تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية

دكتور
مجدي مليجي عبد الحكيم مليجي
استاذ مساعد بقسم المحاسبة
كلية التجارة جامعة بنها

تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية

دكتور/ مجدي مليجي عبد الحكيم مليجي
أستاذ مساعد بقسم المحاسبة
كلية التجارة جامعة بنها

ملخص البحث:

الهدف: تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والافصاح عن المسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي ومدي انعكاس هذه العلاقة على قيمة الشركة؛ بالإضافة إلى اختبار أثر جودة آليات الحوكمة على تلك العلاقات.

التصميم والمنهجية: اعتمدت الدراسة على مدخل تحليل المحتوي في فحص التقارير السنوية لعينة مكونة من (١٤٠) شركة مساهمة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام (٢٠١٥) حتى عام (٢٠١٧)، بإجمالي مشاهدات (٤٢٠) مشاهدة، لاختبار أربعة فروض للبحث تعكس العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكل من الافصاح عن المسئولية الاجتماعية، والتجنب الضريبي، وجودة آليات الحوكمة من ناحية، وأثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة من ناحية أخرى، وتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فروض الدراسة من خلال برنامج SPSS .

النتائج والتوصيات: تشير نتائج هذا البحث إلى انخفاض مستوى الاحتياطيات النقدية المحتفظ بها في الشركات المصرية محل الدراسة حيث بلغ (١٧%) في عام (٢٠١٧) ، وارتباطه بعلاقة موجبة وذات دلالة معنوية بكل من الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية، والتجنب الضريبي، بينما يرتبط بعلاقة سالبة وذات دلالة معنوية بكل من قيمة Tobin's Q كمقياس للقيمة السوقية للشركة، ومعدل العائد على الأصول كمقياس محاسبي للقيمة، **واستنادًا إلى ذلك توصي الدراسة** الشركات المصرية بمحاولة تحقيق التوزان بين منافع الاحتفاظ بالنقدية والتكاليف المرتبطة به للوصول للمستوى الأمثل للنقدية المحتفظ بها، وزيادة الإفصاح عن تقارير المسئولية الاجتماعية، وتطبيق الآليات الجيدة للحوكمة، كما توصي الجهات المعنية بتطوير المعايير المحاسبية، والقوانين الضريبية للحد من أنشطة التجنب الضريبي، وتهيئة المناخ الاستثماري وتوفير الاستقرار السياسي لتقليل تراكم النقدية المحتفظ بها.

الأصالة والإضافة: تحاول هذه الدراسة تقليل الفجوة البحثية في الأدب المحاسبي من خلال تحليلها بشكل متكامل للعوامل غير التقليدية المؤثرة في السياسة النقدية للشركة، وتوفيرها دليل من بيئة الأعمال المصرية عن أثر النقدية المحتفظ بها على قيمة الشركة، وتوفيرها لمعلومات قد تكون مفيدة للمستمرين، وواضعي المعايير المحاسبية، والهيئات الرقابية عن كفاءة استخدام الموارد النقدية، ومستوى الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية، وأنشطة التجنب الضريبي.

الكلمات المفتاحية:

الاحتفاظ بالنقدية؛ الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية؛ التجنب الضريبي؛ جودة آليات الحوكمة؛ قيمة الشركة.

Analyzing the Relationship between Cash Holdings, Corporate Social Responsibility and Tax Avoidance and its Impact on Firm's Value: Evidences from the Egyptian Business Environment

Dr / Magdy Melegy Abdul Hakim Melegy
Assistant Professor, Department of Accounting
Faculty of Commerce, Benha University

Abstract:

Purpose: to analyze the relationship between cash holdings, Corporate Social Responsibility Disclosure and Tax avoidance and the impact of this relation on the firm's value; besides the impact of corporate governance mechanisms' quality on these relationships.

Design and Methodology The study adopted the content analysis method in examining the annual reports of a sample of (140) non-financial companies listed in the Egyptian Stock Exchange during the period from 2015 to 2017, with a total of (420) observation, to test the research four hypotheses that reflect the relationship between cash holdings, corporate social responsibility disclosure, tax avoidance and the quality of corporate governance mechanisms from one side, and the impact of cash holdings on the firms' value from the other side. The multiple regression method was adopted to test the research hypotheses using the SPSS program.

Findings: The results of this study indicate that the level of cash reserves held by the Egyptian firms under study has decreased reaching 17% in 2017. It also has a positive significant relationship with both corporate social responsibility disclosure and tax avoidance, and with a negative significant relationship with Tobin's Q value as a measurement of firm's market value, and the rate of return on assets as an accounting measure of value.

The study recommends that Egyptian firms try to balance between the benefits of cash retention and the associated costs to achieve the optimum level of cash reserves, and to increase the disclosures in the reports of social responsibility. It also recommends the application of good governance mechanisms, and that the Bodies responsible for issuing accounting standards and tax laws to limit tax avoidance opportunities. It also called for enhancing the investment climate and providing political stability to reduce the accumulation of cash reserves.

Originality/Value: This study attempts to reduce the research gap in the accounting literature by analyzing in an integrated manner the non-traditional factors affecting the firms' monetary policy. It also provides evidences from the Egyptian business environment about the impact of cash holdings on the firms' value, it also provides useful information for investors, accounting standards boards and controlling authorities to help them in monitoring the efficiency of monetary resources usage, level of corporate social responsibility disclosure, and tax avoidance activities.

Keywords:
Cash holdings; corporate social responsibility disclosure; tax avoidance; corporate governance mechanisms quality; Firms' value.

١- المقدمة:

تعتبر النقدية وما في حكمها من أهم الموارد الحيوية في الشركة، فهي تلعب دورًا محوريًا في العديد من القرارات المالية والإدارية، ونمط تقييم الأوراق المالية Pattern of Securities Valuation، وطرق تقييم المشروعات الرأسمالية (Zahedi et al., 2015). ونتيجة للأهمية التي حظي بها الاحتفاظ بالنقدية Cash Holdings خلال العقدين الماضيين، فقد حاولت العديد من الدراسات استكشاف الدوافع التي تجعل الشركات تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية حيث أشارت كل من دراسة (Bick et al.,2017; Akhtar et al.,2018) إلى أن من أهم هذه الدوافع هو دافع تخفيض تكلفة المعاملات وتجنب التخلص من الأصول نتيجة الحاجة العاجلة للنقدية، ودافع الوقاية للتحوط من الأحداث المستقبلية غير المتوقعة، ودافع المضاربة لاغتنام الفرص الاستثمارية المربحة المتاحة أمام الشركة.

وقد اعتمدت العديد من أدبيات المحاسبة والتمويل على **المدخل الإيجابي** في تحليل محددات الاحتفاظ بالنقدية مما أدى إلى اهمال تأثير بعض العوامل الأخرى مثل سياسات المسئولية الاجتماعية، والتجنب الضريبي، وجودة آليات الحوكمة (Arouri and Pijourlet,2017; Farinha et al.,2018). فالنظرية الإيجابية اعتمدت على المتغيرات الاقتصادية التقليدية كمحددات للاحتفاظ بالنقدية وتتضمن تلك المتغيرات جودة الأرباح، وعقود الدين، والتدخل الحكومي (التكاليف السياسية)، والتوزيعات النقدية، والتدفقات النقدية لذلك فإن **المدخل الاقتصادي – الاجتماعي** Socio-Economic Prospective يمكن أن يوفر تحليلًا أكثر عمقًا وشمولًا للعوامل التي تؤثر في السياسة النقدية للشركة. فقد توصلت العديد من الدراسات إلى أن **الأداء الجيد للمسئولية الاجتماعية** قد يرتبط بكفاءة استخدام الموارد النقدية فهو يخفف من حدة التوتر بين المديرين وأصحاب المصالح ويقلل من السلوك الانتهازي للإدارة مما ينعكس على تعظيم قيمة الشركة (Cheung,2016). كما أن زيادة **مستوى التجنب الضريبي** Tax Avoidance قد تؤدي إلى زيادة الحوافز التحوطية ومستوى القيود المالية Financial Constraint وهو ما ينعكس على زيادة الاحتفاظ بالنقدية (Chang et al.,2016). وبالإضافة إلى ذلك فإن الشركات **ذات آليات الحوكمة الجيدة** قد تتمتع بمراقبة فعالة للمديرين وتحسن مستوى الشفافية وهو ما يضمن تطبيق سياسات للاحتفاظ بالنقدية تساهم في تعزز قيمة المساهمين بدلًا من السعي فقط لتحقيق المصالح الذاتية للمديرين (Al-Najjar and Clark,2017).

واستنادًا إلى ما سبق، تتضح أهمية البحث الحالي من خلال تحليله بشكل منهجي للعلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكل من المسئولية الاجتماعية، والتجنب الضريبي وجودة آليات الحوكمة، ومدى انعكاس هذه العلاقة على قيمة الشركات في بيئة الأعمال المصرية وهو ما قد يساهم في التقليل من الفجوة البحثية المتعلقة بمحددات وسياسة الشركة في الاحتفاظ بالنقدية.

١-١ طبيعة المشكلة ودوافع الدراسة:

يتحدد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية Optimal Level of Cash Holding **وفقًا لنظرية المفاضلة The Trade –off Theory** من خلال المفاضلة بين التكاليف الحدية مثل: تكاليف الفرصة البديلة، وتكاليف الوكالة، وانخفاض العائد، والمشكلات الضريبية والمنافع الحدية مثل: انخفاض تكاليف المعاملات، وتخفيف المخاطر، وتقليل احتمالات التعثر المالي، وتجنب احتمالات زيادة تكلفة التمويل أو حتى نقص البدائل التمويلية (Farinha et al.,2018).

وتتأثر دوافع الشركات في احتفاظها بالنقدية بمدى كفاءة سوق المال، فقد تنخفض هذه الدوافع مع افتراض وجود سوق مالي مكتمل The Perfect Capital Market حيث يمكن تحويل الأصول إلى نقدية بسهولة أو الحصول على التمويل اللازم عند الحاجة اليه بتكلفة منخفضة، وفي المقابل، فإن عدم اكتمال السوق بسبب عدم تماثل المعلومات، وتكاليف المعاملات، والسياسة الضريبية يمثل دوافع قوية لدى الشركات للاحتفاظ بالنقدية (Wang,2015; Amess et al.,2015).

وفي هذا الصدد، قدمت الدراسات المحاسبية (Habib and Hasan, 2017; Rao and Thaker.,2018) العديد من النظريات التي حاولت تفسير دوافع ومحددات الاحتفاظ بالنقدية منها نظرية المفاضلة الساكنة، ونظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، ونظرية التدفق النقدي الحر، ونظرية الوكالة وقد توصلت نتائج هذه الدراسات إلى أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يتأثر بعدة محددات يتعلق بعضها بخصائص الشركة مثل: حجم الشركة، والرافعة المالية، والتوزيعات النقدية المدفوعة، والتدفقات النقدية التشغيلية، والإنفاق الاستثماري، ومصروفات البحوث والتطوير (Opler et al.,1999)، بينما يتعلق البعض الأخر بالمتغيرات السياسية والثقافية في البيئة المحيطة (Hall et al., 2014) .

وبالرغم من أهمية المحددات السابقة، **إلا أن هناك بعض المحددات الأخرى التي مازالت محل جدل ونقاش في الأدب المحاسبي** ولم تلقى الاهتمام الكافي بعد، فقد توصلت كل من

دراسة (Yi Lu., et al.,2016; Zhong and Gao,2017) إلى أن **الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية** يرتبط بعلاقة إيجابية بقيمة الأصول النقدية حيث يوفر معلومات إضافية تقلل من عدم تماثل المعلومات وبالتالي انخفاض مشكلات الخطر الأخلاقي The Moral Hazard والاختيار العكسي Adverse Selection ويسهل من مراقبة قرارات المديرين الاستثمارية الأمر الذي يؤدي الى استخدام أكثر فعالية للنقدية المحتفظ بها، أما الشركات التي لا تصدر تقارير للمسئولية فإنها تسحب من احتياطيها النقدي الكبير بسرعة وبطرق لا تعزز الأداء التشغيلي المستقبلي، بينما وجدت دراسة (محمد،٢٠١٧) أن احتفاظ الشركة بالنقدية لم يتأثر بدخول الشركات ضمن المؤشر المصري للمسئولية الاجتماعية من عدمه ، في حين وجدت دراسة (Arouri and Pijourlet., 2017) أن الأثر الإيجابي للمسئولية الاجتماعية على الأصول النقدية مرهون بجودة آليات الحوكمة حيث قد ترتبط بممارسات غير أخلاقية كإدارة الأرباح.

وبالنسبة لأنشطة التجنب الضريبي فقد توصلت دراسة (Wang,2015) إلى أن الزيادة في هذه الأنشطة ترتبط بزيادة مخاطر الشركة، ونقص الشفافية وزيادة تكاليف الوكالة وبالتالي زيادة الاحتفاظ بالنقدية، كما أن هذه الأنشطة ترتبط بعمليات معقدة للغاية قد تؤدي إلى زيادة تقلبات التدفقات النقدية Cash Flow Volatility مما يحدث عدم تأكد في المدفوعات النقدية، ويتطلب من الشركة الاحتفاظ بمزيد من النقدية لمواجهة الحالات المستقبلية الطارئة. وفي هذا السياق، وجدت دراسة (Disraeli et al.,2018) أن تبني **الممارسات الجيدة لحوكمة الشركات** يساهم في تقليل مشاكل الوكالة والحد من السلوك الانتهازي للمديرين وزيادة القيمة الحدية للاحتفاظ بالنقدية وفقا لنظرية التدفق النقدي الحر ونظرية الوكالة.

وفيما يتعلق بأثر تراكم النقدية على قيمة الشركة فقد جاءت نتائج الدراسات السابقة متباينة حيث توصلت دراسة (Chen,2008) إلى وجود علاقة موجبة بينهما **فوفقًا لنظرية التسلسل الهرمي المالية Financial Hierarchy Theory** فإن استخدام النقدية في أغراض المعاملات يساعد على الاستفادة من الفرص الاستثمارية ويقلل من تكلفة رأس المال وبالتالي زيادة قيمة الشركة، وفي المقابل وجدت دراسة (Akhtar et al., 2018) أن زيادة الاحتياطيات النقدية قد يؤدي إلى انخفاض معدل العائد على الاستثمار نتيجة اساءة استخدام هذه الاحتياطيات من قبل المديرين في عمليات الاستحواذ Acquisitions ، ويتفق ذلك مع **نظرية الوكالة** التي ترى أن انخفاض الرقابة على المديرين وقيامهم بتراكم

الأرصدة النقدية يؤدي إلى زيادة مشاكل الوكالة وعدم تحيزهم لمصالح المساهمين وبالتالي إهدار موارد الشركة وانخفاض قيمتها (Harford et al.,2008).

ويتضح ممَّا سبق، أنَّ هناك عدة دوافع لهذه الدراسة تبرز قيمتها المضافة من أهمها أن الدراسات السابقة لم تقدم أدلة حاسمة عن العوامل المؤثرة في الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية، لذلك فإن تحليل هذه العوامل في البيئة المصرية سوف يساعد على تحديد مدى كفاءة إدارة الشركة في استخدام الأصول النقدية وقدرتها على التعامل مع الفرص والمخاطر المحيطة بالشركة وخططها المستقبلية ، بالإضافة إلى أن غالبية هذه الدراسات تمت في بيئات متقدمة تختلف في خصائصها عن البيئات النامية بمنطقة الشرق الأوسط، كما أنَّ عدم وجود معيار محاسبي مصري للإفصاح عن المسئولية الاجتماعية، فضلاً عن المرونة المتاحة في بعض المعايير الحالية والتي تسمح للإدارة بالقيام بأنشطة التجنب الضريبي تمثل دافعًا آخرًا لهذه الدراسة، **وبالتالي تتمثل الفجوة البحثية** في ندرة الدراسات المحاسبية في مجال العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكل من الافصاح عن المسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وجودة آليات الحوكمة وانعكاسات ذلك على قيمة الشركات في بيئة الأعمال المصرية، كمثال لاقتصاديات الدول الناشئة.

وبالتحديد؛ فإنَّ هذه الدراسة الحالية تحاول الإجابة على الأسئلة البحثية التالية:

١- هل يؤثر الإفصاح المحاسبي عن المسئولية الاجتماعية، وأنشطة التجنب الضريبي على سياسة الشركة في الاحتفاظ بالنقدية؟

٢- هل يؤثر التفاعل بين جودة آليات الحوكمة والافصاح عن المسئولية الاجتماعية من ناحية، وأنشطة التجنب الضريبي من ناحية أخرى على احتفاظ الشركة بالنقدية؟

٣- ما هو أثر قرار الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركات المساهمة غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية؟

١ – ٢ أهداف البحث:

في ضوء مشكلة البحث، يتمثل الهدف الرئيس في تحليل وتفسير العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكل من المسئولية الاجتماعية، والتجنب الضريبي، ومدى انعكاس هذه العلاقة على قيمة الشركة، بالإضافة إلى اختبار تأثير جودة آليات الحوكمة على تلك العلاقات. ويشتق من الهدف الرئيس للبحث مجموعة من الأهداف الفرعية تتمثل في:

١- تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكل من المسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي في ضوء النظريات المفسرة لتلك العلاقة.
٢- دراسة واختبار أثر جودة آليات الحوكمة كمتغير تفاعلي مع المسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي على الاحتفاظ بالنقدية.
٣- قياس أثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركات المساهمة غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

١-٣ أهمية البحث :

يستمد البحث أهميته العلمية والعملية من عدة عوامل واعتبارات لعل من أهمها ما يلي:

١- يعد البحث مساهمة في الأدبيات المحاسبية السابقة التي تستخدم النظريات المفسرة لسياسة احتفاظ ادارة الشركة بأرصدة نقدية كبيرة حيث تقترح نتائج تلك الدراسات (Farinha et al.,2018; Arouri and Pijourlet,2017;Chang et al.,2016) أن الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية وتقليل عمليات التجنب الضريبي وجودة آليات الحوكمة،- والتي تقلل من عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين، والتخفيف من حدة تكاليف الوكالة -تعد محددات ملائمة لدراسة سلوك الشركات في الاحتفاظ بالنقدية.

٢- بالرغم من تزايد الاهتمام على المستوى الدولي بدراسة العوامل المؤثرة على سياسة الشركة في الاحتفاظ بالنقدية إلا أن نتائج العديد من هذه الدراسات كانت **متعارضة فيما بينها وغير حاسمة** خاصة فيما يتعلق بتأثير كل من الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية، والتجنب الضريبي، وجودة آليات الحوكمة على النقدية المحتفظ بها في الشركة (Habi and Hasan,2017; Cheung,2016; Al-Najjar,2015). لذلك فإن دراسة هذه العوامل في البيئة المصرية قد يقلل من الجدل المستمر المثار حولها.

٣- ندرة الدراسات المحاسبية التطبيقية- في حدود علم الباحث واطلاعه- في بيئة الأعمال المصرية التي حاولت تحليل وتفسير العلاقة بشكل متكامل بين الاحتفاظ بالنقدية وكل من الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وجودة آليات الحوكمة حيث اقتصرت دراسة (عفيفي،٢٠١٥) على علاقة الاحتفاظ

بالنقدية بخصائص مجلس الإدارة، و دراسة (بلال،٢٠١٧) على علاقته بجودة الأرباح، ودراسة (محمد،٢٠١٧) على علاقته بالمسئولية الاجتماعية.

٤- تحاول الدراسة الحالية بناء نموذجين **الأول:** لقياس مدى تأثير بعض العوامل على سياسة الشركة في الاحتفاظ بالنقدية ويتضمن الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية، والتجنب الضريبي، وجودة آليات الحوكمة وقياس أثرها التفاعلي على تلك العلاقات، **والثاني:** لقياس أثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة، وذلك من خلال إضافة متغيرات جديدة إلى النماذج التي سبق وقدمها الأدب المحاسبي مما يعكس مؤشرات ذات دلالة في تفسير احتفاظ الشركة بالنقدية.

٥- نتائج هذه الدراسة قد تكون محل اهتمام أصحاب القرار السياسي، والمستثمرين، والأكاديميين حيث توفر معلومات هامة ذات دلالة لكل من **الشركة:** من خلال تحليها للعوامل المؤثرة في تحقيق المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية ، **والمستثمرين والمحللين الماليين:** فسياسة الاحتفاظ بالنقدية قد تعكس فرص النمو المستقبلية، والقيمة السوقية للشركة، ودرجة القيود المالية التي تواجهها وهو ما قد يؤثر على قرار الاستثمار في الشركة، وعلى **مستوى الدولة:** تعكس مستوى حماية المستثمرين Investor Protection من خلال قوة وجودة آليات الحوكمة المطبقة وبالتالي تؤثر على كفاءة سوق رأس المال.

٦- تحاول الدراسة الحالية تقديم دليلًا من البيئة المصرية كأحد إقتصاديات الدول الناشئة التي تضم استثمارات كثيرة وفرص جاذبة للاستثمار عن أثر سياسة الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركات المساهمة غير المالية المقيدة بالبورصة وذلك من خلال استخدام نموذج (Tobin's Q) كمقياس للقيمة يعتمد على البيانات السوقية، ومعدل العائد على الأصول كمقياس للقيمة يعتمد على البيانات المحاسبية.

١-٤ منهج البحث:

اعتمد الباحث على **المنهج الاستقرائي** في مراجعة أدبيات المحاسبة المتعلقة بموضوع البحث بهدف الاستفادة منها في صياغة الإطار النظري، **والمنهج الاستنباطي** لاستكشاف وتفسير طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكل من الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية، والتجنب الضريبي، وجودة آليات الحوكمة، ومدى انعكاس ذلك على قيمة الشركة. كما قام الباحث **بدراسة تطبيقية** مستخدمًا

أسلوب تحليل المحتوى في فحص التقارير السنوية لعينة من الشركات المساهمة غير المالية المقيدة بالبورصة، وذلك بغرض تطوير نماذج لقياس هذه العلاقات واختبار فروض البحث.

١-٥ حدود البحث:

تخضع الدراسة الحالية للحدود التالية: **أولًا: الحدود الجغرافية:** حيث تقتصر الدراسة التطبيقية على الشركات المساهمة غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. **ثانيًا: الحدود الزمنية:** تحليل التقارير المالية لعينة الدراسة على مدار سلسلة زمنية تمتد لثلاثة سنوات مالية متتالية تبدأ من عام ٢٠١٥ وتنتهي في عام ٢٠١٧. **ثالثًا: الحدود الموضوعية:** استند الباحث في قياس مستوى افصاح الشركات عن المسئولية الاجتماعية على المؤشر المصري للمسئولية الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات (S&P/ESG EGX)، كما تم استخدام كل من نموذج (Tobin's Q) ، ومعدل العائد على الأصول كمقاييس للقيمة.

١-٦ خطة البحث:

انطلاقًا من أهمية البحث، وتحقيقًا لأهدافه والإجابة على تساؤلاته البحثية، فقد تم استكمال البحث على النحو التالي: يعرض **القسم الثاني:** العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والافصاح عن المسئولية الاجتماعية، بينما يتناول **القسم الثالث:** العلاقة التأثيرية بين التجنب الضريبي وجودة الحوكمة وانعكاساتها على الاحتفاظ بالنقدية. في حين يتناول **القسم الرابع:** تحليل أثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة، كما يناقش **القسم الخامس:** الدراسات السابقة والفجوة البحثية وتطوير فروض البحث، ويحلل **القسم السادس:** بناء نماذج الدراسة التطبيقية، ويعرض **القسم السابع:** تصميم الدراسة التطبيقية، أما **القسم الثامن:** فقد تناول تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض، ويعرض **القسم التاسع:** النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية.

٢- العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والإفصاح عن المسئولية الاجتماعية:

تعد النقدية من الأصول الاستراتيجية التي حظيت باهتمام كبير خاصة بعد الأزمة المالية العالمية واتجاه العديد من الشركات لتكوين أرصدة نقدية متراكمة للاستثمار طويل الأجل، وقد اهتم الأدب المحاسبي بمحددات ودوافع الاحتفاظ بالنقدية (Guizani,2017; Liu et al.,2014)، ويحاول الباحث تحليل أثر سياسة

المسئولية الاجتماعية كأحد هذه المحددات على إدارة الأصول النقدية المحتفظ بها في ضوء تطبيق الممارسات الجيدة لحوكمة الشركات كما يلي:

٢-١ الاحتفاظ بالنقدية: الدوافع والنظريات المفسرة له في الأدب المحاسبي:

يشمل النقد وما في حكمه Cash Equivalents على النقدية المحتفظ بها في خزينة المنشأة والأرصدة غير المقيدة في الحسابات الجارية لدى البنوك، والشيكات القابلة للتحويل، وحسابات التوفير (بلال،٢٠١٧)، **ووفقا للنظريات المالية** Financial Theories فإن النقدية وما في حكمها تتضمن النقدية بخزينة المنشأة والأوراق المالية قصيرة الأجل، وشهادات الإيداع، وسندات الخزانة الحكومية، واتفاقيات إعادة الشراء، وصناديق أسواق المال ونظرًا لأهمية النقدية كمقياس لسيولة الشركة فإنها تعتبر من الأصول الاستراتيجية التي تمكن الشركة من مواصلة الابتكارات Pursue Innovations ومواجهة حالات عدم التأكد البيئية (Beuselinck and Du,2017).

وفي سياق الدراسة الحالية، فإن الاحتفاظ بالنقدية يتعدى مجرد النقدية التي تستخدم في أداء المعاملات التجارية اليومية وسداد الالتزامات التعاقدية قصيرة الأجل وهو ما يعرف بالنقدية التي في متناول اليد Cash Hand (Gill and Shah, 2012) ليشمل **تكوين الشركة لأرصدة نقدية متراكمة تزيد عن الاحتياجات التقليدية** وبالقدر المثالي الذي يحدث التوازن بين المنافع الحدية والتكلفة الحدية لهذه النقود (محمد،٢٠١٦،Cai,2016) وذلك لمواجهة الأحدث الطارئة غير المتوقعة واستغلال الفرص التي قد تنشأ في المستقبل. ويمكن تصنيف دوافع وسلوك الشركات في الاحتفاظ بالنقدية إلى عدة دوافع من أهمها ما يلي: (أبوزنت،٢٠١٥، محمد،٢٠١٧)

جدول رقم (١) دوافع الاحتفاظ بالنقدية

الدوافع	التفسير
دافع تكاليف المعاملات The Transaction Costs Motive	تحتفظ الشركات بالنقدية للوفاء بأنشطتها التشغيلية وسداد مدفوعاتها اليومية وتلبية احتياجاتها المستقبلية وبالتالي فإن الاحتفاظ بالنقدية يساهم في تخفيض تكاليف معاملات التمويل أو تجنب التخلص من الأصول عند الحاجة العاجلة إلى النقدية (Gu.,2017)، وتختلف الحاجة للنقدية باختلاف طبيعة الأعمال فبعض الشركات الكبيرة خاصة المتعددة الجنسيات وذات الانتشار الجغرافي تحتاج إلى

الدوافع	التفسير
	تكوين أرصدة نقدية كبيرة ومتراكمة لتجنب الازمات المالية المحتملة وتمويل الفرص الاستثمارية ودفع الضرائب وتلبية الاحتياجات التشغيلية غير العادية مقارنة بالشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم(Wu et al.,2017).
دافع التحوط من المخاطر أو الوقاية The Precautionary Motive	يهدف هذا الدافع إلى تعزيز كفاءة إدارة الشركات لسياساتها الاستثمارية (محمد،٢٠١٧، Etemad,2016)، فالشركات تحتفظ بالنقدية لتأمين التمويل اللازم للفرص الاستثمارية خاصة عندما تكون الموارد التمويلية الخارجية عالية التكلفة، حيث تحرص الشركات على توفير مستوى معين من النقدية لمقابلة التقلبات غير المتوقعة (Dudley and Zhang, 2016)، وغالبًا ما تتحدد قوة الدافع الوقائي في ضوء مخاطر الطوارئ المفاجئة وبالتالي إذا كانت الشركات تعمل في قطاع متقلب النشاط فإن حصتها النقدية الاحتياطية ستكون أعلى من الشركات التي تعمل في بيئة أقل تقلبًا (Dittmar et al.,2003)
دافع المضاربة Speculative Motive	ترى كل من دراسة (Opler et al.,1999, Ozkan and Ozkan,2004) أن الهدف الرئيسي للاحتفاظ بالنقدية لدوافع المضاربة هو أن الشركات قد تقلل من استثماراتها المستقبلية عندما تواجه نقص في النقدية، على سبيل المثال أخذ أو الاستحواذ على الفرص في المستقبل.
دافع الوكالة The Agency Motive	تعتبر مشاكل الوكالة محدد هام لاحتفاظ الشركة بالنقدية (عفيفي،٢٠١٥) وتفسر ذلك نظرية الوكالة بأن فرصة المديرين المتحصنين (التنفيذيين بالشركة) Entrenched Managers في تحقيق مصالحهم الذاتية على حساب مصالح المساهمين تزاد بشكل أكبر عند احتفاظ الشركة بأرصدة نقدية متراكمة عن غيرها من الأصول الأقل سيولة (Ronald and Hamadi,2016;

الدوافع	التفسير
	Sun et al.,2012) لذلك يفضل المديرون الاحتفاظ بالمزيد من النقدية عن دفع توزيعات الأرباح للمساهمين (Bick, et al.,2017) حيث تكون لهم سلطة تقديرية عالية.
الدافع الضريبي Tax Motive	يتعلق هذا الدافع بإعادة إيرادات الشركات التابعة الأجنبية إلى أوطانها من الشركات متعددة الجنسيات (أبوزنت،٢٠١٥) فعندما يكون معدل الضريبة في البلدان التابعة الأجنبية أقل مما هو عليه في البلد الأم قد تختار الشركات الاحتفاظ بالأرباح المحققة نقدًا بدلًا من إعادتها إلى البلد الأم وتسديد العبء الضريبي وقد تنتهج الشركات هذا السلوك خاصة عندما تكون غير مقيدة ماليًا في البلد الأم (Desai et al.,2007).

وبالإضافة إلى الدوافع السابقة، ناقش الأدب المحاسبي (Akhtar et al., 2018, Dittmar et al.,2003) بعض الدوافع الأخرى للاحتفاظ بالنقدية حيث أشارت دراسة (Harford et al.,2008) بأن المديرون يميلون للاحتفاظ بالنقدية باعتبارها مصدر للفرح Cash as A Source of Joy، أو بدافع تجنب زيادة تكاليف التمويل الخارجي، وتكلفة الفرصة البديلة، أو بدافع تخفيف القيود المالية، أو دافع الاشارة Signalling Motive أو دافع التنويع Diversification Motive، أو دافع المنافسة، أو دوافع سياسية وثقافية.

وقد قدم الأدب المحاسبي عدة **نظريات حاولت تفسير دوافع الشركات في تكوين أرصدة نقدية متراكمة مع محاولة المحافظة على المستوى الأمثل للنقدية** ويمكن توضيح أهم هذه النظريات كما يلي:

١- نظرية المفاضلة الساكنة Static Trade off Theory:

تفترض هذه النظرية أن الشركات تحدد المستوى الأمثل للنقدية الذي يجب الاحتفاظ به من خلال المفاضلة بين التكاليف الحدية للأصول السائلة مع المنافع الحدية لها وفي إطار افتراض أن المديرون يعظمون من ثروة المساهمين فإن **التكلفة الرئيسية للاحتفاظ بالنقدية** هي تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر في الأصول السائلة (Al-Najjar,2013)

وطبقا لدراسة (Dittmar et al.,2003) فإن هذه التكلفة يطلق عليها تكلفة إجراء المعاملة Cost-of –Carry وهي الفرق بين العائد على النقدية والفائدة التي يمكن أن تدفع لتمويل وحدة إضافية من النقدية، ومن ناحية أخرى، في حالة عدم قيام المديرين بتعظيم ثروة المساهمين واتجاههم لزيادة الحيازة النقدية والأصول الخاضعة لسيطرتهم وبالتالي زيادة حرية التصرف الإداري لديهم Managerial Discretion فسوف تزاد تكلفة الاحتفاظ بالنقدية لزيادة تكلفة الوكالة(Guizani,2017). وتستند هذه النظرية في تفسير الاحتفاظ بالنقدية إلى دافعين أولهما: **دافع تكلفة المعاملة** ويقترح الاحتفاظ بالنقدية نظرًا لارتفاع التكاليف الثابتة الأساسية المرتبطة بزيادة التمويل الخارجي، ثانيهما: **دافع الوقاية للاحتفاظ بالنقدية ويستند** إلى تأثير عدم تماثل المعلومات على القدرة في زيادة مصادر التمويل، فالشركات قد تتردد في زيادة تمويلها الخارجي بسبب بعض مشكلات السوق مما يجعلها تتجه إلى تكوين راكد مالي Financial Slack للتغلب على تلك المشكلات (Al-Najjar,2015;Ozkan and Ozkan,2004)

٢- نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل Pecking Order Theory:

إن عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين يجعل تكلفة التمويل الخارجي مرتفعة (Chen,2008)، لذلك فإن تقليل هذه التكلفة يتطلب من الشركات تمويل استثماراتها أولًا من الأرباح المحتجزة، ثم الديون الآمنة Safe Debt ثم تتدرج إلى ديون أقل خطورة Risky Debt وأخيرًا من حقوق الملكية. وقد توصلت هذه النظرية إلى أن الشركات ليس لديها مستويات نقدية مثالية ولكن تستخدم النقدية كحاجز A buffer بين الأرباح المحتجزة واحتياجات الاستثمار (Al-Najjar,2015)، لذلك فإن مستوى النقدية طبقًا لهذه النظرية يتحدد كنتيجة لقرارات التمويل والاستثمار المختلفة وفقا للنمط الهرمي للتمويل The Hierarchal Pattern of Financing (Dittmar et al.,2003). وبناءً على ذلك، عندما تكون التدفقات النقدية التشغيلية الحالية كافية لتمويل استثمارات جديدة فإن الشركات يمكنها تسديد الديون ودفع توزيعات الأرباح وزيادة تراكم النقدية، وفي المقابل عندما تكون الأرباح المحتجزة غير كافية لتمويل الاستثمارات الحالية فإن الشركات يمكنها استخدام النقدية المتراكمة إذا لزم الأمر، وإصدار ديون جديدة (Guizani,2017).

وبالتالي، فإن هذه النظرية تستند إلى قيام المديرين بتكوين أرصدة نقدية متراكمة لتجنب الاعتماد على رأس المال الخارجي نتيجة لعدم تماثل المعلومات من ناحية، وفقد فرص استثمارية موجبة في حالة قصور مصادر التمويل الداخلية من ناحية أخرى (عفيفي،٢٠١٥).

٣- نظرية التدفق النقدي الحر Free Cash Flow Theory:

أشارت دراسة (Jensen,1986) إلى أن التدفق النقدي الحر هو كل تدفق نقدي يزيد عما هو مطلوب لتمويل كل المشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة، وأكدت على أن المديرون المتحصنين يفضلون الاحتفاظ بالنقدية بدلًا من دفع توزيعات نقدية للمساهمين لاستخدامها كحائط صد وقائي ضد ظروف عدم التأكد التي قد تنشأ في المستقبل، فعندما يكون لدى الشركة فرص استثمارية ضعيفة يميل المديرين لتكوين الأرصدة النقدية لزيادة حجم الأصول الخاضعة لسيطرتهم واكتساب سلطة أوسع على قرارات الاستثمار (Guizani,2017) مما يوفر لهم الفرصة لتحقيق منافعهم الخاصة دون التعرض لمراقبة من مقدمي رأس المال في حالة التمويل الخارجي (Dittmar and Mahrt-Smith,2007).

وفي ضوء ما سبق يتضح للباحث أن جوهر النظريات السابقة يدور حول حقيقة أن الشركات قد تواجه صعوبة عند الحصول على التمويل الخارجي بتكلفة منخفضة بسبب عدم تماثل المعلومات الذي قد يرجع إلى الممارسات الانتهازية للإدارة، وعدم كفاية الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المالية وغير المالية، لذلك فإن الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية قد يساهم في التخفيف من مشكلة عدم تماثل المعلومات من ثم إمكانية حصول الشركة على التمويل الخارجي بتكلفة منخفضة.

٤- نظرية الوكالة Agency Theory:

تعتبر مشاكل الوكالة محددًا هامًا من محددات الاحتفاظ بالنقدية في الشركات (Lin et al.,2018; Dittmar et al.,2003) وترجح نظرية الوكالة أن المديرين يفضلون بناء امبراطورية في المستقيل Empire-Building من خلال توسعة نطاق أو حجم الشركة وهو ما قد يؤدي إلى إنفاق المديرين للأموال المتاحة في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة (Al-Najjar,2015). وقد أشارت دراسة (Jensen and Meckling,1976) إلى أن تعارض المصالح بين الإدارة والمساهمين قد ينشأ عندما تحتفظ الشركة بمبالغ نقدية كبيرة، فالمديرين المتحصنين (التنفيذيين) يميلون إلى الاحتفاظ بالنقدية بدلًا من دفع توزيعات نقدية للمساهمين من أجل سهولة الحصول على المنافع الخاصة بهم. ومن ناحية أخرى تري دراسة (Richardson,2006) أن المديرون من المحتمل أن يبالغون في زيادة الاستثمار عندما تكون هناك تدفقات نقدية متاحة تحت تصرفهم ، وقد وفرت الدراسات

(Dittmar et al.,2003;Jensen and Meckling,1976) أدلة على أن الشركات الغنية بالنقد Cash–Rich Firms غالبًا ما تشترك في أنشطة تدمر القيمةValue-Destroying Activities مثل زيادة الدفع في عمليات الاستحواذ وعدم إعادة الفائض النقدي للمساهمين مما يشير إلى أن المديرين المتحصنين يميلون بقوة إلى استخدام النقدية المتراكمة في تحقيق منافعهم الخاصة.

وقد قدمت دراسة (Harford et al.,2008) ثلاثة فروض لتفسير العلاقة بين الوكالة والاحتفاظ بالنقدية هي:

أ- فرض المرونة Flexibility Hypothesis:

يفضل المديرون أصحاب المصالح الذاتية المرونة والتحرر من قيود سوق المالية وعند المفاضلة بين زيادة الاستثمارات الحالية مقابل المرونة المستقبلية فأنهم يميلون أكثر إلى المرونة، وعندما يتوافر لدى الشركة فائض في التدفق النقدي فإنهم لا يستثمرونه بالكامل، وبدلًا من ذلك فإنهم يحتفظون بجزء منه مفضلين الاحتفاظ باحتياطيات نقدية كبيرة، ولذلك يمكن القول بأن زيادة تعارضات الوكالة تؤدي إلى زيادة في الاحتياطيات النقدية بمعنى أن فرض المرونة يتنبأ بوجود علاقة موجبة بين مشاكل الوكالة والنقدية المحتفظ بها.

ب- فرض الإنفاق Spending Hypothesis:

استنادًا إلى هذا الفرض يفضل المديرون أصحاب المصالح الذاتية التوسع في الشركة وإنفاق الزيادة في التدفقات النقدية، وفي حالة قيام المديرون بتراكم النقدية فإنهم سوف يبحثون عن وسائل أسرع لتوظيف النقدية في مشروعات تعظم منافعهم الخاصة (Liu et al.,2014)، وبالتالي فهم يفضلون الانفاق في الوقت الحاضر عن الاستثمار في المستقبل. ويتنبأ هذا الفرض بوجود علاقة سالبة بين تعارضات الوكالة والنقدية المحتفظ بها (Kusnadi,2011).

ج- فرض قوة حملة الأسهم Shareholders Power Hypothesis:

في حالة وجود رقابة فعالة للمساهمين على المديرين فإنهم قد يسمحوا لهم بزيادة الاحتفاظ بالنقدية وذلك للتغلب على مشاكل نقص الاستثمارات في حالة زيادة تكلفة التمويل الخارجي (بسبب عدم اكتمال سوق المال) وتركز العديد من النماذج على المفاضلات التي تواجه المساهمين عند تحديد السيولة التي يجب أن تكون تحت تصرف الإدارة واحتمال ضعف

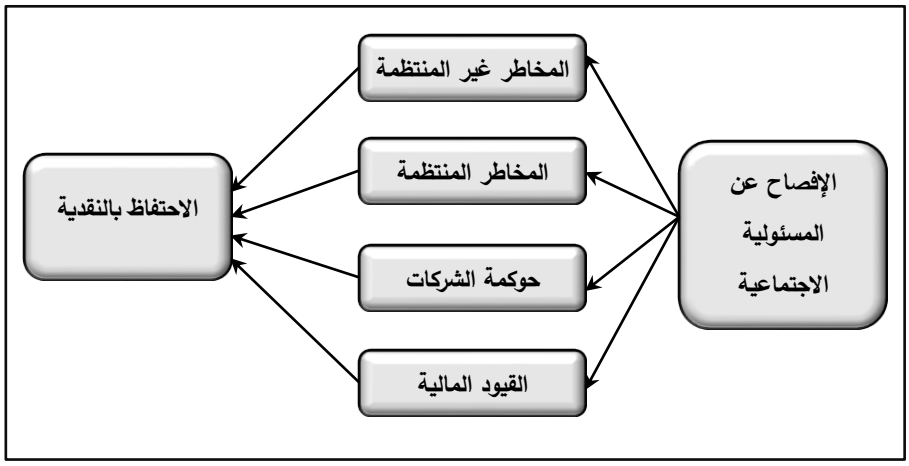
الاستثمارات نتيجة لعدم تماثل المعلومات بين المديرين وأصحاب رؤوس الأموال. ويتنبأ هذا الفرض بوجود علاقة موجبة بين تعارضات الوكالة والنقدية المحتفظ بها(عفيفي،٢٠١٥).

٥- نظرية التسلسل الهرمي للتمويل Financing Hierarchy Theory:

وفقا لهذه النظرية، لا يوجد مستوى امثل للاحتفاظ بالنقدية فمعظم الشركات ليس لها مستوى نقدية مستهدف بل تحدد النقدية بناء على احتياجاتها الاستثمارية (Hall et al., 2014) ، وتقوم بترتيب مصادر التمويل لتقليل التكاليف المرتبطة بعدم تماثل المعلومات، وتستخدم الشركات في البداية مصادر التمويل الداخلية وفي حالة عدم كفايتها تلبي باقي احتياجاتها النقدية من المصادر الخارجية . وقد أشارت دراسة Dittmar et al.,2003) إلى أن النقدية هي نتيجة لقرارات التمويل والاستثمار المختلفة المقترحة من قبل النمط الهرمي للتمويل، كما أن الشركات التي لديها مستويات عالية من التدفقات النقدية هي تلك التي تهتم بتوزيعات الأرباح وقد تعتمد في تمويلها على الديون وبالتالي تميل إلى تراكم النقدية بغرض التحوط من المخاطر المستقبلية، كما أكدت دراسة (Akhtar et al.,2018) على أن الشركات التي تواجه قيودًا مالية تكون أكثر ميلًا لزيادة النقدية المحتفظ بها. وفي ضوء ما سبق يتضح أن تلك النظرية تكون أكثر وضوحًا في ظل زيادة عدم تماثل المعلومات، وضعف مستوى الإفصاح.

٢-٢ العلاقة التأثيرية بين المسئولية الاجتماعية وجودة الحوكمة وانعكاساتها على الاحتفاظ بالنقدية :

وفقا لتقرير المجلس العالمي للتنمية المستدامة تمثل المسئولية الاجتماعية التزام على الشركات للتصرف بطريقة أخلاقية والمساهمة في التنمية الاقتصادية مع الاهتمام بجودة الحياة للعاملين وأسرهم والمجتمع المحلي ككل (Nguyen et al., 2017; Chang et al., 2016) وقد تستخدم الشركة تقرير المسئولية الاجتماعية لتعزيز تصورات أصحاب المصالح حول مدى ملاءمة أعمال الشركة لصالح المجتمع والبيئة مما ينعكس على بناء صورة جيدة وتحقيق سمعة قوية للشركة في السوق (Nekhili et al.,2017). وقد حاول الأدب المحاسبي (Chen et al.,2018; Cheung.,2016) تفسير العلاقة التأثيرية بين المسئولية الاجتماعية وجودة الحوكمة وانعكاساتها على الاحتفاظ بالنقدية من خلال عدة آليات يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:



شكل (١) قنوات المسئولية الاجتماعية التي تؤثر على الاحتفاظ بالنقدية

في ضوء الشكل السابق، يتضح للباحث أن المسئولية الاجتماعية يمكن أن تخفف من **المخاطر غير المنتظمة The Idiosyncratic Risk** حيث تمكن الشركات من امتصاص الصدمات Absorb Shocks الداخلية والخارجية (Cheung,2016)، فالمسئولية الاجتماعية تحافظ وتعزز من العلاقات الجيدة بين أصحاب المصلحة في شكل زيادة المصداقية مع العملاء والمستثمرين، وزيادة الثقة بين الموظفين والموردين، وتحسين صورة الشركة بين المجتمعات والهيئات التنظيمية(Dutordoir et al.,2018)، وهو ما يوفر بالتالي حماية قوية للشركة شبيهة بالتأمين Insurance Like Protection تعمل على استقرار الطلب والعرض في أوقات الأزمات وزيادة المرونة ضد الصدمات وتساهم في سرعة تعافي الشركة واستدامة نموها وترتبط المخاطر غير المنتظمة بالاحتفاظ بالنقدية بعلاقة موجبة لأن الدافع الوقائي للاحتفاظ بالنقدية يزاد بالنسبة للشركات كلما أصبحت تدفقاتها النقدية أكثر خطورة (Cheung,2016)

أما بالنسبة للمخاطر المنتظمة The Systematic Risk فإن الشركات ذات الأداء العالي للمسئولية الاجتماعية تتمتع بزيادة ولاء العملاء للشركة والاهتمام بالمستثمرين مما قد يساهم في تخفيض هذه المخاطر إلى اقل حد ممكن وهناك وجهتي نظر بشأن العلاقة بين المخاطر المنتظمة والاحتفاظ بالنقدية **الأولى:** أن انخفاض المخاطر المنتظمة قد يقلل من دافع المعاملة للاحتفاظ بالنقدية وقد أشارت دراسة (Palazzo,2012) إلى أن الشركات الأقل ارتباطًا بالصدمات الإجمالية من المحتمل أن تكون أقل عرضة لنقص التدفقات النقدية في الحالات التي تحتاج فيها إلى تمويل خارجي وبالتالي فمن المتوقع أن تكون أقل احتفاظًا

بالنقدية. كما أشارت دراسة (Acharya et al.,2013) إلى أن المخاطر المنتظمة تؤثر في قرار اختيار الشركة بين الاحتفاظ بالنقدية والتمويل الخارجي، وإن البنوك تميل إلى تمويل الشركات التي تهتم بالمسئولية الاجتماعية باعتبارها أقل تعرضًا للمخاطر المنتظمة، وهو ما يقلل من الحاجة إلى الاحتفاظ بالنقدية. **الثانية:** إن انخفاض المخاطر المنتظمة قد يؤدي إلى ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية بسبب التحوط من مخاطر إعادة التمويل، فقد اشارت دراسة (Harford et al.,2014) إلى أنه كلما كانت هياكل استحقاق الديون في الشركات قصيرة الأجل كلما زادت حدة مخاطر إعادة التمويل التي تواجهها، ويمكن للشركات التخفيف من هذه المخاطر من خلال زيادة الاحتفاظ بالنقدية، وفي هذا السياق، اشارة دراسة (Chen et al.,2013) إلى أن الشركات تميل إلى اختيار هيكل أطول لاستحقاق الديون لتقليل مخاطر إعادة التمويل وتجنب تكاليف التعثر المالي.

وبالنسبة **لحوكمة الشركات** قد ترتبط بالمسئولية الاجتماعية بشكل سلبي، **فوفقًا لنظرية الوكالة** من المتوقع أن ترتبط كل من المسئولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية بشكل إيجابي لأن المديرين المتحصنين يميلون إلى الاحتفاظ بالنقدية والمشاركة في أنشطة المسئولية الاجتماعية من أجل تحقيق مصالحهم الخاصة(Jiraporn and Chintrakarn,2013). فقد أكدت الدراسات (Lending et al.,2018; Kusnadi.,2011) على أن حوكمة الشركات تحد من الممارسات الانتهازية للإدارة وتقلل من مشكلات الوكالة وهو ما يؤدي إلى انخفاض الاحتفاظ بالنقدية. ومن ناحية أخرى قد ترتبط الحوكمة بالمسئولية الاجتماعية للشركة بعلاقة موجبة وذلك للعديد من الأسباب منها: الاستخدام الواسع من قبل المستثمرين للاستثمار المسئول اجتماعيًا، فممارسات الحوكمة الجيدة (الضعيفة) تؤدي الى زيادة (نقص) المسئولية الاجتماعية للشركات، كما تري دراسة (Beltratti,2005) تكامل كل من الحوكمة والمسئولية الاجتماعية في وظيفة الهدف والقيود التي تواجه الشركات. وبالإضافة إلى ذلك فإن المديرين في الشركات التي لديها ممارسات حوكمة جيدة يمكنهم الاستفادة من العلاقات مع أصحاب المصالح في تكوين استراتيجية تحصين فعالة Effective Entrenchment Strategy لذلك فمن المتوقع أن الحوكمة القوية للشركات ترتبط بارتفاع في مستوى المسئولية الاجتماعية (Farizi et al.,2014).

وبالنسبة **للقيود المالية** فقد أشارت دراسة (Lee and Park.,2016) إلى أن الشركات التي تواجه صعوبات كبيرة في الحصول على رأس المال الخارجي تميل إلى تراكم النقدية، كما أن الشركات التي تهتم بالمسئولية الاجتماعية هي الأقل تعرضًا للقيود المالية وذلك لأن

قواعد الحوكمة وشبكة العلاقات الاجتماعية مع أصحاب المصالح تخلق بيئة تحد من الممارسات الانتهازية الإدارية والتغلب على مشكلة الانتفاع المجاني The Free Rider (Habib and Hasan.,2017) لذلك يرى مقدمي رأس المال أن المسئولية الاجتماعية تشكل قيد على المخاطر الاخلاقية في عقود المديونية، وتؤدي إلى انخفاض تكاليف التمويل وبالتالي تقلل من الاحتفاظ بالنقدية(Hasan et al.,2017).

٣- العلاقة التأثيرية بين التجنب الضريبي وجودة الحوكمة وانعكاساتها على الاحتفاظ بالنقدية :

بالرغم من تنامي ظاهرة أنشطة تجنب الضريبة، إلا انه لا يوجد تعريف محدد لها بوضوح فقد أشارت دراسة (Hanlon and Heitzman,2010) إلى أن التجنب الضريبي هو تخفيض الضرائب الظاهرة على الشركة Reduction of Explicit Taxes، حيث يأخذ في الاعتبار كل الصفقات التي تؤثر في الالتزام الضريبي الواضح على الشركة وهو ما يشمل الأنشطة الفعلية المفضلة ضريبيًا. كما تشير دراسة (Abdul Wahab et al.,2017) إلى أن التجنب الضريبي يشمل استراتيجيات التخطيط الضريبي المختلفة التي تستخدم في تقليل الالتزام الضريبي إلى الحد الأدنى ومثل هذه الأنشطة تؤدي إلى خسائر في إيرادات الدولة. وفي هذا السياق حددت الدراسات السابقة (Minnick and Noga,2010,Huseynov and Klamm,2012) أنشطة التجنب الضريبي بأنها الأنشطة التي تقلل من مدفوعات الضرائب المرتبطة بالدخل المحاسبي قبل الضرائب Pretax Accounting Income وتقوم الشركة بهذه الأنشطة من أجل الاحتفاظ بمعدلات ضرائب منخفضة على المدى الطويل.

كما أكدت دراسة (الجرف،٢٠١٧) على أن الوفورات الضريبية تمثل أحد الدوافع الهامة لقيام الإدارة بالتلاعب والقيام بممارسة إدارة الأرباح لتجنب الضرائب أو تأجليها إلى المستقبل ففي حالة تحقيق الشركة لخسائر قد تسعى الإدارة لزيادة الخسائر (ممارسة Big Bath) حتى يمكن الاستفادة من ترحيلها للأمام تطبيقًا للمادة(٢٩) من قانون الضرائب، أو من خلال تدنية الأرباح لدفع ضرائب أقل، كما يمكن لإدارة الشركة خلال فترات الإعفاء تأجيل بعض النفقات إلى فترات الخضوع للضريبة أو تعظيم الأرباح والاعتراف المبكر بها حتى تستفيد من ميزة الأعفاء الضريبي.

وقد أشارت دراسة (McClure et al.,2018) إلى أن قرار الإدارة بخصوص أنشطة تجنب الضريبة تعتمد علي المقارنة بين ما تحققه من **وفورات ضريبية متوقعة للمساهمين**

والشركة من ناحية مثل زيادة السيولة، وزيادة الأرباح، وتخفيض الالتزامات الضريبية، كما أن انخفاض كفاءة معدل الضريبة Effective Tax Rate (ERT) قد يكون بمثابة إشارة إيجابية للمستثمرين مما يقلل من تكلفة رأس المال، **والتكاليف والمخاطر المحتملة على الشركة من ناحية أخرى** مثل زيادة تكاليف المعاملات والتكاليف القانونية، وزيادة العداوة Hostility تجاه الشركة، والسمعة السيئة بين مختلف أصحاب المصالح فضلًا عن تعرض الشركة لمستويات أعلى من المخاطر السياسية والتنظيمية وكذلك العقوبات المالية والاجتماعية مثل المقاطعة Boycotts **لذلك يري الباحث** أن الفوائد المكتسبة من التجنب الضريبي يجب أن تتجاوز بشكل أكبر التكاليف المحتملة منه حتى يتوافر لدى الشركة حافز قوى للمشاركة في أنشطة تجنب الضريبة.

وفيما يتعلق بعلاقة التجنب الضريبي بجودة الحوكمة فقد عرضت دراسة (Ariff and Hashim,2014) وجهتين نظر بشأن هذه العلاقة **أولاً:** أن هيكل الحوكمة يؤثر على كيفية إدارة الشركة لضرائبها تماشيًا مع منظور أن الاستراتيجية الضريبية هي جزء من مسئوليات مجلس الإدارة مما يتطلب تحقيق التوازن بين خفض الضرائب والتحسن في أداء الشركة. وقد أظهرت نتائج دراسة (Chen et al., 2010) أن الشركات ذات هياكل الحوكمة المختلفة يكون لديها سلوكيات مختلفة في تجنب الضرائب. **ثانيًا:** أن عدم تماثل المعلومات الضريبية بين الإدارة والمساهمين مثل المعلومات المتعلقة بمدى التخفيضات المسموح بها قانونًا في الدخل الضريبي يعزز من استخدام الأنشطة الضريبية في الممارسات الانتهازية الإدارية. واشارت دراسة (Desai and Dharmapala,2009) إلى أن آليات الحوكمة تؤدي إلى تفعيل إجراءات الرقابة بما يساهم في تخفيض تكاليف الوكالة التي تنشأ من القرارات الضريبية.

وبالنسبة للعلاقة بين **التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية** فقد توصلت الدراسات إلى أن التجنب الضريبي يؤدي إلى زيادة مخاطر الشركة (Rego and Wilson,2012) ويقلل من الشفافية وتخفيض مشكلات الوكالة (Desai and Dharmapala,2009) وهو ما ينعكس على زيادة مخاطر التدفقات النقدية وزيادة مستوى القيود المالية التي تواجه الشركة وبالتالي يؤثر في سلوك الشركة في الاحتفاظ بالنقدية، ومن ناحية أخرى فإن التجنب الضريبي يؤدي إلى زيادة الدافع الوقائي للاحتفاظ بالنقدية فالشركات يمكنها توفير نقدية من أنشطة التجنب الضريبي ومع ذلك فهي تحتاج للنقدية لدفع الضرائب وما يرتبط بها من متأخرات

The Tax and Overdue Payment عندما يتم مراجعتها وتعديلها بأثر راجعي من قبل الإدارة الضريبية في المستقبل.

٤- أثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة:

توفر النقدية للشركات حائط صد ضد صدمات السيولة المستقبلية غير المتوقعة، فالاحتياطيات النقدية تلعب دورًا هامًا كأداة لتأمين السيولة في ظل عدم وجود توازنات في السوق (عفيفي،٢٠١٦). **وقد قدمت الدراسات المحاسبية أدلة على طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة في سياق الحوكمة**، فقد أشارت دراسة (Harford et al.,2008) إلى أن الشركات في ظل وجود ممارسات حوكمة ضعيفة Poor Governance تميل إلى تراكم النقدية مما يدفع المديرين المتحصنين إلى الافراط في زيادة الاستثمار Overinvestment لتحقيق مصالحهم الخاصة، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الوكالة ووجود قيود على مصادر التمويل الخارجي لذلك فإن الشركات التي تحتفظ بمستوى مرتفع من النقدية في ظل وجود حوكمة ضعيفة سوف يتأثر أدائها وقيمتها السوقية سلبًا. وقد أشارت دراسة (Dittmar and Mahrt-Smith,2007) إلى أن الحوكمة تؤثر على قيمة الشركة من خلال تأثيرها على السياسة النقدية حيث قد يتم تخفيض القيمة السوقية للشركات التي تمتلك احتياطيات نقدية زائدة بما يصل إلى النصف عندما تكون ممارسات الحوكمة ضعيفة. وفي المقابل وجدت دراسة (Lee and Lee,2009) أن ممارسات الحوكمة القوية ترتبط بمراقبة فعالة للمديرين مما يحد من المرونة الإدارية في إنفاق موارد الشركة على مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة مما ينعكس على زيادة القيمة السوقية للشركة.

واستنادًا إلى الضغوط التنافسية Competitive Pressure وجدت دراسة (Fresard,2010) أن الشركات التي لديها احتياطي نقدي كبير تكون أكثر احتمالًا للزيادة في قيمتها السوقية وفسرت ذلك بأن تراكم النقدية يوفر للشركة الكثير من فرص النمو مقارنة بالمنافسين وبالتالي الاستفادة من فرصة الاستثمار في المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة. وفي هذا السياق، قدمت دراسة (Bates et al.,2009) دليلًا على أن الشركات تحتفظ بالنقدية عندما تصبح التدفقات النقدية المستقبلية أكثر خطورة وهذا الدليل تدعمه بقوة **الدوافع الوقائية** ويشير إلى وجود علاقة موجبة بين الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة. وفي المقابل توصلت دراسة (Nguyen et al.,2017) إلى وجود علاقة غير خطية بين الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة وتدعم هذه النتيجة **نظرية التدفق**

النقدي الحر، وهذا يعني أن الشركة سوف تسعى إلى تحقيق التوازن بين تكاليف ومنافع الاحتفاظ بالنقدية لتحقيق المستوى الأمثل للنقد لتعظيم القيمة السوقية للشركة.

واستنادًا إلى ما سبق، وحيث أن اقتصاديات الدول النامية تتأثر بقوة قيود الاقتراض، وتواجه درجة عالية من عدم التأكد. لذلك قد تلجأ الشركات في هذه الاقتصاديات الى الاحتفاظ بالمزيد من النقدية عن الشركات في الدول المتقدمة للقيام بالمشروعات الاستثمارية المستقبلية لتحسين أدائها وزيادة قيمتها السوقية(Horioka and Terada-Hagiwara, 2013)

٥- الدراسات السابقة والفجوة البحثية وتطوير الفروض:

قدمت الدراسات السابقة في مجال الاحتفاظ بالنقدية وعلاقتها بالتجنب الضريبي والمسئولية الاجتماعية، وأثرها على قيمة الشركة نتائج متباينة، وفي إطار استكمال جهود تلك الدراسات سيتم تناولها على النحو التالي:

٥-١ دراسات تناولت العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والتجنب الضريبي والمسئولية الاجتماعية وحوكمة الشركات:

تمثل الهدف الرئيسي لدراسة (Wang,2015) في اختبار العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والتجنب الضريبي وكذلك استكشاف أثر مستوى تطبيق قانون الضرائب على هذه العلاقة، واعتمدت في ذلك على دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصينية المسجلة في البورصة من خلال مشاهدة (٩١٢٦) شركة-سنة خلال الفترة من عام (١٩٩٩) حتى عام (٢٠١٠). **وقد توصلت الدراسة** إلى أن زيادة مستوى التجنب الضريبي تؤدي إلى زيادة القيود المالية، وانخفاض مستوى الشفافية ومن ثم زيادة الحوافز الوقائية للاحتفاظ بالنقدية.

كما هدفت دراسة (Al-Najjar,2015) إلى اختبار أثر آليات الحوكمة على الاحتفاظ بالنقدية في المشروعات الصغيرة والمتوسطة، واعتمدت في ذلك على دراسة تطبيقية لعينة مكونة من (٣٠٧) شركة صغيرة ومتوسطة في المملكة المتحدة خلال الفترة من عام (٢٠٠٠) حتى عام (٢٠٠٩). وقد **توصلت الدراسة** إلى عدم وجود تأثير معنوي لحوكمة الشركات والملكية الداخلية على الاحتفاظ بالنقدية في المشروعات الصغيرة والمتوسطة الحجم.

في حين هدفت دراسة (عفيفي،٢٠١٥) إلى اختبار أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المساهمة المصرية، واعتمدت في ذلك على دراسة تطبيقية لعينة من (٨٢) شركة مساهمة مقيدة بالبورصة خلال عام (٢٠٠٩). **وقد تواصلت الدراسة**

إلى وجود علاقة سالبة بين آليات حوكمة مجلس الإدارة (استقلالية كل من مجلس الإدارة، ورئيس مجلس الإدارة) والنقدية المحتفظ بها.

بينما هدفت دراسة (Yi Lu et al.,2016) إلى تحليل أثر الإفصاح عن تقارير المسئولية الاجتماعية على الأصول النقدية، واعتمدت في ذلك على دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الأمريكية من خلال مشاهدة (١٠٠٩٢) شركة –سنة خلال الفترة من عام (١٩٩٢) حتى عام (٢٠١١)، **وقد توصلت الدراسة** إلى أن الإفصاح عن تقرير المسئولية الاجتماعية يؤدي إلى زيادة القيمة الحدية للأصول النقدية وهذا التأثير يكون أكثر وضوحًا بالنسبة للشركات التي تعمل في بيئة معلومات أقل شفافية.

وفي هذا السياق، هدفت دراسة (Cheung,2016) إلى تحليل العلاقة بين المسئولية الاجتماعية للشركة والاحتفاظ بالأصول النقدية وذلك من خلال التركيز على ثلاث قنوات هي: المخاطر المنتظمة، والمخاطر غير المنتظمة، وحوكمة الشركات. ولتحقيق هذا الهدف تم الاعتماد على أسلوب الدراسة التطبيقية لعينة من (٢٣٦٤) شركة خلال الفترة من عام (١٩٩١) حتى عام (٢٠١١). **وقد توصلت الدراسة** إلى أن هناك تأثير إيجابي للمسئولية الاجتماعية للشركات على الاحتفاظ بالأصول النقدية وقد أتضح ذلك عبر قناة المخاطر المنتظمة.

أما دراسة (Chang et al.,2016) فقد حاولت اختبار أثر التجنب الضريبي على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات الأمريكية وأثر أنشطة المسئولية الاجتماعية على هذه العلاقة، واعتمدت في ذلك على دراسة تطبيقية من خلال مشاهدة (٦٩٧١) شركة –سنة خلال الفترة من عام (١٩٩١) حتى عام (٢٠٠٨). **وقد توصلت الدراسة** إلى أن هناك تأثير إيجابي للتجنب الضريبي على الاحتفاظ بالنقدية، كما أن أنشطة المسئولية الاجتماعية تخفف من هذه العلاقة. كما أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط سالبة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسئولية الاجتماعية.

كما هدفت دراسة (محمد،٢٠١٧) إلى تفسير العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية والمسئولية الاجتماعية للشركات بالتطبيق على البيئة المصرية كأحد الأسواق الناشئة، ولتحقيق هذا الهدف تم الاعتماد على أسلوب الدراسة التطبيقية وذلك باستخدام عينة قدرها (٥٠) شركة مساهمة خلال الفترة من عام (٢٠٠٧) حتى عام (٢٠١٦)، **وقد توصلت الدراسة** إلى عدم وجود تأثير معنوي للاحتفاظ بالأصول النقدية على تحمل الشركة للمسئولية الاجتماعية في معظم القطاعات الاقتصادية، إلا أن هناك تأثير معنوي لسياسة الاحتفاظ

بالأصول النقدية في كل من قطاع الاتصالات والتكنولوجيا وقطاع الأغذية والمشروبات على تصنيفها في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة.

في حين **هدفت دراسة (Arouri and Pijourlet,2017)** إلى استكشاف أثر أداء المسئولية الاجتماعية على قيمة الأصول النقدية، ولتحقيق هذا الهدف تم الاعتماد على دراسة تطبيقية حيث تم مشاهدة (٤١٦١) شركة –سنة في (٥٠) دولة خلال الفترة من عام (٢٠٠٥) حتى عام (٢٠٠٩). **وقد توصلت الدراسة** إلى أن أداء المسئولية الاجتماعية له تأثير إيجابي على قيمة الأصول النقدية المحتفظ بها خاصة في الشركات التي تعمل في البلاد التي يتمتع فيها المساهمين بالحماية الجيدة من المديرين.

أما دراسة (Kiesewetter and Manthey,2017) فقد هدفت إلى تحليل أثر حوكمة الشركات والمسئولية الاجتماعية على العلاقة بين خلق القيمة وتجنب الضرائب، واعتمدت في ذلك على دراسة تطبيقية لعينة من الشركات في (٢٠) دولة أوروبية مختلفة من خلال مشاهدة (٩٩٢٤) شركة–سنة خلال الفترة من عام (٢٠٠٥) حتى عام (٢٠١٤). **وقد توصلت الدراسة** إلى أن التجنب الضريبي لا يخلق قيمة للشركات الأوروبية، وأن حوكمة الشركات القوية ترتبط بمعدل ضريبي أقل فاعلية في ظل اقتصاديات السوق.

كما **هدفت دراسة (Habib and Hasan,2017)** إلى اختبار تأثير رأس المال الاجتماعي على الاحتفاظ بالنقدية، وكذلك استكشاف الآليات التي يتم من خلالها هذا التأثير. واعتمدت في ذلك على دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الأمريكية حيث تم مشاهدة (٦٧٤٩٣) شركة –سنة خلال الفترة من (١٩٩٧) حتى عام (٢٠١٥). **وقد توصلت الدراسة** إلى أن رأس المال الاجتماعي يقلل من الاحتفاظ بالنقدية من خلال كل من آلية القيود المالية وجودة التقارير المالية في حين يؤدي إلى زيادة الاحتفاظ بالنقدية عن طريق آلية المخاطر النظامية.

بينما **قامت دراسة (Akhtar et al.,2018)** بمراجعة شاملة للعلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات سواء على مستوى الشركة أو الدولة، واعتمدت في ذلك على التحليل المفاهيمي والنظري لهذه العلاقة من خلال الدراسات السابقة بدلًا من الدراسة التطبيقية. **وقد توصلت الدراسة** إلى أن حوكمة الشركات تعد ضرورية للاستخدام الفعال لموارد الشركة، وتساهم في تقليل تكاليف الوكالة المرتبطة بالنقدية المحتفظ بها وتحسين قيمتها.

٥-٢ دراسات تناولت العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة:

تمثل الهدف الرئيس لدراسة (Ameer,2012) في اختبار أثر الاحتفاظ بالنقدية وتركيز الملكية على قيمة الشركة. واعتمدت في ذلك على دراسة تطبيقية لعينة مكونة من (٣٨٩) شركة غير مالية أسترالية خلال الفترة من عام (١٩٩٥) حتى عام (٢٠٠٥). **وقد توصلت الدراسة** إلى وجود علاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة خاصة في حالة جودة آليات الحوكمة، بينما تكون هذه العلاقة سالبة في حالة انخفاض جودة هذه الممارسات.

كما هدفت دراسة (Azmat,2014) إلى تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة، واعتمدت في ذلك على دراسة تطبيقية لعينة مكونة من (٢٦١) شركة مسجلة في سوق الأوراق المالية الباكستانية. **وقد توصلت الدراسة** إلى وجود علاقة ارتباط بين الاحتفاظ بين النقدية وقيمة الشركة عند المستوى الأمثل للنقدية. كما أن الانحراف عن هذا المستوى يؤثر سلبًا على قيمة الشركة.

في حين هدفت دراسة (Maham and Shabanha,215) إلى تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وجودة الأرباح. ولتحقيق هذا الهدف تم الاعتماد على دراسة تطبيقية لعينة مكونة من (١٠٠) شركة مسجلة في بورصة طهران للأوراق المالية خلال الفترة من عام (٢٠٠٠) حتى عام (٢٠١٢). **وقد توصلت الدراسة** إلى وجود علاقة ارتباط سالبة وغير معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية وجودة الأرباح.

بينما هدفت دراسة (Al-dhamari and Ismail,2015) إلى اختبار أثر الاحتفاظ بالنقدية والاتصالات السياسية على جودة الأرباح في البيئة الماليزية، واعتمدت في ذلك على دراسة تطبيقية من خلال مشاهدة (٢٩٥) شركة-سنة وذلك خلال الفترة من عام (٢٠٠٧) حتى عام (٢٠١١). **وقد توصلت الدراسة** إلى أن الشركات التي لديها احتياطيات نقدية زائدة تكون ذات جودة أرباح عالية.

وقد حاولت دراسة (Huang et al.,2015) اختبار تقييم المستثمرين للعلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية ومستوى استثمارات الشركات التايوانية، واعتمدت في ذلك على دراسة تطبيقية من خلال مشاهدة (٦١٨٥) شركة -سنة خلال الفترة من عام (١٩٩٨) حتى عام (٢٠٠٨). **وقد توصلت الدراسة** إلى أن قيمة الاحتفاظ بالنقدية تكون أقل في الشركات التي لديها زيادة في الاستثمار عن تلك التي تعاني من نقص الاستثمار.

كما هدفت دراسة (Nguyen et al.,2016) إلى اختبار العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة والقيود المالية. ولتحقيق هذا الهدف تم الاعتماد على دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الفيتنامية حيث تم مشاهدة (١٦٣٨) شركة –سنة خلال الفترة من عام (٢٠٠٨) حتى عام (٢٠١٣). **وقد تواصلت الدراسة** إلى وجود علاقة عكسية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة.

أما دراسة (بلال،٢٠١٧) فقد حاولت تحليل العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها ولتحقيق هذا الهدف تم الاعتماد على دراسة تطبيقية لعينة مكونة من (١٢٦) شركة مساهمة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام (٢٠١٣) حتى عام (٢٠٠١٥) **وقد توصلت الدراسة** إلى أن جودة الأرباح ترتبط بعلاقة سالبة بالنقدية المحتفظ بها في الشركات المساهمة المصرية.

في حين **هدفت دراسة (Bick et al.,2017)** إلى تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية ومحاسبة القيمة العادلة، واعتمدت في ذلك على دراسة تطبيقية للشركات المسجلة في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال مشاهدة (٢٤٧٤١) شركة –سنة. **وقد توصلت الدراسة** إلى أن الشركات التي تستخدم القيمة العادلة للأصول والالتزامات (مدخلات المستوى الأول، والثاني) تميل إلى زيادة الاحتفاظ بالنقدية. **كما هدفت دراسة (Farinha et al.,2018)** إلى تحليل أثر جودة الأرباح على الاحتفاظ بالنقدية، واعتمدت في ذلك على دراسة تطبيقية للشركات المسجلة في بورصة لندن للأوراق المالية حيث تم مشاهدة (٩٦٧٣) شركة –سنة خلال الفترة من عام (١٩٩٠) حتى عام (٢٠١٥). **وقد توصلت الدراسة** إلى أن الشركات ذات جودة الأرباح العالية تميل إلى الاحتفاظ بالمزيد من النقدية من أجل تجنب الاعتماد على التمويل الخارجي المكلف.

٥-٣ الفجوة البحثية:

طبقًا لما انتهت إليه الدراسات السابقة يمكن للباحث الإشارة إلى أهم ما تتميز به الدراسة الحالية ومساهمتها في الأدب المحاسبي لتقليل الفجوة البحثية كما يلي:

١- ندرة الدراسات السابقة التي تناولت تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والتجنب الضريبي والمسئولية الاجتماعية باستثناء دراسة (Al-Najjar,2015) التي تناولت أثر الحوكمة على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات الصغيرة والمتوسطة في المملكة المتحدة، ودراسة (Wang,2015) التي تناولت علاقة الاحتفاظ بالنقدية بالتجنب الضريبي في الصين، ودراسة (Chang et al.,2016) التي تناولت العلاقة بينهما في الشركات الأمريكية. ولعل ذلك ما يتطلب أهمية اختبار تلك العلاقة في البيئة المصرية نظرًا للاهتمام المتزايد من قبل الدولة بتقليل التجنب الضريبي، وزيادة المسئولية الاجتماعية،

وتحفيز الشركات على استخدام الأصول النقدية المتراكمة في الاستثمارات لتنمية الاقتصاد الوطني.

٢- لم تقدم الدراسات السابقة أدلة حاسمة عن طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسئولية الاجتماعية وقيمة الشركات حيث توصلت دراسة (Yi Lu et al.,2016) إلى وجود علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية والإفصاح عن المسئولية الاجتماعية، بينما وجدت دراسة (Chang et al.,2016) عدم وجود علاقة معنوية بينهم. لذا تحاول الدراسة الحالية تقديم دليلًا من البيئة المصرية عن العلاقة بين هذه المتغيرات في ضوء بعض النظريات التفسيرية التي استخدمت في هذا المجال وهو ما قد يساهم في تقليل الجدل المثار حول العلاقات بين هذه المتغيرات.

٣- معظم الدراسات التي تناولت العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والافصاح عن المسئولية الاجتماعية لم تتطرق لتأثير هذه العلاقة على قيمة الشركة، فضلًا عن أن معظم هذه الدراسات تمت في بيئات متقدمة مثل البيئة الأسترالية (Ameer,2012)، والبيئة البريطانية (Al-Najjar,2015)، والبيئة الأمريكية (Yi et al.,2016;Chang et al.,2016) وهي تختلف في طبيعتها عن البيئة المصرية من حيث النواحي القانونية والثقافية والاقتصادية مما يتطلب أهمية اختبار تلك العلاقات في البيئة المصرية.

٤- بالرغم من اتفاق الدراسات السابقة على أهمية العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسئولية الاجتماعية إلا أنها لم تتناول بعض المتغيرات التي قد تكون ذات دلالة تفسيرية أكثر دقة عند تحديد الحجم الأمثل للاحتفاظ بالنقدية مثل جودة آليات الحوكمة وهو ما تتميز به الدراسة الحالية.

٥- تختلف منهجية الدراسة الحالية عن منهجية معظم الدراسات السابقة في استخدام أسلوب تحليل المحتوى لفحص التقارير المالية خلال سلسلة زمنية أكثر حداثة، واستخدامها لمقياس متكامل لقيمة الشركة يعتمد على كل من معدل العائد على الأصول، ونموذج Tobin's Q.

٥-٤ تطوير فروض البحث:

توصلت الدراسات السابقة إلى نتائج متباينة بشأن علاقة الاحتفاظ بالنقدية بكل من التجنب الضريبي والإفصاح عن المسئولية الاجتماعية، لذا تحاول الدراسة الحالية تحليل هذه العلاقة في ضوء نظريات الأدب المحاسبي وفحص تأثير آليات الحوكمة الجيدة عليها من ناحية، وكذلك استكشاف أثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة من ناحية أخرى كما يلي:

٥-٤-١ الاحتفاظ بالنقدية والافصاح عن المسئولية الاجتماعية:

يشير الأدب المحاسبي إلى أن تقرير المسئولية الاجتماعية يوفر معلومات إضافية Incremental Information تفيد أصحاب المصالح عند تقييم أداء الشركات، حيث يساهم هذا التقرير في تقليل تكلفة رأس مال الشركة، وزيادة دقة توقعات المحللين(Ferris et al.,2017; Yi Lu et al.,2016) وتماشيًا مع ذلك وجدت دراسة (Matsumura et al.,2014) في حين أن السوق يعاقب الشركات ذات الأداء الاجتماعي الضعيف، فإنه يكافئ الشركات التي تفصح عن المزيد من معلومات المسئولية الاجتماعية.

وفي الواقع، يعد الإفصاح عن تقرير المسئولية الاجتماعية بمثابة استجابة من الشركة لتحقيق الرقابة وتوفير المعلومات التي يحتاج إليها أصحاب المصالح، فهو يتضمن استراتيجيات التنمية طويلة الأجل، وقضايا استدامة الأداء التي تتجاوز نطاق التقارير السنوية التقليدية (Kim et al.,2012) فقد يشير هذا التقرير إلى الإيرادات المتوقعة في الأسواق، والعلاقات مع الموظفين، والغرامات المحتملة، وتكاليف الامتثال الأخرى Other Compliance Costs استنادًا إلى خصائص عمليات الشركة (Sharfman and Fernando,2008).

أما أن علاقة الاحتفاظ بالنقدية بتقرير المسئولية الاجتماعية فقد قدمت **نظريات الإفصاح المحاسبي** تفسيًرا لهذه العلاقة حيث أشارت **نظرية الوكالة** إلى أن أنشطة المسئولية الاجتماعية ترتبط بدرجة عالية بمشكلات الوكالة استنادًا إلى استراتيجية التحصين الإداري وهو ما يدفع المستثمرين إلى تخفيض قيمة الأصول النقدية في الشركات التي تمارس هذه الأنشطة لأنهم يتوقعون من مديري هذه الشركات أن يستخدموا النقدية في تحقيق منافعهم الخاصة وهو ما يؤدي إلى إهدار الموارد المالية (Fabrizi et al.,2014) وإن كان ذلك يتعارض مع وجهة النظر التي تري أن المديرين قد يستخدمون أنشطة المسئولية الاجتماعية لحل النزاعات مع أصحاب المصالح ، وهو ما قد يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة (Jiraporn and Chintrakarn,2013)، وفي هذا السياق، فإن الفكرة الرئيسية لنظرية **أصحاب المصالح** The Stakeholder Theory تقوم على أساس أن الإدارة يجب أن تسعى لتحقيق مصلحة جميع أصحاب المصالح مع الشركة كما أن الإدارة الاستراتيجية لأصحاب المصالح غير الماليين Non-Financial Stakeholders هي وسيلة لخلق القيمة للمساهمين ولذلك فإن الأداء العالي للمسئولية الاجتماعية قد يسمح للمديرين بتحقيق المزيد

من المكاسب لأصحاب المصالح مما قد يؤدي إلى استخدام أكثر كفاءة للموارد المالية وزيادة الاحتفاظ بالنقدية (Arouri and Pijourlet,2017)

وقد قدم الفكر المحاسبي وجهتين نظر بشأن علاقة الاحتفاظ بالنقدية بالمسئولية الاجتماعيــة أولاً: أن تقرير المسئولية الاجتماعية يوفر معلومات عن التكاليف والمنافع الحالية والمستقبلية، ويقلل من عدم تماثل المعلومات ويعزز من الرقابة على قرارات المديرين الاستثمارية وبالتالي يقلل من فرص المديرين لإساءة استخدام النقدية في المشروعات التي تدمر القيمة (Yi Lu et al.,2016) وهو ما ينعكس على زيادة قيمة الأصول النقدية. ويتفق ذلك مع دراسة (Arouri and Pijourlet,2017) التي توصلت إلى أن أداء المسئولية الاجتماعية له تأثير إيجابي على قيمة الاحتفاظ بالنقدية.

ثانيًا: من منظور التكلفة والعائد للاحتفاظ بالنقدية فإن الشركات ذات المسئولية الاجتماعية العالية (المنخفضة) تحتاج إلى الاحتفاظ بدرجة أقل (اكثر) من النقدية ويرجع ذلك إلى أن هذه الشركات تكون أقل عرضة لمشاكل التمويل الخارجي حيث يعزز الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية من الثقة بين المشاركين، ويقلل من المخاطر، والصدمات الإجمالية Aggregate Shock والتعثر المالي بسبب الحماية الناتجة عن وجود شبكة علاقات جيدة مع أصحاب المصالح الرئيسين (Habib and Hasan,2017;Hasan et al.,2017) . ومن ثم فإن الشركات ذات المسئولية الاجتماعية لا تحتاج إلى الاحتفاظ بالنقدية لتفادي الصدمات السلبية Adverse Shocks حيث أن المعاملات والدوافع التحوطية للاحتفاظ بالنقدية تكون أقل في الشركات ذات المسئولية الاجتماعية العالية، وتؤيد ذلك دراسة Habib and Hasan,2017) حيث توصلت إلى أن الإفصاح عن تقرير المسئولية الاجتماعية يقلل من ممارسات الإدارة الانتهازية في الأصول النقدية ، ويسمح للشركات بسهولة الوصول إلى التمويل الخارجي، ويقلل من القيود المالية مما ينعكس على انخفاض الاحتفاظ بالنقدية. واستنادًا إلى الجدل السابق يمكن صياغة الفرض الأول كما يلي:

توجد علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية والإفصاح عن المسئولية الاجتماعية.

٥-٤-٢ الاحتفاظ بالنقدية والتجنب الضريبي:

تتمثل الميزة الرئيسية للاحتفاظ بالنقدية في أنه يتيح للشركات إمكانية تنفيذ المشروعات التي لها قيمة Valuable Projects. وقد توصلت الدراسات السابقة (Wang,2015;Lu and Han,2013) إلى أن محددات الاحتفاظ بالنقدية تتضمن

سياسات الاقتصاد الكلي، وعدم تماثل المعلومات، وتكاليف الوكالة، واستراتيجية التشغيل، وسياسة الضرائب. وقد وجدت دراسة (Rego and Wilson,2012) علاقة موجبة بين التجنب الضريبي وتقلبات التدفقات النقدية للشركة، حيث تعتبر هذه التقلبات محدد مباشر للاحتفاظ بالنقدية، كما وجدت دراسة (Opler et al.,1999) أن الشركات التي تتعرض لتقلبات كبيرة في التدفقات النقدية تميل أكثر إلى الاحتفاظ بنسبة عالية من النقدية إلى إجمالي الأصول. وفي هذا السياق، فإن الزيادة في تقلبات التدفقات النقدية يمكن أن تؤدي إلى زيادة درجة عدم التأكد المرتبطة بالمدفوعات مما يتطلب من الشركات الاحتفاظ باحتياطيات نقدية لمواجهة الحالات المفاجئة (Ender and Ersan,2017) ونتيجة لذلك، ومع الزيادة في التجنب الضريبي سوف تزاد تقلبات التدفقات النقدية وبالتالي سوف تحتفظ الشركات بمزيد من النقدية في إطار الدوافع الوقائية (Bates et al.,2009)

ويمكن للباحث تفسير علاقة الاحتفاظ بالنقدية بالتجنب الضريبي من خلال المحاور التالية:

أولًا: مع وجود مخاطر مرتبطة بالمراجعة الضريبية Tax Audit Risk فإن التجنب الضريبي قد يؤدي إلى زيادة عدم التأكد المرتبطة بالعقوبات الضريبية Tax Penalties وهو ما يدفع الشركات الى زيادة الاحتفاظ بالنقدية لتلبية الاحتياجات المستقبلية فإذا لم تحتفظ الشركات بالنقدية الكافية فإنها قد تفتقد للفرص الاستثمارية المستقبلية بسبب السداد الالزامي للغرامات الضريبية (Wang,2015).

ثانيًا: من ناحية أخري، فإن التجنب الضريبي قد يؤدي إلى نقص شفافية الشركة وهو ما يؤثر على سياسة احتفاظ الشركة بالنقدية. فوفقًا **لنظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل** فإن انخفاض الشفافية يؤدي إلى صعوبة الحصول على التمويل الخارجي وهو ما يجعل التمويل الداخلي أكثر جاذبية More Attractive وبناء على ذلك يزاد معدل الاحتفاظ بالنقدية في حالة التجنب الضريبي، وقد توصلت دراسة (Carlos.,2018) إلى أن الشركات التي تقوم بالتجنب الضريبي غالبًا ما يكون لديها ببيئة معلومات أقل شفافية وذلك لأن عدم تماثل المعلومات يجعل الشركات تواجه المزيد من القيود والتعقيد المالي وزيادة مشاكل الوكالة وذلك بسبب الاختيار العكسي للمستثمرين الخارجيين وهو ما يدفع الشركة إلى الاحتفاظ بالمزيد من الاحتياطيات النقدية لتلبية احتياجات الاستثمار المستقبلية، وفي هذا السياق، توصلت دراسة (Wang and Zhu,2013) إلى زيادة معدل الاحتفاظ بالنقدية مع زيادة القيود المالية الناتجة عن التجنب الضريبي. كما أن

هناك وجهة نظر بديلة **وفقًا لنظرية التدفق النقدي الحر** تقوم على افتراض أنه مع انخفاض الشفافية، يزاد الخطر الأخلاقي المرتبط بالنقدية المحتفظ بها في الشركة، حيث تعتبر النقدية أحد الموارد المتنوعة Fungible Resource التي تستغلها الإدارة في تحقيق منافعها الخاصة، وبالتالي فإن معدل الاحتفاظ بالنقدية سوف ينخفض مع التجنب الضريبي لنقص الشفافية (Drobetz et al.,2010).

ثالثًا: أنشطة التجنب الضريبي غالبًا ما تنطوي على معاملات معقدة ونظرًا لطبيعتها الخاصة فقد يكون من السهل على المديرين اخفاء الاخبار السيئة للأنشطة وفي هذه الحالة لا يفضل المستثمرين قيام الشركة بالاحتفاظ بالنقدية لأنها قد تزيد من قيام المديرين بأنشطة التجنب الضريبي. وفي **سياق نظرية الوكالة** فإن التجنب الضريبي قد يؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة ومن ثم نقص الاحتفاظ بالنقدية (Wang,2015).

وبناء على ذلك يمكن صياغة الفرض الثاني كما يلي:

توجد علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية والتجنب الضريبي.

٥-٤-٣ الاحتفاظ بالنقدية وجودة آليات الحوكمة:

تشير حوكمة الشركات الى نظام من القواعد والممارسات يتم من خلاله توجيه عمليات الشركات والرقابة عليها، ويحدد هيكل ومبادئ الحوكمة الحقوق والمسئوليات لمختلف أصحاب المصالح في الشركة، ويسعي إلى تقليل صراعات الوكالة التي تنشأ من اختلاف دوافع كل من الملاك والمديرين (Filatotchev et el., 2018; Nakpodia and Adegbite,2018). وقد قدم الأدب المحاسبي أدلة تفسر طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وآليات الحوكمة الجيدة حيث أشارت دراسة (Chen,2008) إلى أن المديرين يميلون إلى تحقيق مصالحهم الذاتية بشكل أكبر من تعزيز قيمة المساهمين خاصة عندما تحتفظ الشركة باحتياطيات نقدية بدلًا من استثمار هذه النقدية في استثمارات مربحة، لذلك فإن الشركات التي تتمتع بآليات الحوكمة الجيدة من المحتمل أن تواجه صرعات وكالة أقل وبالتالي انخفاض الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية (Harford et al.,2008).

ويعد مجلس الإدارة أحد آليات الحوكمة الداخلية الرئيسية التي تتولى تحديد استراتيجية الشركة وتوجهاتها، واتخاذ القرارات التي من شأنها التأثير على أداء الشركة، ومراقبة الإدارة نيابة عن المساهمين(Paniagua et al.,2018) ويساهم **استقلال أعضاء المجلس** في تحقيق رقابة فعالة على أداء المديرين التنفيذيين وتحقيق الانضباط داخل الشركة مما ينعكس على الحد من الممارسات الانتهازية الإدارية وبالتالي الاحتفاظ بنقدية أقل (Al-Najjar and

(Clark,2017. وفي هذا السياق، **تري نظرية المفاضلة** أن استقلال المجلس يعزز من جودة الإفصاح عن المعلومات ويخفض من عدم تماثلها مما يؤدي إلى زيادة شفافية المعلومات ومن ثم زيادة فرصة الشركة في الوصول إلى مصادر التمويل الخارجية وبالتالي انخفاض رغبتها في الاحتفاظ بنقدية كبيرة. واتساقًا مع **نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل** فإن استقلال مجلس الإدارة يوفر حماية أفضل للمساهمين، ويخفض من صراعات الوكالة مما ينعكس على انخفاض دافع الاحتفاظ بالنقدية(عفيفي،٢٠١٥). **وبالنسبة لحجم المجلس** فيعد عامل مؤثر في قرارات الشركة خاصة المرتبطة بقرارات التمويل فتعقد عمليات الشركة قد يتطلب زيادة حجم المجلس لتوفير رقابة أفضل على أداء الإدارة مما يقلل من نزاعات الوكالة وبالتالي ينعكس على انخفاض الاحتفاظ بالنقدية (Lasfer,2006). وفي المقابل، يري البعض أن هناك صعوبة في التنسيق بين الأعضاء في المجالس الكبيرة، كما أنها قد تعاني من مشاكل الانتفاع المجاني للمديرين Directors Free-Riding ، وبالتالي انخفاض في عمليات الرقابة وهو ما ينعكس على زيادة الاحتفاظ بالنقدية (Al-Najjar and Clark,2017).

كما **أن ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول** تخفض من فعالية رقابة المجلس وتؤدي إلى زيادة مشاكل الوكالة وهو ما ينعكس على زيادة الاحتفاظ بالنقدية (Wai and Zhu,2013). لذلك فإن ممارسات الحوكمة الضعيفة قد يترتب عليها قيام الشركة بدفع المزيد من التوزيعات نقدية من أجل تخفيض مشكلة الخطر الأخلاقي مما قد يدفع الشركة إلى تزايد الاحتفاظ بالنقدية (عفيفي،٢٠١٥). وبالتالي يمكن صياغة الفرض الثالث كما يلي:

توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية وجودة آليات الحوكمة.

٥-٤-٤ الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة:

ترغب الشركات عادة في الاحتفاظ بالنقدية حتى يكون لديها مرونة مالية تمكنها من تمويل الاستثمارات بسرعة في حالة توافر فرص مربحة، وكذلك بهدف تجنب التكاليف العالية لمصادر التمويل الخارجية (Habib et al.,2017،عفيفي،٢٠١٥)، **ووفقا لنظرية المفاضلة** فإن الشركات ذات الحيازة النقدية العالية تتحمل تكاليف معاملات أقل (عند الحاجة للتمويل)، وتكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية وتمويل استثماراتها الحالية والمتوقعة دون الحاجة العاجلة إلى بيع الأصول لتوفير

السيولة (Martinez-Sola et al.,2013;Jiang and Lie, 2016)، كما تري **نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل** أن الاحتفاظ بالنقدية يعد ضروريًا لتمويل الاستثمارات المحتملة، وفي ظل عدم وجود مصادر تمويل خارجية وارتفاع تكلفة التمويل ربما تفقد الشركة الفرص الاستثمارية وتنخفض قيمتها ومن ثم تنخفض ثروات المساهمين(Bates et al.,2017; Orlova and Rao,2018) وفي المقابل ترى **نظرية الوكالة** أن احتفاظ الشركة بأرصدة نقدية كبيرة يرتبط بتزايد مشكلة الخطر الأخلاقي حيث يمكن للمديرين إساءة استغلال السلطة المتاحة لهم وتحقيق منافعهم الخاصة على حساب تعظيم قيمة الشركة(Al-Najjar and Clark,2017).

وعلى مستوى الأدب المحاسبي فقد أشارت دراسة (Myers and Majluf,1984) إلى أن تعظيم قيمة الشركة يعتمد على تحقيق المستوى الأمثل للنقدية ففي حالة الركود المالي تكون الشركة أكثر قدرة على الاستفادة من الفرص الاستثمارية المحتملة مما يؤثر إيجابيًا على قيمة الشركة، ومن ناحية أخري فإن النقدية من الأصول ذات معدلات العائد المنخفضة لذلك قد لا ترغب الشركات في الاحتفاظ بقدر أكبر من النقدية، كما يري حملة الأسهم الخارجيين أن تقوم الشركة بتوزيع النقدية لأن الاحتفاظ بكمية كبيرة منها ربما قد يخدم مصالح المديرين ويضر بقيمة الشركة. كما أشارت دراسة (Anton,2016) إلى أن قرار الاحتفاظ بالنقدية ينظر إليه كقرار استراتيجي وليس كنتائج للأرباح المتبقية Residual Earnings فالإدارة الفعالة لأنشطة النقدية ومحاولة وضعها عند المستوى الأمثل يساهم في الاستفادة من الفرص الاستثمارية وتكوين المدخرات الاحتياطية Precautionary Savings مما ينعكس على زيادة قيمة الشركة.

وفي المقابل وجدت دراسة (Harford,1999) أن الشركات التي لديها كمية كبيرة من النقدية هي أكثر عرضة للقيام بعمليات الاستحواذ والتي من شأنها أن تقلل من قيمة الشركة وتفسر ذلك **نظرية التدفق النقدي الحر** بأن الاحتفاظ بكمية كبيرة من النقد يولد رغبة لدي المديرين لزيادة سلطتهم مما قد يؤدي إلى نقص الاستثمار، وانخفاض في ثروات المساهمين كما وجدت دراسة (Luo and Hachiya,2005) أن الاحتفاظ بالنقدية يؤدي إلى مشاكل الوكالة ويؤثر سلبًا على قيمة الشركة. كما توصلت دراسة (Nguen et al., 2016) إلى وجود علاقة غير خطية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة. وفي ظل هذا الجدل بين الأكاديميين والممارسين للمهنة يمكن صياغة الفرض الرابع كما يلي:

توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة.

٦- بناء نماذج الدراسة التطبيقية:

استنادًا إلى فروض البحث، يمكن تحديد متغيرات الدراسة وتوصيفها وكيفية قياسها كما يلي:

٦-١ قياس الاحتفاظ بالنقدية Cash Holding:

هناك طرق مختلفة لقياس الاحتفاظ بالنقدية في الأدب المحاسبي من أهمها: نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية (Habib and Hasan,2017)، والفرق بين نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول للشركة ومتوسط الصناعة (Harford et al.,2008)، ونسبة النقدية وما في حكمها إلى القيمة السوقية للشركة أو قيمة المبيعات(Al-Najjar,2015). **وقد استند الباحث** في قياس الأرصدة النقدية على أكثر هذه الطرق دقة في النتائج وأكثرها انتشارًا في الدراسات المحاسبية وهي نسبة النقدية وما في حكمها إلى صافي القيمة الدفترية للأصول (محسوبًا بإجمالي الأصول مخصومًا منها النقدية وما في حكمها) (Bick et al.,2017; Opler et al.,1999).

٦-٢ قياس الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية Corporate Social Responsibility (CSR):

اعتمد الباحث في قياس مستوى الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية على المؤشر المصري للمسئولية الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات (S&P/ESG EGX) الصادر عن المركز المصري للمديرين بالتعاون مع مؤسسة "ستاندارد أند بورز" والبورصة المصرية وقد تم استخدامه من قبل العديد من الدراسات التي تمت في البيئة المصرية باعتباره أكثر استقرارًا وارتباطًا باحتياجات المجتمع (سعد الين،٢٠١٣، رميلي،٢٠١٦، محمد،٢٠١٦)

ويتكون المؤشر المصري من شقين **أولًا:** آليات الحوكمة وتتضمن (هيكل الملكية وحقوق المساهمين، ومعلومات مالية وتشغيلية، ومعلومات عن مجلس الإدارة والإدارة العليا، وأخلاقيات العمل ومسئولية الشركات)، **ثانيا:** المسئولية الاجتماعية والبيئة وتتضمن (حماية البيئة، ومعلومات عن العاملين، وتنمية المجتمع، و رضا العملاء وجودة المنتج)، وسوف تعتمد الدراسة على الدرجة الثنائية التي تطبقها مؤسسة "ستاندارد أند بورز" لإعداد المؤشر حيث يأخذ العنصر رقم (١) إذا افصحت الشركة عنه، و(صفر) اذا لم يتم الإفصاح عنه ثم يتم حساب النسبة المئوية لمستوى إفصاح الشركة وهي عبارة عن عدد نقاط الإفصاح لكل شركة مقسومة على إجمالي عدد عناصر المؤشر (الحد الأقصى للإفصاح) (Nekhili et al.,2017).

$$\text{CSR reporting Index}=\sum_{t=1}^{nj}\frac{X_{ij}}{n_j}$$

حيث أن:

- Nj: إجمالي عدد عناصر مؤشر المسئولية الاجتماعية (٣٢) عنصر.
- Xij: عدد عناصر مؤشر المسئولية الاجتماعية التي تم الإفصاح عنها للشركة j خلال الفترة t

٦-٣ قياس التجنب الضريبي (Tax Avoidance (TA):

استنادًا إلى الدراسات السابقة (Huang et al., 2016; McClure et al., 2018; Carlos.,2018) يشير التجنب الضريبي إلى أي نشاط يهدف إلى تقليل المسئولية الضريبية الصريحة للشركة Firm's Explicit Tax Liability ومن ثم تقليل الضرائب المدفوعة، ونظرًا لعدم إمكانية ملاحظة نشاط التجنب الضريبي بشكل مباشر، فإن كل المقاييس المتاحة لقياسه قد تعاني من الأخطاء والحدود (Hanlon and Heitzman, 2010; Lisowsky et al., 2013) **وبشكل عام يتم قياس التجنب الضريبي في معظم أدبيات المحاسبة باستخدام طريقة معدل كفاءة الضريبة** وذلك لأنه يعكس سلوك الشركة في التجنب الضريبي بشكل أكثر دقة، كما أنه أقل عرضة للممارسات المحاسبية، وبالإضافة إلى ذلك فأنه يستبعد تأثير العناصر الخاصة التي تؤدي إلى خسائر نتيجة لاستثمارات سيئة (Huseynov et al.,2017)، وطبقا لتلك الطريقة يتم المقارنة بين معدل الضريبة القانوني(STR) Statutory Tax Rate المطبق بالدولة ومعدل كفاءة الضريبة(ETR) The Effective Tax Rate، وكلما زاد معدل الضريبة القانوني المطبق بالدولة عن معدل كفاءة الضريبة كلما كانت هناك وفورات ضريبية أكثر من تجنب الضريبة. ويمكن حساب معدل كفاءة الضريبة من خلال المعادلة التالية (Huang et al.,2016):

$$Current\ ETR_{i,t}=\frac{Total\ Tax\ Expense_{i,t}-\ Deferred\ Tax\ Expense_{i,t}}{Pretax\ Net\ Profit_{i,t}}$$

حيث أن:

- Current ETR: معدل كفاءة الضريبة.
- Total Tax Expense: إجمالي مصروفات الضرائب.
- Deferred Tax Expense: مصروفات الضرائب المؤجلة.
- Pretax Net Profit: صافي الربح قبل خصم الضرائب.

٦-٤ قيمة الشركة Firm Value (FA):

يقصد بقيمة الشركة الثمن أو المقابل الذي يراه أصحاب المصالح في الشركة أنه يعبر عن قيمتها وفي ظل تعدد نماذج قياس قيمة الشركة (الصيرفي،٢٠١٦)، وعدم وجود نموذج مثالي لقياس القيمة في الأدب المحاسبي تعتمد الدراسة الحالية على استخدام نموذج (Tobin's Q) كمقياس للقيمة يعتمد على البيانات السوقية حيث يعتبر أكثر النماذج دقة واستخدامًا في الدراسات المحاسبية (Li et al.,2016;Azmat.,2014) ويحسب كما يلي:

$$\text{(Tobin's Q)} = \frac{\text{القيمة السوقية لحق الملكية + القيمة الدفترية للديون}}{\text{إجمالي قيمة الأصول}}$$

حيث أن القيمة السوقية لحق الملكية = عدد الأسهم المصدرة × سعر إقفال السهم في نهاية الشهر الثالث بعد انتهاء السنة المالية (الحوشي،٢٠١٧).

وكلما زادت نسبة Tobin's Q عن الواحد فإن ذلك يشير إلى أن القيمة السوقية للأصول أعلى من القيمة الإستبدالية ويعد ذلك مؤشرًا لارتفاع العائد على استثمارات المنشأة، ووجود فرص أعلى للنمو وزيادة الاستثمار، وانخفاض النسبة عن الواحد يشير إلى أن المنشأة تم تقيمها بأقل من قيمتها (الصيرفي،٢٠١٦).

وعلاوة على ذلك، **تستخدم الدراسة الحالية** معدل العائد على الأصول كمقياس للأداء يعتمد على البيانات المحاسبية ويتم حسابه من خلال صافي الربح بعد الضرائب إلى إجمالي الأصول (Nguyen et al.,2017).

٦-٥ جودة آليات الحوكمة Corporate Governance (CGQ) :

تعتمد الدراسة على مؤشر تجميعي لقياس جودة آليات الحوكمة داخل الشركة، حيث يأخذ القيمة من (صفر) إلى(١٠) حسب مدي توافر مؤشرات جودة آليات الحوكمة التالية (الدليل المصري لحوكمة الشركات (الإصدار الثالث)،٢٠١٦، Aldamen and Duncan,2012): استقلال أكثر من نصف أعضاء المجلس، وعدم الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، وعدد أعضاء لجنة المراجعة لا يقل عن ثلاثة أعضاء، واستقلال أعضاء اللجنة، وتوافر الخبرات المالية والمحاسبية في أعضاء اللجنة، وعدد مرات اجتماع لجنة المراجعة لا يقل عن (٤) مرات سنويًا، وجود دليل عمل للجنة المراجعة، وجود لجنة للحوكمة، وجود لجنة لإدارة المخاطر، ارتباط الشركة بأحد مكاتب المراجعة الكبرى.

٦-٦ متغيرات الرقابة:

هناك بعض المتغيرات الأخرى بخلاف الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وجودة آليات الحوكمة التي قد تؤثر على الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ويوضح الجدول رقم (٢) أهم متغيرات الرقابة وكيفية حساب قيمتها في ضوء الدراسات السابقة.

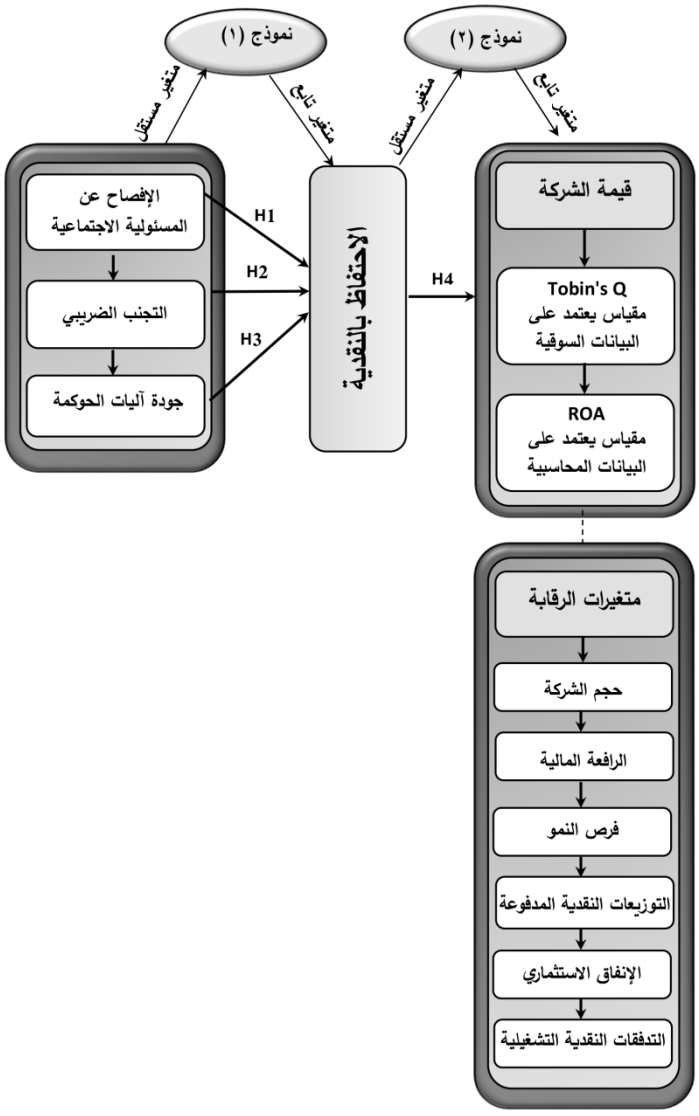
جدول رقم (٢) متغيرات الرقابة وطريقة قياسها

المتغير	رمز المتغير	طريقة القياس
حجم الشركة	SIZE	تتميز الشركات الكبيرة بوفورات الحجم، وتنوع أنشطتها والقدرة على تخفيض عدم تماثل المعلومات لذلك فإنها قد تحتفظ بمبالغ نقدية أقل(Habib and Hasan.,2017)، وفي المقابل فإن ارتفاع تكلفة الحصول على التمويل في الشركات صغيرة الحجم قد يجعلها تلجأ الى الاحتفاظ بالمزيد من النقدية(عفيفي،٢٠١٥). ويتم قياسه باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.
الرافعة المالية	LEV	الشركات التي لديها القدرة في الحصول على التمويل الخارجي تكون أقل احتفاظًا بالنقدية، وعلى النقيض من ذلك، فإن المزيد من الديون في هيكل رأس المال قد يؤدي إلى احتمال حدوث التعثر المالي وبالتالي تحتاج هذه الشركات للاحتفاظ بالمزيد من النقدية (Al-Najjar,2015)، وهي عبارة عن إجمالي الخصوم طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول.
فرص النمو	MTB	ترتبط فرص النمو بارتفاع تكاليف الوكالة التي تنتج بسبب تضارب المصالح بين حملة الأسهم وأصحاب الديون، كما أن تكلفة الفرصة البديلة بسبب نقص السيولة ستكون أكثر حدة في الشركات التي لديها مشاريع استثمارية عالية الجودة، وبالتالي فإن تكاليف التعثر المالي تجعل التمويل الخارجي أكثر تكلفة (Guizani,2017) ولتفادي هذه التكاليف تميل الشركات للاحتفاظ بالنقد حتى لا تتعرض لخطر نقص الاستثمار في المستقبل، وبالتالي فالشركات التي تتمتع بفرص نمو عالية تحتاج إلى مستوى عالي من النقدية للتعامل مع أي نقص محتمل (Opler et al.,1999). ويتم قياسها من خلال القيمة السوقية لحقوق الملكية مضافًا اليها القيمة الدفترية للالتزامات إلى القيمة الدفترية للأصول.

المتغير	رمز المتغير	طريقة القياس
التوزيعات النقدية المدفوعة	DIVID	الشركات التي تحتفظ بمبالغ نقدية عالية قد يكون لديها قدرة أعلى على دفع التوزيعات النقدية وسداد الديون، مقارنة بالشركات الأقل احتفاظًا بالنقدية (Al-Najjar and Clark,2017) ويتم قياسها كمتغير وهمي يأخذ القيمة (١) في حالة دفع الشركات لتوزيعات و(صفر) بخلاف ذلك.
الإنفاق الاستثماري	CAPEX	استنادًا إلى نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل فإن الشركات ذات الإنفاق الاستثماري الكبير قد لا يكون لديها فائض أو ربما فائض قليل من الأموال المتولدة داخليًا للاستثمار في احتياطيات الأصول السائلة (Guizani,2017;Opler et al.,1999)، وفي نفس السياق ترى دراسة (Bates et al.,2009) إذا كانت النفقات الرأسمالية تؤدي إلى خلق أصول ويمكن استخدامها كضمانات، فإن النفقات الرأسمالية يمكن أن تزيد من قدرة الحصول على الديون، وتخفض من الطلب على النقدية، وتقاس بنسبة الانفاق الاستثماري إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول
التدفقات النقدية التشغيلية	CFO	تعد التدفقات النقدية أحد أفضل مقاييس الصحة المالية للشركة Company,s Financial Health ومن المرجح أن تميل الشركات التي لديها تدفقات نقدية كبيرة إلى تراكم المزيد من النقدية لتفادي تقلب الأرباح أو نقص السيولة، ووفقًا لنظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل عندما تزيد تكلفة التمويل مع وجود عدم تماثل للمعلومات فإن المديرون يفضلون استخدام مصادر التمويل الداخلية عن المصادر الخارجية، ومع ذلك، فقد وجدت دراسة (Farinha et al.,2018) أن التدفق النقدي يمكن رؤيته كبديل للاحتياطيات النقدية، لذلك فإن الشركات التي لديها تدفقات نقدية عالية قد لا تميل إلى الاحتفاظ بالنقدية لتمويل متطلبات السيولة. ويتم قياسها بالتدفقات النقدية من العمليات التشغيلية خلال العام إلى إجمالي الأصول.

٦-٧ نماذج الدراسة التطبيقية:

سيتم تحقيق أهدف الدراسة واختبار الفروض من خلال تطوير نموذجين لفروض الدراسة، ويوضح الشكل التالي طبيعة العلاقة بين المتغيرات والنماذج التطبيقية المستخدمة:



شكل رقم (٢) إطار البحث ونماذج العلاقة بين المتغيرات

٦-٧-١ النموذج التطبيقي الأول:

$$\mathbf{CASH_{it}}= \beta0+\beta1(CSRit) +\beta2\ (TAit)+ \beta3\ (CGQit) + \beta4\ (CSR^*\ CGQit)+ \beta5\ (TA^*CGQit)+ \beta6(SIZEit)+ \beta7(LEVit\ ) + \beta8(MTBit)+\beta9(DIVIDit)\ +\beta10\ (CAPEXit) +\beta11(CFOit) + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

- $CASH_{it}$: النقدية المحتفظ بها للشركة I في العام t
- CSRit: مستوى الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية للشركة i في العام t
- TAit: التجنب الضريبي للشركة i في العام t.
- CGQit : جودة آليات الحوكمة للشركة i في العام t .
- (CSR*CGQit): متغير تفاعلي للعلاقة بين الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية وجودة آليات الحوكمة
- (TA*CGQit): متغير تفاعلي للعلاقة بين التجنب الضريبي وجودة آليات الحوكمة.
- SIZEit: حجم الشركة i في العام t
- LEVit: الرافعة المالية للشركة i في العام t
- MTBit: فرص النمو للشركة i في العام t .
- DIVIDit: التوزيعات النقدية المدفوعة للشركة i في العام t
- CAPEXit: نسبة الانفاق الاستثماري للشركة i في العام t
- CFOit: التدفقات النقدية التشغيلية للشركة I في السنة t
- ε_{it}: بند الخطأ للشركة i في العام t

٦-٧-٢ النموذج التطبيقي الثاني:

$$\mathbf{FA_{it}}= \beta0+\beta1(CASHit) + \beta2\ (CGQit) + \beta3(SIZEit)+ \beta4(LEVit\ ) + \beta5(MTBit)+\beta6(DIVIDit)\ +\beta7(CAPEXit) +\beta8(CFOit) + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

- FA_{it}: قيمة الشركة I في العام t وهي يعبر عنها بقيمة (Tobin's Q) كمقياس للقيمة السوقية، و (ROA) معدل العائد على الأصول كمقياس يعتمد على البيانات المحاسبية.

٧- تصميم الدراسة التطبيقية:

يمكن بيان تصميم الدراسة التطبيقية من خلال النقاط التالية:

٧-١ مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في كافة الشركات المساهمة غير المالية المقيدة والمتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من عام (٢٠١٥) حتى عام (٢٠١٧).

وقد بَلَغَ عدد هذه الشركات (١٧٨) شركة حتى نهاية عام (٢٠١٧) موزعة على خمسة عشر قطاعًا، وقد اختار الباحث عينة الدراسة وفقًا للشروط التالية:

١- أن تتوافر التقارير المالية عن الشركة بانتظام، وأن تتوافر فيها بيانات كافية لحساب متغيرات الدراسة، وألا تكون قد تعرضت للشطب أو الاندماج أو التوقف خلال فترة الدراسة.

٢- أن تتداول أسهم الشركة في سوق الأوراق المالية المصرية وأن يجري عليها تعامل نشط خلال فترة الدراسة.

٣- أن تكون الشركة قد مضى على قيدها في البورصة أكثر من ثلاث سنوات، وألا تكون قد حققت خسائر بشكل منتظم لأكثر من عام.

وقد أسفر تطبيق المعايير السابقة عن اختيار عدد (١٤٠) شركة لتمثل عينة الدراسة بما يُعادل ما نسبته (٧٨.٦٥%) من إجمالي عدد الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصري، ويوضح الجدول رقم (٤) مجتمع الدراسة وإجراءات اختيار العينة.

جدول رقم (٣) مجتمع الدراسة وإجراءات اختيار العينة وفقًا لتصنيف رأس المال السوقي الصادر من الهيئة العامة للرقابة المالية.

اسم القطاع	مجتمع الدراسة	الشركات المستثناه	عينة الدراسة	نسبة شركات العينة مصنفة قطاعيًا %
الموارد الأساسية.	9	3	6	4.29
الكيماويات.	8	2	6	4.29
التشييد ومواد البناء.	25	6	19	13.58
الأغذية والمشروبات.	29	5	24	17.14
الرعاية الصحية والأدوية.	16	2	14	10
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات.	17	4	13	9.29
الغاز والبترول.	3	–	3	2.14
المنتجات المنزلية والشخصية.	10	3	7	5
العقارات.	31	7	24	17.14
الموزعون وتجارة التجزئة.	5	2	3	2.14
الإعلام.	1	–	1	0.71
تكنولوجيا المعلومات.	3	–	3	2.14
الاتصالات.	4	–	4	2.86
السياحة والترفيه.	16	4	12	8.57
المرافق.	1	–	1	0.71
الإجمالي	178	38	140	%100

٧-٢ مصادر الحصول على البيانات:

اعتمد الباحث في جمع البيانات الخاصة بالدراسة التطبيقية على تحليل محتوى التقارير المالية للشركات محل التطبيق خلال الفترة من عام (٢٠١٥) حتى عام (٢٠١٧) والمتاحة على مواقعها الالكترونية، وموقع أرقام (argamm.com)، وموقع معلومات مباشر (www.mubasher.info)، وموقع شركة مصر لنشر المعلومات (www.egidegypt.com)، وكذلك موقع البورصة المصرية (www.egx.com.eg).

٨-تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض:

يهدف هذا القسم من الدراسة إلى إختبار صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي ثم عرض الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة والتحليل آحادي المتغير (تحليل الارتباط) ثم تحليل الانحدار بغرض اختبار فروض الدراسة:

٨-١ اختبار صلاحية البيانات للتحليل الاحصائي:

للتحقق من مدى اقتراب بيانات المتغيرات المتصلة Continuous Variables من **توزيعها الطبيعي** تم **استخدام كل من اختبار (Kolmogorov-Smirnov) ، واختبار (Shapiro- Wilk)** وقد أظهرت النتائج أن قيمة الاحتمال (P.value) أو (Sig.) أقل من (0.05)، مما يعني عدم اتباع البيانات للتوزيع الطبيعي في كل المتغيرات، ومما يؤكد هذه النتيجة أن معامل الإلتواء (Skewness) لا يقترب من الصفر، ومعامل التفرطح (Kurtosis) لا يقترب من (٣) لمعظم المتغيرات. ولعلاج هذه المشكلة فإنه قد تم استخدام دالة اللوغاريتم الطبيعي (Natural Log) لهذه المتغيرات بحيث تقترب من التوزيع الطبيعي، وبما أن حجم العينة كبير (٤٢٠) مشاهدة فلن تؤثر مشكلة عدم توزيع البيانات توزيعًا طبيعيًاعلى صحة نماذج الدراسة حيث كان مستوى الدلالة (sig) لهذه المتغيرات يساوي (0.000). كما تم **فحص التداخل الخطي** من خلال اختبار Multicollinearity (Test) حيث تم حساب معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor(VIF) لكل متغير من المتغيرات المستقلة بحيث إذا كانت قيمة (VIF) أقل من (10) فإنه يمكن الحكم بعدم وجود ازدواج بين المتغيرات المستقلة (أمين، ٢٠١٣) ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٤) اختبار التداخل الخطي لمتغيرات الدراسة

Collinearity Statistics							
النموذج الثاني (ب)		النموذج الثاني (أ)			النموذج الأول		
ROA_{it}		$Tobin'S\ Q_{it}$		المتغيرات التابعة	$CASH_{it}$		المتغيرات التابعة
VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	المتغيرات المستقلة	VIF	Tolerance	المتغيرات المستقلة
4.183	.239	4.183	.239	CASH	3.207	.231	CSR
3.696	.271	3.696	.271	CGQ	5.487	.118	TA
6.372	.157	6.372	.157	SIZE	2.701	.337	CGQ
3.855	.259	3.855	.259	LEV	1.685	.359	CSR*CGQ
6.361	.157	6.361	.157	MTB	3.591	.228	TA*CGQ
3.121	.320	3.121	.320	DIVID	7.408	.135	SIZE
4.200	.238	4.200	.238	CAPEX	4.488	.223	LEV
9.406	.106	9.406	.106	CFO	7.331	.136	MTB
					3.443	.290	DIVID

يتضح من الجدول رقم (٤) أن قيم معامل (VIF) لجميع المتغيرات المستقلة أقل من (10)، وهذا يعني وجود ارتباط ضعيف جدًا بين المتغيرات المستقلة، ومن ثم فإن نموذج الدراسة لا يعاني من مشكلة التداخل أو الازدواج الخطي.

كما تم استخداك اختبار (Durbin-Watson) للتحقق من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation) بين متغيرات الدراسة وقد أظهرت النتائج أن قيم (Durbin-Watson) المحسوبة كانت (1.833)، و(1.856) لكل من النموذج الأول والثاني على التوالي وهي تقع بين القيم الجدولية العليا وأربعة ناقص القيم الجدولية العليا (1.779، 2.221) في النموذج الأول، و(1.757، 2.243) في النموذج الثاني لذلك لا توجد مشكلة الارتباط الذاتي في النماذج.

٨-٢ التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يظهر الجدول رقم (٥) **وصف للمتغيرات المتصلة في نماذج الدراسة** وهي النقدية المحتفظ بها، والمسئولية الاجتماعية، والتجنب الضريبي، وقيمة Tobin's Q ، ومعدل العائد على الأصول، وجودة آليات الحوكمة، وحجم الشركة، ودرجة الرفع المالي، وفرص النمو، والإنفاق الاستثماري، والتدفقات النقدية التشغيلية، والمتغيرات التفاعلية لعلاقة جودة آليات الحوكمة بكل من المسئولية الاحتماعية، والتجنب الضريبي.

جدول رقم (٥) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المتصلة

المتغيرات	رمز المتغير	السنة Year	الوسط الحسابي Mean	الإنحراف المعياري Standard deviation	أكبر قيمة Maximum	أقل قيمة Minimum	الترتيب Range
النقدية المحتفظ بها	CASH	2015	0.222	0.107	0.475	0.063	0.412
	CASH	2016	0.192	0.093	0.423	0.045	0.378
	CASH	2017	0.170	0.081	0.384	0.035	0.349
الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية	CSR	2015	0.439	0.108	0.695	0.251	0.444
	CSR	2016	0.410	0.103	0.652	0.224	0.428
	CSR	2017	0.386	0.102	0.603	0.195	0.408
التجنب الضريبي	TA	2015	1.396	1.728	4.630	-1.952	6.582
	TA	2016	1.318	1.623	4.460	-1.752	6.212
	TA	2017	1.254	1.533	4.350	-1.630	5.980
مقياس Tobin's Q	Tobin'S Q	2015	3.836	0.134	3.970	2.710	1.213
	Tobin'S Q	2016	4.292	0.158	4.450	2.930	1.287
	Tobin'S Q	2017	4.935	0.185	5.120	3.511	1.559
معدل العائد على الأصول	ROA	2015	0.704	-0.245	0.459	0.286	0.174
	ROA	2016	0.712	-0.237	0.475	0.306	0.184
	ROA	2017	0.759	-0.263	0.496	0.329	0.193
جودة آليات الحوكمة	CGQ	2015	5.179	1.574	8.000	2.000	6.000
	CGQ	2016	6.179	1.574	8.000	3.000	5.000
	CGQ	2017	7.064	1.455	9.000	4.000	5.000
حجم الشركة	SIZE	2015	7.217	1.954	11.020	3.010	8.010
	SIZE	2016	8.014	1.850	11.870	4.150	7.720
	SIZE	2017	8.964	1.818	12.960	5.320	7.640
الرافعة المالية	LEV	2015	5.181	2.371	10.110	2.140	7.970
	LEV	2016	4.882	2.285	9.570	2.050	7.520
	LEV	2017	4.590	2.201	9.530	2.010	7.520
فرص النمو	MTB	2015	2.045	1.368	4.980	0.027	4.953
	MTB	2016	1.879	1.243	4.650	0.027	4.623
	MTB	2017	1.756	1.151	4.230	0.027	4.203
الإنفاق الاستثماري	CAPEX	2015	0.140	0.126	0.457	0.000	0.457
	CAPEX	2016	0.156	0.138	0.475	0.000	0.475
	CAPEX	2017	0.171	0.151	0.514	0.000	0.514
التدفقات النقدية التشغيلية	CFO	2015	20.343	14.249	46.940	-1.960	48.900
	CFO	2016	18.607	13.093	41.250	-1.890	43.140
	CFO	2017	17.279	12.271	38.540	-1.710	40.250
متغير تفاعلي للعلاقة بين جودة الحوكمة والمسئولية الاجتماعية	CSR*CGQ	2015	2.139	0.481	3.325	0.762	2.563
	CSR*CGQ	2016	2.411	0.480	3.661	0.896	2.765
	CSR*CGQ	2017	2.622	0.538	4.016	1.070	2.946
متغير تفاعلي للعلاقة بين جودة الحوكمة والتجنب الضريبي	TA*CGQ	2015	5.309	8.798	19.440	-14.800	34.240
	TA*CGQ	2016	6.364	9.755	23.600	-14.016	37.616
	TA*CGQ	2017	7.455	10.338	24.660	-13.680	38.340

يلاحظ من الجدول السابق **انخفاض مستوى النقدية المحتفظ بها** خلال فترة الدراسة من (22.2%) في عام (٢٠١٥) إلى (17%) في عام (٢٠١٧) وقد جاءت هذه النسبة متوافقة إلى حد ما مع بعض الدراسات التي تمت في البيئة المصرية حيث توصلت دراسة (محمد،٢٠١٧) التي طبقت على(50) شركة مساهمة مصرية خلال الفترة من عام (٢٠٠٧ إلى عام ٢٠١٦) إلى أن نسبة النقدية إلى إجمالي الأصول (13%)، كما بلغ متوسط النقدية المحتفظ بها في دراسة (بلال،٢٠١٧) التي طبقت على (126) شركة مساهمة غير مالية خلال الفترة من عام (٢٠١٣ إلى عام٢٠١٥) ما يعادل (11.02%)، وعلى المستوى الدولي فقد توصلت دراسة (Farinha,2018) التي طبقت على عينة من الشركات البريطانية غير المالية من خلال مشاهدة (٩٦٧٣) شركة–سنة خلال الفترة من عام (١٩٩٨ إلى عام ٢٠١٥) إلى أن متوسط النقدية المحتفظ بها(13.7%). **وقد يرجع انخفاض مستوى النقدية المحتفظ به في عينة الدراسة من وجهة نظر الباحث** إلى إمكانية حصول الشركات على التمويل اللازم بتكلفة منخفضة وزيادة كفاءة الاستثمار خاصة بعد صدور قانون الاستثمار المصري الجديد رقم (٧٢) لسنة ٢٠١٧ وما يتضمنه من حماية قوية للمستثمرين، وتعزيز الشفافية، ورغبة الشركات في تقليل تكلفة الفرصة البديلة نتيجة لانخفاض العوائد على الأصول السائلة.

كما يتضح من الجدول رقم(٥) **انخفاض متوسط الإفصاح المحاسبي عن المسئولية الاجتماعية** من (43.9%) وانحراف معياري (10.08) في عام (٢٠١٥) إلى (38.6) وانحراف معياري(10.2) في عام (٢٠١٧). وكذلك هناك **انخفاض في متوسط التجنب الضريبي** من (1.396) في عام (٢٠١٥) إلى (1.254) في عام (٢٠١٧) **وقد يرجع ذلك من وجهة نظر الباحث** الى ما تقوم به الدولة حاليًا من إصلاحات في المنظومة الضريبية وقواعد الحوكمة والتي تستهدف تقليل أنشطة التجنب الضريبي، ومحاولة سد الثغرات التي يمكن للشركات استغلالها لتقليل التزامها الضريبي بالإضافة الى رغبة بعض الشركات في تقليل ممارسات إدارة الربح المرتبطة بأنشطة التجنب الضريبي لمحاولة تحسين صورة الشركة أمام المستثمرين.

وبالنسبة لقيمة الشركة فقد أظهرت النتائج أن هناك زيادة في متوسط قيمة Tobin's Q كمقياس يعتمد على البيانات السوقية من (3.836) في عام (٢٠١٥) إلى (4.936) في عام (٢٠١٧)، وكذلك زيادة متوسط معدل العائد على الأصول كمقياس محاسبي لقيمة الشركة من (0.704) في عام (٢٠١٥) إلى (0.759) في عام (٢٠١٧)، كما أظهرت النتائج اتجاه عينة الدراسة لتطبيق **الممارسات الجيدة لحوكمة الشركات** حيث زاد متوسط جودة آليات الحوكمة من (5.179) في عام (٢٠١٥) إلى (7.064) في عام

(٢٠١٧) **وقد يرجع ذلك** إلى اصدار الدليل المصري لحوكمة الشركات – الإصدار الثالث أغسطس ٢٠١٦ حيث يضم مجموعة من القواعد الاسترشادية عن الحوكمة طبقًا لأفضل الممارسات الدولية والإقليمية، بالإضافة إلى اهتمام البورصة المصرية بترتب الشركات حسب حجم المعلومات التي تفصح عنها الشركات بشكل طوعي عن ممارساتها فيما يخص الحوكمة.

أما بالنسبة لمتغيرات الرقابة فقد بلغ متوسط اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة أقصى قيمة له في عام (٢٠١٧) حيث بلغ (8.964) بإنحراف معياري (1.818)، كما انخفض متوسط درجة الرافعة المالية حيث بلغت أقل قيمة له(4.590) في عام (٢٠١٧)، وكذلك إنخفض متوسط فرص النمو من (2.045) في عام (٢٠١٥) إلى (1.756) في عام (٢٠١٧) ، كما أن هناك زيادة في متوسط الإنفاق الاستثماري حيث بلغت أقصى قيمة له (17.1%) في عام (٢٠١٧)، كما أن هناك انخفاض في التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية من (20.343) في عام (٢٠١٥) إلى (17.279) في عام (٢٠١٧)، وبالإضافة إلى ذلك حققت المتغيرات التفاعلية زيادة خلال فترة الدراسة حيث بلغت أقصي قيمة لجودة حوكمة الشركات والافصاح عن المسئولية الاجتماعية (2.622) في عام (٢٠١٧) كما بلغت أقصى قيمة لجودة آليات الحوكمة والتجنب الضريبي (7.455) في عام (٢٠١٧).

كما يظهر الجدول رقم (٦) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المنفصلة(Dummy Variables) وهي التوزيعات النقدية المدفوعة

جدول رقم (٦) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المنفصلة

Binomial Test						
المتغير	رمز المتغير	مشاهدات متحققة (1)		مشاهدات غير متحققة (0)		Sig.
		العدد	النسبة	العدد	النسبة	
التوزيعات النقدية المدفوعة	DIVID	288	69%	132	31%	0.000

من الجدول السابق يلاحظ أن هناك زيادة في عدد مشاهدات الشركات التي قامت بإجراء توزيعات نقدية حيث بلغ (288) شركة بنسبة (69%).

٨ –٣ تحليل ومناقشة نتائج اختبار فروض الدراسة:

لاختبار صحة فروض الدراسة تم إجراء تحليل الارتباط والانحدار للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة في نماذج الدراسة باستخدام حزمة البرامج الإحصائية(SPSS) على النحو التالي:

أولًا: نتائج تحليل الارتباط Correlation Analysis:

تم استخدام معامل الارتباط بيرسون لتحديد قوة واتجاه العلاقة بين النقدية المحتفظ بها وكل من الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية، والتجنب الضريبي، وجودة آليات الحوكمة، وقيمة الشركة ويوضح الجدول رقم (٧) مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (٧) مصفوفة الارتباط (Pearson Correlation) لمتغيرات الدراسة

TA*CGQ	CSR*CGQ	CFO	CAPEX	DIVID	MTB	LEV	SIZE	CGQ	TA	CSR	CASH	ROA	Tobin'S Q		
													1.00	Corr	Tobin'S Q
														Sig	
												1.00	.832**	Corr	ROA
													.000	Sig	
											1.00	-.558**	-.772**	Corr	CASH
												.000	.000	Sig	
										1.00	.767**	.672**	.773**	Corr	CSR
											.000	.000	.000	Sig	
									1.00	.709**	.803**	-.571**	-.656**	Corr	TA
										.000	.000	.000	.000	Sig	
								1.00	-.629**	-.735**	-.675**	.639**	.754**	Corr	CGQ
									.000	.000	.000	.000	.000	Sig	
							1.00	.833**	.759**	.872**	-.814**	.682**	.815**	Corr	SIZE
								.000	.000	.000	.000	.000	.000	Sig	
						1.00	-.789**	-.742**	.744**	.764**	.751**	-.655**	-.755**	Corr	LEV
							.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	Sig	
					1.00	.813**	.822**	.722**	.849**	.805**	.770**	.675**	.731**	Corr	MTB
						.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	Sig	
				1.00	.679**	.589**	.678**	.522**	.753**	.638**	.690**	.485**	.550**	Corr	DIVID
					.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	Sig	
			1.00	.751**	.823**	-.713**	.756**	.685**	-.797**	.697**	-.713**	.655**	.672**	Corr	CAPEX
				.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	Sig	
		1.00	.824**	.781**	.890**	.813**	.848**	.728**	.892**	.816**	.851**	.647**	.748**	Corr	CFO
			.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	Sig	
	1.00	.118*	.168*	.122**	.150*	-.161**	.116**	.487**	.110*	.152**	-.113*	.146**	.156**	Corr	CSR*CGQ
		.035	.038	.006	.044	.000	.009	.000	.022	.001	.039	.001	.001	Sig	
1.00	.211**	.766**	.691**	.729**	.699**	.545**	-.578**	.384**	.933**	.536**	-.671**	.411**	.473**	Corr	TA*CGQ
	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	Sig	

(**) تعني وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دالالة 0.01 فأقل، بين المتغيرين.

(*) تعني وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دالالة 0.05 فأقل، بين المتغيرين.

في ضوء الجدول السابق يتضح للباحث **وجود علاقة ارتباط موجبة** بين النقدية المحتفظ بها وكل من الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي حيث كانت إشارة معامل الارتباط لهذه المتغيرات موجبة، ومستوي دلالاتها(.sig) أقل من (0.05). بينما توجد **علاقة ارتباط سالبة** بين النقدية المحتفظ وجودة آليات الحوكمة حيث كانت قيمة معامل الارتباط (0.675-) ومستوى الدلالة (.sig) أقل من (0.05)، كما أن العلاقة

التفاعلية بين جودة آليات الحوكمة وكل من الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية من ناحية، والتجنب الضريبي من ناحية أخرى ترتبط بعلاقة سالبة مع النقدية المحتفظ بها حيث كانت قيمة معامل الارتباط (0.113-)، و(0.671-) على التوالي.

وبالنسبة للعلاقة بين تراكم النقدية المحتفظ بها وقيمة الشركة يتضح من الجدول رقم (٧) **وجود علاقة ارتباط سالبة** بينهما حيث كانت إشارة معامل الارتباط سالبة لكل من Tobin,s Q كمقياس للقيمة السوقية للشركة، ومعدل العائد على الأصول كمقياس يعتمد على البيانات المحاسبية ، ومستوي دلالاتها(.sig) أقل من (0.05).

وفيما يتعلق بالارتباط بين النقدية المحتفظ بها ومتغيرات الرقابة فقد أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط سالبة بين النقدية المحتفظ بها وكل من حجم الشركة، والإنفاق الاستثماري حيث كانت قيمة معامل الارتباط (0.814-)، و(0.713-) على التوالي ومستوي دلالاتها(.sig) أقل من (0.05)، في حين كانت علاقة النقدية المحتفظ بها موجبة بكل من درجة الرفع المالي، وفرص النمو، والتوزيعات النقدية، والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية حيث كانت إشارة معامل الارتباط لهذه المتغيرات موجبة، ومستوي دلالاتها(.sig) أقل من (0.05). **كما توجد علاقة ارتباط موجبة بين قيمة الشركة** Tobin,s Q ومعدل العائد الأصول) وكل من حجم الشركة، وفرص النمو، والتوزيعات النقدية المدفوعة، والانفاق الاستثماري، والتدفقات النقدية التشغيلية بينما ترتبط قيمة الشركة بعلاقة سالبة بالرافعة المالية.

ثانيًا: نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد Multipe Regression:

استخدام الباحث طريقة المربعات الصغرى Ordinary Least Squares (OLS) لتقدير معالم نماذج الانحدار الخطي المتعدد بعد التحقق من توافر شروط الاستخدام التي من أهمها التوزيع الطبيعي، وتجانس الانحرافات، وعدم الارتباط بين المتغيرات. ويظهر الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار لقياس أثر كل من الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وجودة آليات الحوكمة كمتغيرات مستقلة على النقدية المحتفظ بها كمتغير تابع.

جدول رقم (٨) نتائج تحليل الإنحدار الخطي المتعدد لأثر الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية، والتجنب الضريبي، وجودة آليات الحوكمة على الاحتفاظ بالنقدية

المتغيرات المستقلة	رمز المتغير	المتغير التابع $CASH_{it}$				
		معاملات الانحدار غير القياسية Unstandardized Coefficients		معاملات الانحدار القياسية	قيمة (T)	مستوى الدلالة
		B	Std. Error	Beta	T	Sig.
ثابت الانحدار	(Constant)	.213	.056	–	3.828	.000
الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية	CSR	.050	.012	.055	4.152	.000
التجنب الضريبي	TA	.035	.010	.586	3.363	.001
جودة آليات الحوكمة	CGQ	-.003	.001	-.052	-2.639	.008
متغير تفاعلي (المسئولية الاجتماعية وجودة الحوكمة)	CSR*CGQ	−.021	.010	.117	2.181	.026
متغير تفاعلي (التجنب الضريبي وجودة الحوكمة)	TA*CGQ	-.003	.001	-.289	-2.054	.041
حجم الشركة	SIZE	-.014	.003	-.298	-4.665	.000
الرافعة المالية	LEV	.004	.001	.088	3.405	.000
فرص النمو	MTB	.013	.005	.164	2.580	.010
التوزيعات النقدية المدفوعة	DIVID	.010	.004	.048	2.279	.043
الإنفاق الاستثماري	CAPEX	−.032	.014	−.047	−2.289	.044
التدفقات النقدية التشغيلية	CFO	.003	.001	.382	5.087	.000
معامل الارتباط المتعدد R = .880		معامل التحديد R^2 = .775				
معامل التحديد المعدل $Adj\ R^2$ = .768		قيمة F المستخرجة من جدول تحليل التباين (ANOVA) = 127.42 القيمة الاحتمالية (Sig) = .000				

يتضح للباحث من الجدول السابق أن قيمة معامل التحديد المعدل ($Adj\ R^2$) تبلغ (0.768) وهو ما يعكس أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر حوالي (76.8%) من النقدية المحتفظ بها في حين ترجع باقي النسبة إلى الخطأ العشوائي في النموذج أو نتيجة عدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى ، كما يتضح من خلال تحليل التباين (ANOVA) ارتفاع معنوية النموذج المستخدم وصلاحيته لتحقيق هدف الدراسة حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة (127.42) بمستوى معنوية (0.000).

٨-٣-١ اختبار الفرض الأول: توجد علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية والافصاح عن المسئولية الاجتماعية:

أظهرت نتائج تحليل الانحدار في الجدول رقم (٨) أنَّ الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية له تأثير معنوي على النقدية المحتفظ بها، حيث كانت إشارة معامل الانحدار(β) موجبة وكانت القيمة الاحتمالية (Sig=0.000) أقل من مستوى

المعنويــة (0.05)، **وهـــو مـــا يثبـــت صـــحة الفـــرض الأول**، ويتفــق ذلــك مــع دراسة (Ghaly et al.,,2015) التي أكدت على أن الشركات التي تحصل على تصنيف مرتفع في مؤشر المسئولية الاجتماعية تزداد دوافعها للاحتفاظ بأرصدة نقدية كبيرة حتى يمكنها تقديم ممارسات اجتماعية جيدة وتحقيق مصالح المستثمرين، كما توصلت دراسة (Yi Lu et al.,2016) إلى أن الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية يوفر معلومات إضافية للشركة عن المنافع والتكاليف المستقبلية، ويقلل من عدم تماثل المعلومات، ويعزز من الرقابة على قرارات المديرين ويقلل من فرص استخدامهم للنقدية في الأنشطة التي تدمر القيمة وهو ما ينعكس على زيادة النقدية المحتفظ بها، **وإن كان ذلك يتعارض** مع دراسة (Fabrizi et al., 2014) حيث تري أن سياسة المسئولية الاجتماعية ترتبط باستراتيجية التحصين الإداري وهو ما قد يؤدي الى استخدام غير فعال للموارد النقدية وبالتالي انخفاض النقدية المحتفظ بها.

٨-٣-٢ اختبار الفرض الثاني: توجد علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية والتجنب الضريبي:

يتضح من الجدول رقم (٨) هناك تأثير معنوي للتجنب الضريبي على النقدية المحتفظ بها، حيث كانت إشارة معامل الانحدار(β) موجبة وكانت القيمة الاحتمالية (Sig = 0.000) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، **وهو ما يثبت صحة الفرض الثاني ويتفق ذلك** مع كل من دراسة (McClure et al., 2018; Chang et al., 2016; Wang,2015) التي أكدت على أن التجنب الضريبي يقلل من شفافية الشركة وزيادة تكاليف الوكالة **ووفقا لنظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل** فإن ذلك قد يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي وبالتالي زيادة الدوافع الوقائية للاحتفاظ بالمزيد من النقدية ، كما أن أنشطة التجنب الضريبي قد تنطوي على عمليات معقدة وزيادة الممارسات الانتهازية للمديرين فضلًا عن ارتباط هذه الأنشطة بدرجة عالية من عدم التأكد نتيجة مخاطر التقاضي الضريبي ودفع الغرامات والسداد الالزامي للضريبة وهو ما يؤدي الى زيادة القيود المالية الخارجية وبالتالي اتجاه الشركة الى تراكم النقدية للاستفادة من الفرص الاستثمارية في المستقبل، وفي هذا السياق **ترى نظرية الوكالة** أن عدم تماثل المعلومات بين المديرين وحملة الأسهم يوفر الفرصة للمديرين للقيام بأنشطة التجنب الضريبي لتحقيق مصالحهم الخاصة، ويؤدي إلى زيادة القيود المالية التي تحدث بسبب مشاكل الاختيار العكسي للمستثمرين وبالتالي ينعكس هذا السلوك على زيادة الاحتفاظ بالنقدية لتلبية احتياجات المستثمرين المستقبلية.

٨-٣-٣ اختبار الفرض الثالث: توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية وجودة آليات الحوكمة:

أظهرت نتائج تحليل الانحدار في الجدول رقم (٨) وجود تأثير معنوي لجودة آليات الحوكمة على النقدية المحتفظ بها حيث كانت إشارة معامل الانحدار(β) سالبة وكانت القيمة الاحتمالية (Sig = 0.000) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، **وهو ما يثبت صحة الفرض الثالث ويتفق ذلك** مع كل من دراسة (عفيفي،٢٠١٥، Arouri and Pijourlet,2017) فالممارسات الجيدة للحوكمة تساعد على انخفاض الخطر الأخلاقي وتحسين مراقبة المديرين وبالتالي استخدامهم للأصول النقدية المحتفظ بها بشكل أفضل، وانفاقها على الفرص الاستثمارية عالية الجدوى والتي تضمن استمرارية وبقاء الشركة في المستقبل وهو ما ينعكس على انخفاض النقدية المحتفظ بها(Lee and Lee,2009) في حين أن ضعف ممارسات الحوكمة يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة ووجود قيود على مصادر التمويل الخارجي ومن ثم اتجاه الشركة الى تراكم النقدية (Wai and Zhu,2013)

لذلك فإن إدخال جودة آليات الحوكمة كمتغير تفاعلي يساعد في تفسير العلاقة بين النقدية المحتفظ بها وكل من المسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي حيث كانت إشارة معامل الانحدار(β) لكل منهم سالبة وكانت القيمة الاحتمالية لهم (Sig = 0.000) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يشير إلى أن جودة آليات الحوكمة تؤدي إلى استغلال المديرين لأنشطة المسئولية الاجتماعية بشكل أفضل لزيادة قيمة الشركة (Arouri and Pijourlet,2017) وانخفاض مشاكل الوكالة والحد من انشطة التجنب الضريبي وهو ما ينعكس بالتالي على عدم تراكم النقدية.

وبالنسبة لمتغيرات الرقابة يتضح للباحث من الجدول رقم (٨) ارتباط الاحتفاظ بالنقدية بعلاقة موجبة وذات دلالة معنوية بكل من الرافعة المالية، والتوزيعات النقدية المدفوعة، وفرص النمو، والتدفقات النقدية التشغيلية حيث كانت إشارة معامل الإنحدار(β) موجبة وكانت القيمة الاحتمالية (p.value < 0.05) بينما يرتبط بعلاقة سالبة وذات دلالة معنوية بكل من حجم الشركة، والانفاق الاستثماري حيث كانت إشارة معامل الإنحدار(β) سالبة وكانت القيمة الاحتمالية لهم (p.value=0.000 < 0.05)

ومما سبق يمكن صياغة نموذج الانحدار لأثر الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وجودة آليات الحوكمة على النقدية المحتفظ بها كما يلي:

$$\widehat{\mathbf{CASH}}\mathbf{it} = .213 + 0.50(CSR) + .035\ (TA) - .003\ (CGQ) - .021(CSR * CGQ) - .003(TA * CGQ) - .014(SIZE) + .004(LEV) + .013(MB) + .010(DIVID) - .032(CAPEX) + .003(CFO).$$

٨-٣-٤ اختبار الفرض الرابع: توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة:

يظهر الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار لقياس أثر الاحتفاظ بالنقدية كمتغير مستقل على قيمة الشركة كمتغير تابع .

جدول رقم (٩) نتائج تحليل الإنحدار الخطي المتعدد لأثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة

المتغيرات التابعة	Tobin'S Q_{it}					ROA_{it}				
	معاملات الانحدار غير القياسية Unstandardized Coefficients		معاملات الانحدار القياسية	قيمة (T)	مستوى الدلالة	معاملات الانحدار غير القياسية Unstandardized Coefficients		معاملات الانحدار القياسية	قيمة (T)	مستوى الدلالة
المتغيرات المستقلة	B	Std. Error	Beta	T	Sig.	B	Std. Error	Beta	T	Sig.
(Constant)	1.342	.472		2.842	.005	.137	.041		3.354	.000
CASH	-4.527	.759	-.311	-5.966	.000	-.274	.130	-.144	-2.114	.035
CGQ	.145	.040	.178	3.618	.000	.010	.005	.097	2.145	.030
SIZE	.230	.045	.329	5.108	.000	.027	.008	.292	3.485	.001
LEV	-.108	.031	-.178	-3.550	.000	-.015	.005	-.191	-2.937	.003
MTB	-.015	.007	-.013	-2.064	.037	-.022	.010	-.151	-2.163	.023
DIVID	.293	.136	.097	2.157	.032	.035	.015	.088	2.266	.033
CAPEX	.608	.268	.060	2.268	.019	.355	.090	.268	3.940	.000
CFO	.006	.003	.055	2.230	.023	.003	.001	.009	2.210	.033
معامل الارتباط المتعدد R = .856						معامل الارتباط المتعدد R = .840				
معامل التحديد R^2 =.732						معامل التحديد R^2 .747				
معامل التحديد المعدل $Adj\ R^2$ = .727						معامل التحديد المعدل $Adj\ R^2$ = .738				
قيمة F المستخرجة من جدول تحليل التباين (ANOVA) = 140.53						قيمة F المستخرجة من جدول تحليل التباين (ANOVA) = 62.02				
القيمة الاحتمالية (Sig) = .000						القيمة الاحتمالية (Sig) = .000				

يتضح للباحث من الجدول السابق أنَّ قيمة (R^2 Adjust) بالنسبة لمقياس (Tobins'Q) تبلغ (.727)، أما بالنسبة لمعدل العائد الاستثمار فتبلغ (.738)، وهو ما يعكس أنَّ القيمة التفسيرية للنموذج عالية، حيث أنَّ أغلب التغيرات يمكن تفسيرها من خلال النموذج، أما بالنسبة للمعنوية الكلية لنموذج الانحدار المستخدم فيمكن التعرف عليها من خلال تحليل التباين (ANOVA) لنموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة بالنسبة لمقياس Tobin's Q (140.53)، وبالنسبة لمعدل العائد على الاستثمار (62.02) بمستوى معنوية (0.000)، ممَّا يدل على ارتفاع معنوية النموذج المستخدم في الدراسة وصلاحيته لتحقيق هدف الدراسة.

وقد أظهرت نتائج الانحدار في الجدول رقم (٩) أنَّ تراكم الاحتفاظ بالنقدية له تأثير معنوي على قيمة الشركة، حيث كانت إشارة معامل الانحدار **(β) سالبة وكانت** القيمة الاحتمالية (Sig = 0.000) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وذلك بالنسبة لكل من مقياس Tobin's Q ومعدل العائد على الأصول **وهو ما يثبت صحة الفرض الرابع** ويتفق ذلك مع كل من دراسة (Disraeli et al., 2018; Luo and Hachiya.,2005; Harford,1999) حيث أن تراكم النقدية يرتبط بزيادة مشاكل الوكالة وقيام الإدارة بعمليات الاستحواذ لذلك فإن كل دولار زيادة عن المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية يؤدي الى انخفاض قيمة الشركة، كما وجدت دراسة (Gao,2011) أنه في حالة معرفة المستثمرين بأن الشركة لديها احتياطيات نقدية كبيرة وليست بحاجة إلى إصدار المزيد من الأسهم للإستثمار فإن ذلك يمثل إشارة بالمبالغة في التقييم وينعكس سلبًا على قيمة الشركة، وإن كان ذلك يتعارض مع كل من دراسة (Ameer,2012; Fresard,2010) التي وجدت علاقة موجبة بينهم، بينما توصلت دراسة (Nguyen et al.,2016) إلى عدم وجود علاقة خطية بين تراكم النقدية وزيادة قيمة الشركة.

ومما سبق يمكن صياغة نموذج الانحدار لأثر النقدية المحتفظ بها على قيمة الشركة كما يلي:

اولاً: نموذج $Tobin'S\ Q_{it}$ (مقياس للأداء السوقي) :

$$\widehat{Tobin's\ Qit} = 1.342 - 4.527(CASH) + .145\ (CGQ) + .230\ (SIZE) - .108(LEV) - .015(MTB) + .293(DIVID) + .608(CAPEX) + .006(CFO).$$

ثانيا: نموذج ROA_{it} (مقياس للأداء المحاسبي) :

$$\widehat{ROAit} = .137 - .274(CASH) + .010\ (CGQ) + .027\ (SIZE) - .015(LEV) - .022(MTB) + .035(DIVID) + .355(CAPEX) + .003(CFO).$$

ويلخص الجدول التالي نتائج اختبار فروض الدراسة من خلال نتائج تحليل الارتباط والانحدار للمتغيرات

جدول رقم(١٠): نتائج اختبار فروض الدراسة

الفروض	المتغيرات	العلاقة المتوقعة	العلاقة الفعلية	اختبار الفرض
الأول	الاحتفاظ بالنقدية والافصاح عن المسئوية الاجتماعية	+	+	قبول الفرض
الثاني	الاحتفاظ بالنقدية والتجنب الضريبي	+	+	قبول الفرض
الثالث	الاحتفاظ بالنقدية وجودة آليات الحوكمة	-	-	قبول الفرض
الرابع	الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة	-	-	قبول الفرض

٩- النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية:

٩-١ النتائج:

تتمثل أهم نتائج الدراسة فيمًا يلى:

١- تتعدد الدوافع التي تفسر سلوك الشركة في تكوين أرصدة نقدية متراكمة في حالة عدم اكتمال السوق ومن أهمها تخفيض تكلفة المعاملات، أو التحوط من المخاطر، أو المضاربة، أو للأغراض الضريبية وكذلك تجنب زيادة تكاليف التمويل الخارجي، أو تخفيف القيود المالية، أو الاشارة الى قوة الشركة بالإضافة إلى الدوافع السياسية والثقافية لذلك فإن محاولة الشركة لتحقيق المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية يعد أمر جوهري لاستمراريتها في المستقبل.

٢- انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية في عينة الدراسة، حيث بلغ أعلى متوسط للنقدية المحتفظ (22.2%) في عام (٢٠١٧) وقد جاءت هذه النسبة متفقة مع بعض الدراسات التي تمت في البيئة المصرية مثل دراسة (محمد،٢٠١٧)، ودراسة (بلال،٢٠١٧) **وقد يرجع ذلك من وجهة نظر الباحث** إلى تحسن كفاءة الاستثمار خاصة بعد صدور قانون الاستثمار المصري الجديد رقم (٧٢) لسنة ٢٠١٧ وما يتضمنه من حماية قوية للمستثمرين، وتعزيز الشفافية، ورغبة الشركات في تقليل تكلفة الفرصة البديلة نتيجة لانخفاض العوائد على الأصول السائلة.

٣- يرتبط الاحتفاظ بالنقدية بعلاقة موجبة وذات دلالة معنوية بالإفصاح عن المسئولية الاجتماعية حيث كانت إشارة معامل الارتباط موجبة وكانت القيمة الاحتمالية له أقل من مستوى المعنوية (0.05) **وهو ما يثبت صحة الفرض الأول** وتتفق تلك النتيجة مع كل من دراسة(Yi Lu et al.,2016;Habib and Hasan,2017) **ويرجع السبب في ذلك** إلى أن الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية قد يعد بمثابة آلية تأمين ضد المخاطر، والصدمات الإجمالية والتعثر المالي ، بالإضافة إلى دوره في تعزيز الرقابة على قرارات المديرين ومن ثم تقليل فرص استخدامهم للنقدية في الأنشطة التي تدمر القيمة.

٤- وجود علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة معنوية بين النقدية المحتفظ بها والتجنب الضريبي حيث كانت قيمة معامل الارتباط (035.) والقيمة الاحتمالية له أقل من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يثبت **صحة الفرض الثاني وتتفق تلك النتيجة مع دراسة** (McClure et al.,2019) **ويفسر ذلك الباحث** بأن أنشطة التجنب الضريبي

قد تقلل من شفافية الشركة وتؤدي الى زيادة تكاليف الوكالة، وارتفاع تكلفة التمويل الخارجي وهو ما ينعكس على زيادة النقدية المحتفظ بها.

٥- هناك علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة معنوية بين النقدية المحتفظ بها وجودة آليات الحوكمة حيث كانت قيمة معامل الارتباط (003.-) والقيمة الاحتمالية له أقل من مستوى المعنوية (0.05)، **وهو ما يثبت صحة الفرض الثالث ويتفق ذلك** مع كل من دراسة (عفيفي،٢٠١٥،Arouri and Pijourlet,2017) فجودة آليات الحوكمة تساعد على تقليل عدم تماثل المعلومات والحد من صراعات الوكالة وتحسين مراقبة المديرين وبالتالي استخدامهم للأصول النقدية المحتفظ بها بشكل أفضل.

٦- ترتبط النقدية المحتفظ بها بعلاقة ارتباط سالبة وذات دلالة معنوية بقيمة الشركة حيث كانت القيمة الاحتمالية (P.Value) لكل من قيمة Tobin's Q ومعدل العائد على الأصول أقل من مستوى المعنوية (0.05) **وهو ما يثبت صحة الفرض الرابع** وتتسق تلك النتيجة مع فرض المرونة والتدفق النقدي الحر، كما تتفق مع كل من دراسة (Gao,2011;Luo and Hachiya.,2005;Harford,1999) حيث أن تراكم النقدية يرتبط بزيادة مشاكل الوكالة وقيام الإدارة بعمليات الاستحواذ ، فضلًا عن أنه يمثل إشارة بالمبالغة في التقييم وينعكس سلبًا على قيمة الشركة.

٧- التفاعل بين جودة آليات الحوكمة وكل من الافصاح عن المسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي له تأثير جوهري على النقدية المحتفظ بها، حيث كانت القيمة الاحتمالية لهم أقل من مستوي المعنوية (0.05)، وتتفق تلك النتيجة مع دراسة (Arouri and Pijourlet,2017)؛ **ويرجع ذلك من وجهة نظر الباحث** إلى أنَّ آليات الحوكمة الجيدة تساعد المديرين على الاستغلال الأفضل للمسئولية الاجتماعية لزيادة قيمة الشركة، كما أنها تساهم في تقليل مشاكل الوكالة والحد من أنشطة التجنب الضريبي بما ينعكس على عدم الحاجة إلى تراكم النقدية.

٨- يرتبط الاحتفاظ بالنقدية بعلاقة موجبة وذات دلالة معنوية بكل من الرافعة المالية، والتوزيعات النقدية المدفوعة، والإنفاق الاستثماري، والتدفقات النقدية التشغيلية. بينما يرتبط بعلاقة ارتباط سالبة وذات دلالة معنوية بكل من حجم الشركة، وفرص النمو، وهو ما يتفق مع كل من دراسة بلال،٢٠١٧ ;(Bick et al., 2017 .Farinha et al., 2018)

٩- أكثر القطاعات التي اهتمت بتراكم النقدية خلال فترة الدراسة هي قطاع التشييد ومواد البناء بمتوسط (27.8%)، ويليه قطاع الرعاية والصحية والادوية بمتوسط (25.4%)،

وفي المقابل كانت أقل القطاعات التي احتفظت بمعدلات منخفضة للنقدية قطاع الموارد الأساسية بمتوسط (13.5%)، ويليه قطاع العقارات بمتوسط (13.8%) ويفسر ذلك الباحث بأن القطاعات التي تحتفظ بنقدية مرتفعة قد يكون لديها تكاليف تمويل خارجية مرتفعة، وفرص نمو قوية، وتدفقات نقدية عرضة للمخاطر، وأرباح أكثر تقلبًا.

٩-٢ التوصيات:

على ضوء النتائج التي تم التوصل إليها في كل من الدراسة النظرية والتطبيقية يوصى الباحث بما يلى:

١- توجيه اهتمام الشركات إلى أن المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية يتطلب دائما تحقيق التوازن بين فوائد النقدية المحتفظ بها (تنفيذ استثمارات الشركة المستقبلية، والوقاية من مخاطر تقلب التدفقات النقدية) والتكاليف المرتبطة بها (تكاليف إجراء المعاملة، وتكاليف الوكالة) حيث أن الانحراف عن هذا المستوى قد يؤثر سلبًا على قيمة الشركة واستمرارية نشاطها في المستقبل.

٢- الاهتمام بتطبيق الممارسات الجيدة لحوكمة الشركات حيث تساهم في الحد من صراعات الوكالة، وتحسين جودة المعلومات المحاسبية، وتقليل أنشطة التجنب الضريبي وانخفاض الخطر الأخلاقي وهو ما يؤثر على سياسة الشركة في الاحتفاظ بالنقدية.

٣- تشجيع الشركات على الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية حيث قد يقلل ذلك من حساسية تعرضها للمخاطر، ويوفر علاقات قوية مع أصحاب المصلحة بما يسمح من وصول الشركات إلى التمويل الخارجي بسهولة، ويقلل من النقدية المحتفظ بها.

٤- توجيه اهتمام هيئة الرقابة المالية إلى زيادة شفافية الإفصاح بالقوائم المالية وإلزام الشركات بنشر تقارير أخلاقية مثل تقارير المسئولية الاجتماعية، والالتزام الضريبي وهو ما يؤثر على سياسة الشركة في الاحتفاظ بالنقدية.

٥- التعاون بين الجهات المسئولة عن تنظيم مهنة المحاسبة والمراجعة، ومصلحة الضرائب المصرية في تقليل الثغرات التي تمكن من التحايل الضريبي، فالمعايير المحاسبية يجب أن تقلل من الاختيارات المتاحة للمديرين للحكم المهني، وتعزز من الإفصاح في القوائم المالية وهو ما يجعل أنشطة التجنب الضريبي أكثر صعوبة في الاخفاء ويجعل الشركة أكثر التزامًا ضريبيًا، كما يجب على مصلحة الضرائب زيادة فعالية المراجعة الضريبية، وزيادة العقوبات في حالة عدم الالتزام الضريبي وهو ما

يقلل من ميل الشركات لأنشطة التجنب الضريبي ومن ثم انخفاض النقدية المحتفظ بها.

٦- توجيه اهتمام الجهات المعنية بالاستثمار في مصر بالمزيد من الإجراءات الإصلاحية لتحسين المناخ الاستثماري، وتبسيط التشريعات والقواعد والإجراءات القانونية لجذب الاستثمارات، وتوفير الحماية الكافية للمستثمرين، بالإضافة إلى قيام الجهات المعنية بتوفير والمحافظة على الاستقرار السياسي ولا شك أن ذلك سوف يقلل من تراكم النقدية وزيادة كفاءة سوق المال المصري.

٩-٣ التوجهات البحثية المستقبلية:

في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج، يمكن تحديد أهم المجالات التي قد تشكل أساسًا لبحوث مستقبلية، كما يلي:

١- دراسة أثر الاحتفاظ بالنقدية وتركز الملكية Ownership Concentration على قيمة الشركة.

٢- تحليل العلاقة بين ممارسات التحفظ المحاسبي والاحتفاظ بالنقدية من منظور مدخل رقابة المساهمين Controlling Shareholders

٣- دراسة العلاقة بين المسئولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية وأثرها على كفاءة القرارات الاستثمارية في المشروعات الصغيرة والمتوسطة الحجم.

١٠- المراجع

١٠-١ المراجع باللغة العربية:

- أبوزنت، عبده أحمد، (٢٠١٥)، " أثر حوكمة الشركات والنقد المحتفظ به على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، ***رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة***، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، ص ص ٢١-٢٨.
- الجرف، ياسر أحمد السيد محمد،(٢٠١٧)،" أثر التطورات في معايير المحاسبة المصرية على مستوى ممارسة إدارة الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، ***مجلة البحوث المحاسبية***، كلية التجارة جامعة طنطا، العدد الثاني، ص ص ٦٣-١٣٦.
- الحوشي، محمد محمود،(٢٠١٧)،" التأثير المباشر وغير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية على قيمة الشركة-دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، ***مجلة البحوث المحاسبية***، كلية التجارة جامعة طنطا، العدد الثاني، ص ص٣٩٤-٤٣٦.
- الصيرفي، أسماء أحمد،(٢٠١٦)،" أثر مستوى الإفصاح المحاسبي عن المعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، ***مجلة الفكر المحاسبي***، كلية التجارة جامعة عين شمس، العدد الثاني، المجلد (٢٠)، ص ص١٦٧-١٢٥.
- أمين، أسامه ربيع، (٢٠١٣)،" ***التحليل الإحصائي للمتغيرات المتعددة باستخدام برنامج SPSS***". كلية التجارة جامعة المنوفية، بدون ناشر، ص ص١٣٥-١٥٠.
- بلال، السيد حسن سالم،(٢٠١٧)،"العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها- دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، ***مجلة الفكر المحاسبي***، كلية التجارة جامعة عين شمس، العدد الرابع، الجزء الأول، ص ص٢٠٢-٢٤٨.
- رميلي، سناء محمد رزق،(٢٠١٦)،" أثر مستوى الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية على قيمة الشركة-دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، ***مجلة الفكر المحاسبي***، كلية التجارة جامعة عين شمس، العدد الرابع، المجلد الأول، ص ص٣٣١-٣٦٧.

- سعد الدين، إيمان محمد،(٢٠١٣)،" خصائص الشركات كمحددات للإفصاح عن المسئولية الاجتماعية في ضوء المؤشر المصري لمسئولية الشركات"، ***المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة***، كلية التجارة جامعة عين شمس، العدد الثالث، ص ص٤٠٩-٤٨٢.
- عفيفي، هلال عبد الفتاح السيد، (٢٠١٥)،" أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المساهمة المصرية- دراسة إختبارية"، ***المجلة المصرية للدراسات التجارية***، كلية التجارة جامعة المنصورة، العدد الرابع، ص ص٥١-١١٨.
- _____، (٢٠١٦)،" العلاقة بين التحفظ المحاسبي والتحفظ المالي: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية". ***مجلة الفكر المحاسبي***، كلية التجارة جامعة عين شمس، المجلد (٢٠)، العدد الثاني، ص ص١٦٩-٣١١.
- محمد، سليم أحمد، (٢٠١٧)،"العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية والمسئولية الاجتماعية للشركات-دراسة تطبيقية". ***مجلة الفكر المحاسبي***، كلية التجارة جامعة عين شمس، العدد الثاني، الجزء الثاني، ص ص٦١١-٦٤٧.
- محمد، مؤمن فرحات السيد، (٢٠١٦)،"تقييم أثر الإفصاح المحاسبي عن الأداء البيئي والمسئولية الاجتماعية لدعم التنمية المستدامة في إشارة للمؤشر المصري-دراسة ميدانية"، ***مجلة الفكر المحاسبي***، كلية التجارة جامعة عين شمس، العدد الرابع، المجلد الأول، ص ص١٩٥-٢٧٧.
- الهيئة العامة للرقابة المالية، (٢٠١٦)،" الدليل المصري لحوكمة الشركات (الإصدار الثالث، أغسطس، ٢٠١٦)، **مركز المديرين المصري**، ص ص١-٤٨.

١٠-٢: المراجع باللغة الإنجليزية

- Abdul Wahab,E.; M.Ariff; M.Marzuki and Z.Sanusi. (2017)."Political connections, corporate governance, and tax aggressiveness in Malaysia". ***Asian Review of Accounting***. 25(3):424-451.
- Acharya, V., H., Almeida, and M., Campello. (2013). "Aggregate risk and the choice between cash and lines of credit". ***The Journal of The American Finance Association***. 68(5): 2059–2116.
- Akhtar,T., M.,Tareq, M.,Sakti and A.,Khan.(2018)."Corporate Governance and Cash Holdings: The Way Forward". ***Qualitative Research in Financial Markets.*** 10(2):152-170.

- Aldamen,H., and K.,Duncan.(2012)."Does adopting good corporate governance impact the cost of intermediated and non-intermediate dept". ***Accounting and Finance***.52(1):49-76.
- Al-dhamari,R.,K.,Ismail,(2015)."Cash holdings, political connections, and earnings quality some evidence from Malaysia. ***International Journal of Managerial Finance***. 11(2):215-231.
- AL-Najjar,B., and E.,Clark.(2017)."Corporate governance and cash holdings in Mena: Evidence from internal and external governance Practices". ***Research in International Business and Finance***.(39):1-12.
- Al-Najjar,B.,(2013)."The Financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets". ***International Business Review***.22:77-88.
- Al-Najjar,B.,(2015)."The Effect of Governance Mechanism on Small and Medium –Sized Enterprise Cash Holding: Evidence from the Untied Kingdom". ***Journal of and***
- Ameer,R.,(2012)."Impact of cash holdings and ownership concentration on firm valuation Empirical evidence from Australia". ***Review of Accounting and Finance***. 11(4):448-467.
- Amess,K., S.,Banerji and A.,Lampousis .(2015)."Corporate Cash Holding: Causes and Consequences". ***International Review of Financial Analysis***. 42(1):421-433.
- Anton,S.,(2016)."Cash Holding and Firm Value: A Study of Listed Firms in Romania". ***Economic Sciences Series***. 1(2):409-414.
- Ariff, A.M. and Hashim, H.A. (2014). "Governance and the value relevance of tax avoidance". ***Malaysian Accounting Review***. 13 (2): 87-108.
- Arouri,M., and G.,Pijourlet.(2017)."CSR Performance and the Value of Cash Holdings: International Evidence". ***Journal of Business Ethics***. 140(2):263-284.
- Azmat,Q.,(2014)."Firm value and optimal cash level: evidence from Pakistan". ***International Journal of Emerging Markets***. 9(4):488-504.
- Bates, T. W., Chang, C., & Chi, J. D. (2017). "Why has the value of cash increased over time?". ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***. Forthcoming.
- Bates, T.W., Kahle, K.M. and Stulz, R.M. (2009). "Why Do U.S. Firms Hold so Much More Cash Than They Used to?". ***Journal of Finance***. 64(5):1985–2021.

- Beltratti, A., (2005). "The complementarity between corporate governance and corporate social responsibility". ***The Geneva Papers on Risk and Insurance*** . 30(3): 373–386.
- Beuselinck,C., and Y.Du.(2017)."Determinants of Cash Holdings in Multinational Corporation's Foreign Subsidiaries: US Subsidiaries in China". ***Corporate Governance: An International Review***. 25(2):100-115.
- Bick,P.;S,Orlova and L.Sun. (2017)."Fair value accounting and corporate cash holdings". ***Advances in Accounting***. 4(3):1-13.
- Cai, W.,C., Zeng,E., Lee, and N., Ozkan. (2016). "Do business groups affect corporate cash holdings? Evidence from a transition economy". ***China Journal of Accounting Research***. 9, 1-24.
- Carlos E.Jimenez-Angueira. (2018)."The effect of the interplay between corporate governance and external monitoring regimes on firms' tax avoidance". Advances in Accounting. ***Advances in Accounting***. (41):7-24.
- Chang,M., T.,Chiu and Y.Chen.(2016)."Tax Aggressiveness and Firm's Cash Holdings: The Role of Corporate Social Responsibility". ***International Research Journal of Applied Finance***.3(5):19-37.
- Chen, H., Xu, Y., Yang, J., (2013). "Systematic risk, debt maturity, and the term structure of credit spreads". ***SSRN. Working Paper***.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q. and Shevlin, T. (2010). "Are family firms more tax aggressive than non-family firms?". ***Journal of Financial Economics***. 95 (1): 41-61.
- Chen, Y. R. (2008). "Corporate Governance and Cash Holdings: Listed New Economy Versus Old Firms". ***Corporate Governance***: ***An International Review***. 16(5): 430–442.
- Chen,Y., M.,Hung and Y.,Wang.(2018)."The effect of mandatory CSR on firm profitacility and social externalities: Evidence from China". ***Journal of Accounting and Economics***. 65(1):169-190.
- Cheung,A.,(2016)."Corporate social responsibility and corporate cash holding". ***Journal of Corporate Finance***. (37):412-430.
- Desai, M.A. and Dharmapala, D. (2009). "Corporate tax avoidance and firm value". ***The Review of Economics and Statistics***. 91 (3): 537-546.
- Desai, M.A., Dyck, A. and Zingales, L. (2007). "Theft and taxes". ***Journal of Financial Economics***, Vol. 84 No. 3, pp. 591-623.

- Disraeli,A., A.,Bright, F.,Samuel, A.,Kwarteng and G.,Yayra. (2018). " Governance Structures, Cash Holdings and Firm Value on The Ghana Stock Exchange". ***Corporate Governance***: ***The International Journal of Business in Society*** **.**18 (4):671-685.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). "Corporate governance and the value of cash holdings". ***Journal of Financial Economics***. 83, 599e634.
- Dittmar, A., and J.M.Mahrt-Smith and H. Servaes. (2003). "International corporate governance and corporate cash holding***".*** ***Journal of Financial and Quantitative Analysis.*** 38(1):111-133.
- Drobetz, W., Grüninger, M.C. and Hirschvogl, S. (2010), "Information asymmetry and the value of cash". ***Journal of Banking and Finance***. 34 (9): 2168-2184.
- Dudley, E., and N.,Zhang.(2016)."Trust and corporate cash holdings". ***Journal of Corporate Finance***. 41:363-387.
- Dutordoir,M.; N.,Strong and P.,Sun.(2018)."Corporate social responsibility and seasoned equity offerings". ***Journal of Corporate Finance***. 50(1):158-189.
- Ender, D., and O.,Ersan.(2017)."Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries". ***Emerging Markets Review***.33:189-200.
- Etemad, M., & Joker, E. (2016). Relation between firm diversification and the value of corporate cash holding for firms accepted in stock market. ***International Research Journal of Applied and Basic Sciences***.10,99-104.
- Fabrizi, M., Malin, C., Michelon, G., (2014). "The role of CEO's personal incentives in driving corporate social responsibility". ***Journal of Business Ethics***. 124,(2). 311–326.
- Farinha,J., C,Mateus and N,Soares.(2018)."Cash holdings and earnings quality: evidence from the main and Alternative UK markets". ***International Review of Financial Analysis***. 56:238-252.
- Ferris, S. P., Javakhadze, D., and Rajkovic, T. (2017). "The international effect of managerial social capital on the cost of equity". Journal of Banking & Finance, 74, 69
- Filatotchev,I.; A.,Poulsen and R.Greg. (2018). "Corporate governance of a multinational enterprise: Firm industry and institutional perspectives". ***Journal of Corporate Finance***. 3(3): 1-8.

- Frésard, L. (2010). "Financial Strength and Product Market Behavior: The Real Effects of Corporate Cash Holdings". ***Journal of Finance***. 6 (3): 1097–1122.
- Gao, N. (2011). "The adverse selection effect of corporate cash reserves: evidence from acquisitions solely financed by stock". ***Journal of Corporate Finance***. 17(4) 789-808.
- Ghaly, M., D.,Viet and K., Stathopoulos. (2015). "Cash holdings and employee welfare". ***Journal of Corporate Finance***. 33,53-70.
- Gill, A., & Shah, C. (2012). "Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada". ***International Journal of Economics and Finance***. 4, 70-79.
- Gu,T.,(2017)."U.S multinationals and cash holdings". ***Journal of Financial Economics***. 125:344-368.
- Guizani,M.,(2017)."The financial determinants of corporate cash holdings in oil rich country: Evidence from Kingdom of Saudi Arabia". ***Borsa Istanbul Review. Available at: www.sciencedirect.com***.17(3):133-143.
- Habib,A.;M.,Hasan and A.,Al-Hadi.(2017)."Financial Statement Comparability and Corporate Cash holdings ". ***Journal of Contemporary Accounting &Economics***.(13):304-321.
- Hall, T., Mateus, C. and Mateus, I.B. (2014). "What determines cash holdings at privately held and publicly traded firms? Evidence from 20 emerging markets". ***International Review of Financial Analysis***, 33 (3): 104-116.
- Hanlon, M., Heitzman, S., (2010). "A review of tax research". ***Journal of Accounting and Economics***. 50 (2), 127–178.
- Harford, J. (1999). "Corporate Cash Reserves and Acquisitions". ***The Journal of Finance***. 54(6) : 1969–1997.
- Harford, J., S.,Klasa, and W., Maxwell. (2014). "Refinancing risk and cash holdings". ***The Journal of The American Finance Association***. 69(3): 975–1011.
- Harford, J.,S.,Mansi and W.,Maxwell.(2008)." Corporate governance and firm cash holdings in the US". ***Journal of Financial Economics***".87(1):535-555.
- Hasan, I., Hoi, C. K. S., Wu, Q., & Zhang, H. (2017). Social capital and debt contracting: Evidence from bank loans and public bonds. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***. 52(3): 1017–1047.
- Horioka, C. Y., and Terada-Hagiwara, A. (2013). "Corporate Cash Holding in Asia, NBER Working Paper Jensen, M.C. 1986.

"Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". ***The American Economic Review***. 76 (2): 323–329.

- Huang,C., T.,Liao and Y.,Chang.(2015)."Over-Investment, the marginal value of cash holdings and corporate governance". ***Studies in Economics and Finance***. 32(2):204-221.
- Huang,H., G.,Lobo, C.,Wang and H.,Xie.(2016)."Customer Concentration and Corporate Tax Avoidance". ***Journal of Banking and Finance*** .72(1):184-200.
- Huseynov, F., Klamm, B.K., (2012). "Tax avoidance, tax management and corporate social responsibility". ***Journal of Corporate Finance***. 18 (4), 804–827.
- Huseynov,F., S.,Sardarli and W.,Zhang.(2017)."Does index addition affect corporate tax avoidance?". ***Journal of Corporate Finance***. (43):241-259.
- Jensen, M. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers". ***American Economic Review***. 76 (2) : 323-329
- Jensen, M., Meckling, W., (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". ***Journal of Financial Economics*** 3, 305–360.
- Jiang,Z., and E.,Lie.(2016)."Cash holding adjustments and managerial entrenchment". ***Journal of Corporate Finance***. (36):1901-205.
- Jiraporn, P., & Chintrakarn, P. (2013). "How do powerful CEOs view corporate social responsibility (CSR)? An empirical note". ***Economics Letters***, 119(3), 344–347.
- Kieswetter,D., and J., Manthey.(2017)."Tax avoidance, value creation and CSR- a European perspective". ***Corporate Governance: The International Journal of Business in Society***. 17(5):803-821.
- Kim, Y., Park, M., & Wier, B. (2012). "Is earnings quality associated with corporate social responsibility?". ***The Accounting Review***. 87. 761–796.
- Kusnadi,Y.,(2011)."Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value?". ***Pacific-Basin Finance Journal***. 19(1):554-570.
- Lasfer, M.A., (2006). "The interrelationship between management ownership and board structure" ***J. Bus. Finance Account***. 33 (7), 1006–1033.

- Lee, K.-W. and C.-F. Lee.(2009)."Cash holdings, corporate governance structure and firm valuation". ***Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies***. 12(3):475-508.
- Lee,C., and H.,Park. (2016)."Financial constraints. board governance standards, and corporate cash holdings". ***Review of Financial Economic***. 28(1):21-34.
- Lending,C., K.,Minnick and P.,Schorno.(2018)."Corporate Governance, Social Responsibility, and Data Breaches". ***The Financial Review***.53(1):413-455.
- Li,F., T.,Li and D.,Minor.(2016)."CEO power, Corporate social responsibility, and *firm* value: a test of agency theory". ***International of Managerial Finance***. 12(5):611-628.
- Lin,C., M.,Chan, I.,Chien and K., Li.(2018)."The relation between cash value and accounting conservatism: The role of controlling shareholders". ***International Review of Economics and Finance***. 55(1):233-245.
- Lisowsky,P.,Robinson,L.,Schmidt,A.,(2013)."Do publicly disclosed tax reserves tell us about privately disclosed tax shelter activity?". ***Journal of Accounting Research***. (51).583–629.
- Liu,Y., D.,Mauer and Y., Zhang.(2014)." Firm cash holding and CEO inside debt". ***Journal of Banking and Finance***. 42 (1): 83-100.
- Lu, Z.F. and Han, F.C. (2013). "Do macroeconomic policies affect the economic effect of cash holdings: perspectives from production market and capital market". ***Management World***, 6 (1): 43-60 (in Chinese).
- Luo Q. and Hachiya, T. (2005). "Corporate Governance, Cash Holdings, and Firm Value: Evidence from Japan". ***Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies***, 08(04) : 613-636. doi: 10.1142/S0219091505000580.
- Maham,K. and Z.H.Shabanha.(2015)."The relationship between earnings quality and cash holding by companies". ***International Journal of Review in Life Sciences***. 5(5):673-677.
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P.J. and Martínez-Solano, P. (2013). "Corporate Cash Holding and Firm Value". ***Journal of Applied Economics***. 45(2) 161–170.
- Matsumura, E., Prakash, R., & Vera-Mun˜oz, S. (2014). "Firm-value effects of carbon emissions and carbon disclosures". ***The Accounting Review***. 89, 695–724.

- McClure, R.; Lanis, R.; Wells, P.; Govendir, B., (2018), The impact of dividend imputation on corporate tax avoidance: The case of shareholder value, **Journal of Corporate Finance**, 48: 492–514.
- Minnick, K., Noga, T.,(2010). "Do corporate governance characteristics influence tax management?". ***Journal of Corporate Finance***. 16 (5), 703–718.
- Myers,S.C and Majluf, N.S.(1984) "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have". ***Journal of Financial Economics.*** 13(2): 187–221.
- Nakpodia,F., and E.,Adegbite.(2018)."Corporate governance and elites". ***Accounting Forum***. 42(1):17-31.
- Nekhili,M., H.,Nagati, T.,Chtioui and C.,Rebolledo.(2017)."Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. ***Journal of Business Research***. 77(1):41-52.
- Nguyen,P., A.,Kecskes and S.,M.ansi.(2017)."Does corporate social responsibility create shareholder value? The importance of long-term investors". ***Journal of Banking and Finance***.3(1):1-21.
- Nguyen,T.; L.,Nguyen and T.,Le.(2016)."Firm Value, Corporate Cash Holdings Financial Constraint: A Study From A Developing Market". ***Australian Economic Papers***. 55(4):368-385.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R. (1999). "The determinants and implications of corporate cash holdings". ***Journal of Financial Economics***. 52 (1): 3-46.
- Orlova,S., and R.,Rao.(2018)."Cash holdings speed of adjustment". ***International Review of Economics and Finance.*** (54):1-14.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). "Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies". ***Journal of Banking and Finance***, 28. 2103–2134.
- Palazzo, D., (2012). "Cash holdings, risk, and expected returns". ***Journal of Financial Economics***. 104 (1): 162–185.
- Paniagua, J., R. Rivelles and J. Sapena. (2018). "Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure". ***Journal of Business Research***. 3(3):1-6.
- Rao,K., and K.,Thker.(2018)."The Speed of Adjustment of Corporate Cash Holdings". ***The Journal of Developing Areas.*** 52(3): 139-151.

- Rego, S.O. and Wilson, R. (2012). "Equity risk incentives and corporate tax aggressiveness". ***Journal of Accounting Research***. 50 (3) : 775-810.
- Richardson, S., (2006). "Overinvestment of free cash flow". ***Review of Accounting Studies***. 11, 159–189.Jensen, M., Meckling, W., (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". ***Journal of Financial Economics***. 3.(1). 305–360.
- Ronald W., and M.,Hamadi.(2016)."Cash holding and control-oriented finance". ***Journal of Corporate Finance***.41:410-425.
- Sharfman, M., & Fernando, C. (2008)." Environmental risk management and the cost of capital". ***Strategic Management Journal***. 29. 569–592.
- Sun,Q., K.,Yung and H.,Rahman.(2012)."Earnings quality and corporate cash holdings". ***Accountings and Finance***. (52).543-571.
- Wai,W.Y.and Y.Zhu.(2013)."The Effect of Corporate Governance on Cash Holding: Evidence from Hong Kong. ***Working Paper***, Hong Kong Baptist University, Hong Kong.
- Wang, Z. and Zhu, W. (2013). "Equity financing constraints and corporate capital structure: a model". ***China Finance Review International***. 3(4): 322-339.
- Wang,L.,(2015)."Tax enforcement, corporate tax aggressiveness, and cash holdings". ***China Finance Review International***. 5(4):339-370.
- Wu,W.;Y.,Yong and S.,Zhou.(2017)."Multinational Firms and Cash Holdings: Evidence from China". ***Finance Research Letters***.20:184-191.
- Yi Lu,L.; G.,Shailer and Y.,Yu.(2016)."Corporate Social Responsibility Disclosure and the Value of Cash Holdings". ***European Accounting Review***. 1-25.
- Zahedi,J.; E.,Talebi and S.,Aval.(2015)."Ownership Concentration, Cash Holding and Firm Value". ***International Journal of Management, Accounting and Economics***, 2(8): 902-912.
- Zhong,M., and L.,Gao.(2017)."Does Corporate Social Responsibility Disclosure Improve Firm Investment Efficiency? Evidence from China". ***Review of Accounting and Finance.*** 16(3):348-385.

١١ – ملاحق البحث

١١-١ ملحق رقم (١) مؤشر الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية:

أولًا: آليات الحوكمة	
أ-	**هيكل الملكية وحقوق المساهمين**
١-	الإفصاح عن عدد الأسهم العادية المصدرة.
٢-	الإفصاح عن دليل الممارسات الجيدة لحوكمة الشركات.
٣-	تعريف فئات الأسهم المصدرة.
ب-	**المعلومات المالية والتشغيلية**
٤-	السياسة المحاسبية المستخدمة.
٥-	البيانات المالية السنوية وفقا للمعايير المحاسبية الدولية.
٦-	توقعات للمكاسب المالية.
٧-	هيكل الإيرادات توضيح للإيرادات لكل بند رئيسي في هيكل الموازنة.
٨-	هيكل ملكية الشركات التابعة.
جـ-	**معلومات عن مجلس الإدارة والإدارة العليا**
٩-	معلومات عن أعضاء مجلس الإدارة غير المعلومات الخاصة بالاسم واللقب.
١٠-	لجان مجلس الإدارة أو قائمة بأسماء جميع أعضاء اللجنة القائمة.
١١-	سجل الحضور لاجتماعات المجلس.
د-	**حوكمة الشركات ومعالجة الفساد**
١٢-	السياسات والإجراءات الخاصة بوجود نظام للبلاغات داخل الشركة والسياسات والإجراءات الخاصة بالتداول.
١٣-	المشاركة في الأحزاب السياسية.
١٤-	الإفصاح عن الإجراءات والسياسات المتعلقة بالرشوة والفساد.
هـ-	**أخلاقيات العمل والمسئولية الاجتماعية**
١٥-	نشر تقارير المسئولية الاجتماعية.
١٦-	استخدام الأداء الاجتماعي والبيئي في تحليل عملية اتخاذ القرارات.
ثانيًا: المسئولية الاجتماعية والبيئية	
أ-	**حماية البيئة**
١٧-	انبعاث الغازات الدفيئة مثل أكسيد النيتروجين وأكسيد الكبريت والانبعاثات الأخرى.
١٨-	وضع أهداف محددة لخفض انبعاثات الغاز.

١٩-	إجمالي الكميات المستخدمة من المياه.
٢٠-	المـواد الخـام، والطاقـة، والميـاه، والتنـوع البيولـوجي، والانبعاثـات، والفضـلات، والنفايـات، والمنتجات والخدمات، والتقييمات البيئية من قبل الموردين، وآليات معالجة الضرر البيئي.
ب-	**حقوق العاملين**
٢١-	برامج التطوير الوظيفي.
٢٢-	عدد الإضرابات وعدد الموظفين العاملين.
٢٣-	معلومات عن السياسات – القواعد المتعلقة بالرعاية الصحية.
٢٤-	عدد العاملين من الجنسين من مجموع القوي العاملة.
٢٥-	التوظيف، والعلاقة بين العاملين والإدارة، والصحة والسلامة في مكان العمل، والتدريب والتعليم، التنوع وتكافؤ الفرص، وتقييمات المورّدين لممارسات العمالة، آليات معالجة الشكاوى.
جـ-	**تنمية المجتمع**
٢٦-	وجود سياسة واضحة فيما يتعلق بالاستثمار في المجتمع.
٢٧-	المشاركة المجتمعية فيما يخص مبادرات القطاعين العام والخاص نحو تنمية المجتمع المحلي.
٢٨-	المجتمعات الأهلية، ومكافحة الفساد، السلوك المناقض للمنافسة، وتقييم الموردين للآثار الناجمة على المجتمع، وآليات معالجة المتضررين في المجتمع.
د-	**العملاء والمنتج ومسئولية الإنتاج**
٢٩-	وجود عدد من الدراسات الاستقصائية لتقييم رضا العملاء والتي أجريت خلال عام.
٣٠-	بعض الإجراءات والبرامج التي تدعو للتمسك بالقوانين والمعايير المتعلقة بالاتصالات التسويقية مثل: الإعلان والترويج والرعاية.
٣١-	وضع آلية لمعالجة شكاوى ومقترحات (المعلومات المرتدة) العملاء.
٣٢-	سلامة العملاء، وتعريف الخدمات والمنتجات، والتسويق، خصوصية العميل.