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression Model لربط العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة. كما تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى Ordinary Least Squares (OLS) لتقدير معالم الانحدار الخطي المتعدد، إذ تعتبر هذه الطريقة من أكثر الطرق استخداماً في تقدير معالم نماذج الانحدار الخطي. ويرجع ذلك إلى أن المقدرات المتحصل عليها باستخدام هذه الطريقة تتميز بأنها خطية وغير متحيزة، ولها أقل تباين (عناي، 2009). وقد تم استخراج النتائج باستخدام برنامج STATA14. وللحصول على أفضل المقدرات تم استخدام أسلوب Winsorizing لتحويل القيم الشاذة إلى أقرب قيم مقبولة ومن ثم اختبارها باستخدام طريقة المربعات الصغرى كما في درسه (Veprauskaite and Adams, 2007; Larker et al., 2013). كما تم استخدام أسلوب (Robust Standard Errors) لتصحيح الأخطاء العشوائية في حالة وجود مشكلتي الارتباط الذاتي وعدم ثبات التباينات (Hoechle, 2015; Holzhaecker et al., 2007). كما تم حساب قيم VIF لنموذج الدراسة التفاعلية ووجد أنها قد تجاوزت 10 لبعض المتغيرات، مما يدل على وجود مشكله ازدواج خطي. ولحل هذه المشكلة تم استخدام القيم المعيارية (Dalal & Zickar, 2012) حيث تم تحويل قيم متغيرات الاحتفاظ بالنقدية، تركيز الملكية الإدارية، تركيز الملكية المؤسسية، حجم المجلس، واستقلالية المجلس إلى القيم المعيارية وذلك بطرح القيم الخاصة بها من المتوسط الحسابي والقسمة على الانحراف المعياري، وتم استخدام هذه القيم لحساب التفاعلات الخاصة بهذه المتغيرات بدل من القيم

الأصلية. وبعد تقدير النموذج واعاده حساب قيم VIF وجد أنها جميعها تقل عن 10 مما يدل على عدم وجود مشكله الازدواج الخطى كما يتضح من جدول (4) .

جدول (4) نتائج تحليل الانحدار لأثر خصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي

TOBINQ					المتغيرات
معامل تضخم التباين (VIF)	معنوية معاملات الانحدار		Robust Std. Err.	Coef.	
	مستوى الدلالة (sig)	قيمة (T)			
1.34	0.027**	2.21	0.312	0.6900	Cashw5
1.33	0.260	1.13	0.158	0.1776	BfoucsM
1.26	0.000***	3.97	0.199	0.7889	BfoucsI
1.23	0.000***	-4.83	0.015	-0.0719	Bsize
1.15	0.000***	5.93	0.236	1.3996	Bind
1.12	0.107	-1.62	0.058	-0.0939	CashzBfoucsM
1.11	0.008***	2.68	0.070	.1886	CashzBfoucsI
1.11	0.008***	-2.66	0.068	-.1797	CashzBsize
1.11	0.021**	2.31	0.089	.2079	CashzBind
1.07	0.206	-1.27	0.099	-.1260	Growthw5
1.06	0.001***	-3.28	0.031	-0.1009	Sizew5
1.01	0.000***	4.18	0.189	0.7895	Levw5
	0.000***	3.51	0.614	2.1578	Cons.
8.05					F-value
0.000					P-value
0.2275					R ²

ومن خلال الجدول السابق يمكن ملاحظة الآتي:

1. جودة توفيق النماذج (R²):

- تميزت النماذج بجودة تفسيرية جيدة، حيث بلغ معامل التحديد لنموذج TobinQ حوالي 22.75% مما يعني أن النماذج تفسر 22.75% من التباين في المتغير التابع الأداء السوقي بدلالة (TobinQ)، بينما 77.25% تعزى لعوامل أخرى.

2. معنوية النماذج (F-Test):

أظهرت نتائج اختبار "F" معنوية عالية لجميع النماذج عند مستوى 1%، حيث كانت قيم P-value أقل من 0.01، مما يدل على وجود علاقة خطية معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

3. قيم الخطأ المعياري للتقدير Standard Error of Estimate

يوضح تشتت قيم المشاهدات عن خط الانحدار صغيرة، (حيث يقترب انتشار النقاط من الصفر)، ليدل على صغر الأخطاء العشوائية، وبالتالي جودة تمثيل خط الانحدار لنقاط شكل الانتشار.

4. بالنسبة لمعاملات الانحدار وتأثيراتها:

- الاحتفاظ بالنقدية (Cash) :

بلغ معامل الانحدار (0.690) مما يعني وجود علاقة طردية ومعنوية عند مستوى 5% ($\text{sig} = 0.027$)، مما يشير إلى أن زيادة الاحتفاظ بالنقدية بمقدار وحدة واحدة تؤدي إلى زيادة الأداء السوقي بدلالة TobinQ بمقدار 0.690. وهذا يعكس أهمية التدفقات النقدية كأداة تعزز القيمة السوقية للشركة.

- تركيز الملكية الإدارية: (BfocusM)

بلغ معامل الانحدار (0.1776) ولكن العلاقة غير معنوية ($\text{sig} = 0.260$)، مما يشير إلى أن تأثير تركيز الملكية الإدارية على الأداء السوقي بدلالة (TobinQ) غير دال إحصائياً. وقد يكون لتوزيع الملكية تأثير محدود على القيمة السوقية مقارنة بعوامل أخرى.

- تركيز الملكية المؤسسية (BfocusI):

بلغ معامل الانحدار (0.7859) مما يعني وجود علاقة طردية ومعنوية عند مستوى 1% ($\text{sig} = 0.000$)، مما يشير إلى وجود علاقة إيجابية قوية بين تركيز الملكية المؤسسية والأداء السوقي بدلالة (TobinQ).

- حجم مجلس الإدارة (Bsize):

وجود علاقة عكسية معنوية بين حجم مجلس الإدارة والأداء السوقي بدلالة (TobinQ) حيث بلغ معامل الانحدار (-0.0719) عند مستوى 1% ($\text{sig} = 0.000$).

- استقلالية مجلس الإدارة (Bind):

وجود علاقة طردية معنوية بين استقلالية مجلس الإدارة والأداء السوقي بدلالة (TobinQ) حيث بلغ معامل الانحدار (1.3996) عند مستوى 1% ($\text{sig} = 0.000$).

- بالنسبة للأثر التفاعلي لخصائص مجلس الإدارة:

وجود تأثير معنوي لتفاعل متغير تركيز الملكية المؤسسية، ومتغير حجم مجلس الإدارة، ومتغير استقلالية مجلس الإدارة كل على حده مع متغير الاحتفاظ بالنقدية حيث بلغت معاملات الانحدار (0.1886)، (-0.1797)، (0.2079) وذلك عند مستوى 1%، 1%، 5% على التوالي. في حين لا يوجد تأثير معنوي لتفاعل تركيز الملكية الإدارية مع الاحتفاظ بالنقدية على الأداء السوقي بدلالة (TobinQ) حيث بلغ معامل الانحدار (-0.0939) ومستوى معنوية ($\text{sig} = 0.107$).

- بالنسبة للمتغيرات الضابطة:

- **نمو المبيعات (Growth):** لا يوجد تأثير معنوي لنمو المبيعات على الأداء السوقي بدلالة (TobinQ) حيث بلغ معامل الانحدار (-0.1260) ومستوى معنوية ($\text{sig} = 0.206$).
- **حجم الشركة (Size):** بلغ معامل الانحدار (-0.1009) عند مستوى معنوية 1% ($\text{sig} = 0.000$)، مما يشير إلى وجود علاقة عكسية بين حجم الشركة والأداء السوقي بدلالة (TobinQ).
- **الرافعة المالية (Lev):** بلغ معامل الانحدار (0.7895) عند مستوى معنوية 1% ($\text{sig} = 0.000$)، مما يشير إلى وجود علاقة طردية بين نسبة المديونية والأداء السوقي بدلالة (TobinQ).

ج - مناقشة نتائج اختبار فروض الدراسة

في ضوء ملاحظة الجدول (4) والجدول (5) - من خلال الأدوات الإحصائية المستخدمة - فإن النتائج الإحصائية تشير:

- أشارت نتائج التحليل الإحصائي إلى وجود تأثير إيجابي معنوي للاحتفاظ بالنقدية على الأداء السوقي فكلما زاد الاحتفاظ بالنقدية أدى ذلك إلى زيادة الأداء السوقي لشركات عينة الدراسة.
- وهذه النتيجة تتفق مع دراسة Alnori, F., & Bugshan, Yilmaz & Samour, 2024؛ Doan, T. , 2020؛ عبد العال، 2020 داعمين

لنظرية الوكالة، ونظرية التدفق النقدي الحر، ونظرية المفاضلة، ونظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل التي قيام الشركات بالاحتفاظ بالنقدية وتأثيرها على الأداء السوقي. مما يعنى قبول الفرض القائل بأنه توجد علاقة معنوية ذو دلالة إحصائية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي. فالعلاقة الإيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي (TobinQ) تعكس أهمية السيولة النقدية كأداة استراتيجية في تعزيز الأداء العام للشركات. فالشركات التي تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية تتمتع بمرونة مالية تمكنها من استغلال الفرص الاستثمارية وتقليل تكاليف التمويل الخارجي، إلى جانب قدرتها على مواجهة الصدمات الاقتصادية والأزمات المفاجئة، مما يؤدي إلى تعزيز ثقة المستثمرين وتحسين تقييمهم للشركة في السوق (Opler et al., 1999). كما أن الاحتفاظ بالنقدية يُعد وسيلة لتقليل عدم اليقين وتحسين استقرار العمليات التشغيلية، وفقاً لنظرية السيولة (Keynes, 1936). بناءً على ذلك، فإن الاحتفاظ بالنقدية يمثل عاملاً رئيسياً لتعزيز الأداء السوقي للشركات.

- أشارت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود تأثير معنوي لتركز الملكية الإدارية على الأداء السوقي (TobinQ)، حيث بلغ مستوى المعنوية 0,260. وتفسر الباحثة عدم معنوية العلاقة بين تركيز الملكية الإدارية والأداء السوقي (TobinQ) قد يشير إلى وجود عوامل متداخلة تقلل من تأثير تركيز الملكية الإدارية على أداء الشركة. وفقاً للأدبيات، يُمكن أن يكون لتركز الملكية الإدارية تأثير إيجابي أو سلبي على الأداء، اعتماداً على كيفية ممارسة المدراء سلطتهم واهتمامهم بتعظيم القيمة للمساهمين. فعندما يمتلك المدراء حصصاً كبيرة من الأسهم، فإنهم قد يركزون على تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب الأداء العام، مما يؤدي إلى ضعف التأثير الإيجابي المتوقع (Jensen & Meckling, 1976).

- أشارت نتائج التحليل الإحصائي إلى وجود تأثير موجب معنوي لتركز الملكية المؤسسية على الأداء السوقي (TobinQ)، حيث بلغ مستوى المعنوية 0,000. وتُشير العلاقة الموجبة المعنوية بين تركيز الملكية المؤسسية والأداء السوقي (TobinQ) إلى الدور الإيجابي الذي تلعبه المؤسسات المالكة في تحسين أداء الشركات. حيث تمتلك المؤسسات عادةً موارد وخبرات تمكنها من التأثير الإيجابي على سياسات الشركة واستراتيجياتها، مما يُعزز من كفاءة الإدارة واتخاذ القرارات (Shleifer & Vishny, 1997). كما أن المؤسسات تكون أكثر قدرة على مراقبة أداء الإدارة ومحاسبتها، مما يُقلل من مشكلات الوكالة ويُحسن من استخدام

الموارد. بالإضافة إلى ذلك، يُمكن أن يسهم تركيز الملكية المؤسسية في تعزيز الثقة لدى المستثمرين في السوق، مما ينعكس إيجاباً على الأداء السوقي للشركة (Gillan & Starks, 2003).

- أشارت النتائج الإحصائية إلى وجود تأثير معنوي سالب لحجم مجلس الإدارة على الأداء السوقي TobinQ حيث بلغ مستوى المعنوية 0,000. وتُشير العلاقة السالبة المعنوية بين حجم مجلس الإدارة والأداء السوقي (TobinQ) إلى أن زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة قد تؤدي إلى صعوبة في اتخاذ القرارات بشكل فعال وسريع، نتيجة لتضارب الآراء أو تراجع كفاءة التنسيق بين الأعضاء. هذه الظاهرة قد تُضعف استجابة الشركة للتغيرات السوقية، مما ينعكس سلباً على أدائها السوقي (Yermack, 1996).
- توصلت النتائج لوجود تأثير موجب معنوي لاستقلالية المجلس على الأداء السوقي TobinQ بمستوى معنوية 0,000. وتُشير العلاقة السالبة المعنوية بين استقلالية مجلس الإدارة والأداء السوقي (TobinQ) إلى أن زيادة نسبة الأعضاء المستقلين قد تؤدي إلى تقليل كفاءة اتخاذ القرارات السوقية، خاصة إذا كان الأعضاء المستقلون يفتقرون إلى الخبرة العميقة أو الفهم الكافي لصناعة الشركة. هذا الأمر قد يضعف من استجابة الشركة للتغيرات السوقية ويؤثر سلباً على قيمتها السوقية (Bhagat & Black, 2002).
- توصلت النتائج لعدم وجود تأثير معنوي لتركز الملكية الإدارية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي (TobinQ)، مما يعني رفض الفرض القائل بأنه يوجد تأثير لتركز الملكية الإدارية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي في الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية. وتُشير عدم معنوية تأثير تركيز الملكية الإدارية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي إلى أن مستوى ملكية الإدارة قد لا يكون عاملاً حاسماً في كيفية تأثير السيولة النقدية على الأداء. علاوة على ذلك، من الممكن أن تركز الملكية الإدارية لا يؤدي إلى تغييرات جوهرية في كيفية استخدام الاحتفاظ بالنقدية لدعم الأداء، لأن القرارات المتعلقة بالسيولة تُتخذ عادةً ضمن إطار أوسع يتضمن جميع أصحاب المصلحة وليس فقط المساهمين الإداريين (Jensen, 1986). هذه النتائج تُبرز أن الأثر الاقتصادي للاحتفاظ بالنقدية قد يكون أكثر ارتباطاً بعوامل أخرى مثل السياسات الاستثمارية أو هيكل الحوكمة العام بدلاً من نسب ملكية المديرين.

- توصلت النتائج لمعنوية تأثير تركيز الملكية المؤسسية طرديا على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي TobinQ، ويشير وجود تأثير معنوي إيجابي لتركز الملكية المؤسسية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي (TobinQ) إلى أن المستثمرين المؤسسيين يعززون من فعالية استخدام السيولة النقدية لتعظيم قيمة الشركة في السوق. هذا التأثير يعكس أن المؤسسات المالكة، نظراً لخبرتها ومواردها، تلعب دوراً في توجيه استراتيجيات الاحتفاظ بالنقدية نحو الأنشطة التي ترفع من قيمة الشركة السوقية، مثل تمويل الابتكار أو المشروعات ذات العوائد المرتفعة (Shleifer & Vishny, 1997).
- توصلت النتائج لمعنوية تأثير حجم مجلس الإدارة عكسياً على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي TobinQ، فوجود تأثير معنوي سلبي لحجم مجلس الإدارة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي (TobinQ) يشير إلى أن زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة قد تؤدي إلى صعوبات في اتخاذ القرارات المتعلقة باستخدام الاحتياطيّات النقدية بفعالية. فالمجالس الكبيرة تميل إلى أن تكون أقل كفاءة بسبب تزايد التعقيد وتضارب الآراء بين الأعضاء، مما قد يؤدي إلى سوء إدارة النقدية أو اتخاذ قرارات استثمارية أقل تأثيراً على تحسين القيمة السوقية للشركة (Jensen, 1993).
- توصلت النتائج لمعنوية تأثير استقلالية مجلس الإدارة طرديا على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي TobinQ، فوجود تأثير معنوي إيجابي لاستقلالية مجلس الإدارة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي (TobinQ) يشير إلى أن استقلالية المجلس تعزز من قدرة الشركة على توظيف احتياطيّاتها النقدية بطرق تساهم في تعزيز القيمة السوقية. الأعضاء المستقلون عادة ما يتمتعون بخبرات متنوعة ومستقلة عن الإدارة التنفيذية، مما يمكنهم من تقديم استشارات موضوعية وتوجيه أفضل لاستخدام النقدية في استثمارات ذات قيمة مضافة عالية، وهو ما ينعكس إيجابياً على تقييم السوق للشركة (Ferreira & Vilela, 2004).
- بالنسبة للمتغيرات الضابطة توصلت النتائج لعدم وجود تأثير معنوي لنمو المبيعات على الأداء السوقي TobinQ، ووجود تأثير عكسي معنوي لحجم الشركة على الأداء السوقي TobinQ، ووجود تأثير موجب معنوي لنسبة المديونية على الأداء السوقي TobinQ. ويشير عدم وجود تأثير معنوي لنمو المبيعات على الأداء السوقي (TobinQ) إلى أن المستثمرين لا يعتبرون

نمو المبيعات بمفرده مؤشرًا حاسمًا للقيمة السوقية للشركة، وإنما يركزون على عوامل أخرى مثل استدامة النمو وربحيته المستقبلية.

أما العلاقة السلبية المعنوية بين حجم الشركة والأداء السوقي (TobinQ) تشير إلى أن الشركات الكبيرة قد تواجه تحديات مثل البيروقراطية أو انخفاض الابتكار، مما يؤدي إلى تقييم سوقي أقل نسبيًا مقارنة بالشركات الأصغر ذات النمو الديناميكي (Titman & Wessels, 1988).

وفيما يخص نسبة المديونية، فإن تأثيرها الإيجابي المعنوي لنسبة المديونية على الأداء السوقي (TobinQ) يعكس إدراك المستثمرين بأن الديون قد تُستخدم كأداة لتمويل النمو والاستثمارات، مما يؤدي إلى تحسين تقييم السوق للشركة عند استخدام المديونية بكفاءة (Myers, 1977).

جدول (6): نتائج اختبار فروض البحث

نتيجة الفرض	فروض البحث
قبول	1 " توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي للشركات المساهمة المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية "
قبول جزئي	2 "يوجد تأثير لخصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي للشركات المساهمة المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية".

ثامنا: خلاصة الدراسة

وفي ضوء ما سبق تناولت الدراسة تأثير الاحتفاظ بالنقدية على الأداء السوقي للشركات، مع الأخذ في الاعتبار تأثير خصائص مجلس الإدارة (تركز الملكية الإدارية والمؤسسية، وحجم واستقلالية مجلس الإدارة) كمتغير معدل للعلاقة. وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. وجود علاقة إيجابية معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي (Tobin's Q) ، مما يدل على أن الاحتفاظ بالنقدية يساهم في تعزيز مرونة الشركة وزيادة كفاءتها المالية والسوقية.
2. لم تظهر علاقة معنوية بين تركيز الملكية الإدارية والأداء السوقي، كما لم يكن له تأثير معنوي كعامل معدل على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي.
3. أظهرت الدراسة أن تركيز الملكية المؤسسية يرتبط إيجابيًا وبشكل معنوي بالأداء السوقي، كما يعزز العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي (Tobin's Q) .

4. أظهرت النتائج أن حجم مجلس الإدارة يرتبط سلباً ومعنوياً بالأداء السوقي (Tobin's Q) . علاوةً على ذلك، فإن حجم مجلس الإدارة يُضعف العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي.
5. أظهرت استقلالية مجلس الإدارة علاقة سلبية معنوياً مع الأداء السوقي، حيث تُظهر الدراسة أن استقلالية مجلس الإدارة تعزز العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي.
6. من بين المتغيرات الضابطة، أظهر نمو المبيعات عدم تأثير معنوي على الأداء السوقي. من جهة أخرى، أظهر حجم الشركة تأثيراً سلبياً ومعنوياً على الأداء السوقي. أخيراً، أظهرت نسبة المديونية تأثيراً إيجابياً على الأداء السوقي (Tobin's Q)
- تُبرز هذه النتائج أهمية الاحتفاظ بالنقدية كاستراتيجية لتعزيز الأداء السوقي للشركات، مع ضرورة الانتباه إلى تأثير خصائص مجلس الإدارة في صياغة السياسات المالية والاستراتيجية.

تاسعا: الدراسات المستقبلية

فيما يلي بعض المقترحات لدراسات مستقبلية:

- 1- تحليل دور تركيز الملكية الإدارية في التأثير على العلاقة بين سياسات الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركات، مع تقسيم الشركات إلى مجموعات بناءً على مستويات مختلفة من التركيز (منخفض، متوسط، مرتفع).
- 2- قياس كيفية تعديل الملكية المؤسسية للعلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء السوقي، مع التركيز على المؤسسات الاستثمارية (مثل البنوك وصناديق الاستثمار).
- 3- فحص كيف يؤثر حجم مجلس الإدارة (مجالس كبيرة مقابل صغيرة) على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركات.
- 4- تحليل دور استقلالية المجلس (نسبة المديرين المستقلين) في تعديل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء.
- 5- فحص التفاعل بين خصائص مجلس الإدارة (مثل الحجم والاستقلالية وتركيز الملكية الإدارية والمؤسسية) وتأثيرها المشترك على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء.
- 6- دراسة تأثير السياسات النقدية للشركات على الأداء السوقي، مع التركيز على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والسيولة في أوقات الأزمات الاقتصادية.

المراجع

أولاً: المراجع العربية

- أبو عاقولة، سلام جمال ناصر. (2019). أثر خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية على توقيت إصدار التقارير المالية في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.
- أغنيم، مها محمد. (2019). أثر خصائص مجلس الإدارة على إدارة الأرباح: دليل من الأردن، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.
- الجويسم، فتحي محمد صالح؛ وعامر، محمد عبدالله. (2020). خصائص مجلس الإدارة وأثرها على الأداء المالي "دراسة تحليلية على قطاع البنوك بالسوق السعودي". مجلة أبعاد اقتصادية، 10(1)، 38-65.
- الحايك، نهى أحمد. (2016). أثر تطبيق الحوكمة على تحسين الأداء في المؤسسات الحكومية: دراسة حالة المديرية العامة للجمارك السورية، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الافتراضية السورية، سوريا.
- الخدّاش، حسام؛ والوشلي، عبدالرحمن. (2019). تنوع مجلس الإدارة وأثره على أداء الشركات المدرجة في بورصة عمان: حالة البنوك وشركات التأمين، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، 15(4)، 468 – 487.
- الزغبى، ناديا محمود. (2016). أثر خصائص مجلس الإدارة على أتعاب التدقيق في الشركات المدرجة في بورصة عمان: دراسة تحليلية، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.
- الطحان، إبراهيم محمد، و نخال، أيمن محمد صبرى. (2020). أثر تنوع مجلس الإدارة وفقاً للجنس على الأداء المالي للشركات: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصرية. مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، ع10، 553 - 589. مسترجع من <http://search.mandumah.com/Record/1109320>
- خليصه، نجيلي. (2016). أثر الدور الحكومي لمجلس الإدارة على الأداء المالي للشركات: دراسة تطبيقية على بعض الشركات ذات الأسهم الجزائرية، *مجلة عارف*، (21)، 21.
- زيدان، عمرو علاء الدين (2017). العوامل المؤثرة في خصائص مجلس الإدارة في الشركات العائلية المساهمة المصرية، *المجلة العربية للعلوم الإدارية*، 24(2)، 175-210.

سرور، هبة محمد، و عيسى، علا محمد شوقي. (2022). أثر خصائص مجلس الغدارة على الأداء المالي للشركات المصرية قبل وأثناء جائحة كورونا. مجلة التجارة والتمويل، عدد خاص ، 2 - 34.

مسترجع من <http://search.mandumah.com/Record/1313105>

شبيطة، محمد فوزي شاكر. (2020). أثر هيكل رأس المال والاحتفاظ بالنقدية على قيمة المنشأة: دراسة اختبارية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية /المجلة الأردنية في إدارة الأعمال،

مج16، ع1 ، 53. 68 - مسترجع من

<http://search.mandumah.com/Record/1037479>

طريف، أماني. (2017). أثر خصائص مجلس الإدارة على الأداء المالي: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

عبدالرحمن، وليد محمد محمد السيد، و سليمان، عبده محمد عبده. (2019). أثر الاحتفاظ بالنقدية وهيكل التمويل على قيمة المنشأة في الشركات المساهمة المصرية: دراسة اختبارية مجلة الدراسات

والبحوث التجارية، س39، ع4 ، 481. 524 - مسترجع من

<http://search.mandumah.com/Record/1184591>

عبدالعال، محمود موسى. (2020). محددات العلاقة غير الخطية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات غير المالية من منظور محاسبي: دراسة تجريبية على الشركات المدرجة بالبورصة

المصرية. مجلة البحوث المحاسبية، ع1 ، 537. 572 - مسترجع من

<http://search.mandumah.com/Record/1088324>

عجاج، سيف الدين محمد، و شبيطة، محمد فوزي شاكر. (2021). أثر الاحتفاظ بالأدوات المالية على الأداء المالي في الشركات الصناعية. مجلة جامعة عمان العربية للبحوث - سلسلة البحوث

الإدارية، مج6، ع1 ، 464 - 474. مسترجع من

<http://search.mandumah.com/Record/1156124>

عفيفي، هلال عبدالفتاح. (2014). التأثيرات المباشرة الوسيطة بين حوكمة الشركات، جودة الأرباح وسياسة التوزيعات النقدية — دراسة إختبارية علي الشركات المصرية. مجلة البحوث التجارية

(كلية التجارة - جامعة الزقازيق)، 36 (2)، 265 - 344.

محمد، عبدالله أنور حسن. (2021). أثر خصائص مجلس الإدارة على الأداء المالي: دراسة تطبيقية على البنوك التجارية الأردنية المدرجة في بورصة عمان. رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.

مليجي، مجدي. (2018). تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسؤولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية. مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة – جامعة عين شمس، (1/4)، 401-329.

مليجي، مجدي مليجي عبدالحكيم. (2015). محددات الإفصاح المحاسبي عن رأس المال الفكري وأثره على الأداء المالي: دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المسجلة. *الفكر المحاسبي*، مج19، 1ع ، 149 - 236. مسترجع من <http://search.mandumah.com/Record/662323>

ثانيا: المراجع الأجنبية

Abdel Atty, Ashraf Mohamed, et al., (2018): The Effect of Board of Directors Characteristics on Firm's Financial Performance: An Empirical Study on the Most Active Firms in the Egyptian Stock Exchange, *The Arab Academy for Science and Technology & Maritime Transport*, Alexandria, Egypt, Volume 5, e4993, November 30, 2018.

Abdullah, S. N., Ismail, K. N. I. K., & Nachum, L. (2016). Does having women on boards create value? The impact of societal perceptions and corporate governance in emerging markets. *Strategic Management Journal*, 37(3), 466-476.

Abushammala, N., and Sulaiman, J. (2014). Cash holdings and corporate profitability: Some evidences form Jordan. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 8(3), 898.

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94(2), 291-309.

Adjei, F. (2013). The effects of cash holdings on corporate performance during a credit crunch: Evidence from the sub-prime mortgage crisis. *Journal of Economics and Finance*, 37, 188-199.

- Al-Absy, M., & Hasan, M. (2023). Impact of the board of directors' characteristics on firm performance: A case of Bahraini listed firms. *Probl. Perspect. Manag*, 21, 291-301.
- Ali, S., Ullah, M., & Ullah, N. (2016). Determinants of Corporate Cash Holdings: 'A Case of Textile Sector in Pakistan'. Available at SSRN 2728200.
- Ali, S., Yassin, M., & AbuRaya, R. (2020). The Impact of Firm Characteristics on Corporate Financial Performance in Emerging Markets: Evidence from Egypt. *International Journal of Customer Relationship Marketing and Management*, 11(4).
- Alkadash, T. M., & Aljileedi, S. M. (2020). Corporate social responsibility, and employee commitment in Libyan. *International Journal of Intellectual Human Resource Management (IJIHRM)*, 1(01), 28-40.
- Allam, B. S. (2018). The impact of board characteristics and ownership identity on agency costs and firm performance: UK evidence. In Corporate Governance: *The International Journal of Business in Society* (Vol. 18, Issue 6).
- Almarayeh, T. (2023). Board gender diversity, board compensation and firm performance. Evidence from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(3), 673-694.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The journal of finance*, 59(4), 1777-1804.
- Al-Najjar, B., & Clark, E. (2017). Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. *Research in International Business and Finance*, 39, 1-12.
- Alnori, F., & Bugshan, A. (2023). Cash holdings and firm performance: empirical analysis from Shariah-compliant and conventional corporations. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 16(3), 498-515.
- Al-Shammari, B., & Al-Saidi, M. (2014). Kuwaiti women and firm performance. *International Journal of Business and Management*, 9(8), 51.

- Amahalu, N., and Beatrice, E. (2017). Effect of cash holding on financial performance of selected quoted insurance firms in Nigeria. *Contemporary Issues in Business Management: A Multidisciplinary Approach*.
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Cash holdings and corporate governance around the world. In *Australian Finance & Banking Conference*.
- Anagnostopoulou, C. (2013). Cash holdings: determining factors and impact on future operating performance for listed versus unlisted firms. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 16(02), 1350013.
- Andoh, J. A., Abugri, B. A., & Anarfo, E. B. (2023). Board Characteristics and performance of listed firms in Ghana. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(1), 43-71.
- Aryani, Y. A., Setiawan, D., & Rahmawati, I. P. (2017). Board meeting and firm performance. In *Proceedings of International Conference on Economics* (Vol. 440, pp. 438-444).
- Bansal, N., & Sharma, A. K. (2016). Audit committee, corporate governance and firm performance: Empirical evidence from India. *International journal of Economics and Finance*, 8(3), 103.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3–18.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of finance*, 64(5), 1985-2021.
- Bazaz, M. S., & Mashayekhi, B. (2010). The effects of corporate governance on earnings quality: Evidence from Iran. *Asian Journal of Business and Accounting*, 3(2), 71-100.
- Bøhren, Ø., & Staubo, S. (2016). Mandatory gender balance and board independence. *European Financial Management*, 22(1), 3-30.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16(4), 301-312.

- Cambrea, D.R., Calabrò, A., La Rocca, M. *et al.* The impact of boards of directors' characteristics on cash holdings in uncertain times. *J Manag Gov* **26**, 189–221 (2022). <https://doi.org/10.1007/s10997-020-09557-3>
- Chang, Y., Benson, K., & Faff, R. (2017). Are excess cash holdings more valuable to firms in times of crisis? Financial constraints and governance matters. *Pacific-Basin Finance Journal*, *45*, 157-173.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, *58*(1), 81–112.
- Danoshana, S., & Ravivathani, T. (2019). The impact of the corporate governance on firm performance: A study on financial institutions in Sri Lanka. *SAARJ Journal on Banking & Insurance Research*, *8*(1), 62-67.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*, *83*(3), 599-634.
- Doan, T. (2020). The effect of cash holdings on firm performance: Evidence from Vietnam listed firms. *Accounting*, *6*(5), 721-726.
- El-Khatib, R., & Joy, N. (2021). Do women directors improve firm performance and risk in India?. *The Quarterly Journal of Finance*, *11*(02), 2150006.
- Elsayed, N., & Elbardan, H. (2018). Investigating the associations between executive compensation and firm performance: Agency theory or tournament theory. *Journal of Applied Accounting Research*, *19*(2), 245-270.
- Ezeani, E., Salem, R.I.A., Usman, M., Kwabi, F. and Bilal (2023), "Board characteristics and corporate cash holding: evidence from the UK, France and Germany", *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 31 No. 3, pp. 413-439. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-09-2022-0184>
- Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2001, January). Debt and corporate governance. In *Meetings of Association of Financial Economics in New Orleans*.

- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fauzi, F., & Locke, S. (2012). Board structure, ownership structure and firm performance: A study of New Zealand listed-firms. *Asian Academy of Management Journal of Accounting of Finance*, 8(2), 43-67.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European financial management*, 10(2), 295-319.
- Fooladi, M., & Shukor, Z. A. (2012). Board of Directors, Audit Quality and firm performance : Evidence from Malaysia. *National Research & Innovation Conference for Graduate Students in Social Sciences*, 87–96.
- Getachew, H. (2014). *The impact of corporate governance on firm performance: a study on selected insurance companies in Ethiopia* (Thesis). Jimma University.
- Ghosh, S. (2008). Leverage, foreign borrowing, and corporate performance: firm-level evidence for India. *Applied Economics Letters*, 15(8), 607–616.
- Graham, J. R., & Leary, M. T. (2018). The evolution of corporate cash. *The Review of Financial Studies*, 31(11), 4288-4344.
- Harford, J., Klasa, S., & Maxwell, W. F. (2014). Refinancing risk and cash holdings. *The Journal of Finance*, 69(3), 975-1012.
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of financial economics*, 87(3), 535-555.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353–384.
- Horváth, R., & Spirollari, P. (2012). Do the board of directors' characteristics influence firm's performance? The US evidence. *Prague economic papers*, 4(2), 470-486.

- Huang-Meier, W., Lambertides, N., & Steeley, J. M. (2016). Motives for corporate cash holdings: the CEO optimism effect. *Review of quantitative finance and accounting*, 47, 699-732.
- Ibhagui, O. W., & Olokoyo, F. O. (2018). Leverage and firm performance: New evidence on the role of firm size. *The North American Journal of Economics and Finance*, 45, 57–82.
- Iftikhar, R. M. (2017). Impact of cash holding on firm performance: A case study of non-financial listed firms of KSE. *University of Haripur Journal of Management (UOHJM)*, 2(1), 189-199.
- Isshaq, Z., Bokpin, A., and Onumah, M. (2009). Corporate governance, ownership structure, cash holdings, and firm value on the Ghana Stock Exchange. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 488-499.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, W., & Meckling, M. C. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(2), 305–360.
- Johl, S. K., Kaur, S., & Cooper, B. J. (2015). Board characteristics and firm performance: Evidence from Malaysian public listed firms. *Journal of Economics, Business and Management*, 3(2), 239-243.
- Jonsson, B. (2007). Does the size matter? The relationship between size and profitability of Icelandic firms. *Bifrost Journal of Social Science*, 1, 43–55.
- Joudi, S., Mansourfar, G., and Didar, H. (2019). Internal and External Corporate Governance Quality, Information Asymmetry and Cash Holdings: Increase or Decrease in the Firm Value. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 26(1), 39-64.
- Kalkan, A., Erdil, O., & Çetinkaya, Ö. (2011). The relationships between firm size, prospector strategy, architecture of information technology and firm performance. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 24, 854–869.

- Kalsie, A., & Shrivastav, S. M. (2016). Analysis of board size and firm performance: evidence from NSE companies using panel data approach. *Indian Journal of Corporate Governance*, 9(2), 148-172.
- La Rocca, M., & Cambrea, D. R. (2019). The effect of cash holdings on firm performance in large Italian companies. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 30(1), 30-59.
- Lane, S., Astrachan, J., Keyt, A., & McMillan, K. (2006). Guidelines for family business boards of directors. *Family Business Review*, 19(2), 147-167.
- Lee, J. (2009). Does Size Matter in Firm Performance? Evidence from US Public Firms. *International Journal of the Economics of Business*, 16(2), 189–203.
- Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China?. *Journal of corporate finance*, 28, 169-184.
- Majid, A., Pahlevi, C., Laba, R., and Sobarsyah, M. (2019). Cash Holding and Value of Indonesia Manufacturing Companies Listed in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Advanced Engineering Research and Science*, 6(10).
- Marashdeh, Z. M. S. (2014). The effect of corporate governance on firm performance in Jordan (*Master's Thesis*). University of Central Lancashire.
- Mashayekhi, B., & Bazaz, M. S. (2008). Corporate governance and firm performance in Iran. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 4(2), 156-172.
- Mathisen, G. E., Ogaard, T., & Marnburg, E. (2013). Women in the boardroom: how do female directors of corporate boards perceive boardroom dynamics?. *Journal of business ethics*, 116, 87-97.
- Mishra, R. K., & Kapil, S. (2018). Effect of board characteristics on firm value: evidence from India. *South Asian Journal of Business Studies*, 7(1), 41–72.
- Mohsen, H., Marie, M., El-Halaby, S., Elbendary, I. (2022). Board Effectiveness, Corporate Cash Holdings, and Financial Performance Across MENA Region. In: Echchabi, A., Grassa, R., Sibanda, W. (eds) *Contemporary Research in*

Accounting and Finance. Palgrave Macmillan, Singapore.
https://doi.org/10.1007/978-981-16-8267-4_4.

- Nguyen, H., Nguyen, T., and Le, V. (2016). Firm value, corporate cash holdings and financial constraint: A study from a developing market. *Australian Economic Papers*, 55(4), 368-385.
- Ntim, C. G., & Osei, K. A. (2011). The impact of corporate board meetings on corporate performance in South Africa. *African Review of Economics and Finance*, 2(2), 83-103.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
- Ozgulbas, N., Koyuncugil, A. S., & Yilmaz, F. (2006). Identifying the Effect of Firm Size on Financial Performance of SMEs. *The Business Review*, 6(1), 162–167.
- Peng, M. W., Wei, Y., & Yang, X. (2009). Corporate governance and firm value in China: An international business perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, 26(4), 671-692.
- Pervin, R., & Rashid, M. M. (2019). Board characteristics and firm performance: Evidence from listed banking institutions of Bangladesh. *The cost and management*, 47(1), 3-10.
- Ruland, W., & Zhou, P. (2005). Debt, Diversification, and Valuation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 25(3), 277–291.
- Sanda, A., Mikailu, A. S., & Garba, T. (2005). Corporate governance mechanisms and firm financial performance in Nigeria. African Economic Research Consortium.
- Schroeder, R.G., Clark, M.W & Cathey, J.M (2020). *Financial Accounting Theory and Analysis: Text and Cases*, 13th Edition, Wiley Sons Inc.

- Shahzad, F., Ahmed, N., Fareed, Z., Zulfiqar, B., & Naeem, F. (2015). Corporate governance impact on firm performance: Evidence from cement industry of Pakistan. *European Researcher*, (1), 37-47.
- Shivdasani, A., & Yermack, D. (1999). CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis. *Journal of Finance*, 54(5), 1829-1853.
- Sulong, Z., Gardner, J. C., Hussin, A. H., Sanusi, Z. M., & McGowan, C. B. (2013). Managerial ownership, leverage and audit quality impact on firm performance: evidence from the Malaysian ace market. *Accounting & Taxation*, 5(1), 59–70.
- Taghizadeh, M., & Saremi, S. (2013). Board of directors and firms performance: Evidence from Malaysian public listed firm. *International Proceedings of Economics Development and Research*, 59, 178.
- Vieira, E. S. (2018). Board of directors' characteristics and performance in family firms and under the crisis. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(1), 119–142.
- Vijayakumar, A., & Tamizhselvan, P. (2010). Corporate size and profitability: An empirical analysis. *Journal for Bloomers of Research*, 3(1), 44–53.
- Washali, A. (2019). Board Diversity and Its Impact on Corporate Performance of Public Companies Listed in Amman Stock Exchange: The Case of Banks and Insurance Companies. *Jordan Journal of Business Administration*, 15(4).
- Yusoff, W., Fauziah, W., & Ramin, A. K. (2013, December). Women on corporate boards: Malaysian perspectives. In *2nd International Conference on Technology Management, Business, and Entrepreneurship, Mahkota Hotel Melaka Malaysia*. <http://eprints.uthm.edu.my/id/eprint/5181>.
- Zwiebel, J. (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *The American economic review*, 1197-1215.

Abstract

This research aimed to examine the impact of board characteristics on the relationship between cash holdings and market performance. The study was conducted on a sample of 103 Egyptian joint-stock companies (515 observations) listed on the Egyptian Stock Exchange, covering thirteen economic sectors during the period 2018–2022. To test the research hypotheses, market performance was measured using Tobin's Q, while cash holdings were measured using the formula: $(\text{cash in hand} + \text{demand deposits} + \text{highly liquid short-term investments}) \div \text{total assets}$. Board characteristics were assessed based on board size, board independence, managerial ownership concentration, and institutional ownership concentration. After controlling for the potential effects of firm size, financial leverage, and sales growth rate, the results—based on the multiple linear regression model—revealed a significant positive relationship between cash holdings and market performance. Regarding the impact of board characteristics on this relationship, the findings indicated a significant positive effect of institutional ownership concentration, while board size and board independence exhibited a significant negative effect on the relationship between cash holdings and market performance. However, managerial ownership concentration showed no significant moderating effect on this relationship. These findings highlight the importance of cash holdings as a strategy for enhancing firms' market performance while emphasizing the role of board characteristics in shaping financial and strategic policies.

Keywords: Cash Holdings, Board Characteristics, Market Performance.