IUG Journal of Economics and Business Studies
Peer-reviewed Journal of Islamic University-Gaza

E-ISSN: 2410-5198
P-ISSN: 2410-8723

IUGJEBS
Vol 31, No 1, 2023, pp 102 -126

Received on (16-10-2022) Accepted on (27-11-2022)

https://doi.org/10.33976/IUGJEB.31.1/2023/5

The effect of holding cash on the market value of industrial companies listed on the Palestine Exchange (Empirical study on industrial companies listed on the Palestine Exchange)

Muhammad M. Al-Ghamari [1]
[1] **Ministry of Finance Palestine**
*Corresponding Author: abo.sohibe.94@gmail.com

Abstract:
This study aims to examine the impact of cash holding on the market value Depending on the financial statements by industrial companies listed on the Palestine Exchange (PEX). The study population consisted of all the industrial companies listed on the (PEX), which totaled to thirteen companies. In order to achieve the objectives of the study, the study utilized the descriptive analytical method. In which the study depended on quantitative analysis methods by analyzing the data of the time series (Panel Data), which represent the data from the 13 companies for the period from 2017 to 2021, for the data analysis purposes, the study used the statistical program (SPSS) mainly to apply all statistical and standard methods. The study has found that cash holding, leverage, cash flow and profitability have a positive impact on the market value. While the size of the company negatively affects the value of the company, and there is no effect of investment growth opportunities on the value of the company Thus, the study recommends that cash holding has a crucial role to maximize market value. In addition to that, it recommends that the necessity of educating the industrial companies listed in the Palestine Exchange of the importance of cash holding and determining its balanced level, because of its impact on the market value of companies, which is reflected on the companies in their survival and continuity of their activities in light of intense competition between companies, the need to pay attention to the concept of cash holding, And that is through conducting other studies in the Palestinian environment, and using other measurement models other than what the current study.
Keywords: Cash holding, The Market Value of Companies, the industrial companies listed in the Palestine Exchange.

أثر الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركات
(دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين)

محمد منذر الغماري[1]
[1] **وزارة المالية فلسطين**

الملخص:
تهدف الدراسة إلى فحص أثر الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية بالاعتماد على القوائم المالية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية في بورصة فلسطين والتي يبلغ عددها ثلاث عشرة شركة. ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت الدراسة على تحليل بيانات السلسلة الزمنية المقطعية عبر الزمن (Panel Data) والتي تمثل بيانات الشركات الصناعية مجتمع الدراسة عن فترة زمنية للقوائم المالية وهي مدة خمس سنوات من عام 2017م إلى عام 2021م. أظهرت نتائج التحليل الإحصائي إلى أن الاحتفاظ بالنقدية والرافعة المالية والتدفقات النقدية والربحية لهم تأثير إيجابي على القيمة السوقية للشركات، ويؤثر حجم الشركة تأثيراً سلبياً على قيمة الشركة، ولا يوجد تأثير لفرص نمو الاستثمار على قيمة الشركة. وأوصت الدراسة بضرورة توعية الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين لأهمية الاحتفاظ بالنقدية وتحديد المستوى المتوازن لها، وذلك لما لها من تأثير على القيمة السوقية للشركات وهو ما ينعكس على الشركات في بقائها واستمرار نشاطها في ظل المنافسة الشديدة بين الشركات، وكذلك ضرورة الاهتمام بمفهوم الاحتفاظ بالنقدية، وذلك من خلال اجراء دراسات أخرى في البيئة الفلسطينية باستخدام نماذج قياس أخرى بخلاف ما تناولته الدراسة الحالية.
كلمات مفتاحية: الاحتفاظ بالنقدية، القيمة السوقية للشركات، الشركات الصناعية المدرجة في بوصة فلسطين..

المقدمة:

يعتبر قرار توفر النقدية من القرارات المالية المهمة التي تتخذها إدارة الشركة، وذلك بسبب دورها الهام والجوهري في التصدي للمشاكل والمخاطر المالية، حيث أنها تقوم بتوفير السيولة للشركة ودفع أنواع مختلفة من الالتزامات بسهولة، الأمر الذي يمكن الشركة من الوفاء بالتزاماتها في الموعد المحدد، كما وأنها تعتبر من أهم قضايا الادارة المالية للشركات ومن أكثر الحسابات حساسية وخطورة، وذلك نظراً لقيامها بمواجهة التغيرات غير المتوقعة في السوق، وارتباطها بالعديد من المعاملات المالية (محمد، 2021).

يهدف مفهوم الاحتفاظ بالنقدية إلى توفير المعلومات اللازمة لمجموعة عديدة من أصحاب المصالح وذوي العلاقة في الشركة لمساعدتهم في اتخاذ القرارات المناسبة لهم فيما يخص علاقتهم بالشركة. إلا أن هناك تكاليف قد تنتج من الاحتفاظ بمستويات عالية من النقدية تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة والتي تعبر عن العائد المتوقع الحصول عليه من الاستثمار في النقدية المحتفظ بها في المشاريع التي تحقق معدلات أرباح عالية (Sher, 2014). لذا فإن الشركات تعمل على تحديد المستوى الأمثل لتوفر النقدية وفقاً لنظرية المقايضة، عن طريق تحقيق التوازن بين المنافع الناتجة من استغلال النقدية والتكاليف المرتبطة بها (Dittmar et al, 2003). ويمكن أن تؤثر أيضاً على جميع أصحاب المصالح وذوي العلاقة في الشركة خصوصاً بعد ازدهار نظرية الوكالة Agency Theory التي أكدت على تخفيف التعارض بين الملاك والإدارة حتى تحظى الشركة بثقة المستثمرين والمقرضين وغيرهم من أصحاب المصالح الأخرى، مما يؤدي إلى تحقيق ميزة تنافسية للشركة في السوق ويضمن استمراريتها. بالتالي فإن الاحتفاظ بالنقدية أصبح من أهم المجالات الرئيسية التي شهدت اهتمام كبير من الباحثين (Bates et al, 2009) نتيجة لذلك بدأت الشركات في تبني مفهوم النقدية والعمل على الاحتفاظ بها بشكل متوازن، حيث إن الاحتفاظ بالنقدية بشكل مرتفع من الممكن أن يؤدي إلى زيادة السلوك الانتهازي للإدارة وقيامها باتخاذ القرارات التي تخدم مصالحها على حساب الملاك، نظراً لسهولة تحويل هذا الأصل إلى منافع شخصية يسهل استخدامها، مما يؤثر سلباً على قيمة الشركة (Garanina & Kaikova, 2016) كما أن توفر النقدية بشكل منخفض قد يفقد الشركة الفرص الاستثمارية المربحة التي قد تتاح لها، مما يعرض الشركة لعدم قدرتها على الوفاء بالالتزامات المتراكمة عليها، الأمر الذي يكبدها خسارة مالية كبيرة (الحداد، 2017).

مشكلة الدراسة:

يساهم قرار استغلال النقدية في التأثير على ثروة المساهمين وأداء الشركة بما ينعكس على طمأنة مستخدمي القوائم المالية وتعزيز ثقتهم في الشركة التي يرغبون الاستثمار فيها ككل (Phan et al ,2019)، وذلك من خلال قيامها بمواجهة المخاطر المالية والوفاء بالالتزامات في التوقيت المناسب بكل سهولة (El Zayat,2018).

حيث تزايد الاهتمام العالمي بدور الاحتفاظ بالنقدية كونها تمثل قرار فاعل في الشركة يهدف إلى دعم وتمويل الأنشطة الاستثمارية والتشغيلية في حالة عدم توفر التمويل الخارجي (Seifert & Gonenc,2018).

إن قرار استغلال النقدية يحتمل وجهين فمن الممكن أن يكون أثر ايجابي أو سلبي على القيمة السوقية للشركة، فإذا كان هناك انخفاض في مستوى النقدية عن المستوى الأمثل للاحتفاظ بها، فإن ذلك سيفقد الشركة استغلال الفرص الاستثمارية المربحة، والتي قد توجد للشركة في وقت لا يتوفر فيه المستوى المطلوب من النقدية، إضافةً إلى أن هذا الانخفاض يعرض الشركة إلى عدم قيامها بسداد التزاماتها طويلة الأجل، الأمر الذي يؤدي الى تكبد الشركة خسائر مالية عالية، كما أن عدم الاحتفاظ بالمستوى المناسب من النقدية يسبب العديد من المشاكل بحسب نظرية الوكالة ، ومن جانب أخر فإذا كان هناك زيادة في مستوى النقدية عن المستوى الأمثل للاحتفاظ بها، فإن ذلك سيؤدي إلى عدم استغلالها بالشكل المناسب، وزيادة تكلفة الاحتفاظ بها لعدم تحقيق أي عائد من وراءها، إضافةً إلى أن زيادة النقدية في الشركة بشكل كبير مما يترتب عليه

استثمارها في مشاريع غير مفيدة و لا تصب في مصلحة الشركة، مما سيؤدي إلى تأثيرها بشكل سلبي على القيمة السوقية للشركة(عبدالمنعم،2021).

ولقد أكدت العديد من الدراسات كدراسة (Ferreirea & Vilela,2004)، ودراسة (Anton and Afloarei, 2019) على دور الاحتفاظ بالنقدية في تعزيز القيمة السوقية للشركات، إلا أن معظم تلك الدراسات كانت في الدول المتقدمة ونتائج هذه الدراسات مختلفة، بينما الدراسات كدراسة (سليم، 2017) التي أجريت في الدول النامية بما فيها الدول العربية أفرزت نتائج غير واضحة عن تأثير استغلال النقدية على القيمة السوقية للشركات.

حيث تبرز مشكلة الدراسة من أهمية التعرف على مفهوم الاحتفاظ بالنقدية وأثره على القيمة السوقية للشركات، مما تقدم يمكن تلخيص مشكلة الدراسة في التساؤل الرئيس التالي:

ما أثر الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة بشكل رئيس إلى:

دراسة تأثير مستوى الاحتفاظ بالنقدية (كمتغير مستقل) على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين (كمتغير تابع) والمتمثلة في عينة الدراسة، فضلاً عن دراسة مجموعة من المتغيرات المالية والتشغيلية الضابطة مثل (حجم الشركة، الرافعة المالية، ربحية الشركة، فرص نمو الاستثمار، التدفقات النقدية التشغيلية) التي قد يكون لها تأثير على القيمة السوقية.

أهمية الدراسة:

تأتي أهمية الدراسة في النقاط التالية:

تبرز أهمية البحث من موضوعه ومجال تطبيقه ويمكن ايضاح ذلك من خلال:

الأهمية العلمية:

يمكن النظر إلى أهمية الدراسة من خلال أهمية المتغيرات التي تتناولها هذه الدراسة وتحاول استكشاف العلاقة بينهما، حيث ترجع أهمية توفر النقدية من خلال مخرجات التقارير المالية، وحسب اطلاع الباحث على الدراسات السابقة لم يجد دراسات قامت بدراسة تأثير الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، حيث ستحاول هذه الدراسة سد الفجوة البحثية التي تعني بربط الاحتفاظ بالنقدية بالقيمة السوقية في البيئة الفلسطينية، هذا ويمكن النظر الى أهمية الوقوف على أثر الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية من خلال معرفة مدى هذا التأثير والعلاقة بينهما وتقديم التوصيات بناء على النتائج التي تم التوصل اليها.

الأهمية العملية:

يعتمد كثير من أصحاب المصالح في عملية اتخاذ القرارات على التقارير المالية المعدة من قبل الشركة، وبالتالي يعتبر قرار استغلال النقدية من القرارات المهمة التي تسهل على مستخدمي المعلومات المحاسبية اتخاذ القرارات الاستثمارية ورسم السياسات المستقبلية بشكل آمن ومواجهة المخاطر التي قد تواجه الشركة، وتستمد الدراسة أهميتها من خلال أن الاهتمام بتوفر النقدية يمكن الشركة من سداد التزاماتها في الأجل الطويل وهذا قد يؤثر على جذب المزيد من الاستثمارات ودعم القدرات التنافسية للشركات، بالإضافة الى أن القيمة السوقية للشركات تعتبر من المواضيع المهمة في تحديد مدى نجاح الشركات في اجتذاب المساهمين والمستثمرين واستمرار أنشطتها. وبالتالي سيستفيد الباحثون والأكاديميون من المتغيرات التي تناولتها الدراسة وطرق قياساها، ومن الممكن أن تمثل نتائج الدراسة وتوصياتها معلومات للباحثين والأكاديميين في مجال الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية وامكانية مقارنة نتائجهم مع نتائج هذه الدراسة، واعداد دراسات مستقبلية بناء على التوصيات التي ستقدمها الدراسة.

وبالتالي تعتبر الدراسة ذات فائدة للشركات عينة الدراسة وللمستثمرين في هذه الشركات والمساهمين والدائنين، من خلال توضيح مزايا الاحتفاظ بالنقدية وأهميتها والمنافع التي يمكن أن تحققها هذه السياسة من جذب للاستثمارات وزيادة الثقة في الشركات.

فرضيات الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة يمكن صياغة فرضيات الدراسة في:

الفرضية الرئيسة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركات للصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

الفرضية الفرعية الأولى: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لحجم الشركة على القيمة السوقية للشركات للصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

الفرضية الفرعية الثانية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرافعة المالية على القيمة السوقية للشركات للصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

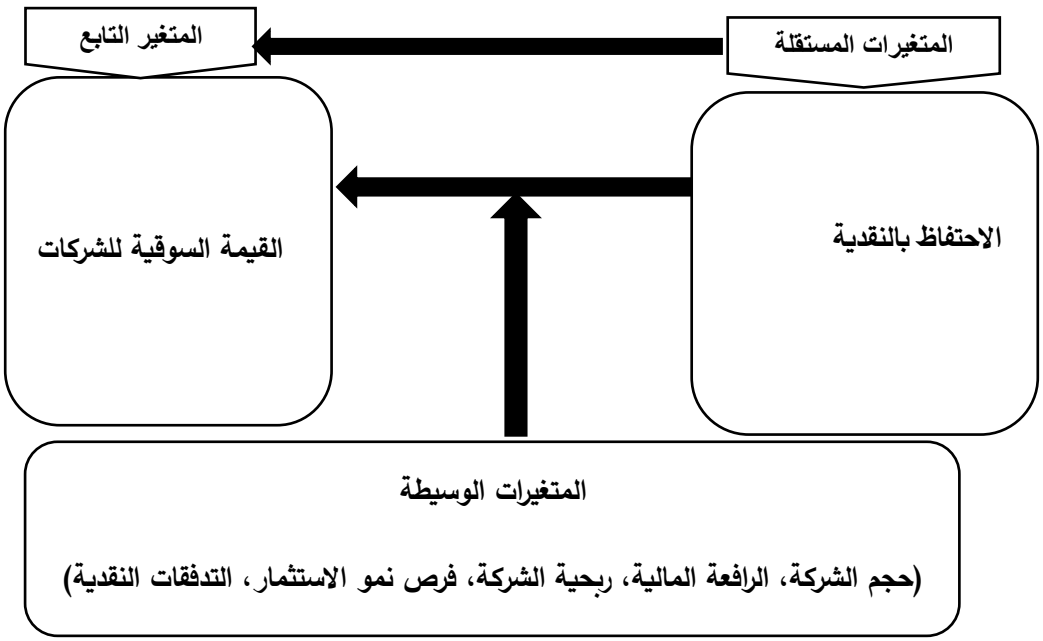
الفرضية الفرعية الثالثة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لفرص نمو الاستثمار على القيمة السوقية للشركات للصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

الفرضية الفرعية الرابعة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للتدفقات النقدية على القيمة السوقية للشركات للصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

الفرضية الفرعية الخامسة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للربحية على القيمة السوقية للشركات للصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

نموذج الدراسة:

الشكل (1.1): يوضح العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة:



المصدر: (إعداد الباحث من خلال مراجعة الأدبيات السابقة).

1. الإطار النظري والدراسات السابقة:

مفهوم وأهمية الاحتفاظ بالنقدية:

يعتبر مستوى توفر النقدية بمثابة سد منيع لحماية العمليات الروتينية التي تقوم بها الشركة، كما وتساعد الشركات في مواجهة أزمات السيولة المستقبلية غير المتوقعة التي قد تعاني منها الشركة مستقبلياً وذلك لتعظيم قيمة الشركة وتحسين أدائها (الحداد، 2017) واستناداً لذلك ظهرت أهمية دور توفر النقدية كجهة حماية للشركة الهدف منها اغتنام الفرص الاستثمارية ومواجهة مخاطر السيولة المستقبلية غير المتوقعة .(Marwick etal, 2020)

تنبع الحاجة إلى قرار توفر النقدية من الدور المهم الذي تقوم به في الشركة من تحقيق التحسين والتطوير المستمر لثروة المساهمين وتحقيق مصلحة الشركة من خلال حيازة النقدية بالمستوى المتوازن بين الفوائد والتكاليف التي تتحملها الشركة، حيث يعرف (Dittmar & Marth, 2007) في دراسته الاحتفاظ بالنقدية:" أنها قيام الشركات بجمع الأموال والاحتفاظ بها في أي وقت عندما تشعر بأن الأموال الداخلية لعملياتها اليومية والروتينية ولتمويل المشاريع التي تقوم بها. كما عرفها (Frésard, 2010) بأنها عبارة عن مخزن أمان تقوم بتكوينه الشركة والاحتفاظ به لتجنب المواقف التي تجعلها تلجأ للأسواق المالية لجمع الأموال أو تصفية الأصول الحالية الموجودة لتمويل فرص النمو. أما دراسة (Chang etal, 2017) فقد عرف الاحتفاظ بالنقدية: بأنها" تكوين أرصدة نقدية بهدف الاستخدام مستقبلاً تقلل من احتمالية حدوث ضائقة مالية للشركة وتمكين الشركة من الاستثمار في ظل وجود قيود مالية ملزمة"، وكذلك عرفها (Akhtar etal, 2018)" بأنها عبارة عن الحيازة النقدية التي تستخدمها الشركة لتمويل الاستثمارات الجديدة والمشاريع المربحة وسداد الديون المترتبة على الشركة في حال عدم كفاية الأرباح المحتجزة"، كما وُصفت الاحتفاظ بالنقدية بأنها قيام الشركات بتجميع أرصدة نقدية بما يكفي من النقد الناتج داخلياً لتغطية فرص الاستثمار المربحة وتجنب القيود الموجودة في السوق وللحصول على مزيد من المرونة لمتابعة الأهداف الخاصة بها(Drobetz & Gruninger, 2007).

كما ويعتبر الاحتفاظ بالنقدية بأنه قيام الشركة بتجميع أرصدة نقدية تزيد عن احتياجاتها التقليدية، مع مراعاة المستوى المثالي المتوازن للاحتفاظ بالنقدية (Anton & Afloarei, 2019) .كما ويضيف (Cai et al, 2016) بأن الاحتفاظ بالنقدية عبارة عن قيام الشركة بالاحتفاظ بمستوى أمثل من النقدية، وذلك بهدف مواجهة مخاطر السيولة المستقبلية غير المتوقعة، واغتنام الفرص الاستثمارية التي من شأنها تحقيق أرباح للشركة في المستقبل. ويرى (سليم، 2017) الاحتفاظ بالنقدية على أنه قيام الشركة بتكوين أرصدة نقدية مجمعة للاستخدام في الأجل الطويل، تزيد هذه الأرصدة عن الاحتياجات التقليدية للمعاملات التجارية اليومية للشركات، وعن سداد التزاماتها التعاقدية قصيرة الأجل، مع الأخذ بالاعتبار المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية الذي يقوم بإحداث توازن بين المنافع الحدية والتكاليف الحدية لهذه النقود.

حظيت ظاهرة الاحتفاظ بالنقدية باهتمام الباحثين عند قيام بعض كبرى الشركات مثل شركة Microsoft Corporation وشركة Exxon Mobil بالاحتفاظ بأكثر من 30 مليار دولار نقداً في نهاية عام 2006م، كما وتمتلك شركة Google Inc وشركة Apple أكثر من 10 مليار دولار نقداً(Frésard, 2010) ، مما أثار أسئلة جدية حول سبب احتفاظ الشركات بالكثير من الأصول في شكل نقود واوراق مالية قابلة للتداول، وفي دراسة أجراها(Faulkender & Wang, 2006) للتحقيق في محددات توفر النقدية أفادوا بأن الشركات التي تواجه تكاليف عالية للتمويل الخارجي ولديها أرباح متقلبة بشكل كبير وعوائد قليلة نسبياً على الأصول هي التي تحتفظ بنقدية عالية، كما وأوضحت دراسة(Opler et al, 1999) بأن الشركات الصغيرة تمتلك فرص نمو قوية في السوق وتكون التدفقات النقدية في أكثر خطورة لذلك تكون نسب الاحتفاظ بالنقدية فيها كبيرة. وفي هذا السياق أوضحت دراسة (Gill & Shah,2012) بأنه يمكن قياس أهمية توفر النقدية في أي شركة مالية من خلال حجم المنفعة المتوقع تحقيقها، والتي من الممكن أن تنتفع منها الأطراف صاحبة العلاقة، مثل: المستثمرين والمساهمين ومجلس الإدارة وكافة أصحاب المصالح المختلفة.

ذكر كل من (Ferreirea & Vilela, 2004; Jensen & Meckling 1976; Rizeanu,2011) أهم المنافع التي يحققها توفر النقدية اتجاه مجلس الإدارة. يساهم توفر النقدية في تمويل الصفقات الاستثمارية الناجحة من خلال توفير السيولة النقدية اللازمة في حالة وجود قيود على التمويل الخارجي في السوق، بالإضافة إلى التخفيض من احتمالية تعرض الشركة إلى تعثر مالي أو ضغوط مالية، إضافةً إلى تخفيض التكاليف المتعلقة بتصفية الأصول وبيعها لتوفير السيولة اللازمة، كما ويساعد الشركة في سهولة تطبيق السياسات الاستثمارية المثلي في حال صعوبة الحصول على مصادر التمويل الخارجية (Ferreirea & Vilela, 2004). لتوفر النقدية دور مهم اتجاه المساهمين والمستثمرين في الشركات، حيث أن الشركات عالية الاستدانة تعاني من مشكلة ارتفاع تكاليف الديون مما يؤدي إلى تقليل ثروة المساهمين والمستثمرين وضعف استفادتهم من المشاريع المربحة، في حين أن وجود أرصدة نقدية محتفظ بها يساعد الشركة في عدم الحاجة إلى الديون، لذلك من المهم تكوين أرصدة نقدية (Jensen & Meckling 1976).

العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية:

أشارت العديد من الدراسات السابقة إلى تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة ووجهات النظر التي توضح التعارض والاختلاف فيما بينها.

فوفقاً لدراسة (Asante-Darko et al, 2018) فإن قيام الشركة بالإدارة الفعالة للأنشطة النقدية وإيصالها للمستوى الأمثل سيساهم في استغلال الفرص الاستثمارية وتقليل تكلفة رأس المال مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للشركة. ووفقاً لنظرية المقايضة فإن قيام الشركات بالاحتفاظ بأرصدة نقدية مرتفعة سيكون لديها مرونة مالية عالية تمكنها من استغلال النقدية المتاحة في تحسين وضعها الاقتصادي ومساعدتها في الوفاء بالتزاماتها المالية، مما يؤدى إلى زيادة القيمة السوقية للشركة (Dao & Maggi,2018). كما وأشارت نظرية ترتيب الأولويات إلى أن وجود النقدية يوفر للشركة الكثير من فرص النمو في ظل المنافسة الشديدة بين الشركات، مما يمكنها من تمويل الصفقات الاستثمارية دون الحاجة إلى مصادر التمويل الخارجي ذات التكلفة العالية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة قيمتها السوقية (Boyle & Guthrie ,2003). كما ويرى (Bates et al, 2009) بأن توفر النقدية يساعد الشركة في التخفيض من مخاطر التذبذب في التدفقات النقدية والتحوط منها عندما تصبح أكثر خطورة في المستقبل.

واختلف معه (Nguyen etal., 2016) أن قيام الشركات بتوفير النقدية سيؤدي إلى قيام الإدارة باستغلال النقدية لتحقيق مصالحها وأهدافها الشخصية، مما يؤدي إلى وجود تعارض في المصالح بين الإدارة والمساهمين بالتالي تخفيض القيمة السوقية للشركة. مما ينتج عنه وجود علاقة عكسية بين الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة (Sheikh & Khan, 2016). حيث أن قيام الشركات بتوفير مستوى مرتفع من النقدية سيؤدي إلى زيادة مشاكل الوكالة، من خلال قيام الإدارة بشراء بعض الصفقات التي لا تحقق المنفعة الاقتصادية للشركة، مما يؤدي إلى تخفيض القيمة السوقية للشركة (Garanina & Kaikova,2016). ووفقاً لنظرية التدفق الحر فإن توفر النقدية بشكل مرتفع يفتح المجال لمديري الشركات لاستغال موارد الشركة لتحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصالح المساهمين ودون التعرض للرقابة على مصادر التمويل الخارجي كونه يعتبر مصدر تمويل ذاتي، مما يؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة وتدني ثروة المساهمين، الأمر الذي يؤدي إلى تدني القيمة السوقية للشركة Derouiche et al (,2018).

فيما يرى (Azmat, 2014) ووفقاً لنظرية المقايضة فإن الشركات تسعى إلى تحقيق التوازن بين منافع توفر النقدية وتكاليف الاحتفاظ بها لزيادة القيمة السوقية وبذلك تحقيق المستوى الأمثل لتوفر النقدية. بالتالي وجود علاقة ارتباط مقعرة بين الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة عند المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية (Martinez-Sola et al., 2013). بمعنى أنه في حالة وجود انحراف سواءً بالنقص أو الزيادة عن المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية، سيؤثر على القيمة السوقية سلباً (Anton & Nucu,2019).

كما وأشارت دراسة (Nguyen et al., 2017) أنه لا يوجد ارتباط بين توفر النقدية وزيادة أو تخفيض القيمة السوقية للشركة، وذلك بسبب عدم وجود مستوى أمثل لتوفر النقدية لدى الشركات. بالتالي وجود علاقة غير خطية بين الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة (Moghaddam& Abbaspour , 2015). وبما يتوافق مع نظرية ترتيب الأولويات بعدم وجود مستوى أمثل للاحتفاظ بالنقدية لدي الشركات، وأن النقدية يتم استخدامها في الشركات كحاجز صد بين الاحتياجات الاستثمارية وبين الأرباح المحتجزة (Kariuki et al,2015).

ومما سبق يتبين أن هناك وجهات نظر متعارضة حول العلاقة المتقلبة بين توفر النقدية والقيمة السوقية والتي مازالت مستمرة، لذا فإن هذا الجدل بين الأكاديميين والمهنيين يحتاج إلى المزيد من البحث والتمحيص لمعرفة أسباب هذا الاختلاف وبخاصة في البيئة الفلسطينية، مما يؤدي إلى تقليل الجدل حول هذا الموضوع، لذلك فإن الدراسة الحالية تفترض أن الشركات تميل للاحتفاظ بالنقدية بشكل مرتفع، بهدف تدعيم مركزها المالي وتعزيز كفاءة الإدارة للسياسات الاستثمارية لديها مما ينعكس على القيمة السوقية، ومن ثم تتوقع الدراسة وجود تأثير إيجابي للاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركة.

المتغيرات الوسيطة:

تبحث الدراسة الحالية أثر الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركات ولغرض ضبط تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع قام الباحث بتضمين نموذج الانحدار المقترح بالدراسة الحالية ببعض تلك المتغيرات والتي من المتوقع أن يكون لها تأثير على قيمة الشركات الصناعية الفلسطينية محل الدراسة.

أشارت العديد من الدراسات السابقة (Beuselinck & Du, 2017;Gill & Shah, 2012; Chireka & Fakoya, 2017; Kariuki et al., 2015; Powell, 2018; Mohd et al, 2015; Saddour, 2006) التي درست العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية إلى أن هناك بعض المتغيرات الوسيطة قد تؤثر على الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات محل الدراسة، الأمر الذي أدى إلى أخذ هذه الاعتبارات بعين الاعتبار في الدراسة الحالية. وفيما يلي المتغيرات الوسيطة التي تم استخدامها في الدراسة الحالية:

حجم الشركة:

يعتبر حجم الشركة من أحد العوامل المؤثرة في مستوى توفر النقدية والتي تساعد في اتخاذ قرار الاحتفاظ بالنقدية، ويقصد به حجم الشركة ككل من حيث أنشطتها إمكانياتها وكوادرها الإدارية ذات الكفاءة والخبرة (Ali & Yousaf, 2012). حيث أن هناك اختلاف في النظريات المالية المعاصرة حول العلاقة بين حجم الشركة والاحتفاظ بالنقدية، فوفقاً لنظرية المقايضة فإن مستوى الاحتفاظ بالنقدية ينخفض بزيادة حجم الشركة(Mihai et al., 2018)، لذلك فإن الشركات صغيرة الحجم تقوم بالاحتفاظ بالسيولة النقدية بشكل مرتفع مقارنة بالشركات كبيرة الحجم، وذلك بسبب ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي والضائقة والقيود المالية التي قد تواجهها (Gao et al., 2013)، في حين أن الشركات كبيرة الحجم لا تخضع للقيود المالية وتتميز بالوصول للتمويل الخارجي وتنوع مصادر الحصول على هذا التمويل دون حدوث ارتفاع في التكاليف (Gill & Shah, 2012). وعلى العكس من ذلك، فإنه وفقاً لنظريتي ترتيب الأولويات والتدفق النقدي الحر فإن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يزداد بزيادة حجم الشركة (Guizani, 2017)، حيث أن الشركات كبيرة الحجم يوجد لديها ارتفاع في النفقات التشغيلية، مما يؤدي إلى احتفاظها بالنقدية بشكل مرتفع، وذلك لسد تكاليف المعاملات والالتزامات المختلفة (Ali et al., 2016). وفي هذا السياق يرى (Beuselinck & Du, 2017) عدم وجود علاقة بين حجم الشركة والاحتفاظ بالنقدية. كما وأظهرت دراسة (Buzzell et al , 1975) بأن الشركات كبيرة الحجم تتمتع بمزايا اقتصادية في جميع الأنشطة مقارنةً بغيرها من الشركات صغيرة الحجم، مما يساعدها من تحقيق مزايا بشكل نسبي في العديد من المجالات مما يؤدي إلى زيادة قيمتها السوقية. وفي المقابل يرى (Sheikh & Khan, 2016) بأن حجم الشركة له أثر سلبي على قيمة الشركة.

الرافعة المالية:

تعتبر الرافعة المالية أحد البدائل المهمة التي تلجأ إليها الشركات للحصول على النقدية، وكذلك تعد أحد العوامل المهمة التي تحمي الشركة من مخاطر العجز المالي وتساعدها في تلافي حالة الإفلاس (Gill & Shah, 2012). وقد أشارت نظرية ترتيب الأولويات إلى وجود علاقة طردية بين الاحتفاظ بالنقدية والرافعة المالية ولكن هذه العلاقة تتحول إلى ارتباط عكسي عند مستويات الدين المنخفضة، أي انه كلما انخفضت قدرة الشركة على الحصول على ديون كلما لجأت للاحتفاظ بالنقدية (Kariuki et al., 2015). وخلافاً لما سبق يرى (Saddour, 2006) أنه مع زيادة الرافعة المالية فإن مستوي الاحتفاظ بالنقدية سينخفض بشكل جوهري. كما ويفسر (حسين، 2019) سبب التعارض بأنه عند زيادة المديونية لدى الشركة تزداد معها تكلفة التمويل، ومن ثم تزداد معها تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر في الأصول السائلة وبهدف الحماية من المخاطر تقوم الشركة باتباع دافع التحوط من المخاطر من خلال التوسع في الاحتفاظ بالنقدية بدلاً من اللجوء لأسواق رأس المال مرتفعة التكاليف. وفي هذا السياق يرى (Chireka & Fakoya, 2017) عدم وجود علاقة معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية والرافعة المالية. كما وتوصلت بعض نتائج الدراسات السابقة (Dada & Ghazali, 2016) إلى وجود علاقة عكسية بين الرافعة المالية وقيمة الشركة. وعلى النقيض من ذلك توصلت دراسة (Salim & Yadav, 2012) إلى وجود علاقة طردية بين الرافعة المالية وقيمة الشركة. في حين يرى (Feyzi et al ,2013) عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة والاحتفاظ بالنقدية.

فرص النمو للشركة:

تتمثل أهمية فرص النمو في احتياج الشركة لنقدية سائلة لتمويل احتياجاتها الداخلية والخارجية وتحقيق الربح. كما وأشارت نظريتي المقايضة وترتيب الأولويات إلى وجود علاقة طردية بين فرص النمو والاحتفاظ بالنقدية، وذلك نظراً لسعي الشركات لتبني دافع المعاملات لتجنب أي نقص في السيولة والتحوط من المخاطر المالية ونقص السيولة (Ali &Yousaf, 2012). وعلى النقيض من ذلك توصلت دراسة (Gill & Shah, 2012) إلى وجود علاقة سالبة معنوية بين فرص النمو والاحتفاظ بالنقدية وهو ما يتوافق تماماً مع نظرية التدفق النقدي الحر والتي تفترض بأن الشركات ذات النمو الضعيف تسعى للاحتفاظ بسيولة نقدية. وفي هذا السياق فإن بعض الدراسات (Kariuki et al., 2015 ;Uyar & Kuzey, 2014) توصلت إلى عدم وجود علاقة بين فرص النمو والاحتفاظ بالنقدية. كما وأشارت دراسة (EL kinawy& Stater , 2007) أن الشركات التي تتمتع بفرص استثمارية جديدة تلقى قبولاً واسعاً في سوق الأوراق المالية مما يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة.

التدفقات النقدية:

أشارت بعض الدراسات (Beuselinck & Du, 2017; Mihai et al, 2018; Powell, 2018) إلى أهمية التدفقات النقدية وأنها تعتبر أفضل المقاييس لقياس الصحة المالية للشركة. فوفقاً لنظرية ترتيب الأولويات فإن الشركة التي يوجد لديها تدفقات النقدية بشكل كبير وارتفاع في تكلفة التمويل فإنها ستفضل التمويل الذاتي عن التمويل الخارجي، وبالتالي ستسعى للاحتفاظ بالنقدية، مما يؤدي لزيادة القيمة السوقية للشركة (Ali & Yousaf, 2012 ;Gill & Shah, 2012). وفي نفس السياق توصلت العديد من الدراسات(Saddour, 2006; Beuselinck & Du, 2017) بأن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يرتفع بشكل كبير مع زيادة التدفقات النقدية، حيث أن الشركات تقوم باختيار البائل النقدية المناسبة لها وفقاً لسلوكها ودوافعها للاحتفاظ بالنقدية. في حين أظهرت بعض الدراسات (Kim et al., 2011;Ali et al., 2016; Uyar & Kuzey, 2014) عدم وجود علاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والتدفقات النقدية، بالتالي لا يوجد تأثير على القيمة السوقية للشركة.

ربحية الشركة:

يعتبر هدف تعظيم الأرباح أحد الأهداف الرئيسية التي تسعى الشركة لتحقيقها. حيث أن ربحية الشركة تعكس مدى نجاح إدارة الشركة في استخدام موارد الشركة وإدارتها بكفاءة وفاعلية بهدف تحقيق الأرباح (Bokpin et al , 2011). بالتالي يعتبر

تعظيم الأرباح أحد أهم مؤشرات الأداء المالي للشركة، وذلك نظراً لأن ارتفاع مستوى الربحية يزيد من معدل العائد المحقق على الأموال المستثمرة في الشركة، مما يؤدي إلى زيادة القوة الإيرادية للشركة ومن ثم زيادة القيمة السوقية لها (أبوسالم وعلوان، 2017). ووفقاً لنظرية ترتيب الأولويات والتي افترضت وجود علاقة طردية بين مستوى توفر النقدية وربحية الشركة، حيث أن النقدية تعتبر نتاج للأنشطة الاستثمارية والتمويلية، بالتالي فإن الشركات التي تتزايد فيها الأرباح تكون أكثر قدرة على الوفاء بالتزاماتها في التوقيت المناسب والاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية (Bick,et al ,2018; Mohd et al, 2015). في حين أظهرت دراسة (Dittamr et al , 2003; Al Najjar& Belghitar, 2011) أن الشركات التي تحتفظ بمستويات متدنية من النقدية تنخفض فيها مستويات الأرباح وتكون أقل قدرة على تمويل مشاريعها من مصادر التمويل الداخلي الأمر الذي يدفع بها إلى اللجوء لمصادر التمويل الخارجي مما يؤدي على انخفاض الأرباح. وعلى النقيض من ذلك بينت دراسة (الرفاعي، 2012) وجود علاقة عكسية بين الاحتفاظ بالنقدية وربحية الشركة.

مراجعة الدراسات السابقة:

بينت العديد من الدراسات السابقة أهمية توفر النقدية في تعزيز القيمة السوقية للشركات من خلال دراسة مفهوم الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية. حيث أظهرت نتائج هذه الدراسات أن هناك تباين في أثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة. كما أشارت الدراسات السابقة أيضاً إلى أن توفر النقدية أصبح يلعب دوراً مهماً في دعم الشركة وتعزيز قيمتها في السوق.

ففي دراسة (Anton & Afloarei, 2019) أظهرت النتائج أن توفر النقدية بشكل مثالي متوازن يساعد في تعظيم القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في السوق المالي البولندي. وفي نفس السياق لكن على سوق غانا، أشارت دراسة Asante et al, 2018) إلى أن قرار توفر النقدية يساعد الشركات في توفير السيولة اللازمة لهم مما يمكنهم من مواجهة المخاطر الطارئة التي قد تنشأ في الشركة وبالتالي زيادة القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة غانا. وأيضاً في هذا السياق أوضحت دراسة (Zhang & Ling, 2016) أنه كلما زاد وجود النقدية بشكل متوازن زادت القيمة السوقية للشركات بشكل واضح، وخلصت كذلك إلى أن الانحراف عن المستوى المتوازن للاحتفاظ بالنقدية سيؤدي إلى تدني القيمة السوقية للشركة. في دراسة على الشركات الصينية أظهرت دراسة ((Cao & Chen, 2014 أن قيام الشركات بالاحتفاظ بالنقدية من شأنه أن يعزز القيمة السوقية للشركات وخصوصاً الشركات التي تحتفظ بالمستوى الأمثل للنقدية. في دراسة لأثر الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة الأمريكية أوضح (Martinez-Sola et al , 2013) أن الاحتفاظ بالنقدية بشكل متوازن مثالي يؤثر في القيمة السوقية للشركات، من خلال تحقيق التوازن بين منافع الاحتفاظ بالنقدية وتكاليف الاحتفاظ بها لتعظيم القيمة السوقية للشركة، كما وأظهرت دراسة(Azmat, 2014) أن الانخفاض عن المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية يؤثر سلباً على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في سوق المال الباكستاني، وأن المستوى الأمثل للنقدية يكون عند تعادل التكلفة الحدية مع المنفعة الحدية، كما وأشارت دراسة(Ameer, 2012) أن الاحتفاظ بالنقدية له تأثير إيجابي على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة الاسترالية، وأنه يساعد الشركة في تعظيم قيمتها السوقية من خلال الاحتفاظ بالمستوى المثالي للنقدية.

تناولت بعض الدراسات التي أجريت في البيئة العربية أهمية الاحتفاظ بالنقدية في تعزيز القيمة السوقية للشركات من خلال قيامها بالاحتفاظ بالمستوى الأمثل والمتوازن من النقدية، بالإضافة إلى قيامها بدعم عمل الإدارة ومساعدتها في توفير السيولة اللازمة في التوقيت المناسب (عبد المنعم، 2021). في دراسة على الشركات الصناعية المصرية، أظهرت دراسة (حسين، 2019) أن الاحتفاظ بالنقدية يساهم في زيادة القيمة السوقية للشركات، من خلال مساعدتها في الوفاء بالالتزامات المترتبة عليها ومواجهة المخاطر التي قد تواجهها في المستقبل، أما دراسة (مليجي، 2018) فقد أظهرت أن الاحتفاظ بالنقدية يؤثر على القيمة السوقية للشركات وأن الانخفاض في مستوى الاحتياطات النقدية المحتفظ بها يؤثر على قيمة الشركة.

كما تعتبر البيئة الفلسطينية بيئة جديدة في هذا المجال وتختلف إلى حد ما عن البيئات الاقتصادية الأخرى بالإضافة إلى أن مفهوم الاحتفاظ بالنقدية يعتبر جديد من ناحية تطبيقية في البيئة الفلسطينية، لذا جاءت هذه الدراسة للتعرف على تأثير الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، في ظل عدم وجود دراسات في البيئة الفلسطينية تناولت هذا الموضوع.

في حين أظهرت عدد من الدراسات وجود علاقة سلبية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات (Nguyen et al, 2016). فقد أشارت دراسة (Nhan & Ha,2016) أن الاحتفاظ بالنقدية يؤثر سلباً على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة الفيتنامية، وأن الانحراف عن المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية يؤدي إلى تدني قيمة الشركة. وفي هذا السياق أشارت دراسة (Isshaq et al, 2009) أنه لا يوجد تأثير للاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركات.

عملياً بينت عدد من الدراسات مفهوم الاحتفاظ بالنقدية وتأثيرها بشكل عام، ودورها في تعزيز القيمة السوقية للشركات بشكل خاص، ألا أن هناك تباين في هذه الدراسات من الممكن أن يكون بسبب اختلاف البيئات التي تجرى عليها الدراسة، حيث أشارت دراسة (Feyzi et al ,2013) أنه لا يوجد تأثير للاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركات. كما وجدت دراسة (Anton Nucu, 2019 &) أن هناك مستوى مثالي للاحتفاظ بالنقدية والذي يعمل على تعظيم القيمة السوقية للشركة. وعلى صعيد أخر أوضحت العديد من الدراسات أهمية توفر السيولة واستغلالها الجيد ودورها في تعزيز القيمة السوقية للشركات (Dittmar and Mahrt-smith,2007; Bates et al,2009; AlNajjar & Belghitar,2011; Seifert & Gonenc,2018; El Zayat,2018; Phan et al ,2019.). في المقابل لا يوجد دراسات سابقة فحصت العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات في البيئة الفلسطينية. بالتالي تسعى هذه الدراسة إلى تحليل أثر إدارة النقدية على القيمة السوقية للشركات، من خلال مناقشة الجوانب النظرية والعملية لدور النقدية والحرص على توافرها في التأثير على القيمة السوقية للشركات.

تعتبر بورصة فلسطين من الأسواق الثانوية لتداول الأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة العامة الأجنبية (المسجلة في الخارج) والمحلية، حيث أن الأسهم التي يتم تداولها تمثل مجموعة من القطاعات الاقتصادية تم تقسيمها إلى خمسة قطاعات وهي: البنوك، التأمين، الصناعة، الاستثمار، الخدمات، متمثلة في 48 شركة مدرجة في البورصة. حيث تناول البحث الشركات الصناعية المدرجة في البورصة وعددها 13 شركة. يعتبر القطاع الصناعي من القطاعات المهمة في ممارسة الاحتفاظ بالنقدية وبالتالي يساهم في تعزيز التنمية الاقتصادية في الدولة، بالإضافة إلى أن القطاع الصناعي يعتبر من أنشط القطاعات في فلسطين كونه يساهم في تعزيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية، كما ويساهم في تنمية بعض الصناعات الفرعية مثل (الملابس، والأحذية، وغيرها)، مما يعكس التنوع والنمو الاقتصادي في فلسطين ويؤثر إيجاباً على الصادرات الفلسطينية.

2. منهجية الدراسة:

مجتمع الدراسة وعينتها:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات الموجودة في بورصة فلسطين للأوراق المالية للفترة المالية 2017- 2021، والتي يبلغ عددها ثمان وأربعين شركة موزعة إلى خمسة قطاعات، أما عينة الدراسة فتشمل الشركات الصناعية والبالغ عددهم 13 شركة. يعتبر القطاع الصناعي من القطاعات المهمة في ممارسة الاحتفاظ بالنقدية وبالتالي يساهم في تعزيز التنمية الاقتصادية في الدولة. لذا من المتوقع أن يكون القطاع الصناعي أكثر فعالية في ممارسة الأنشطة الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية. بالتالي جاءت هذه الدراسة لدراسة مفهوم الاحتفاظ بالنقدية في الشركات الصناعية وتأثيره على القيمة السوقية للشركات. تم جمع البيانات اللازمة لهذه الدراسة من التقارير لعينة الدراسة في الفترة 2017- 2021، حيث كانت التقارير المالية في هذه الفترة هي أحدث التقارير المتاحة وقت إجراء الدراسة. تم الحصول على التقارير المالية للشركات المدرجة من خلال موقع الشركة الإلكتروني وسوق بورصة فلسطين. الجدول أدناه يوضح الشركات عينة الدراسة

نموذج الدراسة وأساليب قياس المتغيرات

بناءً على مشكلة الدراسة وأهدافها تم تحديد المتغير التابع والمتغير المستقل كالتالي:

المتغير التابع:

المتغير التابع في هذا البحث هو القيمة السوقية للشركة (FVALUE). تم قياس هذا المتغير من خلال نسبة القيمة السوقية لأصول الشركة في نهاية الفترة مقسوماً على القيمة الدفترية. بحيث يتم حسابها من خلال القيمة السوقية لحقوق الملكية مضافاً لها القيمة الدفترية للالتزامات مقسوماً على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول، حيث أن القيمة السوقية لحقوق الملكية يتم حسابها من خلال سعر السهم في نهاية العام مضروباً في عدد الأسهم العادية المكتتب بها لكل شركة (Martínez-Sola et al , 2013; Ameer, 2012) ، تم تطوير مؤشر القيمة السوقية من خلال الرجوع للدراسات السابقة مع الأخذ بعين الاعتبار البيئة الفلسطينية.

المتغير المستقل:

المتغير المستقل في هذا البحث هو الاحتفاظ بالنقدية (CASH). تم قياس هذا المتغير من خلال قسمة النقدية وما في حكمها وتشمل (النقدية المحتفظ بها في الصندوق والبنوك التي تتميز بالسيولة الكاملة) على إجمالي الأصول للشركة (Opler et al, 1999; Uyar & Kuzey, 2014).

المتغيرات الوسيطة:

المتغيرات الوسيطة في هذا البحث هي: حجم الشركة، الرافعة المالية، ربحية الشركة، فرص نمو الاستثمار، التدفقات النقدية. تم اختيار هذه المتغيرات دون غيرها لأنها تساعد في التحكم وضبط تأثير المتغير المستقل على التابع والتي من المتوقع أن يكون لها تأثير على قيمة الشركة (Ullah, & Kamal,2018; Asante et al, 2018; Rosikah et al,2018; Ullah & Kamal,2018; Al-Dhamari, & Ismail,2015; Derouiche et al,2018).

حجم الشركة SIZE: ويقاس من خلال اللوغاريتم الطبيعي لأجمالي أصول الشركة في نهاية العام (Ullah, & Kamal,2018).

الرافعة المالية LEV: وتقاس من خلال نسبة اجمالي الالتزامات مقسومةً على إجمالي أصول الشركة (Asante et al, 2018).

ربحية الشركة PROF: وتقاس من خلال العائد على أصول الشركة (Rosikah et al,2018; Ullah, & Kamal,2018).

فرص نمو الاستثمار INVGO: وتقاس من خلال نسبة التغير في المبيعات كمؤشر لنمو الفرص الاستثمارية (Al-Dhamari, & Ismail,2015).

التدفقات النقدية CFO: وتقاس من خلال صافي التدفق النقدي للأنشطة التشغيلية في نهاية السنة مقسوماً على إجمالي أصول الشركة في نهاية الفترة (Derouiche et al,2018).

ولاختبار أثر الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركات، فقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي من خلال النموذج أدناه، واستخدم في المنهج الكمي من خلال تحليل البيانات المقطعية (Panel Data).

$$FVALUE_{it} = \beta0 + \beta1\ CASH_{it} + \beta2\ SIZE_{it} + \beta3\ LEV_{it} + \beta4\ PROF_{it} + \beta5\ INVGO_{it} + \beta6\ CFO_{it} + \varepsilon t.$$

حيث أن:

$FVALUE_{it}$: قيمة الشركة (i) خلال الفترة (t).

$CASH_{it}$: مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركة (i) في الفترة t.

$SIZE_{it}$: حجم الشركة (i) في الفترة (t).

LEV_{it}: الرافعة المالية للشركة(i) في الفترة (t).

$PROF_{it}$: ربحية الشركة(i) في الفترة (t).

$INVGO_{it}$: فرص نمو الاستثمار للشركة(i) في الفترة (t).

CFO_{it}: التدفقات النقدية التشغيلية للشركة(i) في الفترة (t).

β0: ثابت الانحدار.

β1: معمل الانحدار لمتغير مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

β2– β6: معاملات الانحدار للمتغيرات الضابطة.

εt :الخطأ العشوائي.

4. النتائج:

الإحصاء الوصفي:

يوضح الجدول (1) وصف متغيرات الدراسة وذلك باستخدام أساليب التحليل الوصفي الإحصائي وهو الوسط الحسابي والانحراف المعياري وأقل وأعلى قيمة.

هذا وقد تم إجراء مقارنة فيما بين تقدير حجم كلاً من المتغير المستقل والمتغيرات الوسيطة، وذلك من خلال الوقوف على متوسط الصناعة لجميع الشركات مجتمع الدراسة، بالتالي ظهر أن متوسط الاحتفاظ بالنقدية هو (3.519%) كما ويعبر عن المستوى المتوازن للاحتفاظ بالنقدية، وحجم الشركة (10.12)، والرافعة المالية (0.3192%)، وفرص نمو الاستثمار (67.27%)، والتدفقات النقدية هو (0.0499%)، وربحية الشركة هو (5.88%)، وبالتالي يعتبر هو المعيار الذي يتم الاستناد عليه لجميع الشركات.

يتضح من الجدول (1) أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يتراوح ما بين (1.56%) إلى (7.34%)، بمتوسط حسابي (3.51%). تشير هذه النتيجة إلى أن هناك عدد من الشركات تحتفظ بنقدية أقل من المتوسط حيث بلغت في (1.56%)، في حين كان هناك شركات أخرى فقد احتفظت بنقدية تجاوز المتوسط المذكور حيث بلغت في (7.34%)، وحول ما سبق يرى الباحث بأن الشركات التي تحتفظ بمعدلات دون المتوسط من الممكن أن تتعرض إلى عجوزات في السيولة قد لا تستطيع من خلالها الوفاء بالتزاماتها، الأمر الذي قد يؤثر على استمراريتها، مما يستدعي قيام الشركات بالعمل على متابعة حركة الديون المستحقة للشركة على الغير وزيادة الاهتمام بجودة التعامل مع المدينين، أما الشركات التي سجلت مستويات عالية من السيولة فيتعين عليها مراعاة استغلال المتاحة اليها في مجالات استثمارية مدرة للعوائد تساهم في زيادة ايرادات الشركة.

أما بالنسبة للإحصاءات الوصفية للمتغيرات الوسيطة فيما يتعلق بحجم أصول الشركة فقد بلغ متوسط حجم الأصول في شركات العينة في السنة (10.12)، وتتراوح أصول الشركة في السنة ما بين (7.05) إلى (11.66) في السنة. أما عن الرافعة المالية فقد تبين نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة قد بلغ (31.9%) تقريباً، وتشير هذه النتيجة إلى وجود شركات كان حجم الرافعة المالية لديها أقل من المتوسط حيث بلغ (0.0914%)، في حين كان هناك شركات أخرى بلغت نسبة الرافعة المالية لديها أعلى من المتوسط بنسبة(64.11%)، وحول ما سبق يرى الباحث أهمية قيام الشركات بدراسة أسباب زيادة الرافعة المالية لديها والعمل على تحقيق التوازن بين زيادة الرافعة المالية في ضوء المخاطر التي قد تترتب عليها من حيث عد قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المحددة في الوقت المناسب، مما يستدعي قيام الشركات بدراسة هذا الامر لتفادي المخاطر المترتبة على ارتفاع حجم الرافعة المالية. وفيما يتعلق بربحية الشركة فقد بلغ متوسط العائد على الأصول على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة (5.88%)، وتشير هذه النتيجة إلى وجود شركات كانت نسبة ربحيتها دون الحجم المتوسط حيث بلغت (1.182%)، في حين كان هناك شركات ذات ربحية أعلى من المتوسط حيث بلغت (18.79%)، ويرى الباحث أن الشركات التي كانت مستويات الربحية لديها متدنية إعادة النظر في الأسباب المؤدية إلى ذلك واتخاذ ما يلزم من إجراءات لتفادي المشكلات التي تترتب على مستوى تدني ربحيتها حفاظاً على استمراريتها في السوق. أما

متغير فرص نمو الاستثمار فقد بلغت قيمة متوسط نسبة التغير في المبيعات في شركات العينة (67.27%)، تشير هذه النتيجة إلى وجود شركات ذات فرص استثمارية عالية حيث بلغت (123.74%)، وشركات أخرى ذات فرص استثمارية محدودة حيث بلغت (10.31%)، وحول ما سبق يرى الباحث أهمية المحافظة على وجود هذه الفرص الاستثمارية لزيادة المركز التنافسي للشركات في السوق وأهمية المحافظة على استمراريتها. أخيراً، التدفقات النقدية التشغيلية فقد بلغت (0.0499%)، تشير هذه النتيجة إلى احتفاظ الشركات بتدفقات نقدية ناتجة عن أنشطتها التشغيلية أقل من المتوسط بلغت (0.0118%)، وأخرى أعلى من المتوسط بلغت (0.1511%)، وحول ما سبق يرى الباحث وجوب اهتمام الشركات التي كانت أنشطتها التشغيلية أقل من المتوسط بذل المزيد من الاهتمام والوقوف على الأسباب الداخلية التي أدت إلى هذه النتيجة.

وبالنظر إلى القيمة السوقية للشركات فقد تبين أن متوسط القيمة السوقية للشركات في التقارير المعتمدة والمنشورة في الفترة المالية2017 –2021 يبلغ (4.68%)، وقد تبين أيضاً أن أقل قيمة سوقية للشركات بلغت (2.40%)، في حين بلغت أكبر قيمة سوقية للشركات (9.62%).

جدول (1): الإحصاء الوصفي

المتغير	القيمة الصغرى Minimum	القيمة العظمى Maximum	المتوسط الحسابي Mean	الانحراف المعياري Std. Deviation
القيمة السوقية للشركة (FVALUE)	2.4089	9.6296	4.6800	1.3034
الاحتفاظ بالنقدية (CASH)	1.5644	7.3428	3.5194	1.2348
حجم الشركة (SIZE)	7.0519	11.6664	10.1248	1.2528
الرافعة المالية (LEV)	0.0914	0.6411	0.3192	0.1589
ربحية الشركة (PROF)	1.182	18.7900	5.8829	5.9377
فرص نمو الاستثمار (INVGO)	10.31	123.74	67.2719	25.8922
التدفقات النقدية (CFO)	0.0118	0.1511	0.0499	0.0533

تم استخدام طريقة Hierarchical Regression Model لاختبار تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع بعد التحكم بالمتغيرات الوسيطة وقبل البدء يجب فحص شروط الانحدار الخطي المتعدد (طريقة المربعات الصغرى).

التحقق من شروط الانحدار المتعدد:

أولاً: شرط اعتدالية المتغير التابع (الاحتفاظ بالنقدية (CASH)

تم استخدام اختبار one sample K–S لاختبار التوزيع الطبيعي للمتغير التابع وقد بينت النتائج أن القيمة الاحتمالية تساوي 0.198 وهي أكبر من 0.05 مما يدل على اعتدالية بيانات المتغير التابع.

وكذلك يبين اختبار Cook's Distance جدول (2) بإن البواقي (Residuals) تتبع التوزيع الطبيعي حيث بلغت القيمة العظمى له 0.854 وهي أقل من الواحد الصحيح. وكذلك تتراوح الانحرافات المعيارية للبواقي ما بين (3,3–)مما يعني أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

جدول (2): احصاءات البواقي

Statistics	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Std. Residual	-1.928	2.144	.000	.929
Cook's Distance	.000	.854	.051	.134

ثانياً: اختبار استقلالية الأخطاء العشوائية (Autocorrelation)

تم استخدام اختبار داربن واتسون DW (Durbin–Watson)لاختبار استقلالية الاخطاء العشوائية وبينت النتائج أن قيمة الاختبار تساوي 1.975 وهي قريبة من العدد 2.0 مما يدل على استقلالية الاخطاء العشوائية.

ثالثاً: قياس الارتباط بين متغيرات الدراسة (Multicollinearity)

تم ايجاد معاملات الارتباط بين المتغيرات الضـــابطة والمتغير المســـتقل والتابع ويبين جدول (3) إن معاملات الارتباط بين المتغيرات المســـتقلة (المتغيرات الضـــابطة والمتغير المســـتقل) أقل من 0.7 مما يدل على عدم وجود تداخل خطي بين المتغيرات المستقلة.

جدول (3): مصفوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات الضابطة والمتغير المستقل والتابع

CASH	CFO	INVGO	ROA	LVG	SIZE	FVALUE	المتغير
						1.000	FVALUE
					1.000	−.396	SIZE
				1.000	−.029	.382	LVG
			1.000	−.471	.662	−.549	ROA
		1.000	−.029	.031	.168	.126	INVGO
	1.000	.311	.168	−.204	.074	−.153	CFO
1.000	−.268	.092	−.579	.308	−.346	.949	CASH

كما تم ايجاد طريقة ثانية لاختبار التداخل الخطي بين المتغيرات المستقلة وذلك بحساب معامل تضخم التباين (VIF) ومن جدول (4) تبين أن قيم تضخم التباين لكل متغير أقل من 5 مما يعني عدم وجود تداخل خطي بين المتغيرات المستقلة.

جدول (4): معاملات الانحدار وتضخم التباين

Collinearity Statistics		Sig.	t	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients		Model	
VIF	Tolerance			Beta	Std. Error	B		
		.000	3.838		1.899	7.287	(Constant)	1
2.364	.423	.232	−1.215	−.239	.214	−.260	SIZE	
1.609	.621	.174	1.385	.224	1.304	1.806	LVG	
2.977	.336	.240	−1.193	−.263	.054	−.064	ROA	
1.215	.823	.200	1.303	.184	.001	.001	INVGO	
1.184	.844	.464	−.740	−.103	3.510	−2.597	CFO	
		.001	3.715		.595	2.208	(Constant)	2
2.364	.423	.000	−4.222	−.237	.061	−.258	SIZE	
1.610	.621	.000	4.690	.217	.373	1.748	LVG	
3.437	.291	.001	3.784	.256	.017	.063	ROA	
1.249	.801	.311	1.028	.042	.000	.000	INVGO	
1.264	.791	.009	2.768	.114	1.037	2.870	CFO	
1.623	.616	.000	20.957	.975	.054	1.126	CASH	

يبين جدول (5) أن نموذج انحدار المتغير التابع على المتغيرات الضابطة معنوية حيث بلغت القيمة الاحتمالية 0.003 وهي أقل من 0.05، وكذلك نموذج انحدار المتغير المستقل الاحتفاظ بالنقدية (CASH) على المتغير التابع القيمة السوقية للشركة (FVALUE) مع التحكم بالمتغيرات الضابطة معنوي حيث بلغت القيمة الاحتمالية 0.000 وهي أقل من 0.05.

جدول (5): تحليل التباين لنماذج الانحدار

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	29.613	5	5.923	4.455	.003b
	Residual	51.843	39	1.329		
	Total	81.456	44			
2	Regression	77.328	6	12.888	118.624	.000c
	Residual	4.129	38	.109		
	Total	81.456	44			
a. Dependent Variable: FVALUE						
b. Predictors (Control variables): (Constant), CFO, SIZE , LVG, INVGO, ROA						
c. Predictors: (Constant), CFO, SIZE , LVG, INVGO, ROA, CASH						

تأثير ضبط المتغيرات الضابطة على تأثير المتغير المستقل على التابع:

يبين جدول (6) أن قيمة معامل التحديد في النموذج الأول لتأثير المتغيرات الضابطة على المتغير المستقل تساوي 0.364، ومعامل التحديد في النموذج الثاني وهو تأثر المتغير المستقل على المتغير التابع بعد عملية ضبط المتغيرات الضابطة تساوي 0.949. وان التغير في معامل التحديد بين النموذجين يساوي 0.586 وهو معنوي حيث أن القيمة الاحتمالية تساوي 0.000 وهي أقل من 0.05، وهذا يعني ان المتغير المستقل الاحتفاظ بالنقدية (CASH) أثر على المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة (FVALUE) بعد عملية ضبط المتغيرات الضابطة بنسبة 58.6%.

جدول (6): ملخص تأثير ضبط المتغيرات الضابطة على تأثير المتغير المستقل على التابع

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin–Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.603a	.364	.282	1.1529568619	.364	4.455	5	39	.003	
2	.974b	.949	.941	.3296140027	.586	439.177	1	38	.000	1.975
a. Predictors(Control variables): (Constant), CFO, SIZE , LVG, INVGO, ROA										
b. Predictors: (Constant), CFO, SIZE , LVG, INVGO, ROA, CASH										
c. Dependent Variable: FVALUE										

اختبار فرضيات الدراسة:

نتائج اختبار الفرضية الرئيسة:

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \geq 0.05$) للاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركات للصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. ولاختبار مدى صحة الفرضية فقد طبقت طريقة الانحدار الخطي المتعدد، والجدول رقم (7) يوضح ذلك.

جدول رقم (7) تحليل الانحدار الخطي المتعدد للفرضية الرئيسة الأولى

المتغير المستقل X1	معامل الانحدار Coefficien	قيمة اختبار t-Statistic	القيمة الاحتمالية Prob.
المقدار الثابت	2.208	3.715	.001**
الاحتفاظ بالنقدية	1.126	20.957	.000**

** معامل الارتباط دال إحصائياً عند 0.01

يتضح من الجدول رقم (7) وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.05. يمكن تفسير ذلك بأن مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين له دور إيجابي في استغلال النقدية المحتفظ بها، وذلك لأن الشركات التي تقوم بالاحتفاظ بالنقدية بمستوى مرتفع تكون أكثر الشركات قدرة على استخدام النقدية المحتفظ بها استخداماً إيجابياً (عبد المنعم، 2021). نتائج البحث تتوافق مع نظرية الوكالة بأن الاحتفاظ بالنقدية يشجع المديرين في استغلال موارد الشركة بشكل صحيح، مما يؤدي إلى تحقيق مصالح الملاك والإدارة والأطراف ذات العلاقة. بالتالي انخفاض تكاليف الوكالة وتعظيم ثروات المساهمين (ياقوت، 2020). تتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة كل من (Anton & Afloarei, 2019)، (Asante et al, 2018)، (Zhang & Ling, 2016)، (Cao & Chen, 2014)، والتي أشارت إلى وجود دور إيجابي للاحتفاظ بالنقدية في زيادة القيمة السوقية للشركات. في حين تختلف نتائج هذه الدراسة مع دراسة Nhan & Ha,2016) التي أشارت إلى وجود دور سلبي للاحتفاظ بالنقدية في تخفيض القيمة السوقية للشركات. وفي المقابل جاءت هذه النتيجة مخالفة لدراسة (Isshaq et al, 2009) والتي أشارت لعدم وجود تأثير للاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركات.

نتائج اختبار الفرضية الفرعية الأولى

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \geq 0.05$) لحجم الشركة على القيمة السوقية للشركات للصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. ولاختبار مدى صحة الفرضية فقد طبقت طريقة الانحدار الخطي المتعدد، والجدول رقم (8) يوضح ذلك.

الجدول رقم (8) تحليل الانحدار الخطي المتعدد للفرضية الفرعية الأولى.

المتغير الوسيط X2	معامل الانحدار Coefficien	قيمة اختبار t-Statistic	القيمة الاحتمالية Prob.
حجم الشركة	-.258	-4.222	.000**

يتضح من الجدول رقم (8) وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة والقيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.05. يمكن تفسير هذه العلاقة بسبب ضعف قدرة الإدارة في الرقابة على الأنشطة التشغيلية والاستراتيجية للشركة، إلى جانب وجود تعارض بين مصالح الإدارة والمساهمين والتي أشارت إليها نظرية الوكالة حيث يوجد زيادة في حجم الشركة وهو ما تسعى إليه الإدارة في حين لم تستطع تحقيق الأرباح التي تتناسب مع حجم هذه الزيادة، مما كان له تأثير سلبي على القيمة السوقية للشركة (شرقي، 2015). تتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Jensen, 1986) ، (Bick et al ,2018)، والتي أشارت إلى وجود دور سلبي لحجم الشركة في زيادة القيمة السوقية للشركات. في حين تختلف نتائج هذه الدراسة مع دراسة (Feyzi et

al, 2013) التي أشارت إلى وجود دور إيجابي لحجم الشركة في زيادة القيمة السوقية للشركات. وفي المقابل جاءت هذه النتيجة مخالفة لدراسة (Beuselinck & Du, 2017) والتي أشارت لعدم وجود تأثير لحجم الشركة على القيمة السوقية للشركات.

نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثانية

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \geq 0.05$) للرافعة المالية على القيمة السوقية للشركات للصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. ولاختبار مدى صحة الفرضية فقد طبقت طريقة الانحدار الخطي المتعدد، والجدول رقم (9) يوضح ذلك.

الجدول رقم (9) تحليل الانحدار الخطي المتعدد للفرضية الفرعية الثانية.

المتغير الوسيط X3	معامل الانحدار Coefficien	قيمة اختبار t-Statistic	القيمة الاحتمالية Prob.
الرافعة المالية	1.748	4.690	.000**

يتضح من الجدول رقم (9) وجود أثر إيجابي ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية والقيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.05. يمكن تفسير ذلك بأن الرافعة المالية في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين لها دور إيجابي على القيمة السوقية للشركة، وذلك لأنه عند زيادة الديون في الشركات يصاحبها زيادة في التكاليف من خلال زيادة الاقتراض مما كان له أثر إيجابي في زيادة القيمة السوقية، الأمر الذي يشير إلى قيام الشركات باستغلال هذه الديون في زيادة أنشطتها وتوليد الأرباح، مما ينعكس إيجابياً على قيمة الشركة. تتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Gill & Shah,2012) ، Salim & Yadav, (2012)، والتي أشارت إلى وجود دور إيجابي للرافعة المالية في زيادة القيمة السوقية للشركات. في حين تختلف نتائج هذه الدراسة مع دراسة (Dada & Ghazali, 2016) التي أشارت إلى وجود دور سلبي للرافعة المالية في زيادة القيمة السوقية للشركات. وفي المقابل جاءت هذه النتيجة مخالفة لدراسة (Feyzi et al, 2013) والتي أشارت لعدم وجود تأثير للرافعة المالية على القيمة السوقية للشركات.

نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثالثة

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \geq 0.05$) لفرص نمو الاستثمار على القيمة السوقية للشركات للصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. ولاختبار مدى صحة الفرضية فقد طبقت طريقة الانحدار الخطي المتعدد، والجدول رقم (10) يوضح ذلك.

الجدول رقم (10) تحليل الانحدار الخطي المتعدد للفرضية الفرعية الثالثة.

المتغير الوسيط X4	معامل الانحدار Coefficien	قيمة اختبار t-Statistic	القيمة الاحتمالية Prob.
فرص نمو الاستثمار	.000	1.028	.311

يتضح من الجدول رقم (10) عدم وجود أثر إيجابي ذات دلالة إحصائية بين فرص نمو الاستثمار والقيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.05. يمكن تفسير ذلك بأن الاهتمام بفرص نمو الاستثمار في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين ضعيف، وذلك لأن الشركات تعتمد في تمويل أنشطتها على الاحتفاظ بمستويات عالية من النقدية لتتفادي حدوث الخسائر والمخاطر أي أنها تعتمد على مصادر التمويل الذاتي نظراً لارتفاع مستويات النقدية الموجودة فيها، بالتالي يكون توجهها للمشروعات الاستثمارية واستغلال هذه الفرص ضعيف كونها تعتبر مصدر للإيرادات في الشركة، مما يشير إلى عدم قدرة الشركات على الاستفادة القصوى من الفرص الاستثمارية المتاحة في تحقيق الايرادات. تتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Beuselinck & Du, 2017)، (Gill & Shah,2012)، والتي أشارت إلى عدم وجود علاقة بين فرص نمو الاستثمار والقيمة السوقية للشركات. في حين تختلف نتائج هذه الدراسة مع دراسة (Gill & Shah, 2012) التي أشارت إلى وجود تأثير سلبي لفرص نمو الاستثمار على القيمة

السوقية للشركات. وفي المقابل جاءت هذه النتيجة مخالفة لدراسة (EL kinawy& Stater , 2007) والتي أشارت وجود تأثير إيجابي لفرص نمو الاستثمار على القيمة السوقية للشركات.

نتائج اختبار الفرضية الفرعية الرابعة

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \geq 0.05$) للتدفقات النقدية التشغيلية على القيمة السوقية للشركات للصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. ولاختبار مدى صحة الفرضية فقد طبقت طريقة الانحدار الخطي المتعدد، والجدول رقم (11) يوضح ذلك.

الجدول رقم (11) تحليل الانحدار الخطي المتعدد للفرضية الفرعية الرابعة.

المتغير الوسيط X5	معامل الانحدار Coefficien	قيمة اختبار t-Statistic	القيمة الاحتمالية Prob.
التدفقات النقدية التشغيلية	2.870	2.768	.009**

يتضح من الجدول رقم (11) وجود أثر إيجابي ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية التشغيلية والقيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.05. يمكن تفسير ذلك بأن التدفقات النقدية في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين لها دور إيجابي على القيمة السوقية للشركة، وذلك لأن التدفقات النقدية تعتبر مصدراً رئيساً للسيولة النقدية وأحد أهم البدائل النقدية في الشركة، حيث أن الشركات التي لديها تدفقات نقدية تشغيلية عالية تميل للاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية، وذلك لتفادي مخاطر الاقتراض واستغلال السيولة المتاحة لديها في تسيير أنشطتها التشغيلية المدرة للعائد، مما يؤدي لزيادة قيمتها السوقية. تتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Powell, 2018) ، (Mihai et al, 2018)، والتي أشارت إلى وجود دور إيجابي للتدفقات النقدية على القيمة السوقية للشركات. في حين تختلف نتائج هذه الدراسة مع دراسة (Uyar & Kuzey, 2014) والتي أشارت لعدم وجود تأثير للتدفقات النقدية على القيمة السوقية للشركات.

نتائج اختبار الفرضية الفرعية الخامسة

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \geq 0.05$) لمستوى الربحية على القيمة السوقية للشركات للصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. ولاختبار مدى صحة الفرضية فقد طبقت طريقة الانحدار الخطي المتعدد، والجدول رقم (12) يوضح ذلك.

الجدول رقم (12) تحليل الانحدار الخطي المتعدد للفرضية الفرعية الرابعة.

المتغير الوسيط X6	معامل الانحدار Coefficien	قيمة اختبار t-Statistic	القيمة الاحتمالية Prob.
الربحية	.063	3.784	.001**

يتضح من الجدول رقم (12) وجود أثر إيجابي ذات دلالة إحصائية بين الربحية والقيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين عند مستوى دلالة 0.05. يمكن تفسير ذلك بأن ربحية الشركة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين لها دور إيجابي على القيمة السوقية للشركة، وذلك لأنها تقيس قدرة وكفاءة الشركة في استغلال الموارد المتاحة في الشركة من أجل تحقيق أرباح، وذلك لأن زيادة ربحية الشركة تؤدي لزيادة قوتها الايرادية، بالتالي جعل الشركة أكثر قدرة على تسديد التزاماتها في المواعيد المحددة، مما يؤدي لزيادة قيمتها السوقية. تتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Bick,et al ,2018) ، (Bokpin et al , 2011) ، والتي أشارت إلى وجود دور إيجابي لربحية الشركة في زيادة القيمة السوقية للشركات. في حين تختلف نتائج هذه الدراسة مع دراسة (الرفاعي، 2012) التي أشارت إلى وجود دور سلبي لربحية الشركة في زيادة القيمة السوقية للشركات.

النتائج:

بعد أن تم إجراء الدراسة التطبيقية على الشركات الصناعية في بورصة فلسطين، ومن خلال إجراء التحليل الإحصائي على برنامج (SPSS)، يمكن تلخيص النتائج التي تم التوصل إليها على النحو التالي:

1. وجود تأثير إيجابي لمتغير الاحتفاظ بالنقدية على القيمة السوقية للشركات الصناعية في بورصة فلسطين.
2. وجود تأثير سلبي لمتغير حجم الشركة على القيمة السوقية للشركات الصناعية في بورصة فلسطين.
3. وجود تأثير إيجابي لمتغير الرافعة المالية على القيمة السوقية للشركات الصناعية في بورصة فلسطين.
4. عدم وجود تأثير إيجابي لمتغير فرص نمو الاستثمار على القيمة السوقية للشركات الصناعية في بورصة فلسطين.
5. وجود تأثير إيجابي لمتغير التدفقات النقدية التشغيلية على القيمة السوقية للشركات الصناعية في بورصة فلسطين.
6. وجود تأثير إيجابي لمتغير لربحية الشركة على القيمة السوقية للشركات الصناعية في بورصة فلسطين.

التوصيات:

استنادا إلى نتائج الدراسة يمكن تقديم التوصيات التالية:

1. ضرورة توعية الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين لأهمية الاحتفاظ بالنقدية وتحديد المستوى المتوازن لها، وذلك لما لها من تأثير على القيمة السوقية للشركات وهو ما ينعكس على الشركات في بقائها واستمرار نشاطها في ظل المنافسة الشديدة بين الشركات، وذلك من خلال وضع الخطط المناسبة التي تضمن الاستخدام السليم للنقدية، وإمكانية سداد الالتزامات المالية، وتشجيع الإدارة في القيام باستغلال النقدية بما يحقق أهداف أصحاب المصالح على حد سواء، كونها تعتبر مورد حيوي هام للشركة يمكن استخدامه في العديد من القرارات الإدارية والمالية.
2. ضرورة قيام الشركات بالاهتمام في زيادة قدرة الإدارة في تحقيق الرقابة على الأنشطة التشغيلية والاستفادة من حجم الأصول في الشركة في تحقيق العوائد اللازمة لدعم مسيرتها وقدرتها التنافسية في السوق.
3. تعزيز قدرة الشركات بزيادة المحافظة على الرافعة المالية في تحقيق الاستغلال الأمثل للديون، مما يؤدي إلى تحقيق الايرادات المرجوة للشركة.
4. ضرورة قيام الشركات باستغلال كافة فرص الاستثمار المتاحة لها بشكل أفضل لتحقيق العوائد اللازمة لنموها واستقرارها.
5. استمرارية قيام الادارة بالاستفادة من التدفقات النقدية التشغيلية في زيادة عملياتها التشغيلية سواءً من خلال التصنيع أو البيع للمحافظة على استغلال تلك التدفقات بما يحقق الاستفادة القصوى منها في تحقيق الأرباح.
6. ضرورة استمرارية الشركة في تعزيز فرص الربحية لديها، مما يؤدي إلى تطوير إمكانياتها وتوسعها واختراقها للسوق الدولي الخارجي.

المصادر والمراجع

أولاً: المراجع العربية:

أبوسالم سيد، وعلوان محمد. (2018)." تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركة: دراسة اختبارية"، فلسطين، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 22، العدد (2)، ص410.

الحداد، رويده. (2017)." أثر الحاكمية المؤسسية وهيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وانعكاسها على قيمة الشركة: دراسة ميدانية على الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان"، رسالة دكتوراه، جامعة العلوم الاسلامية العالمية، الأردن.

حسين، علاء. (2019)." تأثير جودة المستحقات وخطر الضوابط المالية على العلاقة بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة المصرية: أدلة تطبيقيه من سوق المال المصري "، مصر، مجلة البحوث المحاسبية، المجلد6، العدد (2)، ص 461.

الرفاعي فرح. (2012)." محددات السيولة النقدية في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان – دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن.

سليم، أحمد. (2017)." العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية والمسئولية الاجتماعية للشركات – دراسة تطبيقية"، مصر، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد21، العدد (2)، ص 611.

السيد، محمد. (2018)." أثر أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية – دراسة تطبيقية"، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 22، العدد 8، ص 1443.

شرقي، مهدي. (2015). " مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة: حالة المؤسسات العمومية الاقتصادية في التشريع الجزائري، الجزائر، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد1، العدد 1، ص135.

عبد المنعم، ريم. (2021). تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة –دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، مصر، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، المجلد 3، العدد1، ص 166.

محمد، هشام (2021). "تأثير العلاقة بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية – دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية"، مصر، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 25، العدد (1)، ص 116.

مليجي، مجدي. (2018)."تحليل العلاقة بين النقدية والمسؤولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة"، مصر، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 21، العدد (4)، ص330.

ياقوت، موساوي. (2020)." دور حوكمة الشركات في تخفيض مشاكل الوكالة من خلال دورها في التأثير على الهيكل المالي– دراسة حالة مجمع الفندقة"، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد14، العدد1.

ثانياً: المراجع العربية المرومنة:

Abu Salem Sayed, and Alwan Muhammad. (2018). “The Impact of Administrative Immunization Mechanisms on the Company’s Value: An Experimental Study”, (in Arabic). Palestine, Journal of Accounting Thought, Vol. 22, No. (2), p 410.

Al-Haddad, Ruwaidah. (2017). “The Impact of Institutional Governance and the Structure of Ownership on the Level of Cash Retention and its Reflection on the Value of the Company: A Field Study on Industrial and Service Companies Listed on the Amman Stock Exchange” (in Arabic)., Ph.D. Thesis, International University of Islamic Sciences, Jordan.

Hussein, Alaa. (2019). “The impact of the quality of receivables and the risk of financial controls on the relationship between levels of cash retention and the market value of Egyptian joint stock companies: Applied evidence from the Egyptian capital market,” (in Arabic). Egypt, Journal of Accounting Research, Vol. 6, No. (2), p. 461.

Al-Rifai, Farah. (2012). "Determinants of Cash Liquidity in Jordanian Industrial Companies Listed on the Amman Stock Exchange - An Applied Study"(in Arabic)., Master's Thesis, Yarmouk University, Jordan.

Salim, Ahmad. (2017). “The Relationship between Cash Assets Retention and Corporate Social Responsibility - An Applied Study”, (in Arabic). Egypt, Journal of Accounting Thought, Vol. 21, No. (2), p 611.

Al-Sayyid, Muhammad. (2018). "The Impact of Ownership Structures Patterns on the Level of Cash Retention - An Applied Study"(in Arabic)., Journal of Accounting Thought, Vol. 22, No. 8, p. 1443.

Sharqi, Mahdi. (2015). "Observing Executives in the Light of Agency Theory: The State of Economic Public Institutions in Algerian Legislation, (in Arabic). Algeria, Algerian Journal of Accounting and Financial Studies, Vol. 1, No. 1, p. 135.

Abdel Moneim, Reem. (2021). The effect of the ownership structure on the relationship between the level of cash retention and the value of the company - an empirical study on Egyptian joint stock companies, (in Arabic). Egypt, The Scientific Journal of Accounting Studies, Vol. 3, No. 1, p 166.

Muhammad, Hesham (2021). The effect of the relationship between administrative ownership and financial leverage on the level of cash retention - an applied study on companies listed on the Egyptian Stock Exchange, (in Arabic). Egypt, Journal of Accounting Fikr, Vol. 25, No. (1), p 116.

Meligy, Magdy. (2018), "Analysis of the relationship between cash, social responsibility and tax avoidance and its impact on the value of the company",(in Arabic). Egypt, Journal of Accounting Thought, Vol. 21, No. (4), p. 330.

Yaqout Moussaoui, (2020) "The Role of Corporate Governance in Reducing Agency Problems Through Its Role in Influencing the Financial Structure - A Case Study of the Hotel Complex" (in Arabic)., Journal of Economic Reforms and Integration in the Global Economy, Vol. 14, No. 1.

ثالثاً: المراجع الأجنبية:

Akhtar, Tahir and others, (2018) , "Corporate Governance and Cash Holdings: the way Forward", Qualitative Research in Financial Markets, 10 (2), ,pp.1-34

Al Najjar, B., & Y. Belghitar, (2011). Corporate Cash Holdings and Dividend Payments: Evidence from Simultaneous Analysis, Managerial and Decision Economics, 32(4):p 231-241.

Al-Dhamari, R., & K. N. I. K. Ismail, (2015). Cash Holdings, Political Connections, and Earnings Quality, International Journal of Managerial Finance, 11(2): p215-231.

Ali, A., & S. Yousaf, (2012). Determinants of Cash Holding in German Market, Journal of Business and Management, 12(6): p28-34.

Ali, S., M.Ullah& N. Ullah (2016). Determinants of Corporate Cash Holdings: A Case of Textile Sector in Pakistan, International Journal of Economics and Management Sciences, 5(3):p 1-10.

Ameer, R. (2012), Impact of Cash Holdings and Ownership Concentration on Firm Valuation: Empirical Evidence from Australia, Review of Accounting and Finance, 11(4):p 448-467.

Anton, S. G., & Afloarei Nucu, A. E. (2019). Firm value and corporate cash holdings. Empirical evidence from the polish listed firms,22(3),p121-134.

Asante-Darko, Disraeli et al. (2018), "Governance Structures, Cash Holdings and Firm Value on the Ghana Stock Exchange", Corporate Governance, Vol.18, No.4, pp.671-685

Azmat, Q. U. A. (2014), Firm Value and Optimal Cash Level: Evidence from Pakistan, International Journal of Emerging Markets, 9(4):p 488-504.

Bates, T. W., K. M. Kahle., & R. M. Stulz, (2009), Why do US Firms Hold so Much More Cash than they used to?. The Journal of Finance, 64(5).

Beuselinck, C., & Y. Du, (2017), Determinants of Cash Holdings in Multinational Corporation's Foreign Subsidiaries: US Subsidiaries in China, Corporate Governance: An International Review, 25(2): p100-115.

Bick, P., S. Orlova ., & L. Sun, (2018), Fair Value Accounting and Corporate Cash Holdings. Advances in Accounting, 40:p 98-110.

Bokpin, G. A., Z. Isshaq., & F. Aboagye Otchere, (2011), Ownership Structure Corporate Governance and Corporate Liquidity Policy Evidence from the Ghana Stock Exchange. Journal of Financial Economic Policy, 3(3): p262-279.

Boyle, G. & G. Guthrie , (2003), Investment, Uncertainty and Liquidity, The Journal of Finance,. 58(5): p2143-2166.

Buzzell, R. D., B. T .Gale., & R. G. Sultan, (1975), Market Share a key to profitability, Harvard Business Review, 53(1):p 97-106.

Cai, Weixing et al. (2016), "Do Business Groups Affect Corporate Cash Holdings?. Evidence from a Transition Economy", China Journal of Accounting Research, Vol.9, pp.1-24.

Cao, L., & C. Chen, (2014), Corporate Cash Holdings and Firm Value– Evidence from Chinese Industrial Market., Master of Science in Finance, Simon Fraser University.

Chang, Y., Benson, K., & Faff, R. (2017). Are excess cash holdings more valuable to firms in times of crisis? Financial constraints and governance matters. Pacific-Basin Finance Journal, 45, p157-173.

Chireka, T., & M. B. Fakoya, (2017), The Determinants of corporate cash holdings levels: evidence from selected South African retail firms, Investment Management and Financial Innovations, 14(2):p 79-93.

Dada, A. O., & Z. B. Ghazali, (2016), The Impact of Capital Structure on Firm Performance: Empirical Evidence from Nigeria, Journal of Economics and Finance, 7(4):p 23-30.

Dao, Mai Chi & Maggi, Chiara (2018), "The Rise in Corporate Saving and Cash Holding in Advanced Economies: Aggregate and Firm Level Trends", IMF Working Paper, available online at: file:///C:/Users/document/Downloads/ wp18262%20(1).pdf, pp.1-63.

Derouiche, I., H.Mansali & K.Jemai., (2018). Accruals Quality, Financial Constraints and Corporate Cash Holdings. 1-7, available online at: http://afros.tdasociety.org/Wpcontent/uploads/2018/06/Afros_2018_Pap er_126.pdf.

Dittmar, A. and Marth-Smith, J. (2007), "Corporate governance and the value of cash holdings", Journal of Financial Economics, Vol. 83 No. 3, pp. 599-634.

Dittmar, A., J. Mahrt-Smith., & H. Servaes, (2003), International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38(1): p111-133.

Drobetz, W. and Gruninger, M.C. (2007), "Corporate cash holding: evidence from Switzerland", Financial Markets and Portfolio Management, Vol. 21 No. 3, pp. 293-324.

Elkinawy, S., & M. Stater, (2007), Cash Holdings and Firm Value During Latin American Financial Crises, HAL Id: hal-02474321 https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-02474321 Preprint submitted on 11 Feb 2020.

El-Zayat, A., (2018), The Impact of Accounting Conservatism on the Level and Value of Cash Holding, Master Thesis, Faculty of Commerce, Zagazig University.

Faulkender, M. and Wang, R. (2006), "Corporate financial policy and the value of cash", Journal of Finance, Vol. 61 No. 4, pp. 1957-1990.

Ferreira, M. A., & A. S Vilela,. (2004). Why do firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. European Financial Management, 10(2): p295-319.

Feyzi, J. S., S. J Kangarlouel., B .Soleymani., & Motavassel, M. (2013), Corporate Governance Ownership Structure Cash Holdings and Firm's Value: The Case of firms Listed in Tehran Stock Exchange (TSF), Asia Pacific Journal of Research in Business Management, 4(1): p1-20.

Fresard, L. (2010). Financial Strength and Product Market Behavior: The Real Effects of Corporate Cash Holdings, The Journal of Finance, 65(3): p1097-1122
.
Gao, H., J Harford., & K. Li, (2013), Determinants of Corporate Cash Policy: Insights from Private Firms, Journal of Financial Economics, 109(3):p 623-639.

Garanina, T., & E. Kaikova, (2016). Corporate Governance Mechanisms and Agency Costs: Cross-Country Analysis. Corporate Governance, 16(2):p346-360.

Gill, A. & C. Shah, (2012). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada, International Journal of Economics and Finance, 4(1):p 70-79.

Guizani, M. (2017). The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings in an Oil Rich Country: Evidence from Kingdom of Saudi Arabia, Borsa Istanbul Review, 17(3):p133-143.

Isshaq, Z., Bokpin, G. A., & Onumah, J. M. (2009). Corporate governance, ownership structure, cash holdings, and firm value on the Ghana Stock Exchange. The Journal of Risk Finance, Vol. 10 No. 5, pp. 488-499.

Jensen, M. and Meckling, W. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", Journal of Financial Economics, Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.

Kariuki, S. N., G. S. Namusonge., & G. O. Orwa, (2015), Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Private Manufacturing Firms in Kenya, International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences, 4(6): p15-33.

Martínez-Sola, C., P. J. García-Teruel., & P. Martínez-Solano, (2013), Corporate Cash Holding and Firm Value, Applied Economics, 45(2):p 161-170.

Marwick, Alex and others, (2020)," OrganizationCapital and Corporate Cash Holdings', International Review of Financial Analysis, Vol.68, pp.1-17.

Mihai, I. O., R. I. Radu., & B. G. Dragan, (2018), Determining the Factors of Cash Holdings–the Case of Romanian Non-Financial Companies, In Forum Scientiae Oeconomia, 6(3): p53-65.

Moghaddam, G. & M. Abbaspour, (2015), The Relationship Between Capital Structure, Cash Holdings and Firm Value in Companies Listed in Tehran Stock Exchange, Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, 6(9):p 1-11.

Mohd, K. N. T., R. A Latif., & I. Saleh, (2015), Institutional Ownership and Cash Holding, Indian Journal of Science and Technology, 8(32):p1-6.

Nguyen, P. A., A. Kecskés., & S. Mansi, (2017), Does Corporate Social Responsibility Create Shareholder Value? The Importance of Long-Term Investors. Journal of Banking & Finance, 3(1):p 1-21.

Nguyen, T. L. H., Nguyen, L. N. T., & Le, T. P. V. (2016). Firm value, corporate cash holdings and financial constraint: A study from a developing market. Australian Economic Papers, 55(4),p 368-385.

Nhan,D&P.Ha,(2016),Cash Holding ,State Ownership and Firm Value: the Case of Vietnam,International Journal of Economics and Financial , 6(56):p110-114.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R. (1999), "The determinants and Implications of corporate cash holdings", Journal of Financial Economics, Vol. 52 No. 1, pp. 3-46.

Phan, H., N. Nguyen., H.Nguyen., & S. Hegde., (2019), Policy Uncertainty and Firm Cash Holdings, Journal of Business Research, 95: p71-82.

Powell, G. E. (2018). The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings for Indonesian firms. Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 22(1): p1-12.

Rizeanu, S. (2011). Essays in Corporate Governance (Doctoral dissertation, University of South Carolina).

Rosikah.,D.K. Prananingrum &D.A. Muthalib., (2018). Effects of Return on Asset Return on Equity, Earning per Share on Corporate Value, The International Journal of Engineering and Science, 7(3):p 6-14.

Saddour, Khaoula (2006), "The Determinants and the Value of Cash Holdings: Evidence from French firms", available online at: http://www.finance. dauphine.fr/wpcontent/uploads/2015/07/cereg200606.pdf, pp.1-33.

Salim, M., & R.Yadav, (2012), Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies, ProcediaSocial and Behavioral Sciences, 65:p 156-166.

Seifert, B. & H .Gonenc., (2018), The Effect of Country and Firm- Level Governance on Cash Management, Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, 52: p1-16.

Sheikh, N. A., & M. I. Khan, (2016), Effects of Excess Cash, Board Attributes and Insider Ownership on Firm Value: Evidence from Pakistan, Australasian Accounting, Business and Finance Journal, 10(1):p 29-39.

Sher, G., (2014), Cashing in for Growth: Corporate Cash Holdings as an Opportunity for Investment in Japan, IMF Working Pper, International Monetary Fund: p1-34.

Sun, Qian et al. (2012), "Earnings Quality and Corporate Cash Holdings", Accounting and Finance, Vol.52, pp.543-571.

Ullah, S., & Y .Kamal, (2018), Corporate Cash Holdings and Shareholder Wealth: Evidence from Pakistani Market, Pakistan Business Review, 19(4): p978-994.

Uyar, A., & C. Kuzey, (2014), Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from the Emerging Market of Turkey, Applied Economics, 46(9):p 1035-1048.

Zhang, S., & T. Ling, (2016), Cash Holding and Firm Value: Evidence from the US Market from 1999 to 2015, Master of Science in Finance, Faculty of Business Administration, Simon Fraser University.

Jensen, M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, The American Economic Review, 76(2),p323.