



# مجلة البحوث المالية والتجارية

المجلد (٢٢) – العدد الرابع – أكتوبر ٢٠٢١



تحليل العلاقات التأثيرية المباشرة والتفاعلية بين جودة حوكمة الشركات والإفصاح  
عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية

## Analysis of Direct and Interactive Influence Relationships between Corporate Governance Quality, Corporate Social Responsibility Disclosure and Cash Holdings: An Empirical Study

إعداد

د. حامد نبيل حامد سليمان

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة المنصورة

د. إبراهيم السيد محمد إبراهيم الجوهري

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة المنصورة

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



**المستخلص:** تحتفظ المنشآت بمبالغ نقدية كبيرة تجنباً لمخاطر عدم التأكد والاستفادة من فرص النمو المتاحة؛ حيث إن الاحتفاظ بأصول ذات سيولة أكبر يزيد من المرونة المالية للمنشأة ويساعدها على الاستجابة لتغيرات السوق التي تؤثر على الاستثمار ونمو الأعمال. ويعطي المديرون في الدول المتقدمة الأولوية للمرونة المالية، وبالتالي يحتفظون بمزيد من السيولة من أجل زيادة قدرة المنشأة على المنافسة في بيئة الأعمال الديناميكية؛ وتهدف هذه الدراسة إلى تحليل العلاقات التأثيرية المباشرة والتفاعلية بين جودة حوكمة الشركات، والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، والاحتفاظ بالنقدية. وتم التطبيق على عينة من الشركات المُقيدة بالبورصة المصرية بلغ عددها (٨٥) شركة خلال الفترة من عام ٢٠١٦ وحتى عام ٢٠٢٠، وقد اعتمدت الدراسة على تحليلين؛ أحدهما أساسي والآخر إضافي. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية سالبة بين جودة حوكمة الشركات ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية سالبة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، إضافةً إلى ذلك فقد أشارت النتائج إلى وجود أثر تفاعلي معنوي لكلٍ من جودة حوكمة الشركات، والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية؛ وهو ما يُمكن تفسيره بأن جودة حوكمة الشركات والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لهما دور رقابي فعال في تخفيض مشاكل الوكالة لا سيما فيما يتعلق بالقرارات المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية.

**الكلمات المفتاحية:** جودة حوكمة الشركات، الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، الاحتفاظ بالنقدية.

**Abstract:** Firms hold large amounts of cash to avoid the risks of uncertainty and take advantage of available growth opportunities. Holding more liquid assets increases the financial flexibility of the firm and helps it in responding to market changes that affect investment and business growth. Managers in developed countries prioritize financial flexibility, thus retaining more liquidity in order to increase the firm's competitiveness in a dynamic business environment. So, this study aims to analyze the direct and interactive influence relationships between corporate governance quality, corporate social responsibility disclosure, and cash holdings. Using a sample of (85) companies listed in Egyptian stock of exchange in the period of 2016-2020, the study relied on primary and additional analysis. The results indicate that there is a negative significant relationship between corporate governance quality and cash holdings, and also there is a negative significant relationship between corporate social responsibility disclosure and cash holdings, Furthermore, the results indicate a significant interactive effect of both corporate governance quality and corporate social responsibility disclosure on cash holdings; which can be explained by the fact that corporate governance quality and corporate social responsibility disclosure have an effective supervisory role in reducing agency conflicts, especially with regard to decisions related to cash holdings.

**Key words:** Corporate Governance Quality, Corporate Social Responsibility Disclosure, Cash Holdings.



## المقدمة:

حظي الاحتفاظ بالنقدية باهتمام كبير في السنوات الأخيرة نظراً لأهمية حجم الأصول النقدية في تحديد المركز المالي للمنشأة<sup>١</sup> (Dogru & Sirakaya-Turk, 2018)، وتحفظ المنشآت بمبالغ نقدية كبيرة تجنباً لمخاطر عدم التأكد والاستفادة من فرص النمو المتاحة؛ حيث إن الاحتفاظ بأصول ذات سيولة أكبر يزيد من المرونة المالية للمنشأة ويساعدها على الاستجابة لتغيرات السوق التي تؤثر على الاستثمار ونمو الأعمال. ويعطي المديرون في الدول المتقدمة الأولوية للمرونة المالية، وبالتالي يحتفظون بمزيد من السيولة من أجل زيادة قدرة المنشأة على المنافسة في بيئة الأعمال الديناميكية (La Rocca & Cambrea, 2019; Yun et al., 2021).

وعلى وجه الخصوص، تحتاج المنشآت إلى النقدية من أجل القيام بأنشطتها التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، وهناك مجموعة من الدوافع وراء قيام المنشآت بالاحتفاظ بالنقدية ويتمثل الدافع الأول في دافع المعاملات (Transactional Motive)؛ حيث من المرجح أن تحفظ المنشآت بالنقدية لتلبية احتياجات أنشطة التشغيل اليومية كمدفوعات الديون وأرباح الأسهم والضرائب، وقد يساعد هذا الأمر المنشآت على تجنب بيع الأصول للقيام بهذه الأنشطة وتخفيض تكلفة الحصول على الموارد المالية من خارج المنشأة (Amess et al., 2015). أما الدافع الثاني فيتمثل في دافع التحوط (Precautionary Motive)؛ حيث يعمل الاحتفاظ بالنقدية كتأمين ذاتي ضد النفقات المستقبلية غير المتوقعة (Akhtar et al., 2018). في حين أن الدافع الثالث يتمثل في دافع المضاربة (Speculative Motive)؛ حيث تقوم المنشآت بالاحتفاظ بالنقدية لتكون قادرة على استغلال الفرص الاستثمارية المستقبلية بدلاً من ضياعها في حالة عدم توافر النقدية اللازمة (Hassanein & Kokel, 2019).

ويُعتبر الاحتفاظ بالنقدية بشكلٍ مُفرط من قبل المنشأة مصدر قلق كبير للمساهمين وذلك لارتباطه بانخفاض العائد على الاستثمار (Yu et al., 2015). كما تُعد النقدية من الأصول التي يمكن أن يُساء استخدامها من قبل المديرين؛ حيث يؤدي انخفاض الرقابة على الأصول النقدية إلى زيادة فرص تحقيق المديرين لامتيازات ومزايا شخصية بما يؤدي لظهور مشاكل الوكالة لا سيما عند الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من الأصول النقدية. وتشير نظرية الوكالة إلى أنه في حالة عدم توافر الرقابة على المديرين بالشكل المناسب فإنهم يسعون إلى تحقيق منافع خاصة من خلال النقدية الزائدة بسبب عدم التوافق بين دوافعهم وأهداف المساهمين (Akhtar et al., 2018).

وتلعب حوكمة الشركات دوراً هاماً في رقابة إدارة المنشأة؛ نظراً لتأثيرها الإيجابي على العديد من الجوانب من خلال دورها الرقابي في الحد من السلوك الانتهازي للمديرين والذي قد يظهر من خلال العديد من الممارسات مثل إدارة الأرباح والاحتيايل وانخفاض فعالية عملية اتخاذ القرار بشأن الاحتفاظ بالنقدية (Lel, 2019; Li & Wang, 2021).

وعلى الجانب الآخر، تُمثل المسؤولية الاجتماعية للشركات الإجراءات التي تقوم بها المنشأة للمساهمة في رفاة المجتمع، بدءاً من العاملين، والعملاء، والبيئة، وحتى المواطنين. ويمكن للمنشآت التي تقوم بمسؤولياتها الاجتماعية تكوين رأس مال اجتماعي مرتفع بما يساعدها في حل النزاعات من أجل الحفاظ على علاقات أفضل مع أصحاب المصالح، وبالتالي توفير نوع

١ سيعتمد الباحثان على استخدام لفظي الشركة والمنشأة للدلالة على نفس المعنى حسبما تقتضي الصياغة.

من التأمين أو التحوط ضد الأحداث السلبية الخاصة بالمنشآت؛ مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض مستويات الاحتفاظ بالنقدية لأغراض التحوط أو التشغيل (Liem et al., 2020).

#### مشكلة الدراسة:

تقوم المنشآت باستثمارات رأسمالية كبيرة للحفاظ على الأصول الحالية أو شراء أصول جديدة أو الاستحواذ على منشآت قائمة بالفعل. وبشكل عام، يُمكن للمنشأة تمويل استثماراتها من خلال الاعتماد على المصادر الداخلية للتمويل (النقدية والتدفقات النقدية) أو المصادر الخارجية للتمويل أو الجمع بين كليهما، ويُعد تخصيص الكفاء لموارد المنشأة أمراً بالغ الأهمية لاستدامتها، ومع ذلك فإن السياسة النقدية تخضع بشكل كبير لتقديرات الإدارة. وعلى عكس الأصول الأخرى يُمكن تحويل النقدية بسهولة إلى منافع شخصية للمديرين على حساب المساهمين؛ الأمر الذي يُمكن أن يؤثر بشكل كبير على استراتيجيات تمويل المنشآت، مما يؤثر بشكل أكبر على إدارة النقدية في تلك المنشآت، وسياسات توزيع الأرباح والاستثمار، وكذلك قيمة المنشأة (Kwan & Lau, 2020).

ووفقاً لنظرية الوكالة ينشأ تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين إذا لم تتوافق دوافع المديرين مع أهداف المساهمين، مما يؤدي إلى ظهور مشاكل الوكالة. حيث يُمكن لمديري المنشآت التي لديها تدفقات نقدية حرة الاستثمار بما يتجاوز المستوى الأمثل للاستثمار وذلك من خلال القيام بمشاريع استثمارية تُخفّض من قيمة المنشأة. فقد يستخدم المديرون التدفقات النقدية وفقاً لتقديراتهم للقيام باستثمارات تزيد من قوتهم ومكافأاتهم، والتي تُعرف أيضاً باسم الاستثمار الإداري المفرط (Managerial Overinvestment)، كما يُمكن للمديرين القيام بمشاريع استثمارية ذات صافي قيم حالية سالبة (NPVs) باستخدام الموارد الداخلية لزيادة ثروتهم الشخصية، حيث إنه من غير المرجح أن يقوم المساهمون بتمويل المشاريع ذات صافي قيم حالية سالبة، نتيجة لذلك قد يحتفظ بعض المديرين بمزيد من الأصول النقدية وفقاً لتقديراتهم والاعتماد على التدفقات النقدية في تنفيذ المشاريع الاستثمارية (McCahery et al., 2016).

وعندما تتوافق دوافع المديرين مع أهداف المساهمين في المنشآت التي تلتزم بالتطبيق الجيد لمبادئ وقواعد حوكمة الشركات، فمن المُتوقع أن يتجنبوا إهدار موارد المنشأة على المشاريع الاستثمارية غير المربحة لأنهم سيخضعون للرقابة. وعلى العكس من ذلك، يُمكن لمديري المنشآت ضعيفة الحوكمة استخدام التدفقات النقدية الحرة للاستثمار في المشاريع التي تُحقق مصالحهم الشخصية ومن ثم تزيد من مشاكل الوكالة (Dogru & Sirakaya-Turk, 2018).

وفي هذا الصدد تُعد جودة حوكمة الشركات على قدر كبير من الأهمية لتفادي مشاكل الوكالة، فمن بين أهداف الحوكمة الداخلية الفعالة ضمان مستويات مناسبة للاحتفاظ بالنقدية؛ حيث تلعب آليات حوكمة الشركات دوراً أساسياً في تحديد السياسة النقدية للمنشأة. في حين يترتب على ضعف حوكمة الشركات زيادة توجه المديرين للاحتفاظ بالنقدية؛ لذلك يُعد تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية بمثابة تحدي للمنشأة لا سيما في ظل تكاليف الوكالة (Yun et al., 2021).

وعلى الجانب الآخر، فقد اكتسبت المسؤولية الاجتماعية المزيد من الاهتمام لعلاقتها بسياسات إدارة النقدية كاستجابة لمتطلبات المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح (Chen et



(al., 2019). ويترتب على زيادة وعي أصحاب المصالح بأهمية الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية زيادة قيمة حقوق المساهمين وذلك من خلال إدارة النقدية بشكل أكثر كفاءة (Byun & Oh, 2018). إضافة إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يُوفر معلومات إضافية حول التكاليف والمنافع الحالية والمستقبلية للمنشآت، وتساهم هذه المعلومات في تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات، كما تُعزز من رقابة القرارات الاستثمارية للمديرين؛ وبالتالي تُقيد من فرص المديرين في إساءة استخدام النقدية في المشاريع غير المربحة (Lu et al., 2017)؛ ومن ثم يُمكن القول إن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يؤدي إلى تحسين إدارة النقدية لا سيما في البيئات التي تتسم بانخفاض جودة المعلومات وضعف نظم الرقابة (Yang & Susanto, 2021).

وتأسيساً على ما سبق، يتضح أن من بين العوامل التي يُمكن أن تؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية؛ جودة الحوكمة، والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وذلك لأهمية دورهما الرقابي في هذا الشأن؛ ومن ثم تتلخص مشكلة الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي: ما هي طبيعة الدور الرقابي لكلٍ من جودة حوكمة الشركات والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية بالشركات المصرية؟

**مما سبق تتمثل مشكلة الدراسة في التساؤلات التالية:**

- س١: ماهية الاحتفاظ بالنقدية ومحدداته ودوافعه وتكاليفه؟
- س٢: ما هي أهم النظريات المُفسّرة للاحتفاظ بالنقدية؟
- س٣: ما هو أثر جودة حوكمة الشركات على الاحتفاظ بالنقدية؟
- س٤: ما هي طبيعة الدور الرقابي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وأثره على الاحتفاظ بالنقدية؟
- س٥: ما هو الأثر التفاعلي لكلٍ من جودة حوكمة الشركات والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الاحتفاظ بالنقدية؟

**هدف الدراسة:**

**في ضوء طبيعة المشكلة يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في:**

دراسة العلاقات التأثيرية المباشرة والتفاعلية بين جودة حوكمة الشركات، الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، والاحتفاظ بالنقدية بالشركات المصرية.

**والذي يُمكن تقسيمه للأهداف الفرعية التالية:**

- ١- دراسة الاحتفاظ بالنقدية ومحدداته ودوافعه وتكاليفه.
- ٢- معرفة أهم النظريات المُفسّرة للاحتفاظ بالنقدية.
- ٣- اختبار أثر جودة حوكمة الشركات على الاحتفاظ بالنقدية.
- ٤- دراسة الدور الرقابي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وأثره على الاحتفاظ بالنقدية.
- ٥- تحليل الأثر التفاعلي لكلٍ من جودة حوكمة الشركات والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الاحتفاظ بالنقدية.

**أهمية الدراسة:**

**تتبع الأهمية العلمية للدراسة الحالية من خلال ما يلي:**

- ١- تُعد هذه الدراسة امتداداً للدراسات السابقة التي اهتمت بطبيعة العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية؛ لا سيما في ضوء النتائج المختلفة لتلك الدراسات بشأن قوة واتجاه تلك العلاقة والتي قد تختلف من بيئةٍ لأخرى.

- ٢- تساهم هذه الدراسة في الإضافة للدراسات التي تناولت الاحتفاظ بالنقدية من خلال الاعتماد على عدة نظريات مثل؛ نظرية المفاضلة، ونظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، ونظرية التدفق النقدي الحر، ونظرية الوكالة لتفسير دوافع الاحتفاظ بالنقدية.
- ٣- تُدرّج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين جودة حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية.
- ٤- تُعد الدراسة الحالية امتداداً للدراسات المحاسبية التي قامت باختبار أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قرارات المنشأة وفي مقدمتها قرار الاحتفاظ بالنقدية.
- ٥- عدم وجود دراسة -على حد علم الباحثين- تناولت العلاقات التأثيرية المباشرة والتفاعلية لكل من جودة حوكمة الشركات، والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية.

#### بينما تتمثل الأهمية العملية للدراسة الحالية فيما يلي:

- ١- من المتوقع أن تكون نتائج هذه الدراسة على قدرٍ من الأهمية بالنسبة لإدارة المنشأة؛ من خلال تقدير المستوى الملائم للاحتفاظ بالنقدية بصياغة نموذج يتضمن أهم العوامل المؤثرة على الاحتفاظ بالنقدية؛ بما يؤدي إلى ترشيد القرارات المستقبلية المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية.
- ٢- توجيه اهتمام أصحاب المصالح نحو أهم العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية مما يؤدي إلى ترشيد قراراتهم وحماية مصالحهم المختلفة.
- ٣- من المتوقع أن تكون نتائج هذه الدراسة على قدرٍ من الأهمية لكلٍ من إدارة المنشأة والمستثمرين، من خلال تقديمها منظوراً يساعدها في وضع سياستها التمويلية المناسبة من خلال الموازنة بين التكاليف والمنافع الحدية للاحتفاظ بالنقدية وتأثيرها على الأداء المالي المستقبلي للمنشأة.
- ٤- من المتوقع أن تفيد نتائج هذه الدراسة في تفعيل الدور الرقابي للجهات التنظيمية للتحقق من مدى التزام الشركات بقواعد الحوكمة والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بالشكل الذي يؤدي إلى تحسين جودة الإفصاح وما يترتب عليه من انخفاض عدم تماثل المعلومات بشأن القرارات المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية.
- ٥- من المتوقع أن تكون نتائج هذه الدراسة على قدرٍ من الأهمية بالنسبة إلى المحللين الماليين فيما يتعلق بالقدرة على تحليل وتفسير محددات الاحتفاظ بالنقدية في القطاعات المختلفة.

#### حدود البحث:

- تقتصر فترة الدراسة على الفترة من عام ٢٠١٦ وحتى عام ٢٠٢٠.

#### منهجية البحث:

اعتمد الباحثان على المنهج الاستنباطي وذلك بالاطلاع على الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث، بالإضافة إلى أهم الإصدارات والقرارات والقوانين التي تناولتها تلك الدراسات كعوامل من شأنها التأثير على متغيرات الدراسة، كما تم الاعتماد على المنهج الاستقرائي في قياس متغيرات الدراسة باستخدام البيانات الواردة بالقوائم المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٦ وحتى عام ٢٠٢٠ وذلك بهدف اختبار فروض الدراسة تمهيداً لتقديم تفسيرات لنتائج الاختبارات مع مقارنتها بنتائج الدراسات السابقة.



### خطة البحث:

انطلاقاً من أهمية البحث، وتحقيقاً لأهدافه، وللإجابة على تساؤلاته البحثية، فقد تم تقسيم البحث على النحو التالي:

- ١- الإطار النظري للاحتفاظ بالنقدية (المفهوم/ المحددات/ الدوافع/ التكاليف/ النظريات المُفسّرة).
- ٢- حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية.
- ٣- العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية.
- ٤- الدراسات السابقة واشتقاق الفروض.
- ٥- الدراسة التطبيقية.
- ٦- النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية.
- ٧- المراجع.

### ١- الإطار النظري للاحتفاظ بالنقدية (المفهوم/ المحددات/ الدوافع/ التكاليف/ النظريات المُفسّرة): ١/١ مفهوم ومحددات الاحتفاظ بالنقدية:

يُعد الاحتفاظ بالنقدية أمراً ضرورياً بالنسبة للمنشآت التي تعمل في أسواق تتسم بحدة المنافسة ومن ثم ترتفع بها مستويات المخاطر المالية والتشغيلية. ويُحَفِّز الاحتفاظ بالنقدية عمليات الاستحواذ ونمو الأعمال مما يجعلها ذات صلةً بالمديرين والذين يتعرضون لضغوطٍ هائلة من قِبل المساهمين لإعطاء الأولوية لنمو المنشأة (Kwan & Lau, 2019).

وقد عرف معيار المحاسبة المصري رقم (٤) لسنة ٢٠١٩ بعنوان قائمة التدفقات النقدية في الفقرتين (٥)، (٦) النقدية بأنها النقدية بالصندوق والودائع تحت الطلب، واشترط لكي تكون الاستثمارات قصيرة الأجل في حكم النقدية أن تكون قابلةً للتحويل بسهولة إلى مبلغٍ نقدي محدد وأن يكون تعرضه لمخاطر التغير في قيمته ضئيلاً، كما أكد المعيار على أن الاستثمارات التي تُعد في حكم النقدية هي تلك الاستثمارات التي تكون آجالها ثلاثة أشهر فأقل، كما تُعامل الأسهم الممتازة معاملة ما في حكم النقدية قبل تاريخ استحقاقها بفترة قصيرة.

وقد أشار كلٌّ من Zia-ul-Hannan & Asghar (2013) إلى أن النقدية وما في حكمها تتضمن النقدية المُحتَفَظ بها في خزينة المنشأة والأرصدة غير المُقيّدة في الحسابات الجارية لدى البنوك، إضافةً إلى حسابات التوفير، والشيكات القابلة للتحويل. في حين عرفها Gu (2017) بأنها النقدية اللازمة لتلبية احتياجات الأنشطة التشغيلية. كما عرفها Rahmawati (2019) بأنها النقدية المتاحة بالمنشأة والتي يُمكن استخدامها لتمويل كلٍّ من الاحتياجات التشغيلية، ومتطلبات التمويل غير المتوقعة للمنشأة. كما عرفها Rahmatika & Kholid (2021) بأنها النقدية المملوكة للمنشأة والتي يُمكن استخدامها للاستثمار في الأصول أو توزيعها على المساهمين. كما يُعرَّف الاحتفاظ بالنقدية بأنه احتفاظ المنشأة بأرصدة نقدية مترابطة بالقدر الملائم بما يسمح لها بتحقيق التوازن بين المنفعة الحدية والتكلفة الحدية للنقدية (Cai et al., 2016).

ويرى Xu et al. (2019) أن محددات الاحتفاظ بالنقدية تتعلق بثلاثة جوانب رئيسية وهي؛ الخصائص التشغيلية للمنشأة ومنها حجم المنشأة، والرافعة المالية، وحجم الإنفاق الاستثماري، والأرباح وتوزيعاتها، إضافةً إلى آليات الحوكمة، وجودة التقارير المالية. كما أشار Akben-Selcuk & Sener (2020) إلى أن كلاً من حجم المنشأة، والرافعة المالية، والتدفق النقدي تُعد من المحددات الهامة للاحتفاظ بالنقدية.



ومن الجدير بالذكر أنه عند دراسة الاحتفاظ بالنقدية تجب التفرقة بين مفهومي الحد الأدنى والحد الأعلى للاحتفاظ بالنقدية؛ حيث يرتبط الأول بقيمة المدفوعات اللازمة للمعاملات وسداد الالتزامات قصيرة الأجل (Gill & Shah, 2012). في حين أن الثاني يرتبط بقدرة المنشأة على مواجهة الأحداث غير المتوقعة واستغلال الفرص الاستثمارية المستقبلية إضافةً إلى قدرتها على تمويل المشروعات الاستثمارية المربحة والذي يتم تحديده من خلال المفاضلة بين تكلفة وعائد الاحتفاظ بالنقدية (Cai et al., 2016; Farinha et al., 2018)؛ حيث يتمثل العائد في مجموعة من المنافع الرئيسية التي يُمكن أن تحققها المنشأة نتيجة احتفاظها بالنقدية ومنها؛ تخفيض احتمال وجود تكلفة لتعثر المنشأة مالياً؛ ومن ثم حماية المنشأة من الخسائر غير المتوقعة، وتلبية الاحتياجات النقدية لسياسة الاستثمار في حالة وجود قيود مالية خاصة بالمنشأة؛ ومن ثم تتمكن المنشأة من تحقيق سياسات الاستثمار المثلى، وتخفيض تكاليف مصادر التمويل الخارجي؛ حيث تُمثل الاحتياطات النقدية هامش أمان بالنسبة للمنشأة لا سيما في فترات عدم التأكد وعدم استقرار الأسواق. في حين تتمثل تكلفة الاحتفاظ بالنقدية في مجموعة من التكاليف المختلفة والتي يأتي في مقدمتها تكلفة الفرصة البديلة (Akhtar et al., 2018).

وتأسيساً على ما سبق، يُمكن تعريف الاحتفاظ بالنقدية باعتباره قيام المنشأة بالاحتفاظ بقدرٍ ملائمٍ من الأصول السائلة في ضوء المفاضلة بين تكلفة وعائد الاحتفاظ بها بهدف تلبية احتياجاتها التشغيلية والتمويلية.

## ٢/١ دوافع الاحتفاظ بالنقدية: Motives for Cash Holdings

تواجه المنشآت العديد من التحديات التي تدفعها للاحتفاظ بالنقدية، وتُعد مشكلة الأصول غير السائلة أحد التحديات الرئيسية التي تواجهها المنشآت التي تميل إلى امتلاك المزيد من الأصول الثابتة مثل الأراضي والمباني والمعدات؛ حيث قد تكون تلك المنشآت غير قادرة على الاستجابة بشكلٍ سريعٍ للتغيرات المستمرة في البيئة الاقتصادية نتيجة حيازتها لنسبةٍ كبيرةٍ من الأصول غير السائلة. كما يُمكن أن تتعرض المنشأة لمخاطر مالية مرتفعة عند وجود احتمال لعدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية لا سيما في المنشآت التي تعتمد على التمويل بالمدىونية (التمويل الخارجي) بشكلٍ كبير (Highly Leveraged Firms) (Kwan & Lau, 2019).

وفي ضوء رغبة المنشآت في تخفيض تكاليف المعاملات وتوفير النقدية اللازمة لسداد التزاماتها عند استحقاقها؛ وكذلك لتجنب انخفاض الاستثمار بسبب نقص النقدية المتاحة يُمكن تناول دوافع وتكاليف الاحتفاظ بالنقدية كما يلي:

١/٢/١ دافع تكاليف المعاملات Transactions Costs Motive: ويتعلق بنموذج المفاضلة ويتمثل في تخفيض تكلفة المعاملات، ووفقاً لهذا الدافع فإن المنشأة تحتاج إلى النقدية لتلبية الاحتياجات النقدية للعمليات اليومية والأمور الروتينية الأخرى. وإذا ما كانت المنشأة تُعاني من نقصٍ في النقدية في وقت ما عند الحاجة، فعليها بيع أصولها لتلبية تلك الاحتياجات؛ ومن ثم تحتاج المنشأة إلى الاحتفاظ بالنقدية لتجنب تلك التكاليف. ويتمثل الغرض الآخر من الاحتفاظ بالنقدية في تخفيض تكلفة الحصول على الأموال من أسواق رأس المال (Akhtar et al., 2018).

٢/٢/١ دافع التحوط Precautionary Motive: تواجه المنشآت العديد من الحالات الطارئة غير المتوقعة في المستقبل، مثل الإضرابات، وزيادة تكلفة المواد الخام، والتغير في العرض



والطلب على المواد الخام، أو أي تقلبات أخرى غير متوقعة، وفي هذه الحالات تحتاج المنشأة أصولاً سائلة لتلبية هذه الاحتياجات. ويُعتبر الاحتفاظ بالنقدية دليلاً على الدافع التحوطي الذي يقوم على تأثير عدم تماثل المعلومات عند تجميع الموارد المالية، فبسبب عدم تماثل المعلومات قد يكون هناك احتمال طرح الأوراق المالية بالأسواق بأسعار أكبر أو أقل أو مساوية لقيمتها حيث يشمل التمويل الخارجي التكاليف الثابتة والتكاليف المتغيرة المرتبطة بمبلغ رأس المال الذي يتم تجميعه، ومن ثم قد لا ترغب المنشآت في القيام بالحصول على الأموال من أسواق رأس المال وذلك بسبب التكلفة المرتفعة، كما أنه في حالة وجود نقص في النقدية قد تُخفض المنشآت من استثماراتها المستقبلية (Abdel-Wanis, 2019).

**٣/٢/١ دافع المضاربة Speculative Motive:** ويتمثل الهدف الرئيسي للاحتفاظ بالنقدية لدوافع المضاربة في أن المنشآت قد تُخفض من استثماراتها المستقبلية عندما تواجه نقصاً في النقدية على سبيل المثال، فرص الاستحواذ؛ ومن ثم يجب على المنشآت غير المالية الاحتفاظ بالنقدية بدافع المضاربة (Noman et al., 2019).

**٤/٢/١ دافع الوكالة Agency Motive:** ويشير إلى أن المنشآت التي ترتفع بها مشاكل الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين من ناحية وبين كبار وصغار المساهمين من ناحية أخرى تقوم بالاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية بهدف تخفيض تكاليف تلك المشاكل (زيتون، ٢٠١٩).

**٥/٢/١ دافع الإشارة Signaling Motive:** حيث تتجه المنشأة إلى إرسال إشارات إيجابية لمستثمريها للحد من الآثار السلبية الناتجة عن عدم تماثل المعلومات من خلال الإعلان عن توزيعات الأرباح، بما يعكس قوة المركز النقدي للمنشأة (Thanh, 2019).

وقد أوضح (Akhtar et al., 2018) أن المديرين يميلون إلى الاحتفاظ بمزيد من السيولة لتحقيق المزيد من المنافع الخاصة من الأصول النقدية. ويتم تقييم هذه الأصول من قبل المساهمين الخارجيين على أساس إحدى وجهتي نظر؛ حيث تتعلق وجهة النظر الأولى بأن المديرين المنضبطين الذين يسعون لحماية مصالح المساهمين يقومون باستخدام النقدية لزيادة حجم الاستثمارات في المشاريع ذات صافي القيم الحالية الموجبة. في حين تتعلق وجهة النظر الثانية باستخدام النقدية من قبل المديرين الذين يتمتعون بالتحصن الإداري للقيام بالاستثمار المفرط في المشاريع ذات صافي القيم الحالية السالبة. وبناءً على ما سبق يُمكن تناول مشاكل الوكالة المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية من خلال الدوافع الرئيسية التالية:

- دافع المرونة Flexibility Motive: حيث يُفضل بعض المديرين المرونة والتحرر من ضوابط سوق رأس المال من خلال قيامهم بالاحتفاظ بالنقدية بدلاً من استثمارها في المشاريع المربحة أو استغلال فرص الاستثمار غير المتوقعة عندما يتوافر لدى المنشأة تدفقات نقدية فائضة.
- دافع الإنفاق Spending Motive: يتعارض دافع الإنفاق مع دافع المرونة، حيث يشير إلى انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ووفقاً لهذا الدافع، يُفضل المديرين إنفاق معظم التدفق النقدي الزائد على عمليات الاستحواذ مما يترتب عليه إنفاق الأصول النقدية بشكل سريع في الوقت الحاضر مما يؤدي إلى وجود الاستثمار المفرط وتقليل قدرة المنشأة على الاستثمار في المستقبل.

- دافع التدفق النقدي الحر Free Cash Flow Motive: حيث يتم تزويد المديرين برأس مال داخلي كافٍ من قبل المساهمين لتمويل جميع المشاريع الاقتصادية بكفاءة؛ وذلك بهدف الحد من قدرتهم على الوصول إلى التدفق النقدي الحر، والذي يُمكن استخدامه في تحقيق منافع خاصة بهم على حساب المساهمين الأمر الذي يترتب عليه تخفيض مشاكل الوكالة المرتبطة به.
- دافع قوة المساهمين Shareholder Power Motive: حيث يقوم المساهمون بتحديد مقدار الأصول النقدية التي يجب أن تكون تحت تصرف المديرين مع احتمالية تخفيض الاستثمار بسبب عدم تماثل المعلومات بين المساهمين والإدارة. وعلى غرار دافع الإنفاق، يتم التنبؤ بوجود علاقة سلبية من خلال دافع قوة المساهمين بين مشاكل الوكالة والاحتفاظ بالنقدية.

إضافةً إلى ما سبق قد أشار Yun et al. (2021) إلى وجود العديد من الدوافع الأخرى للاحتفاظ بالنقدية مثل؛ القيود المالية، الأبعاد الثقافية، والتنوع، والمنافسة السوقية، ودورة حياة المنشأة، والضرائب، والروابط السياسية، والملكية الحكومية، التكنولوجية.

وتأسيساً على ما سبق، يرى الباحثان أنه يُمكن تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية إذا ما تمت الموازنة بين كلٍ من المنافع والتكاليف المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية وفي هذا السياق يُمكن الاعتماد على تقسيم دوافع الاحتفاظ بالنقدية إلى مجموعتين من الدوافع هما: الدوافع التحوطية أو الإيجابية والتي تشمل كلاً من؛ دافع المعاملات، ودافع الإشارة، ودافع التحوط والتي يترتب عليها تخفيض تكاليف المعاملات والتمويل. والدوافع الناتجة عن مشاكل الوكالة أو السلبية والتي تشمل كلاً من دافع الوكالة ودافع المرونة والتي يترتب عليها زيادة تكاليف التمويل.

### ٣/١ تكاليف الاحتفاظ بالنقدية Cost of Cash Holdings:

على الرغم من المنافع التي يُمكن أن تُحققها المنشآت نتيجة الاحتفاظ بالنقدية إلا أن هناك تكاليف مرتبطة بالاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية وهي تكلفة الفرصة البديلة وتكاليف الوكالة وهو يُمكن توضيحه كما يلي:

### ١/٣/١ تكلفة الفرصة البديلة Opportunity Cost:

عندما يكون هناك افتراض بأن المديرين يهدفون إلى تعظيم ثروة المساهمين، فقد تتحمل المنشأة تكلفة من خلال الاحتفاظ بالنقدية والتي تُعرف باسم تكلفة الفرصة البديلة والتي تُعبر عن الفرق بين العائد على النقدية والفائدة التي كان سيتم دفعها للحصول على تمويل بمقدار وحدة إضافية من النقدية، وترتبط التكلفة التي يتم تحملها بالفرق بين الأرباح نتيجة الاحتفاظ بالنقدية والفائدة التي ستدفعها المنشأة للتمويل النقدي الإضافي، بمعنى آخر، قد تتحمل المنشأة تكلفة الفرصة البديلة من خلال الاحتفاظ بمستويات نقدية مرتفعة. وتكلفة الفرصة البديلة هي تكلفة تتعلق بالعجز النقدي أو عدم القدرة على استغلال الفرص المتاحة، حيث إن دخل الفوائد الذي تحصل عليه المنشأة مقابل الاحتفاظ بالنقدية في البنوك أقل من العوائد التي يُمكن تحقيقها إذا ما تم استثمار الأموال النقدية في مشاريع جيدة أخرى (Akhtar et al., 2018).



### ٢/٣/١ تكاليف الوكالة Agency Cost:

عندما يتم إهمال فرضية تعظيم ثروة المساهمين، فهناك فرصة للمديرين لاستخدام النقدية في المشاريع غير المرعبة، مثل عمليات الاستحواذ والاستثمارات الأخرى التي تؤدي إلى الخسارة والتي تؤدي إلى زيادة تكاليف الاحتفاظ بالنقدية والتي تسمى بتكاليف الوكالة، فعندما لا يتصرف المديرين لصالح المساهمين، قد يؤدي ذلك إلى زيادة تكاليف الوكالة المرتبطة بالاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية، وتتضمن تكاليف الوكالة التكاليف التالية (Pandey & Snekenes, 2015):

- تكلفة الارتباط Bonding Cost: مثل التكاليف المرتبطة بقيام المنشأة بتعيين مراجع خارجي، وتكاليف الامتثال لمبادئ حوكمة الشركات.
- التكلفة المتبقية Residual Cost: مثل التكاليف المرتبطة بقيام المنشأة بتعيين مجلس إدارة مستقل، والتكاليف المرتبطة بقيام المنشأة بمسئوليتها الاجتماعية.
- تكلفة الرقابة Monitoring Cost: وهي التكاليف المرتبطة بعملية الرقابة لأنشطة المديرين.

وبجانب الدوافع المختلفة للاحتفاظ بالنقدية مثل؛ الوفاء بالالتزامات، وتسهيل العمليات، واستغلال فرص الاستثمار الأفضل، ويعمل المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية كآلية لتوفير قدر أكبر من تكلفة الفرصة البديلة عند وجود نقص في الأصول النقدية بالمنشأة؛ حيث إن المنشآت الخدمية تعتمد على الاحتفاظ بالنقدية لتلبية احتياجات أنشطة التدريب وأنشطة البحث. كما قد تحتاج المنشآت الصناعية إلى النقدية لتغطية النفقات التشغيلية وكذلك النفقات الرأسمالية. لذلك، يُفترض أن متطلبات الاحتفاظ بالنقدية تعتمد على خصائص المنشآت ونوع الأعمال التجارية. ولتحقيق متطلبات المنشآت، يُعد الوصول إلى المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية أمراً هاماً لضمان استمرار تلك المنشآت، ولكن يجب أيضاً الأخذ في الاعتبار التكاليف المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية (Noman et al., 2019).

وتأسيساً على ما سبق، يرى الباحثان أن تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية يُعد أمراً ضرورياً لتوفير السيولة الكافية، والتي تُظهر قدرة المنشأة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل عند استحقاقها. وبالتالي، تحتفظ كل منشأة بأقصى رصيد نقدي لتلبية احتياجات أنشطتها التشغيلية، وفي هذا الصدد يجب أن يُحدد المديرين العوامل التي قد تؤثر على الرصيد النقدي خلال الفترات الزمنية المختلفة، كما يجب أن تتساوى كلٌّ من التكلفة الإجمالية للنقدية الإضافية ومخاطر عدم كفاية النقدية للحكم على المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية.

#### ٤/١ النظريات المُفسِّرة للاحتفاظ بالنقدية:

#### ١/٤/١ نظرية المفاضلة (TOT) Trade-off Theory:

وتفترض هذه النظرية أن المنشآت تقوم بتحديد المستوى الأمثل لأصولها النقدية من خلال المفاضلة بين التكاليف الحدية والمنافع الحدية للاحتفاظ بالنقدية، ويتم تحديد هيكل رأس المال الأمثل بناءً على تلك المفاضلة. وتتمثل منافع الاحتفاظ بالنقدية في تخفيض احتمالية حدوث تعثر مالي، ومتابعة سياسة الاستثمار لا سيما عند وجود قيود مالية، وتخفيض تكاليف الحصول على مصادر التمويل الخارجي أو تخفيض الخسارة التي قد تترتب على بيع الأصول الحالية لسداد الالتزامات. في حين تتمثل التكلفة الرئيسية للاحتفاظ بالنقدية في تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر في الأصول السائلة بسبب انخفاض العائد على الأصول النقدية؛ ومن ثم فإن هذه النظرية تهدف إلى تعظيم قيمة المنشأة. كما تشير هذه النظرية إلى أن تكلفة جمع الأموال من المصادر

الخارجية تكون أعلى مقارنةً باستخدام الأموال الداخلية، خاصةً مع ارتفاع تكاليف المعاملات للمنشآت ذات الوصول المحدود إلى أسواق رأس المال، كما أن المنشآت التي لديها إمكانية الوصول إلى أسواق رأس المال قد لا تزال تفضل الاحتفاظ بالنقدية لاستخدامها في حالة الأزمات (Rahmatika & Kholid, 2021).

### ٢/٤/١ نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل (Pecking Order Theory (POT):

وتفترض هذه النظرية أنه لتخفيض تكاليف التمويل إلى الحد الأدنى، يجب على المنشآت إعطاء الأولوية لإعادة استخدام أدوات التمويل وبالتالي تمويل الاستثمارات أولاً بالأرباح المحتجزة والتي تُعد البديل الأول لمصادر التمويل لدى المديرين نظراً لعدم تأثرها بعدم تماثل المعلومات، إضافةً إلى توافر حرية أكبر لاستخدامها، ثم بالديون الآمنة والديون ذات المخاطر وذلك في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية لتلبية احتياجات المنشأة، وأخيراً بالأسهم في حالة عدم كفاية البديلين السابقين. وتشير هذه النظرية إلى أن المنشآت ليس لديها مستويات مستهدفة للاحتفاظ بالنقدية، ولكن يتم استخدام النقدية كهامش أمان حيث تحتفظ المنشأة بالنقدية لتغطية فرص الاستثمار المربحة، ففي ظل عدم تماثل المعلومات، ومن أجل تخفيض التكاليف المتعلقة به إلى الحد الأدنى تُعتبر النقدية مصدراً للتمويل منخفض التكلفة (Yun et al., 2021).

### ٣/٤/١ نظرية التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow Theory (FCFT):

ويُعرّف التدفق النقدي الحر بأنه الفائض من التدفقات النقدية بعد تمويل جميع المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة (عبد المنعم، ٢٠٢١). وتشير هذه النظرية إلى أن المديرين كوكلاء للمساهمين يجب أن يعملوا على تعزيز ثروات المساهمين، إلا أن بعض المديرين قد يكون لديهم الدافع للاحتفاظ بالنقدية لزيادة كمية الأصول الخاضعة لسيطرتهم واكتساب سلطة تقديرية على قرارات المنشأة التمويلية والاستثمارية بما يخدم مصالحهم الشخصية؛ ومن ثم يُخفض الاحتفاظ بالنقدية من الضغط على هؤلاء المديرين للأداء بشكل جيد مما يسمح لهم بالاستثمار في المشاريع التي تُناسب مصالحهم الشخصية والتي قد لا تكون في مصلحة المساهمين، وتؤكد هذه النظرية على أن النقدية التي يتم الاحتفاظ بها تزيد من حرية تصرف الإدارة (Akben-Selcuk & Sener, 2020).

### ٤/٤/١ نظرية الوكالة (Agency Theory (AT):

ووفقاً لهذه النظرية، قد يُفضل المديرون الاحتفاظ بالأصول النقدية لتقليل مخاطر المنشأة وزيادة سلطتهم بشأن ممارسة حرية التصرف في مثل هذه الأصول؛ ومن ثم تُوفر الأصول النقدية للمديرين القدرة على تحقيق أهدافهم من خلال الاعتماد على تلك الأصول للقيام بمشاريع غير مربحة أو منخفضة القيمة بالنسبة للمساهمين، ولكنها تخدم مصالحهم الشخصية (Abdel-Wanis, 2019).

وتأسيساً على ما سبق، يُمكن القول إن احتفاظ المنشأة بالنقدية يهدف إلى توفير التكاليف والوقت للمعاملات المستقبلية اللازمة لتسييل الأصول (تحويل الأصول إلى نقدية)، واستغلال فرص النمو المستقبلية وزيادة قدرة المنشأة على مواجهة الأحداث غير المتوقعة مثل الأزمات المالية، إضافةً إلى الاستفادة من الفرص الناشئة عن سياسات الاقتصاد الكلي أو الجزئي المستقبلية مثل الزيادات في أسعار الفائدة أو الانخفاض في أسعار المواد الخام.



وفيما يتعلق بالنظريات المُفسّرة للاحتفاظ بالنقدية، تقوم نظرية المفاضلة على افتراض أساسي وهو أن الاحتفاظ بالمستوى الأمثل من النقدية يتم من خلال قيام المنشأة بالموازنة بين التكاليف والمنافع الحدية المرتبطة بها وذلك بهدف تعظيم ثروة المساهمين، في حين أنه وفقاً لنظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل لا توجد مستويات مستهدفة للنقدية التي يتم الاحتفاظ بها من قبل المنشأة، ولكن يتم استخدام النقدية كحد فاصل بين الأرباح المحتجزة واحتياجات الاستثمار، بينما تؤكد كل من نظرية التدفق النقدي الحر ونظرية الوكالة على أن الدافع الأساسي للاحتفاظ بالنقدية يتمثل في رغبة المديرين في زيادة سلطاتهم التقديرية بشأن هذا الأصل لا سيما بالنسبة للقرارات التمويلية والاستثمارية؛ بما يسمح بتحقيق مكاسب شخصية لهم.

## ٢- حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية:

### ١/٢ مفهوم وأهمية حوكمة الشركات:

على الرغم من عدم وجود اتفاق على مفهوم محدد لحوكمة الشركات، الأمر الذي قد يرجع إلى ارتباط حوكمة الشركات بالعديد من الأطراف المستفيدة مما يترتب عليه اختلاف مفهومها باختلاف تلك الأطراف. وبناءً على ذلك ستعتمد الدراسة الحالية على مفهوم حوكمة الشركات الوارد بالدليل المصري لحوكمة الشركات. والذي عرّف حوكمة الشركات بأنها "مجموعة من الأسس والمبادئ والنظم التي تحكم العلاقة بين مجلس الإدارة من ناحية وملاك الشركة والأطراف الأخرى المتعاملة معها من ناحية أخرى، بهدف تحقيق أفضل حماية وتوازن مصالح كل تلك الأطراف".<sup>٢</sup>

كما أشار الدليل المصري لحوكمة الشركات إلى أن حوكمة الشركات تُعد بمثابة ثقافة يجب أن تنبع من داخل المنشأة ذاتها، كما يجب أن تمثل رؤية واستراتيجية طويلة الأجل وأن يتم تطبيقها بشكلٍ مستدام. ومن ثم يجب على جميع الأطراف ذوي العلاقة بحوكمة الشركات مثل إدارات المنشآت والمؤسسات المالية والجمعيات المهنية والمستثمرين، فضلاً عن الجهات الرقابية والتشريعية العمل على نشر ثقافة حوكمة الشركات ووضع مجموعة من القواعد والإجراءات التي تكفل التطبيق الجيد لحوكمة الشركات واعتبارها أحد علامات نجاح منشآت الأعمال.

ويُمكن للمنشأة تحقيق العديد من المنافع من خلال التزامها بالتطبيق الجيد لحوكمة الشركات والتي تتمثل في؛ حماية الحقوق بشكل عام، كحماية حقوق المساهمين، وحقوق العاملين بالمنشأة، إضافةً إلى حماية حقوق المتعاملين معها كالعلاء والموردين والجهات الحكومية، وتتنوع تلك الحماية لتشمل حماية المجتمع والبيئة التي تعمل بها المنشأة. علاوةً على ذلك فالتطبيق الجيد لحوكمة الشركات من شأنه مساعدة المنشأة في تحقيق أفضل معدلات ممكنة للاستدامة، وكذلك المساهمة في تحسين كفاءة التشغيل وزيادة فعالية الرقابة على الأداء. كما تساهم في توفير مصادر التمويل اللازمة مع تخفيض تكلفة رأس المال، والحد من الآثار السلبية للمخاطر والأزمات المحتملة التي قد تواجهها المنشأة، كما تعمل على تجنب تعارض المصالح بين أصحاب المصالح المختلفة (Yung & Chen, 2018).

٢ الدليل المصري لحوكمة الشركات ٢٠١٦.

## ٢/٢ قياس جودة حوكمة الشركات:

تناولت الدراسات السابقة مفهومين للدلالة على مدى التزام المنشأة بتطبيق حوكمة الشركات وهما مفهوم الامتثال لحوكمة الشركات (Corporate Governance Compliance) مثل دراسات (Vintila & Moscu, 2014; Ceyhun & Gülpinar, 2015; Okaro et al., 2019; Kabara et al., 2015). ومفهوم جودة حوكمة الشركات (Corporate Governance Quality) مثل دراسات (Cosma et al., 2018; Tashfeen et al., 2019; Agussalim et al., 2020). بالإضافة إلى مجموعة أخرى من الدراسات التي تناولت مدى التزام المنشأة بتطبيق حوكمة الشركات دون تحديد مفهوم محدد للتعبير عنه مثل دراسات (Griffin et al., 2008; Chahine & Filatotchev, 2011; Farooq et al., 2018).

ويوجد أسلوبان لقياس مدى التزام المنشأة بتطبيق حوكمة الشركات، حيث يعتمد الأسلوب الأول على استخدام مؤشر معين لقياس مدى الالتزام، ويتم الاعتماد في ذلك على أحد بدلين أولهما؛ الاعتماد على مؤشر موجود بالفعل بالبورصة كالذي اعتمدت عليه دراسة (Wu, 2012) والتي استخدمت مؤشر حوكمة الشركات الموجود ببورصة شنغهاي بالصين. وثانيهما؛ الاعتماد على مؤشر يتم بناؤه من خلال مبادئ وقواعد حوكمة الشركات المطبقة بالدولة، ويتم تحديد مدى التزام المنشأة بحوكمة الشركات بقسمة عدد بنود الحوكمة التي التزمت بها المنشأة على إجمالي عدد البنود الواردة بدليل حوكمة الشركات، مثل دراسة (Wahab et al., 2011) والذي قام ببناء مؤشر لحوكمة الشركات في ضوء دليل الحوكمة الماليزي.

أما الأسلوب الثاني فيعتمد على استخدام مقاييس أو مؤشرات بديلة ترتبط بمجموعة من الخصائص المتعلقة بحوكمة الشركات مثل خصائص كل من مجلس الإدارة، ولجنة المراجعة، وهيكل الملكية والتي يُعد توافرها دليلاً على التزام المنشأة بحوكمة الشركات مثل المقياس الذي اعتمدت عليه دراسة (Salau AbdulMalik & Ahmod, 2016).

وعادةً ما يُفضل المستثمرون تصنيف المنشأة بناءً على مؤشر حوكمة أكثر شمولاً، وفي هذا الصدد هناك العديد من المؤشرات التي تم الاعتماد عليها في الدراسات السابقة مثل؛ مؤشر G-index والذي يعتمد على ثلاثة وعشرين عاملاً من العوامل التي من شأنها حماية المساهمين والتي بدورها تُغطي خمسة جوانب أساسية تشمل قوانين الدولة، وحدود التصويت، والتأخير في عمليات الاستحواذ، وحدود عمليات الاستحواذ، وحماية الإدارة (Yun et al., 2021).

كما قام Brown & Caylor (2006) بالاعتماد على مؤشر يتكون من سبعة جوانب أساسية لحوكمة الشركات ترتبط بإحدى وخمسين آلية للحوكمة تُمثل الآليات الداخلية والخارجية للحوكمة. في حين قدم Shan (2015) مؤشراً لجودة الحوكمة بما يتناسب مع طبيعة الأسواق الناشئة بالدول النامية، ويعتمد على سبعة مكونات أساسية للحوكمة.

ويقوم الباحثون بتحديد أوزانٍ متساوية لكل عامل من العوامل الواردة بتلك المؤشرات، مؤكداً على أن جميع آليات الحوكمة متساوية في الأهمية، وتُعد مؤشرات حوكمة الشركات هذه أكثر فعاليةً من الإجراءات التي تستخدمها خدمات قواعد البيانات الكبيرة مثل الخدمات المؤسسية

٣ سيعتمد الباحثان على استخدام مفهوم جودة حوكمة الشركات للدلالة على مدى التزام المنشأة بتطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات.



للمساهمين (Institutional Shareholder Service)، ومركز أبحاث مسؤولية المستثمر (Investor Responsibility Research Center) (Yun et al., 2021).

وتأسيساً على ما سبق، يرى الباحثان أن فعالية قياس جودة الحوكمة لا يعتمد على اتباع أي من الأسلوبين السابقين بقدر اعتماده على اختيار المقياس الأكثر شمولاً والذي يتوافق مع طبيعة مبادئ وقواعد الحوكمة الخاصة بكل دولة، وبما يتناسب مع المعطيات البيئية والسوقية المتعلقة بالمنشأة؛ الأمر الذي من شأنه الوصول إلى قياس واقعي لمدى التزام المنشأة بالتطبيق الجيد لحوكمة الشركات.

### ٣/٢ جودة حوكمة الشركات وعلاقتها بالاحتفاظ بالنقدية:

توجد عدة طرق يُمكن من خلالها رقابة الإدارة لحماية مصالح المساهمين، وعلى وجه الخصوص حماية الأصول السائلة مثل النقدية وما يعادلها من إساءة استخدامها من قبل الإدارة لا سيما في حال وجود التحصُّن الإداري (Managerial Entrenchment)، أو ضعف الرقابة حيث تظهر مشاكل الوكالة نتيجة أن زيادة النقدية التي يتم الاحتفاظ بها تمنح المديرين السيطرة بشكل أكبر على أصول المنشأة مما يثنيهم عن توزيعها على المساهمين، وتظهر الآثار السلبية على المنشأة نتيجة الاحتفاظ بالنقدية من خلال تقليل توزيعات الأرباح واختيار التمويل الخارجي الأعلى تكلفة مما يؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة وانخفاض الأداء؛ لذلك فلتخفيض مشاكل الوكالة والحد من التأثير السلبي للتحصُّن الإداري يجب على المساهمين الاعتماد على آليات رقابية قوية (Yun et al., 2021).

وفي الدول المتقدمة، تتوفر آليات الحوكمة الخارجية التي من شأنها حماية حقوق المساهمين بقوة ويُمكن أن تُجبر المديرين على توزيع مبالغ نقدية إضافية كأرباح، مما يُخفض من تكاليف الوكالة ويحافظ على أداء المنشأة؛ حيث إن المديرين تكون لديهم موارد محدودة تحت تصرفهم لاستخدامها لتحقيق مكاسب شخصية، غير أنه حتى في تلك الدول حيث يتمتع المساهمون بحماية قانونية خارجية قوية، فإن المنشآت ذات الحوكمة غير الجيدة تكون لديها موارد غير مستغلة بالكامل. وبالتالي فإن الحوكمة غير الجيدة تزيد من مشاكل الوكالة حتى في ظل اقتصادٍ تتمتع فيه حقوق المساهمين بحماية قوية من خلال آليات الحوكمة الخارجية الجيدة (Ghodsí Khamiri, 2020).

وقد تواجه المنشآت بالدول التي لديها آليات حوكمة خارجية جيدة المزيد من مشاكل الوكالة بسبب التحصُّن الإداري؛ ومن ثم لا يُمكن للحوكمة على مستوى الدولة وحدها أن تُخفض من مشاكل الوكالة حتى في البلدان المتقدمة، وإنما الحوكمة على مستوى المنشأة قد تكون هي الأكثر فعالية في السيطرة على مشاكل الوكالة في البلدان المتقدمة والنامية (Hussain et al., 2019).

وفي هذا السياق، فقد أكد (Kalcheva & Lins (2007) أن المنشآت ذات الحوكمة غير الجيدة يسيطر مديرها بشكل كبير على أصولها السائلة وخاصة النقدية، كما يقوم المديرين باستثمار الأموال الزائدة في مشاريع ذات صافي قيمة حالية سالبة مما يؤثر سلباً على الأداء؛ ومن ثم تعاني تلك المنشآت من زيادة مشاكل الوكالة. في حين أشار (Lee & Lee (2009) إلى أن المنشآت التي تتمتع بحوكمة جيدة على مستوى المنشأة لديها مشاكل وكالة أقل وتخفض بها مستويات النقدية التي يتم الاحتفاظ بها، إضافةً إلى أن تلك المنشآت تقوم باستخدام الموارد النقدية



الزائدة بكفاءة من خلال الاستثمار في المشاريع المربحة، مما يترتب عليه تحسين أداء المنشأة، كما أكد على أن حوكمة الشركات الجيدة تدفع المديرين للعمل بما يخدم مصالح المساهمين حتى في بيئات الحوكمة الخارجية غير الجيدة.

ومن منظور تكلفة الوكالة، يُمكن التخفيف من تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين والذي ينشأ نتيجة سوء استخدام أصول المنشأة من خلال الحوكمة الجيدة. لذلك، فإن نظام الحوكمة المناسب قد يلعب دوراً هاماً في حل هذه المشكلة من خلال الموازنة بين مصالح كلٍ من المديرين والمساهمين (Al-Najjar & Clark, 2017; Hussain et al., 2019; Gul et al., 2020).

وتدعم الحوكمة وضع القواعد والممارسات والعمليات للتحكم في شؤون المنشأة وتوجيهها. ويعتمد نظام حوكمة الشركات على البيئة القانونية والتنظيمية والأخلاقية للمجتمع (Code, 2002). وتدور حوكمة الشركات حول المساءلة والشفافية. فالحوكمة عبارة عن مزيج من الآليات التي تؤثر على كيفية إدارة المنشأة لعملياتها والتعامل المباشر مع أهداف أصحاب المصالح، والمساهمين، والمقرضين، والجهات التنظيمية. بالإضافة إلى ذلك فإن الغرض الرئيسي من حوكمة الشركات هو تحقيق أفضل مستوى من الرفاهية لجميع أصحاب المصالح بما في ذلك المساهمين والشركات، ومن الفعالية الاقتصادية على المستويين الداخلي والخارجي. كما تُعزز الحوكمة الجيدة ثقة المستثمرين والقرارات الاستثمارية للمستثمرين المحليين والأجانب، مما يؤثر بشكل مباشر على ممارسات الحوكمة ذاتها (Aslam et al., 2019).

وما زالت العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية محط اهتمام العديد من الباحثين؛ حيث توجد وجهتا نظر فيما يختص بالعلاقة بين جودة حوكمة الشركات وإدارة الموارد النقدية للمنشأة. وتُشير وجهة النظر الأولى إلى أن المديرين يقومون بالاحتفاظ بالنقدية لتخفيض مخاطر المنشأة وزيادة حدود حرية التصرف (التقديرات) بالنسبة لهم على حساب المساهمين؛ ومن ثم فالمنشآت ذات الحوكمة الضعيفة تعاني من ارتفاع تكاليف الوكالة نتيجة زيادة حدود حرية التصرف (التقديرات) للمديرين مما يؤدي إلى زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية. في حين تشير وجهة النظر الثانية إلى أن المديرين الذين لديهم دوافع شخصية يفضلون إنفاق النقدية الزائدة؛ ومن ثم فمديرو المنشآت ذات الحوكمة الضعيفة يقومون بتحويل النقدية إلى أصول بشكل سريع مما قد يؤدي إلى تدمير (خفض) القيمة (Chen et al., 2020).

وتأسيساً على ما سبق، يُمكن القول إن حوكمة الشركات تُعد أحد العوامل الرئيسية التي يُمكن الاعتماد عليها في تحسين إدارة الموارد النقدية وتحقيق الكفاءة الاقتصادية للمنشأة؛ وذلك من خلال ضبط العلاقات فيما بين الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح الآخرين، والتحديد الواضح لأهداف المنشأة ومن ثم تحقيق أهدافها ورقابة أدائها. وفي هذا الصدد يرى الباحثان أن الاحتفاظ بالنقدية يُعتبر وسيلة مثالية لاختبار آثار الوكالة الناشئة عن تقديرات الإدارة؛ حيث يُوضح الإطار النظري للوكالة كيف يُمكن لآليات حوكمة الشركات الموازنة بين مصالح كلٍ من المديرين والمساهمين لضمان قيام المديرين بحماية مصالح المساهمين وتعظيم ثروتهم؛ ومن ثم قد تؤثر جودة الحوكمة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.



### ٣- العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية: ١/٣ مفهوم وأهمية المسؤولية الاجتماعية للشركات:

تُعد المسؤولية الاجتماعية للشركات أداةً يُمكن من خلالها الوفاء بتوقعات أصحاب المصالح المختلفة؛ حيث إن التكامل بين الأنشطة الاجتماعية والبيئية والاقتصادية للمنشأة، والعمل على دمج الأنشطة الاجتماعية والبيئية للمنشأة في عملياتها التجارية يساهم في تحقيق رفاهية المجتمع (Lo Kwan, 2017)، وعلى الرغم من أهمية المسؤولية الاجتماعية لا يوجد اتفاق حول تعريف مُحدد للمسؤولية الاجتماعية للشركات ويرجع ذلك إلى اختلاف المنظور المستخدم من قِبل الباحثين عند تناول المسؤولية الاجتماعية للشركات.

**فمن منظور طبيعة المسؤولية الاجتماعية** فقد عرفها (Aslan & Şendoğdu (2012) بأنها التزام على المنشأة تجاه العاملين بها وأفراد المجتمع ككل بالسعي نحو تحقيق الرفاهية المجتمعية. في حين أشار (Isa (2012 إلى أن المسؤولية الاجتماعية عبارة عن عملية مستمرة وطويلة الأجل تقوم على الاسترشاد بمجموعة من القيم التنظيمية والشخصية، وتهتم بكل من الأفراد، والسياسات التنظيمية، والبيئية وتعتمد في تحقيق ذلك على ما تحققه المنشأة من أرباح. كما عرفها (Pirnea et al. (2014 بأنها مجموعة من الأنشطة التي تُعبّر عن الشراكة بين المنشأة والمجتمع المحلي بشأن تطوير العلاقات مع الموظفين والعملاء مع الحفاظ على الاستدامة البيئية. بينما عرفها (Cavazotte & Chang (2016 بأنها مجموعة من الخطط والسياسات المُحددة، والتي تأخذ في الاعتبار توقعات أصحاب المصالح والأداء الاقتصادي والاجتماعي والبيئي للمنشأة. كما أشار (Liem et al. (2020 إلى أن المسؤولية الاجتماعية تتمثل فيما تقدمه المنشأة للمجتمع، ابتداءً بالعاملين والعملاء والبيئة وانتهاءً بالمجتمع.

**أما من منظور مدى التزام المنشأة بمسئوليتها الاجتماعية**، فقد ركزت بعض الدراسات (Chin et al., 2013; Fontaine, 2013; Waters & Ott, 2014) على أن المسؤولية الاجتماعية تُعتبر من قبيل الأنشطة الاختيارية والتي تقوم بها المنشأة لتحقيق أهداف أصحاب المصالح. كما عرفها (Coombs & Holladay (2011 بأنها مجموعة من الإجراءات الاختيارية التي تقوم المنشأة بتنفيذها ومتابعتها بهدف الوفاء بالتزاماتها المُتوقعة من قِبل أصحاب المصالح مثل الموظفين، والمجتمع، والبيئة. في حين عرفها عبد الله (٢٠١٨) بأنها تبنى المنشأة سلوكاً أخلاقياً لدمج الأنشطة الاجتماعية والبيئية والخيرية في العمليات الاقتصادية للمنشأة بشكل قانوني واختياري لتلبية توقعات كافة أصحاب المصالح بما يساهم في تحقيق التنمية المستدامة. وأشار الحناوي (٢٠٢٠) إلى المسؤولية الاجتماعية للشركات باعتبارها عقد اجتماعي بين المنشأة والمجتمع لتحقيق توقعات المجتمع على المدى الطويل والتي تشمل أنشطة المنشأة التي تدعم الأبعاد الاجتماعية والخيرية، والبيئية، والقانونية، والاقتصادية. بينما عرفها (Khatun & Dar (2020 بأنها التزام المنشآت باتخاذ قرارات والعمل بما يتوافق وأهداف وقيم المجتمع.

**ومن منظور علاقة المسؤولية الاجتماعية للشركات بالتنمية المستدامة**، ركز مجلس الأعمال الدولي للتنمية المستدامة (WBCSD) على الربط بين المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة حيث عرفها بأنها التزام مستمر من قِبل المنشآت بالعمل بشكلٍ أخلاقي، وتحسين الظروف المعيشية للعاملين والمجتمع والمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية. ووفقاً لهذا التعريف فإن المسؤولية الاجتماعية للمنشأة تُعد حجر الزاوية لتحقيق التنمية المستدامة؛ حيث يساهم التزام

المنشأة بمسئوليتها الاجتماعية في تدعيم ركائز تحقيق التنمية المستدامة الثلاثة والتي تتمثل في كلٍ من؛ التنمية الاقتصادية، والاجتماعية، وحماية البيئة.<sup>٤</sup>

أما من منظور الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، فقد أشار (Habbash 2016) إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يُعد أحد أهم أنواع الإفصاح الاختياري؛ حيث يهتم بتأثير عمليات المنشأة على رفاهية المجتمع. كما أشار (Malik & Kanwal 2018) إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يمثل إفصاحاً اختيارياً عن المعلومات النوعية والكمية والتي توفرها المنشأة للمجتمع. في حين عرفه (Fallah & Mojarrad 2019) بأنه الإفصاح بشكل دوري عن المعلومات المالية وغير المالية المتعلقة بتأثيرات الشركة على كل من المجتمع والبيئة، والتي تنعكس في التقارير المالية السنوية.

وقد حظي مفهوم المسؤولية الاجتماعية باهتمام كبير في مصر مع صدور القانون رقم (٤) لسنة ١٩٩٤ والمتعلق بحماية البيئة، إضافةً إلى انضمام مصر لميثاق الأمم المتحدة والذي يهدف إلى تعزيز مفهوم المسؤولية الاجتماعية والمواطنة لدى قطاع الأعمال والمجتمع، ثم بعد ذلك صدور دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بمصر في عام ٢٠٠٥، وفي هذا السياق يُمكن النظر إلى المسؤولية الاجتماعية للمنشأة باعتبارها تُمثّل الالتزام المستمر من قِبل المنشأة بالمساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية بما يحث على العمل بطريقة مسؤولة تجاه جميع أصحاب المصالح والمجتمع الذي تعمل فيه المنشأة وتأثيرها على البيئة المحيطة بها.<sup>٥</sup>

كما أطلقت البورصة المصرية في ٢٣ مارس ٢٠١٠ بالتعاون مع مؤسسة (Standard & Poors) المؤشر المصري لمسئولية الشركات ESG الذي يُعتبر الأول من نوعه في المنطقة العربية والثاني على مستوى العالم بعد الهند، ويقيس هذا المؤشر حجم المعلومات التي تُفصح عنها الشركات المدرجة بالبورصة المصرية بشكلٍ اختياري عن ممارستها المتعلقة بالحوكمة والبيئة والعمالين والمسئولية الاجتماعية، ويتم تقييم الشركات في هذا الصدد بحيث يتم اختيار وترتيب أفضل (٣٠) شركة في المؤشر (زيتون، ٢٠١٩).

وتأسيساً على ما سبق، يلاحظ الباحثان أنه على الرغم من عدم التوافق فيما بين الدراسات بعضها البعض حول مفهوم المسؤولية الاجتماعية إلا أنها ركزت على عدة جوانب يجب أخذها في الاعتبار عند تناول مفهوم المسؤولية الاجتماعية والتي تُحدد شكل العلاقة بين المنشأة من جانب وأصحاب المصالح على الجانب الآخر، كما أنها أكدت على أن مفهوم المسؤولية الاجتماعية يجب أن يتسع ليشمل كافة أنشطة المنشأة التي من شأنها العمل على زيادة الرفاهية المجتمعية، كما بينت أن ذلك الهدف يتحقق من خلال تبني المنشأة لسلوك أخلاقي يقوم على دمج أنشطة المسؤولية الاجتماعية للمنشأة في عملياتها الاقتصادية سواء كان ذلك استجابةً لإلزام قانوني أو نشاط تطوعي تقوم به المنشأة من أجل الوفاء بتوقعات أصحاب المصالح وتحقيق التنمية المستدامة في الأجل الطويل.

<sup>4</sup> <http://www.wbcsd.org/workprogram/business-role/previous-work/corporate-social-responsibility.aspx>.

<sup>٥</sup> الدليل المصري لحوكمة الشركات، ٢٠١٦.



وعليه يمكن للباحثين تعريف المسؤولية الاجتماعية بأنها تبني المنشأة لاستراتيجية تعمل على الوفاء بتوقعات أصحاب المصالح بشأن أنشطتها وتحقيق التنمية المستدامة سواء كان ذلك استجابة لإلزام قانوني أو أخلاقي.

ونظراً لأهمية المسؤولية الاجتماعية للشركات وتأثيرها على القدرة التنافسية للمنشأة ونتائجها المالية، فقد تم دمجها تدريجياً في أنشطة الشركة وأصبحت جزءاً مهماً من عملياتها، حيث لا يقتصر دور المسؤولية الاجتماعية على تحقيق الربح فقط بل امتد إلى تحقيق أهداف مختلف أصحاب المصالح ورفاهية المجتمع (Sukthomya & Laosiritaworn, 2018)؛ ومن ثم تلتزم الشركات المسؤولة اجتماعياً بمعايير أخلاقية مرتفعة، ومعايير أعلى لشفافية التقارير المالية، وهو ما يساعد في تحسين أدائها التشغيلي مقارنةً بالشركات الأخرى، ويُحقق لها ميزة تنافسية من خلال تخفيض المخاطر المحتملة التي قد تتعرض لها المنشأة. (أمين، ٢٠٢١).

### ويمكن استعراض أهمية المسؤولية الاجتماعية فيما يلي:

- تعمل المسؤولية الاجتماعية على الحد من المخاطر التنظيمية للمنشأة؛ حيث تُمكن من القيام بأنشطة الرقابة على المخاطر الاجتماعية والبيئية. إضافةً إلى تجنب الضغط من قبل المنافسين في نفس الصناعة، والحد من ردود الفعل السلبية سواء من الرأي العام أو جمعيات حماية المستهلكين، واستبعاد إمكانية المقاطعة من قبل العملاء؛ ومن ثم حدوث تقلبات أقل في التدفقات النقدية، وانخفاض في حجم المخاطر السوقية للمنشأة. وانخفاض تكلفة التمويل (Salama et al., 2011).
- قد تساعد أنشطة المسؤولية الاجتماعية في تعزيز استراتيجية المنشأة لتحقيق ودعم القدرة التنافسية واستدامتها. إضافةً إلى أن تلك الأنشطة من شأنها الدخول إلى أسواق جديدة، وتمييز المنشأة عن منافسيها، وتحسين من سمعتها (Fernández-Gago et al., 2016).
- تساعد المسؤولية الاجتماعية للشركة في تعزيز مواردها الداخلية وتحسين جودة البيئة التنافسية التي تعمل بها. كما أن الامتثال لقوانين المسؤولية الاجتماعية من شأنه تعزيز الرقابة الداخلية ودعم العلاقات الجيدة مع أصحاب المصالح (wang et al., 2016).
- تساعد المسؤولية الاجتماعية في دعم المصادقية وتعزيز الشرعية المجتمعية للمنشأة؛ ومن ثم تصبح مثل هذه المنشآت أكثر قدرةً على جذب الموارد البشرية الأكثر كفاءةً والاحتفاظ بها. إضافةً إلى دعم القدرة التنافسية للمنشأة من خلال توفير مدخلات عالية الجودة، وزيادة الطلب على منتجاتها، وخلق بيئة أكثر إنتاجية وشفافية (Fernández-Gago et al., 2016).

وتأسيساً على ما سبق، فقد تزايد الاهتمام بالإفصاح عن ممارسات وأنشطة المسؤولية الاجتماعية، فلم تعد المنشآت مسؤولةً عن تحقيق الهدف الاقتصادي -الربح- فقط بل أصبحت مطالبة بضرورة الاهتمام بالجوانب الاجتماعية والبيئية، لضمان استدامتها. إضافةً إلى توفير احتياجات أصحاب المصالح من المعلومات التي تُمكنهم من اتخاذ قراراتهم بكفاءة.

### ٢/٣ الاتجاهات التأثيرية للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الاحتفاظ بالنقدية:

يُعد الإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للمنشأة إشارةً جيدة لأصحاب المصالح وفي مقدمتهم المستثمرين إلى أن المنشأة جادة ومهتمة بتنفيذ أنشطة المسؤولية الاجتماعية، فقد أصبحت الشركات مُلزّمة بتبرير أنشطتها التشغيلية لأصحاب المصالح، فلم يعد يقتصر إفصاح الشركات

على الجوانب الاقتصادية لأنشطتها فقط، بل امتد إلى عديد من القضايا الأخرى التي تؤثر على عملياتها وفي مقدمتها ممارسات وأنشطة المسؤولية الاجتماعية (Hu et al., 2018; Chen et al., 2019; Ni & Zhang, 2019).

وتستخدم المنشأة آلية الإشراف المشترك (Joint Supervision) من خلال الإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للحد من الصراع بين المديرين وأصحاب المصالح الأمر الذي من شأنه تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات. كما يمكن للمنشأة من خلال الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية زيادة أرباحها وتخفيض تكاليف الوكالة المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية (Rahmatika & Kholid, 2021).

وبالرغم من دراسة النتائج الاقتصادية للمسؤولية الاجتماعية للشركات، ومحددات الاحتفاظ بالنقدية على نطاق واسع في الدراسات السابقة، ما زالت العلاقة المباشرة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات ومستوى الاحتفاظ بالنقدية غير واضحة (Liao et al., 2021)؛ فمن الناحية النظرية، توجد وجهتا نظر رئيسيتين بشأن العلاقة بين أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات ومستوى الاحتفاظ بالنقدية؛ تستند وجهة النظر الأولى إلى نظرية الوكالة والتي تُشير إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات ترتبط بمشاكل وكالة أعلى والتي تؤدي بدورها إلى عدم كفاءة استغلال موارد المنشأة (Jiraporn & Chintrakarn, 2013)؛ الأمر الذي يشير إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تُعد أداة من أدوات التحصن الإداري. وقد أشار (Fabrizi et al., 2014) إلى أن المديرين قد يتواطؤون مع أصحاب المصالح غير الماليين من خلال الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، بهدف تحقيق منافع خاصة بهم وذلك عن طريق التخفيف التدريجي من آليات الرقابة الداخلية.

كما أشار (Brown et al., 2006) إلى أن المديرين قد يقومون بالأنشطة الخيرية، أي أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات، من أجل تعزيز سمعتهم. وفي نفس السياق فقد أوضح (Prior et al., 2008) احتمالية استخدام المديرين أنشطة المسؤولية الاجتماعية كوسيلة للحماية من إمكانية عزلهم من مناصبهم إذا ما اتصف أداؤهم بالضعف، كما يُمكن أن تستخدم أنشطة المسؤولية الاجتماعية للحد من قوة العمال في المطالبة بزيادة الأجور (Cronqvist et al., 2009).

ومن ثم يُمكن تفسير العلاقة السلبية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية بالاعتماد على نظرية الوكالة حيث يرتبط الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بمستوى مرتفع من التحصن الإداري، كما يرتبط بالاستغلال غير الأمثل لموارد المنشأة، وذلك نتيجة سعي المديرين إلى تحقيق منافعهم الشخصية على حساب المساهمين وأصحاب المصالح، الأمر الذي ينعكس على تقييم المستثمرين للنقدية المحتفظ بها بشكلٍ سلبي (Bhattacharyya et al., 2019).

وفي المقابل تستند وجهة النظر الثانية إلى نظرية أصحاب المصالح، والتي تنظر إلى أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات باعتبارها آلية لحل النزاعات، الأمر الذي يُعزز قيمة المنشأة من خلال تخفيف حدة التوتر بين المديرين وأصحاب المصالح (Jo & Harjoto, 2012)؛ حيث ينبغي على المديرين العمل ليس من أجل حملة الأسهم فحسب، بل أيضاً من أجل تحقيق منافع مختلف أصحاب المصالح، باعتبار أن المسؤولية الاجتماعية للشركات هي أفضل آلية لتحقيق التوازن بين أهداف الأطراف المختلفة، الأمر الذي يؤدي في نهاية المطاف إلى زيادة كفاءة



استخدام موارد المنشأة، وفي مقدمتها الأصول النقدية وهو ما ينعكس علي سمعة وأداء المنشأة (Jadiyappa et al., 2021).

ومن ثم فقد تميل المنشآت إلى توظيف أنشطة المسؤولية الاجتماعية لتخفيف الصراعات بين المديرين وأصحاب المصالح من خلال التواصل الفعّال في شكل إفصاح مالي أفضل (Nair et al., 2019). وتشير النتائج إلى أن المستويات المرتفعة من أنشطة المسؤولية الاجتماعية تسمح للمديرين بتحقيق التزام أفضل من جانب أصحاب المصالح، وهو ما قد يؤدي إلى استخدام أكثر كفاءة لموارد المنشأة مما قد ينعكس على مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Bhattacharyya et al., 2019) وكنتيجة طبيعية، يفترض المستثمرون أن الشركات التي تقوم بمسئوليتها الاجتماعية تستخدم أصولها، بما في ذلك الموارد النقدية، بشكل أكثر كفاءة من الشركات الأقل مسؤولية، لذلك فإن شركات المسؤولية الاجتماعية تحقق منفعة من الاحتفاظ بالنقدية.

كما تشير نظرية رأس المال الاجتماعي، إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تعد أداةً استراتيجيةً قادرةً على تلبية احتياجات أصحاب المصالح، والحفاظ على علاقات متجانسة، وتراكم رأس المال الاجتماعي (Russo & Perrini, 2010)؛ حيث تتمتع الشركات المسؤولة اجتماعياً برأس مال اجتماعي أعلى لأنها تميل إلى إقامة علاقات أفضل مع أصحاب المصالح (الخارجيين والداخليين)، وتوفر شبكات أمان قادرة على تخفيف الضرر الناجم عن الأحداث السلبية، كما أن الشركات التي لديها مستويات مرتفعة من رأس المال الاجتماعي تتمتع بقدرة أعلى على استيعاب الصدمات، إضافةً إلى أن العلاقات الجيدة مع أصحاب المصالح تمكنها من توفير الحماية الشبيهة بالتأمين للشركات من أجل ترميمها المستدامة (Luo & Bhattacharya, 2009; Doh et al., 2010; Martin & Moser, 2016).

وتأسيساً على ما سبق يمكن القول إن الشركات المسؤولة اجتماعياً تواجه مخاطر أقل، مما يُخفف من الحاجة إلى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية. حيث تساعد المسؤولية الاجتماعية الشركات في نقل إشارة للمجتمع مضمونها أن لديها القدرة الاقتصادية على الاستدامة، مما يؤدي إلى كسب ثقة ودعم مختلف أصحاب المصالح، إضافةً إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تعكس امتثال الشركة للسياسات واللوائح، والتي تمثل وسيلة هامة للشركات للحصول على الشرعية، وبالتالي المساعدة في تحسين العلاقة مع الحكومة. كما تتمتع الشركات المسؤولة اجتماعياً بحوكمة جيدة، الأمر الذي من شأنه المساعدة في تخفيف مشاكل الوكالة المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية.

#### ٤- الدراسات السابقة واشتقاق الفروض:

##### ١/٤ الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية:

استهدفت دراسة (Akhtar et al., 2018) مراجعة الدراسات التي تناولت العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية باعتبار أن الحوكمة الجيدة تُعد أمراً ضرورياً للاستخدام الفعّال للموارد التي تتسم بالسيولة مثل النقدية، لتقليل تكلفة الاحتفاظ بالنقدية ولتحسين قيمة النقدية. وقد توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية قد حظيت باهتمام كبير خلال العقدين الماضيين سواء الحوكمة على مستوى الشركة أو على مستوى الدولة، كما أن الدور الهام لحوكمة الشركات (على مستوى الشركة وعلى مستوى الدولة) في التحكم في

سلوك التحصن الإداري تمت مناقشته بشكل منفصل في الدراسات السابقة، بالإضافة إلى ذلك، وأشارت الدراسة إلى أنه تم توجيه الكثير من الاهتمام للأسواق المتقدمة، في حين ركز عدد قليل فقط على الأسواق الناشئة فيما يتعلق بالاحتفاظ بالنقدية، على الرغم من زيادة مشاكل الوكالة في الأسواق الناشئة.

بينما تناولت دراسة (Dogru & Sirakaya-Turk, 2018) فحص طبيعة العلاقة بين حوكمة الشركات، وفرص النمو، ومشاكل الوكالة المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية في المنشآت الفندقية الأمريكية وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٣٤٨ منشأة فندقية ما بين عامي ١٩٩٣-٢٠١٥. وتوصلت الدراسة إلى أن أثر التدفقات النقدية على كل من حجم الاستثمارات ومستوى الاحتفاظ بالنقدية كان أكبر في المنشآت التي بها آليات حوكمة قوية. كما أشارت النتائج إلى أن هذا الأثر كان أكبر أيضاً في المنشآت التي بها فرص نمو أعلى. إضافةً إلى أن الشركات التي بها آليات حوكمة ضعيفة، وفرص نمو أقل تعاني من وجود مشاكل الوكالة بشكل أكبر.

في حين قامت دراسة (Abdel-Wanis, 2019) باختبار أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأتعب المراجعة للحكم على مدى فاعلية تلك الممارسات في الحد من مشاكل الوكالة وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٧٨ شركة مدرجة بمؤشر EGX100 ما بين عامي ٢٠١٤-٢٠١٦. وتوصلت الدراسة إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يؤدي إلى زيادة أتعب المراجعة، كما أشارت النتائج إلى وجود تأثير سلبي لكل من خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية ولجنة المراجعة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأتعب المراجعة.

بينما سعت دراسة (Aslam et al., 2019) إلى فحص الأثر المشترك لكل من حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية على أداء المنشأة وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٧٢ شركة باكستانية ما بين عامي ٢٠١٠-٢٠١٤. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية سالبة بين الاحتفاظ بالنقدية وكل من ربحية السهم ومعدل العائد على الأصول، في حين أشارت النتائج إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين الاحتفاظ بالنقدية ونسبة Tobin's Q وسعر السهم. كما توصلت الدراسة إلى أن ضعف آليات الحوكمة يؤدي إلى تبديد المنشآت للنقدية بشكل سريع مما يترتب عليه التأثير سلبياً على أداء تلك المنشآت.

في حين اهتمت دراسة (Hassanein & Kokel, 2019) باختبار العلاقة بين حوكمة الشركات وقرار المنشأة فيما يتعلق بالاحتفاظ بالنقدية وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٠٠ شركة مدرجة ببورصة إسطنبول ما بين عامي ٢٠١٠-٢٠١٤. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تتسم بصغر حجم مجلس الإدارة وكبر حجم لجنة المراجعة تقوم بالاحتفاظ بمستويات منخفضة من النقدية، في حين أن الشركات التي ترتفع بها نسبة المديرين المستقلين تقوم بالاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية، كما أشارت النتائج إلى أن ازدواجية المدير التنفيذي تؤدي إلى زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية، إضافةً إلى ذلك أكدت الدراسة على انخفاض مستويات الاحتفاظ بالنقدية بالشركات التي تتم مراجعتها من قبل إحدى شركات المراجعة الكبرى عن نظيراتها التي تتم مراجعتها من قبل إحدى شركات المراجعة بخلاف شركات المراجعة الكبرى.

بينما تناولت دراسة (Jebran et al., 2019) تأثير حوكمة الشركات ونمط الملكية على الاحتفاظ بالنقدية وذلك بالتطبيق على ٢٤٠٧٠ مشاهدة لشركات مدرجة بالبورصة الصينية ما بين عامي ٢٠٠٣-٢٠١٦. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات الصينية بصفة عامة تسعى للاحتفاظ



بالنقدية في حين يختلف مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المملوكة للدولة عن نظيراتها غير المملوكة للدولة، كما أشارت النتائج إلى أن التغيرات التي تطرأ على مستويات الاحتفاظ بالنقدية تختلف في الأوقات العادية عنها في أوقات الأزمات.

وقد استهدفت دراسة (Kwan & Lau, 2019) فحص العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية على مستوى خمس دول وذلك بالتطبيق على ١٢٧٤ مشاهداً للمنشآت الفندقية ما بين عامي ٢٠٠١-٢٠١٣. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية إيجابية بين الآليات الخارجية لحوكمة الشركات على مستوى الدولة والتي تتضمن كلاً من السيطرة على الفساد، والكفاءة التنظيمية، وسيادة القانون، وبين الاحتفاظ بالنقدية، في حين لا توجد علاقة معنوية بين كلٍ من الاستقرار السياسي على مستوى الدولة، والمساءلة وبين الاحتفاظ بالنقدية.

في حين اهتمت دراسة (Noman et al., 2019) باختبار أثر حوكمة الشركات على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات الأردنية وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٢٦ شركة مدرجة ببورصة عمان ما بين عامي ٢٠٠٨-٢٠١٢. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي لكلٍ من حجم مجلس الإدارة، واستقلاليتها، وازدواجية دور المدير التنفيذي على الاحتفاظ بالنقدية.

بينما ركزت دراسة (Akben-Selcuk & Sener, 2020) على فحص العوامل التي تؤثر على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات مع التركيز بشكل خاص على متغيرات الحوكمة وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٩٠ شركة مدرجة بالبورصة التركية ما بين عامي ٢٠٠٦-٢٠١٠. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية بين الملكية العائلية والاحتفاظ بالنقدية، في حين لا يؤثر هيكل مجلس الإدارة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، إضافة إلى أن كلاً من التدفق النقدي، والرافعة المالية، والأصول السائلة الأخرى التي يُمكن استخدامها كبدايل نقدية، وحجم الشركة من المحددات الهامة للاحتفاظ بالنقدية بالشركات التركية.

في حين سعت دراسة (Chen et al., 2020) إلى اختبار أثر حوكمة الشركات على الاحتفاظ بالنقدية في إحدى وأربعين دولة وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٢٨٨٢٥ شركة ما بين عامي ١٩٩٣-٢٠١٢. وتوصلت الدراسة إلى أن فترة ما بعد إعادة هيكلة مجلس الإدارة تتسم بانخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية ويكون هذا التأثير أكثر وضوحاً في الشركات ذات الحوكمة الضعيفة وكذلك الشركات بالدول التي تتسم ببيئاتها التنظيمية بالضعف، كما أنه بتحليل الإنفاق النقدي خلال فترة ما بعد إعادة هيكلة مجلس الإدارة تبين أن الشركات قامت باستخدام النقدية لزيادة نفقات البحوث والتطوير، وتوزيعات الأرباح، وعمليات إعادة شراء الأسهم وليس لزيادة النفقات الرأسمالية أو الاستحواذ.

بينما استهدفت دراسة (Gul et al., 2020) اختبار العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية، إضافة إلى دراسة الدور المُعدّل للملكية العائلية لتلك العلاقة وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٢٠ شركة مدرجة بالبورصة الباكستانية ما بين عامي ٢٠١٣-٢٠١٧. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية، كما أشارت النتائج إلى وجود أثر سلبي للملكية العائلية على العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية، إضافة إلى أن الشركات العائلية والتي تتسم بكونها مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، وارتفاع نسبة الملكية المؤسسية تزداد بها مستويات الاحتفاظ بالنقدية مقارنةً بالشركات غير العائلية.



في الوقت الذي تناولت فيه دراسة (Kwan & Lau, 2020) فحص العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية، إضافةً إلى دراسة الأثر المشترك لكلٍ من حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية على أداء المنشأة وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٥٨ منشأة فندقية ما بين عامي ٢٠٠٥-٢٠١٣. وتوصلت الدراسة إلى أن خصائص مجلس الإدارة تلعب دوراً محورياً في مستوى الاحتفاظ بالنقدية؛ حيث وجدت علاقة قوية بين كلٍ من استقلالية مجلس الإدارة، وازدواجية المدير التنفيذي، وهيكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، كما أشارت النتائج إلى أن العلاقة بين حوكمة الشركات ومستوى الاحتفاظ بالنقدية غير معنوية خلال الأزمة المالية إلا الشركات ذات الحوكمة الجيدة والمستويات المرتفعة للاحتفاظ بالنقدية قد تمكنت من تخفيف الآثار السلبية لتلك الأزمة.

بينما قامت دراسة (Li & Wang, 2021) باختبار ما إذا كان تشتت المساهمين يؤدي إلى انخفاض قيمة النقدية التي يتم الاحتفاظ بها وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٥٧٠٤ شركة أمريكية مدرجة بالبورصة ما بين عامي ٢٠٠٠-٢٠١٧. وتوصلت الدراسة إلى أن تشتت المساهمين يؤدي إلى انخفاض القيمة الحدية للنقدية التي يتم الاحتفاظ بها، مما يشير إلى أن تشتت المساهمين على الأرجح يترتب عليه إساءة استخدام موارد المنشأة وذلك يرجع لضعف الرقابة، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات التي تتسم بمستوى منخفض من عدم تماثل المعلومات، وانخفاض المنافسة السوقية، وزيادة مستوى تغطية المحللين الماليين.

في حين ركزت دراسة (Tut, 2021) على اختبار كيفية تأثير حوكمة الشركات على الاعتماد على التمويل الداخلي عندما يكون التمويل الخارجي مكلفاً وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٥٩٩ شركة ما بين عامي ٢٠٠٤-٢٠١٦. وتوصلت الدراسة إلى أن توجه الشركات للاحتفاظ بالنقدية كان أكبر في الشركات التي بها آليات حوكمة ضعيفة وذلك قبل الأزمة المالية عام ٢٠٠٨؛ حيث تقوم تلك الشركات بالاعتماد على الديون قصيرة الأجل لتمويل الاستثمارات وفي حين تقوم بتخصيص جزء أكبر من فائض النقدية لتكوين أرصدة نقدية بعد الأزمة. وعلى العكس من ذلك تقوم الشركات التي بها آليات حوكمة قوية بتخصيص فائض النقدية من أجل زيادة قيمة الأصول واستخدام الأرصدة النقدية المتراكمة لتخفيض التمويل بالديون قصيرة الأجل؛ حيث تفاضل تلك الشركات بين تكاليف الاحتفاظ بالنقدية وفوائد تخفيض الطلب المستقبلي على التمويل الخارجي المكلف.

في الوقت الذي استهدفت فيه دراسة (Yun et al., 2021) اختبار الأثر المعدل لكلٍ من الملكية الحكومية، والملكية العائلية، وتركز الملكية، والحوكمة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء المنشأة وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٢٥٧٥ شركة مدرجة بالبورصة الصينية ما بين عامي ٢٠٠٣-٢٠١٦. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء في المنشآت التي تتوافر بها آليات حوكمة قوية، كما أشارت إلى وجود تأثير سلبي لكلٍ من الملكية العائلية، وتركز الملكية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء المنشأة، في حين يوجد تأثير إيجابي للملكية الحكومية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء المنشأة.



#### ٢/٤ الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية:

استهدفت دراسة (Lu et al., 2017) اختبار ما إذا كانت تقارير المسؤولية الاجتماعية تُخفف من انخفاض القيمة المرتبطة بزيادة النقدية المحتفظ بها وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٢٢٢ شركة أمريكية أصدرت ٧٧٢ تقريراً مستقلاً للمسؤولية الاجتماعية ما بين عامي ١٩٩٢-٢٠١١. وتوصلت الدراسة إلى أن إصدار تقرير مستقل للمسؤولية الاجتماعية من شأنه زيادة القيمة الحدية للنقدية المحتفظ بها ويكون هذا التأثير أكثر وضوحاً في بيئات المعلومات الأقل شفافية، وفي الشركات التي تتسم الرقابة الخارجية فيها بالضعف، كما أشارت النتائج إلى أن المعلومات الواردة بتقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات تساعد في الرقابة وبالتالي تدعم كفاءة استخدام النقدية المُحتفَظ بها.

في حين قامت دراسة (زيتون، ٢٠١٩) باختبار التأثير المباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على الاحتفاظ بالنقدية، واختبار التأثير غير المباشر – من خلال المخاطر المنتظمة والقيمة العادلة للأصول والالتزامات على الاحتفاظ بالنقدية وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٥١ شركة مصرية ما بين عامي ٢٠١٠-٢٠١٦. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الاحتفاظ بالنقدية، وعدم وجود تأثير مباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. كما أشارت النتائج إلى وجود تأثير غير مباشر إيجابي ومعنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الاحتفاظ بالنقدية من خلال كثافة القيمة العادلة للأصول والالتزامات. في حين أشارت إلى وجود تأثير غير مباشر سلبي ومعنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الاحتفاظ بالنقدية من خلال المخاطر المنتظمة.

في الوقت الذي اهتمت فيه دراسة (Nasr et al., 2020) بفحص العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات والاحتفاظ بالنقدية ومدى تأثير تنوع مجلس الإدارة على هذه العلاقة وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الفرنسية ما بين عامي ٢٠١٠-٢٠١٥. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات والاحتفاظ بالنقدية، كما أشارت النتائج إلى أنه في حالة تنوع مجلس الإدارة تتحول العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية إلى علاقة سلبية، حيث إن تمثيل النساء بمجالس إدارات الشركات يعد آلية رقابة جيدة يساعد في الحد من السلوك الانتهازي للمدير التنفيذي.

بينما ركزت دراسة (أمين، ٢٠٢١) على اختبار مدى تأثير التدفقات النقدية التشغيلية على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٨٤ شركة مصرية ما بين عامي ٢٠١٦-٢٠١٩. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية معنوية لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية، كما أشارت النتائج إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للتدفقات النقدية التشغيلية على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية، إضافة إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين كل من حجم الشركة، والرافعة المالية كمتغيرين رقابيين والاحتفاظ بالنقدية.

في حين استهدفت دراسة (Jadiyappa et al., 2021) اختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من مجموعتين من الشركات الهندية الأولى وتمثل في ١٩٦ شركة هندية ما بين عامي ٢٠١٠-٢٠١٤ تُمثل الشركات التي قامت

بأنشطة المسؤولية الاجتماعية بشكل اختياري، والمجموعة الثانية وتتمثل في ١٠٩٣ شركة ما بين عامي ٢٠١٥-٢٠١٨ تُمثل الشركات التي تقوم بأنشطة المسؤولية الاجتماعية بشكل إلزامي عقب صدور قانون إلزام الشركات بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في ٢٠١٤. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وقيمة النقدية المحتفظ بها. كما أشارت الدراسة إلى أن الشركات التي يتعين عليها الإنفاق على أنشطة المسؤولية الاجتماعية بموجب القانون قد زادت من مستوى النقدية في الفترة التي تلت صدوره.

بينما قامت دراسة (Liao et al., 2021) باختبار أثر المسؤولية البيئية للشركات على الاحتفاظ بالنقدية. إضافة إلى دراسة الأثر المعدل لأنماط الملكية على العلاقة بين المسؤولية البيئية للشركات والاحتفاظ بالنقدية وذلك بالتطبيق على ٦٤٥٢ مشاهدة من الشركات الصينية ما بين عامي ٢٠١٠-٢٠١٩. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات المسؤولة بيئياً تحتفظ بنقدية أقل، وأشارت الدراسة إلى نفس النتيجة مع استخدام مقاييس بديلة للاحتفاظ بالنقدية، كما أشارت النتائج إلى أن العلاقة السلبية بين المسؤولية البيئية للشركات والاحتفاظ بالنقدية تركزت في الشركات غير المملوكة للدولة، والشركات في المقاطعات ذات المؤسسات الأكثر تقدماً.

في حين ركزت دراسة (Rahmatika & Kholid, 2021) على اختبار العلاقة بين التوزيعات، دورة تحويل النقدية، والمسؤولية الاجتماعية للشركات، وحوكمة الشركات متمثلة في استقلالية وحجم مجلس الإدارة والاحتفاظ بالنقدية وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١١ بنك إسلامي، ١٧ بنك تقليدي ما بين عامي ٢٠١٤-٢٠١٩. وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي لكل من التوزيعات، واستقلالية مجلس الإدارة، ودورة تحويل النقدية على الاحتفاظ بالنقدية. في حين أشارت النتائج إلى وجود تأثير معنوي سلبي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في البنوك التقليدية أما في البنوك الإسلامية فلم تتوصل الدراسة إلى وجود تأثير معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على النقدية المحتفظ بها، كما أشارت النتائج إلى وجود تأثير سلبي لحجم مجلس الإدارة على النقدية المحتفظ بها في البنوك التقليدية في حين كان التأثير إيجابياً في البنوك الإسلامية.

بينما اهتمت دراسة (Yang & Susanto, 2021) باختبار تأثير المسؤولية الاجتماعية للشركات على إدارة النقدية وذلك بالتطبيق على ١٧ شركة شحن تركية ما بين عامي ٢٠٠٧-٢٠١٧. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي لكل من النفقات الرأسمالية، ومدفوعات الأرباح، والأرباح المحتجزة، والاحتفاظ بالنقدية، في حين يؤثر كل من التدفق النقدي، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وصافي رأس المال العامل، وإعادة شراء الأسهم، والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات بشكل إيجابي على الاحتفاظ بالنقدية. كما أشارت الدراسة إلى أن التغيرات في الرافعة المالية، توزيعات الأرباح، نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، وحجم الشركة تؤثر بشكل سلبي ومعنوي على عوائد الأسهم. باختصار، تؤثر المشاركات أو الممارسات أو المساهمات الاجتماعية والبيئية بشكل إيجابي على الاحتفاظ بالنقدية وزيادة في عائد الأسهم.

#### ٣/٤ التعليق على الدراسات السابقة:

في ضوء عرض وتحليل الدراسات السابقة، توصل الباحثان إلى ما يلي:  
➤ فيما يتعلق بالدراسات التي تناولت العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية لم تُقدم تلك الدراسات أدلة قاطعة بشأن طبيعة هذه العلاقة؛ حيث توصلت دراسات (Aslam et al., 2019; Kwan & Lau, 2019; Noman et al., 2019; Chen et al., 2020;



- (Kwan & Lau, 2020) إلى وجود علاقة إيجابية، في حين توصل كلٌّ من (Gul et al., 2020; Li & Wang, 2021; Tut, 2021) إلى وجود علاقة سلبية بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية.
- أظهرت نتائج دراسة (Hassanein & Kokel, 2019) تبايناً في طبيعة العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية باختلاف آليات الحوكمة التي تم الاعتماد عليها؛ حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين كلٍّ من حجم مجلس الإدارة، استقلاليته، ازدواجية دور المدير التنفيذي، والاحتفاظ بالنقدية، في حين توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين كلٍّ من حجم لجنة المراجعة، نوع المراجع الخارجي، والاحتفاظ بالنقدية. كما توصلت دراسة (Jebran et al., 2019) إلى اختلاف طبيعة العلاقة بين حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية في الشركات المملوكة للدولة عنها في نظيراتها غير المملوكة للدولة، كما أشارت الدراسة إلى اختلاف طبيعة هذه العلاقة في أوقات الأزمات عنها في الأوقات العادية.
- وفي سياق الدراسات التي تناولت حوكمة الشركات كمتغير مُعدّل للعلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وبعض المتغيرات الأخرى فقد أشارت دراسة (Dogru & Sirakaya-Turk, 2018) إلى وجود تأثير إيجابي لحوكمة الشركات على العلاقة بين التدفقات النقدية والاحتفاظ بالنقدية، كما أشارت (Abdel-Wanis, 2019) إلى وجود تأثير سلبي لكلٍّ من خصائص مجلس الإدارة، وهيكل الملكية، ولجنة المراجعة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأتعاب المراجعة. كما أشارت دراسة (Yun et al., 2021) إلى وجود تأثير إيجابي لحوكمة الشركات على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للمنشأة.
- وفي سياق الدراسات التي تناولت محددات الاحتفاظ بالنقدية فقد أشارت دراسة (Akben-Selcuk & Sener, 2020) إلى وجود علاقة غير خطية بين الملكية العائلية والاحتفاظ بالنقدية، في حين أشارت إلى عدم وجود علاقة بين خصائص مجلس الإدارة والاحتفاظ بالنقدية، كما أشارت إلى أن كلاً من حجم الشركة، والرافعة المالية، والتدفق النقدي تُعد من المحددات الهامة للاحتفاظ بالنقدية.
- أما فيما يتعلق بالدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية، فقد توصلت دراسات (Lu et al., 2017; Nasr et al., 2020; Jadiyahappa et al., 2021; Yang & Susanto, 2021) إلى وجود علاقة إيجابية، في حين توصلت دراسات (Liao et al., 2021; Rahmatika & Kholid, 2021) إلى وجود علاقة سلبية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية.
- بينما توصلت دراسة (زينون، ٢٠١٩) إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية.
- اختلاف نتائج الدراسات السابقة باختلاف بيئات التطبيق؛ حيث تم إجراء معظم تلك الدراسات في أسواق متقدمة تتوافر بها إجراءات قوية لحماية المستثمرين.
- اعتمدت الدراسات السابقة التي تناولت حوكمة الشركات على آليات منفصلة دون القيام بوضع مقياس أكثر شموليةً لجودة حوكمة الشركات.
- لم تتناول الدراسات السابقة العلاقات التأثيرية التفاعلية لحوكمة الشركات والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الاحتفاظ بالنقدية.
- إن دراسة الآثار السلبية أو الإيجابية للاحتفاظ بالنقدية فقط دون محاولة توفير أدلة تطبيقية حول تأثير العديد من العوامل سواء في سياق بيئة التطبيق أو في سياق العوامل المرتبطة

بالمنشأة ذاتها يُعد قصوراً واضحاً في تلك الدراسات. فعلى سبيل المثال، فقد يؤدي ضعف حوكمة الشركات إلى ظهور مشاكل الوكالة؛ وبالتالي قد يقوم المديرون باستخدام الأصول السائلة، وخاصة النقدية التي يتم الاحتفاظ بها، لتحقيق مكاسب شخصية مما ينعكس بشكلٍ سلبي على المنشأة.

**ومن ثم تتمثل المساهمة العلمية للدراسة الحالية في أنه:**

من خلال استعراض الدراسات السابقة والتي تناولت حوكمة الشركات والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية يتضح عدم اتساق نتائج تلك الدراسات، وهو ما يُمثل فجوة بحثية؛ ومن ثم تسعى الدراسة الحالية لتضييق هذه الفجوة من خلال الاعتماد على مؤشر لقياس لجودة الحوكمة لاختبار طبيعة العلاقة بين جودة حوكمة الشركات وقرار الاحتفاظ بالنقدية بشكلٍ أكثر شموليةً لا سيما في ظل أزمة كورونا (COVID-19)، وكذلك اختبار طبيعة العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، إضافةً إلى تحليل العلاقات التأثيرية المباشرة والتفاعلية بين كلٍ من جودة حوكمة الشركات، الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية بالشركات المصرية.

**٤/٤ اشتقاق الفروض:**

**الفرض الأول:** تُوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين جودة حوكمة الشركات ومستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المصرية.

**الفرض الثاني:** تُوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المصرية.

**الفرض الثالث:** يوجد أثر تفاعلي ذو دلالة إحصائية لكلٍ من جودة حوكمة الشركات والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المصرية.



#### ٥- الدراسة التطبيقية:

#### ١/٥ مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في شركات المساهمة المُقيّدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٦ حتى عام ٢٠٢٠، وقد تم استبعاد المؤسسات المالية (قطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية بخلاف البنوك) نظراً للطبيعة الخاصة لنشاط تلك المؤسسات. ويتمثل حجم عينة الدراسة في ٨٥ شركة خلال فترة الدراسة بعدد مشاهدات (٤٢٥) مشاهدة.

وقد قام الباحثان بتجميع البيانات اللازمة لقياس المتغيرات المستقلة، والتابعة، والحاكمة لتشغيل نماذج اختبار فروض الدراسة، من خلال التقارير المالية للشركات بموقع معلومات مباشر مصر ([www.mubasher.info](http://www.mubasher.info))، وأيضاً عن طريق الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية، وموقع ([egy.naemonline.com](http://egy.naemonline.com))، بالإضافة إلى المواقع الإلكترونية للشركات المقيدة في البورصة المصرية.

#### جدول رقم (١-٥) توزيع مفردات العينة بحسب القطاعات

م	القطاع	حجم العينة
١	الأغذية والمشروبات	١٢
٢	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٩
٣	التشييد ومواد البناء	١١
٤	المرافق	٣
٥	العقارات	١٧
٦	المنتجات المنزلية والشخصية	٥
٧	الموارد الأساسية	٨
٨	الكيمائيات	٦
٩	الاتصالات	٣
١٠	الرعاية الصحية والأدوية	٤
١١	التكنولوجيا	١
١٢	السياحة والترفيه	٦
	الإجمالي	٨٥

#### ٢/٥ وصف متغيرات الدراسة:

١/٢/٥ المتغيرات المستقلة: هناك العديد من العوامل التي من شأنها التأثير على مستوى الاحتفاظ بالنقدية؛ ومن بين أهم تلك العوامل جودة حوكمة الشركات، والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للمنشأة؛ ومن ثم تتمثل المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية في متغيرين أساسيين وهما:

### أولاً: جودة حوكمة الشركات:

تُعد الأصول النقدية للمنشأة أكثر عرضة لمشاكل الوكالة بين المديرين والمساهمين؛ بسبب السلطة التقديرية التي يمارسها المديرون على تلك الأصول النقدية مع عدم وجود رقابة. فالنقدية من أكثر الأصول عرضةً للتلاعب بسبب طبيعتها السائلة والتي تُمكن من اختلاسها أو إساءة استخدامها بسهولة خاصةً عندما يكون هناك ضعف في الرقابة الداخلية، وقد يسعى بعض المديرين إلى تحقيق مكاسب من خلال استغلال تلك الأصول النقدية لمصالحهم الشخصية، مما قد يؤدي إلى إثارة القلق بشأن النتائج السلبية الناتجة عن مثل تلك الممارسات، كما أنه من الممكن أن يكون الاحتفاظ بالنقدية إشارةً سلبيةً للمساهمين بشأن استراتيجيات الاستثمار غير الفعالة وغير الواضحة لهم، وعدم دفع أرباح مباشرةً لهم (Abdel-Wanis, 2019).

ومن ثم يحتاج المستثمرون إلى آليات رقابة قوية للحد من مشاكل الوكالة من خلال السيطرة على سلوكيات التحصن الإداري للمديرين (Managerial Entrenchment). وفي هذا الصدد، يُمكن استخدام جودة حوكمة الشركات كألية للحد من تضارب المصالح ومشاكل الوكالة الناتجة عنه فيما بين الإدارة والمساهمين (Hassanein & Kokek, 2019).

وقد قام الباحثان بإعداد مؤشر لقياس جودة الحوكمة في ضوء كلٍ من الدليل المصري لحوكمة الشركات والدراسات السابقة وبما يتناسب مع طبيعة البيانات المتاحة في البيئة المصرية كأحد النماذج الاقتصادية للأسواق الناشئة. ويتضمن هذا المؤشر الأبعاد التي تهدف إلى تخفيض أو الحد من مشاكل الوكالة والتي تتمثل في كلٍ من: (هيكل الملكية، ومجلس الإدارة، ولجان مجلس الإدارة، والبيئة الرقابية)؛ حيث يتكون هذا المؤشر من تسعة عناصر ومن ثم تتراوح قيمته ما بين (٠)، (٩) وعليه تتحدد قيمة مؤشر جودة حوكمة الشركات (CG. Score) بقسمة القيمة المطلقة لكل منشأة على إجمالي درجات المؤشر وبالتالي تتراوح قيمة المؤشر لكل منشأة ما بين (٠)، (١)، ويوضح الجدول رقم (٥-٢) عناصر هذا المؤشر وكيفية قياسها.

### جدول رقم (٥-٢) المؤشر المقترح لقياس جودة حوكمة الشركات.

م	المتغير	التعريف الإجرائي	التوصيف
(١)	الملكية الحكومية	نسبة الأسهم المملوكة للحكومة	يأخذ القيمة (١) إذا كانت نسبة الملكية الحكومية بالمنشأة أكبر من متوسط تلك النسبة بالعينة خلال الفترة، ويأخذ القيمة (٠) بخلاف ذلك.
(٢)	الملكية الأجنبية	نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب	يأخذ القيمة (١) إذا كانت نسبة الملكية الأجنبية بالمنشأة أكبر من متوسط تلك النسبة بالعينة خلال الفترة، ويأخذ القيمة (٠) بخلاف ذلك.
(٣)	حجم مجلس الإدارة	عدد أعضاء مجلس الإدارة	يأخذ القيمة (١) إذا كانت عدد أعضاء مجلس الإدارة بالمنشأة أكبر من متوسط عددهم بالعينة خلال الفترة، ويأخذ القيمة (٠) بخلاف ذلك.



(٤)	استقلالية مجلس الإدارة	عدد أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين	يأخذ القيمة (١) إذا كانت عدد أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين بالمنشأة أكبر من متوسط عددهم بالعينة خلال الفترة، ويأخذ القيمة (٠) بخلاف ذلك.
(٥)	نشاط مجلس الإدارة	عدد اجتماعات مجلس الإدارة	يأخذ القيمة (١) إذا كانت عدد اجتماعات إدارة المنشأة أكبر من متوسط عدد الاجتماعات بالعينة خلال الفترة، ويأخذ القيمة (٠) بخلاف ذلك.
(٦)	حجم لجنة المراجعة	عدد أعضاء لجنة المراجعة	يأخذ القيمة (١) إذا كانت عدد أعضاء لجنة المراجعة بالمنشأة أكبر من متوسط عددهم بالعينة خلال الفترة، ويأخذ القيمة (٠) بخلاف ذلك.
(٧)	استقلالية لجنة المراجعة	عدد أعضاء لجنة المراجعة غير التنفيذيين	يأخذ القيمة (١) إذا كانت عدد أعضاء لجنة المراجعة غير التنفيذيين بالمنشأة أكبر من متوسط عددهم بالعينة خلال الفترة، ويأخذ القيمة (٠) بخلاف ذلك.
(٨)	نشاط لجنة المراجعة	عدد اجتماعات لجنة المراجعة	يأخذ القيمة (١) إذا كانت عدد اجتماعات لجنة المراجعة بالمنشأة أكبر من متوسط عدد الاجتماعات بالعينة خلال الفترة، ويأخذ القيمة (٠) بخلاف ذلك.
(٩)	جودة المراجعة الخارجية	أحد مكاتب المراجعة الأربعة الكبرى	يساوي (١) إذا كان مكتب المراجعة من الأربعة الكبرى، ويساوي (٠) بخلاف ذلك.

#### ثانياً: الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية:

ويتم قياس مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية من خلال الإفصاح بشكل دوري بالتقارير المالية عن المعلومات المالية وغير المالية المتعلقة بأنشطة المنشأة في المجالين المجتمعي والبيئي وذلك بقسمة عدد البنود التي تناولت الأنشطة الاجتماعية والبيئية على إجمالي عدد البنود المتعلقة بالأنشطة الاجتماعية والبيئية (بدوي، ٢٠١٧) حيث:

#### تتمثل بنود الأنشطة الاجتماعية في:

- التبرعات المقدمة من قبل المنشأة للمؤسسات الخيرية.
- مساهمة المنشأة في الأنشطة الصحية
- مساهمة المنشأة في الأنشطة التعليمية
- مساهمة المنشأة في الأنشطة الرياضية.



- دور المنشأة في مواجهة البطالة.
- دعم المنشأة لمؤسسات الدولة والمشاريع التنموية.

#### بينما تتمثل بنود الأنشطة البيئية في:

- مستوى إنفاق المنشأة لمعالجة المشكلات البيئية.
- دور المنشأة في منع التلوث البيئي.
- مدى اهتمام المنشأة بنظم الإدارة البيئية.
- مدى قيام بأنشطة إعادة التدوير.
- دور المنشأة في حماية الموارد الطبيعية.
- تمكّن المنشأة من الحصول على شهادة الأيزو.

#### ٢/٢/٥ المتغير التابع:

ويتمثل في مستوى الاحتفاظ بالنقدية والذي يتم قياسه بقسمة النقدية وما في حكمها على إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية (Aslam et al., 2019; Noman et al., 2019; Chen et al., 2020; Li & Wang, 2021; Yun et al., 2021).

#### ٣/٢/٥ المتغيرات الحاكمة:

اعتمد الباحثان على مجموعة من المتغيرات الحاكمة في ضوء الدراسات السابقة التالية: (Akben-Selcuk & Sener, 2020; Chen et al., 2020; Gul et al., 2020; Li & Wang, 2021)

جدول رقم (٥-٣) التعريفات الإجرائية للمتغيرات الحاكمة

القياس	الرمز	المتغير
ويُقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية الفترة.	Size	حجم الشركة
وتُقاس بنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول في نهاية الفترة.	LEV	الرافعة المالية
ويُقاس بالفرق بين مبيعات العام الحالي ومبيعات العام السابق مقسوماً على مبيعات العام السابق.	$\Delta$ SAL	معدل النمو السنوي في المبيعات
وتُعبّر عن صافي التدفقات النقدية التشغيلية في نهاية الفترة.	CFO	صافي التدفقات النقدية التشغيلية



### ٣/٥ فروض ونماذج الدراسة:

**الفرض الأول:** تُوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين جودة حوكمة الشركات ومستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المصرية.

**الفرض الثاني:** تُوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المصرية.

**الفرض الثالث:** يوجد أثر تفاعلي ذو دلالة إحصائية لكلٍ من جودة حوكمة الشركات والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المصرية.

وسيتم اختبار الفرض السابق من خلال النماذج التالية:

$$CH = \beta_0 + \beta_1(CG. Score) + \beta_2(Size) + \beta_3(LEV) + \beta_4(\Delta SAL) + \beta_5(CFO) + \varepsilon \quad (1)$$

$$CH = \beta_0 + \beta_1(CSR) + \beta_2(Size) + \beta_3(LEV) + \beta_4(\Delta SAL) + \beta_5(CFO) + \varepsilon \quad (2)$$

$$CH = \beta_0 + \beta_1(CG. Score) + \beta_2(CSR) + \beta_3(CG. Score * CSR) + \beta_4(Size) + \beta_5(LEV) + \beta_6(\Delta SAL) + \beta_7(CFO) + \varepsilon \quad (3)$$

### ٤/٥ نتائج التحليل الإحصائي:

فيما يلي استعراض لنتائج التحليل الإحصائي والتي تمت باستخدام تحليل الانحدار المتعدد ببرنامج (STATA 14 V9).

### ١/٤/٥ الإحصاءات الوصفية Descriptive Statistics

يعرض الجدول رقم (٤-٥) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في نماذج اختبار الفروض، واللازمة للتعرف على خصائص تلك المتغيرات وكيفية توزيع قيمتها فيما بين المشاهدات المختلفة التي تشملها عينة الدراسة.

جدول رقم (٤-٥)

Variable	Observations	Mean	Std. Dev.	Minimum	Maximum
CH	425	0.109	0.147	0.017	0.625
CG. Score	425	0.560	0.162	0.410	0.790
CSR	425	0.248	0.189	0.140	0.720
Size	425	22.564	1.956	16.510	29.366
LEV	425	0.641	0.398	0.119	1.898
$\Delta SAL$	425	0.090	0.265	- 0.297	0.790
CFO	425	0.110	0.098	- 0.198	0.356

ومن خلال النتائج الإحصائية السابقة يمكن استخلاص ما يلي:

- يتراوح مستوى الاحتفاظ بالنقدية على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة ما بين (٠,٦٢٥-٠,٠١٧) وهو ما يعكس تفاوتاً نسبياً في مستوى الاحتفاظ بالنقدية بشركات العينة، في حين بلغ المتوسط ٠,١٠٩.
- يتراوح مستوى جودة حوكمة الشركات بشركات العينة خلال فترة الدراسة ما بين (٠,٧٩٠-٠,٤١٠) في حين بلغ المتوسط ٠,٥٦٠.
- يتراوح مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بشركات العينة خلال فترة الدراسة ما بين (٠,٧٢٠-٠,١٤٠) في حين بلغ المتوسط ٠,٢٤٨.
- تتراوح قيمة حجم الشركة بشركات العينة خلال فترة الدراسة ما بين (١٦,٥١٠-٢٩,٣٦٦) في حين بلغ المتوسط ٢٢,٥٦٤.
- تتراوح قيمة الرافعة المالية بشركات العينة خلال فترة الدراسة ما بين (٠,١١٩-١,٨٩٨) في حين بلغ المتوسط ٠,٦٤١.
- يتراوح معدل النمو السنوي للمبيعات بشركات العينة خلال فترة الدراسة ما بين (-٠,٢٩٧-٠,٧٩٠) في حين بلغ المتوسط ٠,٠٩٠.
- تتراوح قيمة صافي التدفقات النقدية بشركات العينة خلال فترة الدراسة ما بين (-٠,١٩٨-٠,٣٥٦) في حين بلغ المتوسط ٠,١١٠.

يُوضح الجدول رقم (٥-٥) مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة.

Variables	1	2	3	4	5	6	7	VIF
1 CH	1.000							
2 CG. Score	- 0.272	1.000						1.12
3 CSR	- 0.219	0.243	1.000					1.46
4 SIZE	- 0.361	0.272	0.295	1.000				1.73
5 LEV	- 0.352	0.207	- 0.186	0.174	1.000			1.68
6 ΔSAL	0.243	- 0.020	0.209	- 0.048	-0.420	1.000		1.98
7 CFO	- 0.168	0.193	0,162	0.329	- 0.151	0.036	1.000	1.60

ومن خلال النتائج الإحصائية السابقة يمكن استخلاص ما يلي:

- عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة Multicollinearity حيث لا توجد معاملات ارتباط تزيد عن ٨٠٪، إضافةً إلى أن قيم VIF للمتغيرات المستقلة لم تتجاوز القيمة ١٠ لأي منها.
- وجود ارتباط سالب بين كل من جودة حوكمة الشركات، الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، حجم الشركة، الرافعة المالية، صافي التدفقات النقدية التشغيلية، ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، في حين يوجد ارتباط موجب بين معدل النمو السنوي في المبيعات، ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪.



- وجود ارتباط موجب بين كلٍ من الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، حجم الشركة، الرافعة المالية، صافي التدفقات النقدية التشغيلية، وجودة حوكمة الشركات، في حين يوجد ارتباط سالب بين معدل النمو السنوي في المبيعات، وجودة حوكمة الشركات، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪.
- وجود ارتباط موجب بين كلٍ من حجم الشركة، معدل النمو السنوي في المبيعات، صافي التدفقات النقدية التشغيلية، والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، في حين يوجد ارتباط سالب بين الرافعة المالية، والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪.

٢/٤/٥ نتائج تحليل نماذج الانحدار المستخدمة في اختبارات فروض الدراسة:

فيما يلي استعراض لنتائج التحليل الإحصائي والتي تمت باستخدام أسلوب (Robust Standard Error) بيرنامج (STATA 14 V9).

يُوضَّح الجدول رقم (٦-٥) نتائج تشغيل نموذجي اختبار الفرضين الأول والثاني

جدول رقم (٦-٥)

CH. Model (1)			CH. Model (2)		
	Coef.	p-value		Coef.	p-value
CG. Score	- 0.175	0.008***	CSR	- 0.161	0.044**
SIZE	- 0.080	0.031**	SIZE	- 0.015	0.012**
LEV	- 0.105	0.083*	LEV	- 0.072	0.210
ΔSAL	0.165	0.027**	ΔSAL	0.183	0.048**
CFO	- 0.210	0.038**	CFO	-0.127	0.037**
Cons.	1.052	0.061*	Cons.	0.095	0.125
Industry	Industry		Industry	Included	
Year	Year		Year	Included	
N	425		N	425	
Prob > F	0.0042		Prob > F	0.0046	
R-Squared	0.3718		R-Squared	0.3813	

\*\*\*، \*\*، \* تشير إلى المعنوية الإحصائية للمعاملات عند مستوى ١٠٪، ٥٪، ١٪ على التوالي.

وتشير نتائج تحليل الانحدار الواردة في الجدول رقم (٦-٥) إلى:

- بالنسبة للنموذج رقم (١) فإن قيمة R-Squared تبلغ (٠,٣٧١٨)؛ وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة بالنموذج تفسر ٣٧,١٨٪ من التغيرات في مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

- وجود علاقة معنوية سالبة بين جودة حوكمة الشركات ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك عند مستوى معنوية ١٪، وبالتالي يتم قبول الفرض الأول.
- كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين معدل النمو السنوي للمبيعات، ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، في حين أشارت النتائج إلى وجود علاقة معنوية سالبة بين كل من حجم الشركة، الرافعة المالية، صافي التدفقات النقدية التشغيلية، ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.
- وتتفق نتائج الدراسة الحالية مع ما توصلت إليه العديد من الدراسات بشأن وجود علاقة سلبية بين جودة حوكمة الشركات ومستوى الاحتفاظ بالنقدية مثل دراسات (Gul et al., (2021; Li & Wang, 2021; Tut, 2021)؛ وهو ما يُمكن تفسيره بأن جودة حوكمة الشركات تُعد أحد العوامل الرئيسية التي يُمكن الاعتماد عليها في تحسين إدارة الموارد وتحقيق الكفاءة الاقتصادية للمنشأة وذلك من خلال ضبط العلاقات فيما بين الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح الآخرين، وزيادة فعالية عملية اتخاذ القرارات لا سيما القرارات التمويلية والاستثمارية إضافةً إلى التحديد الواضح لأهداف المنشأة ومن ثم تحقيق أهدافها ورقابة أدائها بما يؤدي إلى انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
- أما بالنسبة للنموذج رقم (٢) فإن قيمة R-Squared تبلغ (٠,٣٨١٣)؛ وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة بالنموذج تفسر ٣٨,١٣٪ من التغيرات في مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
- وجود علاقة معنوية سالبة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪، وبالتالي يتم قبول الفرض الثاني.
- كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين معدل النمو السنوي للمبيعات، ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، في حين أشارت النتائج إلى وجود علاقة معنوية سالبة بين كل من حجم الشركة، الرافعة المالية، صافي التدفقات النقدية التشغيلية، ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.
- وتتفق نتائج الدراسة الحالية مع ما توصلت إليه العديد من الدراسات بشأن وجود علاقة سلبية بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية مثل دراسات (Liao et al., 2021; Rahmatika & Kholid, 2021)؛ وهو ما يُمكن تفسيره بأن أنشطة المسؤولية الاجتماعية تُعد آلية فعالة للحد من النزاعات، الأمر الذي من شأنه تعزيز قيمة المنشأة؛ حيث ينبغي على المديرين العمل على تحقيق متطلبات أصحاب المصالح المختلفة، مما يؤدي إلى زيادة كفاءة استخدام موارد المنشأة، وفي مقدمتها الأصول النقدية، مع انخفاض تكلفة التمويل الخارجي وهو ما يتماشى مع نظريتي أصحاب المصالح ورأس المال الاجتماعي؛ الأمر الذي يترتب عليه انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية.



ويُوضّح الجدول رقم (٧-٥) نتائج تشغيل نموذج اختبار الفرض الثالث  
جدول رقم (٧-٥)

CH. Model (3)		
	Coef.	p-value
CG. Score	- 0.162	0.005***
CSR	- 0.150	0.035**
CG. Score* CSR	- 0.214	0.009***
SIZE	- 0.061	0.020**
LEV	- 0.083	0.076*
ΔSAL	0.159	0.031**
CFO	- 0.201	0.029**
Cons	0.714	0.048**
Industry	Included	
Year	Included	
N	425	
F> Prob	0.0048	
R-Squared	0.4018	

\*\*\*، \*\*، \* تشير إلى المعنوية الإحصائية للمعاملات عند مستوى ١٠٪، ٥٪، ١٪ على التوالي.

وتشير نتائج تحليل الانحدار الواردة في الجدول رقم (٧-٥) إلى:

- أن قيمة R-Squared للنموذج رقم (٣) تبلغ (٠,٤٠١٨)؛ وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة بالنموذج تفسر ٤٠,١٨٪ من التغيرات في مستوى الاحتفاظ بالنقدية وهو أكبر من القدرة التفسيرية لكلٍ من النموذجين (١)، (٢) السابقين.
- وجود علاقة معنوية سالبة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪.
- وجود علاقة معنوية سالبة بين جودة حوكمة الشركات ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك عند مستوى معنوية ١٪.

- وجود أثر تفاعلي معنوي بين كل من جودة حوكمة الشركات، مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، ومستوى الاحتفاظ بالنقدية (بمعنى أنه قد ترتب عليه زيادة في قوة العلاقة السلبية بين كل من جودة حوكمة الشركات، والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، ومستوى الاحتفاظ بالنقدية)، حيث يُلاحظ أن معامل الانحدار الخاص بالمتغير التفاعلي يساوي (-0,241)، وذلك عند مستوى معنوية 1٪ وهو أكبر من معامل الانحدار الخاص بجودة حوكمة الشركات بمفرده (-0,162)، وكذلك أكبر من معامل الانحدار الخاص بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بمفرده (-0,150)؛ وبالتالي يتم قبول الفرض الثالث؛ وهو ما يُمكن تفسيره بأن جودة حوكمة الشركات والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لهما دور رقابي فعال في تخفيض مشاكل الوكالة لا سيما فيما يتعلق بالقرارات المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية.

### 3/4/5 التحليل الإضافي Additional Analysis:

لتحقيق المزيد من الوضوح والثقة بشأن بناء نماذج الدراسة والنتائج التي تم التوصل إليها من خلال التحليل الأساسي، سيقوم الباحثان باختبار نفس الفروض السابقة ولكن بعد إضافة متغير حاكم إضافي وهو توزيعات الأرباح (DVI)، والتي يتم قياسها باعتبارها متغيراً وهمياً يأخذ القيمة (1) إذا ما قامت الشركة بسداد توزيعات، والقيمة (0) بخلاف ذلك، على النماذج أرقام (1)، (2)، (3).

1/3/4/5 نتيجة اختبار الفرض الأول: يصبح النموذج رقم (1) بعد إضافة المتغير الحاكم الإضافي كما يلي:

$$CH = \beta_0 + \beta_1(CG. Score) + \beta_2(Size) + \beta_3(LEV) + \beta_4(\Delta SAL) + \beta_5(CFO) + \beta_6(DVI) + \varepsilon (1)$$

ويُوضَّح الجدول رقم (٨-٥) نتائج تشغيل نموذج اختبار الفرض الأول بعد إضافة توزيعات الأرباح (DVI) كمتغير حاكم إضافي

جدول رقم (٨-٥)

CH.				
Model (1)				
	النموذج الأساسي قبل إدخال المتغير الحاكم الإضافي		النموذج بعد إدخال المتغير الحاكم الإضافي	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value
CG. Score	- 0.175	0.008***	- 0.169	0.006***
SIZE	- 0.080	0.031**	- 0.78	0.034**
LEV	- 0.105	0.083*	- 0.113	0.085*
ΔSAL	0.165	0.027**	0.170	0.030**
CFO	- 0.210	0.038**	- 0.207	0.037**



DVI	-----	-----	- 0.189	0.016**
Cons.	1.052	0.061*	1.160	0.052*
Industry	Included		Included	
Year	Included		Included	
N	425		425	
Prob > F	0.0042		0.0040	
R-Squared	0.3718		0.3810	

\*, \*\*, \*\*\* تشير إلى المعنوية الإحصائية للمعاملات عند مستوى ١٠٪، ٥٪، ١٪ على التوالي.

وتشير نتائج تحليل الانحدار الواردة في الجدول رقم (٨-٥) إلى:

أن النموذج ما زال صالحاً لاختبار العلاقة المشار إليها مع زيادة معامل التحديد للنموذج من (٠,٣٧١٨) إلى (٠,٣٨١٠) وهو ما يعني زيادة القوة التفسيرية له في ظل إضافة المتغير الحاكم الجديد (توزيعات الأرباح DVI)؛ مما يعني وجود تأثير لهذا المتغير. وبالنظر إلى معاملات نموذج الانحدار ومستوى المعنوية يتضح بقاء كافة العلاقات سلبية ومعنوية، وبالتالي يتم قبول الفرض الأول "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين جودة حوكمة الشركات ومستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المصرية".

٢/٣/٤/٥ نتيجة اختبار الفرض الثاني: يصبح النموذج رقم (٢) بعد إضافة المتغير الحاكم الإضافي كما يلي:

$$CH = \beta_0 + \beta_1(CSR) + \beta_2(Size) + \beta_3(LEV) + \beta_4(\Delta SAL) + \beta_5(CFO) + \beta_6(DVI) + \varepsilon \quad (2)$$

ويوضح الجدول رقم (٩-٥) نتائج تشغيل نموذج اختبار الفرض الثاني بعد إضافة توزيعات الأرباح (DVI) كمتغير حاكم إضافي

جدول رقم (٩-٥)

CH.				
Model (2)				
	النموذج الأساسي قبل إدخال المتغير الحاكم الإضافي		النموذج بعد إدخال المتغير الحاكم الإضافي	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value
CSR	- 0.161	0.044**	- 0.154	0.041**
SIZE	- 0.015	0.012**	- 0.023	0.015**



تحليل العلاقات التأثيرية المباشرة والتفاعلية بين جودة حوكمة الشركات والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية، د. إبراهيم السيد محمد الجوهري، د. حامد نبيل حامد سليمان

LEV	- 0.072	0.210	- 0.057	0.065*
ΔSAL	0.183	0.048**	0.114	0.039**
CFO	-0.127	0.037**	-0.146	0.035**
DVI	-----	-----	-0.214	0.009***
Cons.	0.095	0.125	0.116	0.054*
Industry	Included		Included	
Year	Included		Included	
N	425		425	
Prob > F	0.0046		0.0047	
R-Squared	0.3813		0.3904	

\*, \*\*, \*\*\* تشير إلى المعنوية الإحصائية للمعاملات عند مستوى ١٠٪، ٥٪، ١٪ على التوالي.

وتشير نتائج تحليل الانحدار الواردة في الجدول رقم (٥-٩) إلى:

أن النموذج ما زال صالحاً لاختبار العلاقة المشار إليها مع زيادة معامل التحديد للنموذج من (٠,٣٨١٣) إلى (٠,٣٩٠٤) وهو ما يعني زيادة القوة التفسيرية له في ظل إضافة المتغير الحاكم الجديد (توزيعات الأرباح DVI)؛ مما يعني وجود تأثير لهذا المتغير. وبالنظر إلى معاملات نموذج الانحدار ومستوى المعنوية يتضح بقاء كافة العلاقات سلبية ومعنوية، في حين أصبحت الرافعة المالية معنوية بعد إضافة المتغير الحاكم الجديد (توزيعات الأرباح DVI). وبالتالي يتم قبول الفرض الثاني " تُوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المصرية".

٣/٣/٤/٥ نتيجة اختبار الفرض الثالث: يصبح النموذج رقم (٣) بعد إضافة المتغير الحاكم الإضافي كما يلي:

$$CH = \beta_0 + \beta_1(CG. Score) + \beta_2(CSR) + \beta_3(CG. Score * CSR) + \beta_4(Size) + \beta_5(LEV) + \beta_6(\Delta SAL) + \beta_7(CFO) + \beta_8(DVI) + \varepsilon \quad (3)$$



ويُوضّح الجدول رقم (٥-١٠) نتائج تشغيل نموذج اختبار الفرض الثالث بعد إضافة توزيعات الأرباح (DVI) كمتغير حاكم إضافي

جدول رقم (٥-١٠)

CH.				
Model (3)				
	النموذج الأساسي قبل إدخال المتغير الحاكم الإضافي		النموذج بعد إدخال المتغير الحاكم الإضافي	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value
CG. Score	- 0.162	0.005***	- 0.165	0.008***
CSR	- 0.150	0.035**	- 0.152	0.028**
CG. Score*CSR	- 0.214	0.009***	- 0.219	0.006***
SIZE	- 0.061	0.020**	- 0.058	0.042**
LEV	- 0.083	0.076*	- 0.087	0.065*
ΔSAL	0.159	0.031**	0.154	0.029**
CFO	- 0.201	0.029**	- 0.214	0.038**
DVI	-----	-----	- 0.171	0.008***
Cons	0.714	0.048**	0.514	0.052*
Industry	Included		Included	
Year	Included		Included	
N	425		425	
F> Prob	0.0048		0.0049	
R-Squared	0.4018		0.4102	

\*, \*\*, \*\*\* تشير إلى المعنوية الإحصائية للمعاملات عند مستوى ١٠٪، ٥٪، ١٪ على التوالي.

وتشير نتائج تحليل الانحدار الواردة في الجدول رقم (٥-١٠) إلى:

أن النموذج ما زال صالحاً لاختبار العلاقة المشار إليها مع زيادة معامل التحديد للنموذج من (٥,٤٠١٨) إلى (٥,٤١٠٢) وهو ما يعني زيادة القوة التفسيرية له في ظل إضافة المتغير الحاكم الجديد (توزيعات الأرباح DVI)؛ مما يعني وجود تأثير لهذا المتغير. وبالنظر إلى معاملات نموذج الانحدار ومستوى المعنوية يتضح بقاء كافة العلاقات سلبية ومعنوية. وبالتالي يتم قبول الفرض الثالث "يوجد أثر تفاعلي ذو دلالة إحصائية لكل من جودة حوكمة الشركات والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المصرية".

## ٦- النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية المقترحة:

### ١/٦ النتائج:

- وجود علاقة معنوية سالبة بين جودة حوكمة الشركات ومستوى الاحتفاظ بالنقدية؛ وهو ما يُمكن تفسيره بأن جودة حوكمة الشركات تُعد أحد العوامل الرئيسية التي يُمكن الاعتماد عليها في تحسين إدارة الموارد وتحقيق الكفاءة الاقتصادية للمنشأة وذلك من خلال ضبط العلاقات فيما بين الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح الآخرين، وزيادة فعالية عملية اتخاذ القرارات لا سيما القرارات التمويلية والاستثمارية إضافةً إلى التحديد الواضح لأهداف المنشأة ومن ثم تحقيق أهدافها ورقابة أدائها بما يؤدي إلى انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
- وجود علاقة معنوية سالبة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية؛ وهو ما يُمكن تفسيره بأن أنشطة المسؤولية الاجتماعية تُعد آلية فعالة للحد من النزاعات، الأمر الذي من شأنه تعزيز قيمة المنشأة؛ حيث ينبغي على المديرين العمل على تحقيق متطلبات أصحاب المصالح المختلفة، مما يؤدي إلى زيادة كفاءة استخدام موارد المنشأة، وفي مقدمتها الأصول النقدية، وهو ما يتماشى مع نظريتي أصحاب المصالح ورأس المال الاجتماعي.
- وجود أثر تفاعلي معنوي بين كلٍ من جودة حوكمة الشركات، مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، ومستوى الاحتفاظ بالنقدية؛ وهو ما يُمكن تفسيره بأن جودة حوكمة الشركات والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لهما دور رقابي فعال في تخفيض مشاكل الوكالة لا سيما فيما يتعلق بالقرارات المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية.

### ٢/٦ التوصيات:

وتأسيساً على ما سبق تتمثل توصيات الدراسة فيما يلي:

#### أولاً: بالنسبة لإدارة المنشأة:

- ضرورة اعتماد الشركات على أهم العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية والتي تتمثل في حجم الشركة، والرافعة المالية، ومعدل النمو السنوي في المبيعات، وصافي التدفقات النقدية التشغيلية، وتوزيعات الأرباح بما يساعد على ترشيد قراراتها المستقبلية المتعلقة بمستوى الاحتفاظ بالنقدية.
- ضرورة قيام إدارة المنشأة بالموازنة بين التكاليف والمنافع الحدية للاحتفاظ بالنقدية من أجل تحديد المستوى الأمثل للنقدية المحفوظ بها وما يترتب عليه من كفاءة قراراتها التمويلية والاستثمارية؛ حيث إن الانحراف عن هذا المستوى قد يؤثر بشكلٍ سلبي على استمرارية وقيمة المنشأة.
- ضرورة الاهتمام بالتطبيق الجيد لحوكمة الشركات للحد من مشاكل الوكالة، وتحسين جودة المعلومات المحاسبية وهو ما قد يؤثر على قرار المنشأة بشأن الاحتفاظ بالنقدية.
- يجب على إدارة المنشأة الأخذ بعين الاعتبار أهمية الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ودوره في الحد من مشاكل الوكالة وتدهور القيمة لا سيما عند اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية.



### ثانياً: بالنسبة للجهات التنظيمية:

- قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بمتابعة كافة المستجدات وإصدارات المنظمات المهنية لتفعيل دور حوكمة الشركات والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية بما يعمل على تخفيض مشاكل الوكالة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة في استغلال النقدية المحتفظ بها.
- تفعيل الدور الرقابي للجهات التنظيمية للتحقق من مدى التزام الشركات بالإفصاح عن معلومات الحوكمة والمسؤولية الاجتماعية بما يؤدي إلى تحسين جودة الإفصاح ومن ثم انخفاض عدم تماثل المعلومات.
- ضرورة العمل على زيادة وعي المستثمرين بأهمية قيام المنشأة بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية باعتبارها أحد العوامل الهامة عند تقييم المنشأة واتخاذ القرارات الاستثمارية.

### ثالثاً: بالنسبة للمستثمرين والمقرضين:

- يجب على المستثمرين والمقرضين الأخذ بعين الاعتبار أهمية الدور الرقابي لكل من جودة حوكمة الشركات والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في الحد من السلوك الانتهازي للمديرين لا سيما فيما يتعلق بقراراتهم المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية وذلك عند اتخاذ القرارات الاستثمارية بالنسبة للمستثمرين والتمويلية بالنسبة للمقرضين.

### ٣/٦ البحوث المستقبلية المقترحة:

- أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة.
- أثر القدرة التنبؤية للأرباح، واستمرارية الأرباح على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
- أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة المنشأة.
- العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وإدارة الأرباح وانعكاساتها على توزيعات الأرباح.
- العلاقة بين ممارسات التخطيط الضريبي ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.
- استخدام أدوات الذكاء الاصطناعي في تقييم المخاطر بهدف تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية.
- دراسة العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية وأثره على مخاطر انهيار سعر السهم.

٧- المراجع:

١/٧ مراجع باللغة العربية:

أمين، عصام حمدي مصطفى (٢٠٢١). أثر التدفقات النقدية التشغيلية على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٢(٢) ج ٢، ٤٢٧-٤٧٤.*

بدوي، هبة الله عبد السلام (٢٠١٧). أثر هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة بني سويف، ٥(٢)، ١٧١-٢٠٦.*

الحناوي، السيد محمود (٢٠٢٠). العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والأداء المالي للشركة في ظل التأثير المُعَدَّل لمراحل دورة حياة الشركة - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٤(١)، ٢٢٧-٢٩٠.*

الدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (٨٤) بتاريخ ٢٦ / ٧ / ٢٠١٦.

زيتون، محمد خميس جمعة (٢٠١٩). أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، ٦(٢)، ٢٩٣-٣٤٨.*

عبد الله، محمد أحمد (٢٠١٨). الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وقيمة الشركة - أدلة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٢(٢)، ٢٦١-٣٣٧.*

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

معايير المحاسبة المصرية (٢٠١٩)، معيار رقم (٤): قائمة التدفقات النقدية، وزارة الاستثمار.



- Abdel-Wanis, E. (2019). The Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Relationship between Cash Holdings and Audit Fees in Egyptian Listed Companies. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 9(2), 314-334.
- Agussalim, M., Ndraha, H. E. M., & Ali, H. (2020). The implementation quality of corporate governance with corporate values: Earning quality, investment opportunity set, and ownership concentration analysis. *Journal of Talent Development and Excellence*, 12(2), 817-829.
- Akben-Selcuk, E., & Sener, P. (2020). Cash holdings and corporate governance: Evidence from Turkey. In *Corporate Governance Models and Applications in Developing Economies*, 133-161, IGI Global.
- Akhtar, T., Tareq, M. A., Sakti, M. R. P., & Khan, A. A. (2018). Corporate governance and cash holdings: the way forward. *Qualitative Research in Financial Markets*. 10(2), 152–170.
- Al-Najjar, B., & Clark, E. (2017). Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. *Research in International Business and Finance*, 39, 1-12.
- Amess, K., Banerji, S., & Lampousis, A. (2015). Corporate cash holdings: Causes and consequences. *International Review of Financial Analysis*, 42, 421-433.
- Aslam, E., Kalim, R., & Fizza, S. (2019). Do cash holding and corporate governance structure matter for the performance of firms? Evidence from KMI 30-and KSE 100-indexed firms in Pakistan. *Global Business Review*, 20(2), 313-330.
- Aslan, Ş., & Şendoğdu, A. (2012). The mediating role of corporate social responsibility in ethical leader's effect on corporate ethical values and behavior. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 58, 693-702.
- Bhattacharyya, A., Wright, S., & Rahman, M. L. (2019). Is better banking performance associated with financial inclusion and mandated CSR expenditure in a developing country?. *Accounting & Finance*, 61(1), 125-161.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of accounting and public policy*, 25(4), 409-434.

- Brown, W., Helland, E., & Smith, J. (2006). Corporate philanthropic practices. *Journal of Corporate Finance*, 12, 855– 877.
- Byun, S. K., & Oh, J. M. (2018). Local corporate social responsibility, media coverage, and shareholder value. *Journal of Banking & Finance*, 87, 68-86.
- Cai, W., Zeng, C. C., Lee, E., & Ozkan, N. (2016). Do business groups affect corporate cash holdings? Evidence from a transition economy. *China Journal of Accounting Research*, 9(1), 1-24.
- Cavazotte, F., & Chang, N. C. (2017). Internal corporate social responsibility and performance: A study of publicly traded companies. *BAR-Brazilian Administration Review*, 13(4).  
<https://doi.org/10.1590/1807-7692bar2016160083>
- Ceyhun, K. I. R., & Gülpinar, V. (2015). Effects of Compliance Ratings With Corporate Governance Principles on Financial Performance in Turkey. *Research Journal of Politics, Economics & Management*, 3(3), 53-69.
- Chahine, S., & Filatotchev, I. (2011). The effects of corporate governance and audit and non-audit fees on IPO Value. *The British Accounting Review*, 43(3), 155-172.
- Chen, R. R., Guedhami, O., Yang, Y., & Zaynutdinova, G. R. (2020). Corporate governance and cash holdings: Evidence from worldwide board reforms. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101771.
- Chen, Y., Gao, J., & Zhang, M. (2019). The Effect of CSR Performance and CSR Disclosure Readability on Investors' Earnings Judgment. Available at SSRN 3312006.
- Chin, M. K., Hambrick, D. C., & Treviño, L. K. (2013). Political ideologies of CEOs: The influence of executives' values on corporate social responsibility. *Administrative Science Quarterly*, 58(2), 197-232.
- Coombs, W. T., & Holladay, S. J. (2011). Managing corporate social responsibility: A communication approach. *John Wiley & Sons*.
- Cosma, S., Mastroleo, G., & Schwizer, P. (2018). Assessing corporate governance quality: Substance over form. *Journal of Management and Governance*, 22(2), 457-493.
- Cronqvist, H., Heyman, F., Nilsson, M., Svaleryd, H., & Vlachos, J. (2009). Do entrenched managers pay their workers more?. *the Journal of Finance*, 64(1), 309-339.



- Dogru, T., & Sirakaya-Turk, E. (2018). Cash holdings and corporate governance: theory and contrary evidence from hotel firms. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 30(10), 3117-3134.
- Doh, J. P., Howton, S. D., Howton, S. W., & Siegel, D. S. (2010). Does the market respond to an endorsement of social responsibility? The role of institutions, information, and legitimacy. *Journal of Management*, 36(6), 1461-1485.
- Fabrizi, M., Mallin, C., & Michelon, G. (2014). The role of CEO's personal incentives in driving corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 124(2), 311-326.
- Fallah, M. A., & Mojarrad, F. (2019). Corporate governance effects on corporate social responsibility disclosure: empirical evidence from heavy-pollution industries in Iran. *Social Responsibility Journal*, 15(2), 208–225.
- Farinha, J., Mateus, C., & Soares, N. (2018). Cash holdings and earnings quality: evidence from the Main and Alternative UK markets. *International Review of Financial Analysis*, 56, 238-252.
- Farooq, M. U., Kazim, I., Usman, M., & Latif, I. (2018). Corporate governance and audit fees: Evidence from a developing country. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences (PJCSS)*, 12(1), 94-110.
- Fernández-Gago, R., Cabeza-García, L., & Nieto, M. (2016). Corporate social responsibility, board of directors, and firm performance: an analysis of their relationships. *Review of Managerial Science*, 10(1), 85-104.
- Fontaine, M. (2013). Corporate social responsibility and sustainability: the new bottom line?. *International Journal of Business and Social Science*, 4(4), 110-119.
- Ghodsí Khamiri, N. (2020). The Relationship between Social Responsibility Disclosure and Cash Holdings. *Iranian Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 4(4), 57-70.
- Gill, A., & Shah, C. (2012). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Canada. *International journal of economics and finance*, 4(1), 70-79.



- Griffin, P. A., Lont, D. H., & Sun, Y. (2008). Corporate governance and audit fees: Evidence of countervailing relations. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 4(1), 18-49.
- Gu, T. (2017). US multinationals and cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 125(2), 344-368.
- Gul, R., Ullah, S., Rehman, A. U., Hussain, S., & Alam, M. (2020). Corporate governance and cash holdings: Family versus non-family controlled firms. *Cogent Business & Management*, 7(1), 1854562.
- Habbash, M. (2016). Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: Evidence from Saudi Arabia. *Social Responsibility Journal*, 12(4), 740–754.
- Hassanein, A., & Kokel, A. (2019). Corporate cash hoarding and corporate governance mechanisms: evidence from Borsa Istanbul. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 1-18.
- Hu, Y. Y., Zhu, Y., Tucker, J., & Hu, Y. (2018). Ownership influence and CSR disclosure in China. *Accounting Research Journal*, 31(1), 8-21.
- Hussain, S., Ahmad, T., & Hassan, S. (2019). Corporate Governance and Firm performance using GMM. *International Journal of Information, Business and Management*, 11(2), 300-316.
- Isa, S. M. (2012). Corporate social responsibility: what can we learn from the stakeholders?. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 327-337.
- Jadiyappa, N., Joseph, A., Sisodia, G., Krishnankutty, R., & Shrivatsava, S. (2021). Corporate social responsibility and cash holdings in India: Evidence from a natural experiment. *Finance Research Letters*, 39, 101581.
- Jebran, K., Chen, S., Tauni, M. Z., & Ahmad, H. (2019). Corporate Governance, ultimate owner, and target cash holdings: evidence from China. *SAGE Open*, 9(4), 2158244019894293.
- Jiraporn, P., & Chintrakarn, P. (2013). How do powerful CEOs view corporate social responsibility (CSR)? An empirical note. *Economics Letters*, 119(3), 344-347.
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2012). The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Journal of business ethics*, 106(1), 53-72.



- Kabara, A. S., Abdullah, D. F., & Othman, A. (2019). The effect of governance code compliance on audit committee diversity and corporate voluntary disclosure: evidence from dynamic panel approach. *Polish Journal of Management Studies*, 20(1), 223-232.
- Kalcheva, I., & Lins, K. V. (2007). International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *The review of financial studies*, 20(4), 1087-1112.
- Khatun, A., & Dar, S. N. (2020). Corporate Social Responsibility in Emerging Economies: A Study with Special Reference to India. In *CSR and Socially Responsible Investing Strategies in Transitioning and Emerging Economies*, 263-273.
- Kwan, J. H., & Lau, W. Y. (2019). The Effects of Country-Level Governance and Corporate Cash Holdings: Evidence from Hospitality Firms in ASEAN-5. *Humanities*, 7(3), 123-140.
- Kwan, J. H., & Lau, W. Y. (2020). Corporate Governance and Cash Holdings in Hospitality Firms: Do Board Characteristics Matter?. *Asian Economic and Financial Review*, 10(7), 816-832.
- La Rocca, M., & Cambrea, D. R. (2019). The effect of cash holdings on firm performance in large Italian companies. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 30(1), 30-59.
- Lee, K. W., & Lee, C. F. (2009). Cash holdings, corporate governance structure and firm valuation. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 12(03), 475-508.
- Lel, U. (2019). The role of foreign institutional investors in restraining earnings management activities across countries. *Journal of International Business Studies*, 50(6), 895-922.
- Li, Y., & Wang, J. (2021). The negative corporate governance impact of distracted shareholders: evidence from value of cash holdings. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 1-23.
- Liao, J., Zheng, L., & Yuan, Y. (2021). The impact of corporate environmental responsibility on corporate cash holdings: evidence from the most polluting listed companies in China. *Kybernetes*.
- Liem, N. T., Khuong, N. V., & Thu, P. A. (2020). Social and environmental contributions, board size and cash holding: the case of energy firms. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 10(4), 17-22.

- Lo, K. Y., & Kwan, C. L. (2017). The effect of environmental, social, governance and sustainability initiatives on stock value—Examining market response to initiatives undertaken by listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(6), 606–619.
- Lu, L. Y., Shailer, G., & Yu, Y. (2017). Corporate social responsibility disclosure and the value of cash holdings. *European Accounting Review*, 26(4), 729-753.
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2009). The debate over doing good: Corporate social performance, strategic marketing levers, and firm-idiosyncratic risk. *Journal of Marketing*, 73(6), 198–213.
- Malik, M. S., & Kanwal, L. (2018). Impact of Corporate Social Responsibility Disclosure on Financial Performance: Case Study of Listed Pharmaceutical Firms of Pakistan. *Journal of Business Ethics*, 150(1), 69–78.
- Martin, P. R., & Moser, D. V. (2016). Managers' green investment disclosures and investors' reaction. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 239-254.
- McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, 71(6), 2905-2932.
- Nair, R., Muttakin, M., Khan, A., Subramaniam, N., & Somanath, V. S. (2019). Corporate social responsibility disclosure and financial transparency: Evidence from India. *Pacific-Basin Finance Journal*, 56, 330-351.
- Nasr, S., Lakhal, N., & Saad, I. B. (2020). Corporate social responsibility and cash holdings: does board gender diversity matter?. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 14(3), 250-270.
- Ni, X., & Zhang, H. (2019). Mandatory corporate social responsibility disclosure and dividend payouts: evidence from a quasi-natural experiment. *Accounting & Finance*, 58(5), 1581-1612.
- Noman, M., Din, B. H., & Mustafa, F. (2019). The Influence of Corporate Governance on cash holdings; Empirical evidence from Jordan. *Asian Journal of Multidisciplinary Studies*, 7(3), 1-5.
- Okaro, S. C., Okafor, G. O., Ogbodo, C., & Nkamnebe, A. D. (2015). Compliance with corporate governance code and shareholders'



- perception of the effectiveness of quoted companies' board in Nigeria. *African Journal of Business and Economic Research*, 10(2&3), 143-164.
- Pandey, P., & Snekenes, E. A. (2015, November). A performance assessment metric for information security financial instruments. In *2015 International Conference on Information Society*. 138-145.
- Pirnea, I. C., Olaru, M., Keppler, T., & Sandru, M. (2014). Corporate social responsibility between performance and sustainability. In *Proceedings of the 8th International Management Conference "Management Challenges for Sustainable Development"*, edited by: I. Popa, C. Dobrin, CN Ciocoiu, Editura ASE. 419-427.
- Prior, D., Surroca, J., & Tribó, J. A. (2008). Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Corporate governance: An international review*, 16(3), 160-177.
- Rahmatika, S., & Kholid, M. N. (2021). Determinants of cash holdings: Analysis of Islamic and conventional banks in Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan Islam*, 1(1), 92-104.
- Rahmawati, S. D. R. (2019). Share liquidity and cash holdings of the company (Doctoral dissertation, University Airlangga).
- Russo, A., & Perrini, F. (2010). Investigating stakeholder theory and social capital: CSR in large firms and SMEs. *Journal of Business ethics*, 91(2), 207-221.
- Salama, A., Anderson, K., & Toms, J. S. (2011). Does community and environmental responsibility affect firm risk? Evidence from UK panel data 1994–2006. *Business ethics: a European review*, 20(2), 192-204.
- Salau Abdulmalik, O., & Ahmad, A. C. (2016). Audit fees, corporate governance mechanisms, and financial reporting quality in Nigeria. *DLSU Business & Economics Review*, 26(1), 122-135.
- Shan, Y. G. (2015). Value relevance, earnings management and corporate governance in China. *Emerging Markets Review*, 23, 186-207.
- Sukthomya, D., & Laosiritaworn, W. (2018, March). Modeling of the relationship between corporate social responsibility and stock price with artificial neural network. In *2018 7th International Conference on Industrial Technology and Management (ICITM)* (213-217). IEEE.

- Tashfeen, R., Hayat, S., & Mallik, A. (2019). Quality of Corporate Governance Risk Management in Dealing with Unanticipated Events: Evidence from Pakistan. *The Lahore Journal of Business*, 8(2), 1-24
- Thanh, C. (2019). Optimal Cash Holding Ratio for Non-Financial Firms in Vietnam Stock Exchange Market. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(2), 104.
- Vintila, G., & Moscu, R. G. (2014). Compliance with the romanian corporate governance code. Evidences from the companies listed on Bucharest Stock Exchange. *Corporate governance*, 10(P1), 10.
- Wahab, E. A. A., Zain, M. M., & James, K. (2011). Audit fees in Malaysia: Does corporate governance matter?. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 7(1), 1-27.
- Wang, H., Tong, L., Takeuchi, R., George, G. (2016). Corporate social responsibility: An overview and new research directions. *Academy of Management Journal*, 59(2), 534-544.
- Waters, R. D., & Ott, H. K. (2014). Corporate social responsibility and the nonprofit sector: Assessing the thoughts and practices across three nonprofit subsectors. *Public Relations Journal*, 8(3), 1-18.
- Wu, X. (2012). Corporate governance and audit fees: Evidence from companies listed on the Shanghai Stock Exchange. *China Journal of Accounting Research*, 5(4), 321-342.
- Xu, X., Li, W., Li, Y., and Liu, X. (2019). Female CFOs and corporate cash holdings: Precautionary motive or agency motive?. *International Review of Economics & Finance*, 63, 434-454.
- Yang, A. S., & Susanto, G. C. (2021). Corporate social responsibility and cash holding: evidence from trucking firms. *Applied Economics Letters*, 28(1), 85-89.
- Yu, H. C., Sopranzetti, B. J., & Lee, C. F. (2015). The impact of banking relationships, managerial incentives, and board monitoring on corporate cash holdings: an emerging market perspective. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 44(2), 353-378.
- Yun, J., Ahmad, H., Jebran, K., & Muhammad, S. (2021). Cash holdings and firm performance relationship: Do firm-specific factors matter?. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 34(1), 1283-1305.



Yung K., and Chen C. (2018). Managerial ability and firm risk- taking behavior. *Quantitative Finance & Accounting*, 51,1005–1032.

Zia-ul-Hannan, R., & Asghar, M. N. (2013). Impact of Corporate governance on corporate cash holding: Evidence from non-financial firms in Pakistan. *Journal of business and management*, 8(1), 122-125.

Tut, D. (2021). Financial Crisis, Corporate Governance and the Value of Cash Holdings. from <https://mpr.ub.uni-muenchen.de/108593/>.

[egy.naeemonline.com](http://egy.naeemonline.com)

[https://www.code of corporate governance, 2002-SECP.](https://www.codeofcorporategovernance.gov.pk/)

[World Business Council for Sustainable Development \(1999\), CSR definition, http://www.wbcsd.org/workprogram/business -role/previous -work/corporate-social-responsibility.aspx](http://www.wbcsd.org/workprogram/business_role/previous_work/corporate-social-responsibility.aspx)

[www.mubasher.info](http://www.mubasher.info)