



مركز الاستشارات والبحوث والتطوير  
بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية

# مجلة البحوث الإدارية

Journal of Management Research

علمية - متخصصة - مُدكّمة - دورية ربع سنوية

للسنة  
الثانية والأربعين

Vol. 42, No.3; Jul. 2024

عدد يوليو 2024



[jso.journals.ekb.eg](http://jso.journals.ekb.eg)

رئيس مجلس الإدارة  
أ.د. محمد حسن عبد العظيم  
رئيس أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

رئيس التحرير  
أ.د. أنور محمود النقيب  
مدير مركز الاستشارات والبحوث والتطوير

ISSN : 1110-225X

تأثير الاحتفاظ بالنقدية على الأداء المالي في ضوء حوكمة الشركات باستخدام منهجية FsQCA

**The impact of cash holding on financial performance considering corporate governance using FsQCA methodology**

رجب عبد الستار موسى راجح

**Ragab Abdelsattar Mousa Rajeh**

مدرس مساعد بقسم إدارة الاعمال

- تخصص التمويل والاستثمار -

كلية التجارة - جامعة القاهرة

أ.د. يسري حسين خليفة

**Prof. Yousri Hussein Khalefa**

أستاذ التمويل والاستثمار

كلية التجارة - جامعة القاهرة

أ.م. د. محمد عنتر أحمد

**Dr. Mohamed Ahmed Antar**

أستاذ التمويل والاستثمار المشارك

كلية التجارة - جامعة القاهرة

تأثير الاحتفاظ بالنقدية على الأداء المالي في ضوء حوكمة الشركات باستخدام منهجية التحليل النوعي  
المقارن للمجموعات الضبابية (FsQCA)

## المستخلص

يهدف هذا البحث إلى دراسة التأثير بين الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات على الأداء المالي للشركات. وقد تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢١ بعدد ٣٩٠ مشاهدة تغطي ٦٥ شركة من الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية. وتم استخدام النقدية وما يكافئها لقياس الاحتفاظ بالنقدية، بينما تم استخدام خصائص مجلس الإدارة (حجم مجلس الإدارة-تمثيل الاناث في مجلس الإدارة- استقلالية مجلس الإدارة- ازدواجية دور العضو المنتدب) وهيكل الملكية (تعدد كبار المساهمين) للتعبير عن حوكمة الشركات، يتمثل المتغير التابع في الأداء المالي للشركات (Tobin's Q). وقد توصلت النتائج الى أهمية استخدام التحليل النوعي المقارن للمجموعات الضبابية (FsQCA) Fuzzy Set Qualitative Comparative Analysis كمنهجية وأسلوب تحليلي لسد الفجوة الناتجة عن عدم توافق الدراسات السابقة حول طبيعة تأثير الاحتفاظ بالنقدية على الأداء المالي في ضوء الحوكمة والتغلب على قصور اساليب الانحدار التي تفترض وجود حل واحد أمثل يناسب جميع الشركات، حيث يقوم أسلوب FsQCA على وجود العديد من الحلول التي تلائم الشركات المختلفة وفقا لظروفها الخاصة. ويترتب على ذلك مجموعة من الآثار والتوصيات النظرية والعملية لكلا من الأكاديميين وإدارة الشركات والجهات التنظيمية لاتخاذ القرارات الملائمة.

الكلمات المفتاحية

الاحتفاظ بالنقدية/ حوكمة الشركات / الأداء المالي للشركات/ التحليل النوعي المقارن للمجموعات الضبابية/

FsQCA

## مقدمة

اختلف الباحثون في تاريخ جذور الاحتفاظ بالنقدية، ولكن يجب التفرقة بين التأصيل النظري والتطبيق العملي لسياسة المنشأة فيما يتعلق بالاحتفاظ بالنقدية. فبينما قد يرجع تاريخ الممارسة العملية إلي النصف الثاني من القرن العشرين وخاصة أواخر التسعينات من خلال دراستي (Graham, 2000; Opler, 1999)، إلا ان هناك ادلة تشير إلى أوائل القرن العشرين من خلال تطبيق كبري الشركات القائمة في الولايات المتحدة الامريكية وخاصة شركتي فورد وجنرال موتورز لسياسات مالية تتبني مفهوم بالاحتفاظ بالنقدية (Deangelo, 2021). اما من حيث التأصيل النظري، فان هناك ابحاث تشير إلى ان تاريخها يعود على الأقل إلى عام ١٩٣٦، حيث أوضح كينز في هذا العام ان الحيازات النقدية للشركة تشكل عرض جانبي لقراراتها الاستثمارية والتمويلية إذا كان لدى الشركة إمكانية الوصول إلى أسواق رأس المال الكفاء. وفي هذه الحالة، يمكنها أن ترفع رأس المال المطلوب على الفور بسعر عادل لتمويل فرصها الاستثمارية، وينبغي أن يكون لديها اهتمام ضئيل أو معدوم بتكديس النقد، خارج نطاق الحاجة إلى تلبية احتياجاتها من المعاملات. وبالتالي فإن الدافع التحوطي للاحتفاظ بالنقد ينشأ عندما يكون لدى الشركات تمويل محدود أو تحوط بسبب عدم كفاية رأس المال وأسواق التأمين (Keynes, 1936).

ويعد الاحتفاظ بالنقدية من الموضوعات محل اهتمام الباحثين في مجال الإدارة والتمويل، نظراً لأهميتها في توفير التمويل اللازم للشركات من اجل مقابلة احتياجاتها سواء المتمثلة في استغلال الفرص الاستثمارية او تحسين قدرتها على سداد الالتزامات المالية (Deangelo, 2021; Gamba & Triantis, 2008). وهو ما يساعد على تعظيم قدرة الشركات على المنافسة، لان الشركات التي لديها فرص استثمارية مماثلة لمنافسيها يميلون إلى امتلاك حيازات نقدية كبيرة وقدرة غير مستغلة من الديون، وذلك لأن تكلفة عدم الاستثمار في مشروع ما تميل إلى أن تكون أكبر بكثير إذا كانت الشركة المنافسة تستفيد من ميزة التحرك (ولاً، Hoberg et al., 2014; Thakur & Kannadhasan, 2019).

كما ان النقدية وما يكافئها التي تحتفظ بها الشركات تمكن الشركات من تحقيق العديد من المزايا، حيث يمكن تجنب الإفلاس وبصفة خاصة خلال أوقات الازمات وحالة عدم اليقين، حيث ان الشركات المرنة مالياً تستطيع تجنب التعثر المالي في أوقات الصدمات السلبية الخارجية، كما يجب على إدارة الشركات اتباع القاعدة الذهبية، "النقد هو الملك"؛ خاصة في اوقات الازمات، حيث يكون الائتمان المصرفي شديد الصرامة، ويصبح تمويل الشركات بالديون مطلباً صعب المنال، وتفلس العديد من الشركات لأنها لم تتمكن من الحصول على تمويل خارجي فعال في الوقت المناسب. وبصفة خاصة في حالة سوق رأس المال غير الكامل، حيث تواجه الشركات قيود تمويل أكبر (HAO et al., 2022). وبالتالي من المهم بشكل خاص الاحتفاظ بالنقدية المناسبة للتعامل مع الصدمات المعاكسة واغتنام فرص الاستثمار، ولقد وجدت دراسة (Gregory, 2020) أن الشركات التي تتمتع بمستويات مرتفعة من النقدية تقلل من احتمالية التخلف عن السداد في المتوسط بنحو ٠.٦٪. وبالتالي، فان الاحتفاظ

بالنقدية تعد بمثابة أداة هامة تعمل على تقليل احتمال التوقف عن سداد الالتزامات ومن ثم انخفاض احتمالات التعثر المالي والافلاس، كما ان الاحتفاظ بالنقدية تعمل على تحسين التقييم الائتماني للشركات وهو ما يزيد من إمكانية حصول الشركات على المزيد من التمويل اللازم لتلبية احتياجاتها وخصوصا خلال فترات الازمات (Ferrando & Mura, 2017; Hu et al., 2023; song & Lee, 2012; Yung et al., 2015)، وعلى الرغم من فوائد الاحتفاظ بالنقدية السابق ذكرها، الا ان الدراسات السابقة قد أظهرت أن الشركات قد تحدد مستويات النقدية من خلال المفاضلة بين تكاليف وفوائد الاحتفاظ بالنقدية ، حيث تتضمن التكاليف عادةً عوائد منخفضة وعيوب ضريبية محتملة للاحتفاظ بالنقدية (Farinha et al., 2018). تؤكد الدراسات السابقة التي تتناول الحيازات النقدية للشركات على دافعين رئيسيين للاحتفاظ بالنقدية وهما دافع تكاليف المعاملات والدافع التحوطي. ويشير الأول إلى أن الشركات التي تواجه نقصاً في الموارد الداخلية يمكنها جمع الأموال، على سبيل المثال، عن طريق بيع الأصول، أو إصدار ديون جديدة و / أو حقوق ملكية، أو خفض توزيعات الأرباح. ومع ذلك، فإن كل هذه الاستراتيجيات تنطوي على تكاليف تحتوي على مكونات ثابتة ومتغيرة. وبالتالي، يتوقع المرء أن الشركات التي من المحتمل أن تتحمل تكاليف معاملات أعلى للاحتفاظ بكميات أكبر من الأصول السائلة. من ناحية أخرى، فإن الدافع الاحترازي يضع مزيداً من التركيز على التكاليف الناشئة عن فرص الاستثمار الضائعة. وفقاً لهذا النهج ، تقوم الشركات بتجميع السيولة النقدية لمواجهة حالات الطوارئ غير المتوقعة التي قد تنشأ ولتمويل استثماراتها إذا كانت تكاليف مصادر التمويل الأخرى مرتفعة للغاية (Ozkan & Ozkan, 2004; Santos & Veronesi, 2022).

هذا وقد تعددت الدراسات المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية، بداية من الدراسات التي تناولت دراسة موضوع محددات النقدية واسباب الاحتفاظ بها والنتائج المترتبة علي ذلك، الي الدراسات التي تهتم بطبيعة العلاقة بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار وعلاقة ذلك بفرص الاستثمار في المستقبل سواء كانت فرص تتعلق باستبدال الأصول الحالية كلها او بعضا منها وكذلك فرص الاستثمار المتعلقة بالتوسع واطافة أصول جديدة، وهو ما ركز الانتباه على أهمية الاحتفاظ بالنقدية وتأثيرها الإيجابي على الأداء المالي للشركات، كما اشارت الدراسات الي أهمية الاحتفاظ بالنقدية و مشاكل الوكالة وخاصة تلك المتعلقة بالصراعات بين حملة الأسهم والادارة أو بين حملة الأسهم وأصحاب الديون أو بين حملة الأسهم مع بعضهم البعض وهو ما يبرر احتمالية التأثير السلبي على الأداء المالي للشركات (Amess et al., 2015; Hu et al., 2023; opler, 1999; ozkan & Ozkan, 2004).

على الجانب الاخر فان حوكمة الشركات، وخصوصا خصائص مجلس إدارة الشركات بشكل عام، وهيكل الملكية على وجه الخصوص، أيضاً واحدة من أكثر قضايا حوكمة الشركات موضوعية، والتي اجتذبت اهتماماً كبيراً من الأكاديميين والحكومات وصانعي السياسات والممارسين وغيرهم نظرا لأهميتها في احداث توافق في المصالح بين الأطراف المختلفة ذات العلاقة. وتنبع الأهمية الحقيقية لحوكمة الشركات من خلال قدرتها على تحقيق الهدف

الذي انشئت من أجله، وهو تخفيف حدة التعارض من خلال العمل على تحقيق التوازن بين الأطراف المختلفة محل التعاقد أو المرتبطة بالشركة. وبالتالي تحقيق العديد من المزايا سواء على مستوى المساهمين والشركة من خلال زيادة قيمة وإنتاجية الشركة وسهولة الوصول إلى أسواق المال والحصول على الأموال بأقل التكاليف فضلاً عن تعظيم العائد على الاستثمار أو على مستوى الاقتصاد القومي والعالمي من خلال تشجيع الاستثمار الأجنبي وتقدم وتطور أسواق المال وتشجيع الاقتصاد من خلال زيادة الاستثمار الحقيقي (Zhang & Fu, 2023). وبرزت أهمية حوكمة الشركات ودورها في التأثير على قيمة كلا من الحيازات النقدية، ولكن من خلال آليات أكثر أهمية والمتمثلة في خصائص مجلس الإدارة مثل حجم مجلس الإدارة واستقلال أعضاء مجلس الإدارة واللجان التابعة لمجلس الإدارة، كما تم الاهتمام بالآليات المتعلقة بهيكل المساهمين الخاص بالشركات مثل ملكية الإداريين وملكية الحكومة في الشركات المختلفة وكذلك ملكية المؤسسات المالية مثل البنوك وشركات التأمين، بالإضافة لذلك تم التركيز بصفة خاصة على أهمية تركيز الملكية والدور المزدوج لذلك على أداء وقيمة الشركات (Detthamrong et al., 2017; Hu et al., 2023; Nguyen et al., 2021; Ozkan & Zhou et al., 2021).

#### مشكلة الدراسة

على الرغم من الاهتمام بتحديد السمات المثلى لمجلس الإدارة وتعدد كبار المساهمين وتحديد تأثيرها على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات، إلا أن النتائج التطبيقية غير حاسمة Mixed. وقد يكون التفسير لهذا الوضع المثير للجدل هو المنهجية التي استخدمتها الدراسات السابقة (Cuadrado Ballesteros et al., 2008; Ragin, 2017). واحدة من الأساليب الأكثر استخداماً لدراسة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية أو خصائص مجلس الإدارة أو هيكل الملكية والأداء المالي للشركات هي نماذج الانحدار المتعدد، من بين نماذج أخرى مثل ANOVA أو نماذج المعادلات المتزامنة التي تختبر العلاقات المتماثلة. ويستند الواقع الذي وصفه تحليل الانحدار المتعدد إلى علاقات بسيطة وخطية وإضافية وأحادية ومتماثلة (Woodside, 2013). ومع ذلك، فإن معظم العلاقات الملحوظة في الاقتصاد تكون غير متماثلة وتتبع مسارات معقدة. يتضمن الواقع عادة أكثر من مجموعة من الشروط التي تؤدي إلى قيم عالية في حالة النتيجة (أي قيم عالية في المتغير التابع)؛ وبالتالي، يشير الواقع عادةً إلى أن أي مجموعة من الظروف لها علاقة غير متماثلة مع حالة النتيجة وليست علاقة متماثلة” (Woodside, 2013: 464).

وبالتالي من الضروري وجود طريقة بحث جديدة لتقديم نتائج صحيحة، وكما يفترض (Ragin 2008) باستخدام التحليل النوعي المقارن (QCA)، وهو أسلوب شائع بشكل متزايد في أبحاث تمويل الشركات، من الممكن تحليل التعقيد السببي الذي يميز العلاقات الاقتصادية في الشركات.

وبناءً على ذلك، فإن هدفنا هو استكشاف مجموعات وتوليفات مختلفة من مستويات الاحتفاظ بالنقدية، خصائص مجلس الإدارة، هيكل الملكية وخصائص الشركة الأخرى التي تقود الشركات إلى تحقيق مستويات عالية من الأداء المالي للشركات، بناءً على المنهجية المستخدمة. الفرضية الأساسية لهذا الإطار النظري هي أن نتيجة واحدة محددة يمكن أن تنجم عن مجموعات مختلفة من العوامل السببية (Ragin, 2000). باتباع هذه الفكرة، يمكن أن تؤدي مجموعات عديدة من خصائص مجلس الإدارة (مثل تمثيل الاناث في مجلس الادارة والحجم، والاستقلالية، ازدواجية دور العضو المنتدب)، بالإضافة إلى خصائص الشركة (مثل فرص النمو، والحجم) إلى مستوى عالٍ من الأداء المالي للشركات.

وقد تم دراسة عينة مكونة من ٦٥ شركة مصرية غير مالية مقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية للفترة ٢٠١٦-٢٠٢١. تشير نتائجنا إلى مسارات معقدة، حيث يتم تفسير الأداء المالي للشركات من خلال التفاعلات بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية، خصائص مجلس الإدارة، هيكل الملكية وخصائص الشركة الأخرى. بالإضافة إلى ذلك، تشير النتائج التي توصلنا إليها إلى أن التكوين الفردي لهذه الخصائص قد يكون كافياً، ولكنه ليس ضرورياً للتعويض بمستوى الأداء المالي للشركات (التكافؤ النهائي). لقد وجدنا أيضاً حالات عدم التماثل، نظراً لأن حالة بسيطة معينة قد تساهم في كل من المستويات العالية والمنخفضة من الأداء المالي للشركات، بالإضافة إلى عدم التماثل السببي، أي أن التكوينات المرتبطة بالنتائج العالية ليست عكس المرآة للمجموعات المرتبطة بمستويات منخفضة من الأداء المالي للشركات.

تساهم هذه الدراسة في سد الفجوة الخاصة بالدراسات السابقة التي تركز على الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات و الأداء المالي للشركات من خلال اقتراح نهج شامل. نلاحظ أن تأثير الاحتفاظ بالنقدية على الأداء المالي للشركات لا يعتمد على خصائص مجلس الادارة الفردية (مثل الحجم والاستقلالية والتنوع والازدواجية) او هيكل الملكية (مثل تعدد كبار المساهمين) ولكن على تكوينات محددة لهذه الميزات. علاوة على ذلك، فإن خصائص الشركة (مثل الحجم والنمو) تدخل أيضاً في هذه التكوينات. وفي حدود علم الباحثين، هذه محاولة مبكرة لاستخدام إطار التحليل التكويني باستخدام التحليل المقارن النوعي للمجموعات الضبابية (fsQCA) (Ragin, 2000, 2008).

في القسم الثاني، نستعرض الدراسات السابقة المتعلقة بالعلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وخصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية والأداء المالي للشركات. وفي القسم الثالث، نعرض الخلفية النظرية وتطوير الفرضيات على أساس نظرية التعقيد. وفي القسم الرابع وصفنا منهج البحث. وفي القسم الخامس والسادس على التوالي، نعرض النتائج والمناقشة والاستنتاجات الرئيسية.

## الدراسات السابقة التي تتناول الاحتفاظ النقدية والأداء المالي Cash Holding

ان الحيازات النقدية تعد احد مكونات المرونة المالية وهي تمثل عنصر هاما من عناصر أصول الشركة نظرا لكونها أكثر العناصر سيولة، حيث أوضح (Bates et al., 2009) ان الشركات علي المستوى العالمي وخاصة الشركات الامريكية تصل فيها نسب النقدية الي ما يعادل ٢٥٪ من اجمالي الأصول وان هناك زيادة في الاهتمام بالاحتفاظ بالنقدية في الآونة الاخيرة، فضلا عن ارتفاع المستويات التي تحتفظ بها الشركات والتي تمثل مبالغ كبيرة علي المستوى العالمي والتي وصلت الي ما يعادل خمسة تريليون دولار بالنسبة للنقدية التي تحتفظ بها الشركات الامريكية او ٢.٨ تريليون دولار والتي تحتفظ بها اكبر ١٠٠٠ شركة علي مستوى العالم وهو ما تم تأكيده في دراسة (Graham et al., 2015).

ووجد ان تحديد المستوى المستهدف من النقدية يتوقف على العديد من العوامل ومن أهمها فرص الاستثمار المستقبلية ومدى إمكانية الوصول الي راس المال الخارجي والذي تكون تكلفته مرتفعة نسبيا بمصادر التمويل الداخلي، حيث وجد ان الشركات التي تعاني من مشاكل كبيرة في عدم تماثل المعلومات من المرجح أن تلجا الي تكوين ركود مالي متمثل في الأرصدة النقدية نظرا لصعوبة التمويل الخارجي. وعادة ما تقوم الشركات بالمفاضلة بين فوائد الاحتفاظ بالنقدية والمتمثلة في توفير التمويل المطلوب لفرص الاستثمار المستقبلية وبين التكاليف المترتبة عليها والمتمثلة في انخفاض العائد على الأصول السائلة (Kim et al., 1998; Myers & Majluf, 1984; Tosun et al., 2022).

وفي ضوء ما سبق، قامت العديد من الدراسات ببحث مدى تأثير الاحتفاظ بالنقدية على أداء وقيمة الشركات والتي اختلفت نتائجها ما بين إيجابية وسلبية، هذا وقد استندت البحوث والدراسات لدوافع عدة، وأكدت على وجود علاقة إيجابية معنوية بين الاحتفاظ بالنقدية والاداء المالي للشركة ومنها دراسة (Yung et al 2015) و Adjei (2013) والتي جاءت نتائجهم لتؤكد على أن الشركات التي كانت تحتفظ بقدر أكبر من النقدية لم يتأثر أداءها بصورة كبيرة في فترة الأزمة المالية مقارنة بغيرها من الشركات. وبالمثل أكدت دراسة (Chang et al., 2017) على التقييم الإيجابي لسوق الأوراق المالية للشركات التي تحتفظ بقدر أكبر من النقدية، فضلا عن دراسة (Alam et al., 2022; Chang & Tang, 2021; Chowdhury et al., 2021) والتي تشير الي أن الاحتفاظ بالنقدية يرتبط إيجابيا بالأداء المالي للشركات في الفترات المستقبلية.

بينما وجدت دراسات أخرى ان هناك دافع الوكالة والذي قد يبرر العلاقة السلبية بين النقدية وأداء الشركات (Faulkender & Wang, 2006; Dittmar & Mahrt-Smith, 2007)، وهو ما قد يؤدي الي تقليل القيمة المرتبطة بالتدفقات النقدية الزائدة. حيث تم الاعتماد على فرضية التدفق النقدي الحر والذي يعطي إمكانية استغلال الإدارة لهذه التدفقات النقدية الحرة لتحقيق مصالحهم الخاصة حتى وان لم يؤد ذلك الي تعظيم ثروة واهداف المساهمين (Becher et al., 2020; Gao et al., 2013; Harford et al., 2008).

Jensen, 1986; Thakur & Kannadhasan, 2019). حيث يشير دافع الوكالة إلى أن مديري الشركات يحتفظون بكمية كبيرة من النقد للاستثمار في المشاريع التي قد تؤثر أو لا تؤثر على تقييم الشركة. ويرجع ذلك الى الحيازات النقدية الزائدة تمنح الادارة حافزاً لتحقيق المنافع على حساب المساهمين والتسبب في تشوهات لسياسات الشركة - وهو ما يسمى بفرضية التشويه Distortion Hypothesis. وبالتالي، يمثل هذا الدافع تفسير الجانب السلبي للحيازات النقدية المفرطة وهو ما اثار التساؤل عما إذا كانت الحيازات النقدية مفيدة للشركات أم لا (Zheng 2022).

مما سبق يتضح ان هناك وجهتي نظر تحدد مدى إيجابية او سلبية النتائج المترتبة على الاحتفاظ بالنقدية: وجهة النظر الأولى وتتمثل في الدوافع الاحترازية والحماية من الصدمات الفجائية وتوفير التمويل المطلوب لاستغلال فرص الاستثمار المستقبلية وخاصة في ظل صعوبة الحصول على التمويل الخارجي وهو ما قد يؤثر ايجابيا على الأداء المالي للشركات، ووجهة النظر الثانية والمتعلقة بدوافع ومشاكل الوكالة ومشاكل التدفق النقدي الحر والتي تعطي إمكانية الاستغلال غير الجيد من قبل الإدارة للنقدية المتاحة وهو ما قد يؤثر سلبا على الأداء المالي للشركات.

#### الدراسات السابقة التي تتناول حوكمة الشركات والأداء المالي

يمكن القول بان حوكمة الشركات هي مجموعة من الوسائل والأساليب أو الآليات التي يتم من خلالها من خلالها تخفيف حدة التعارض (الاختلاف) بين الأطراف المختلفة محل الاهتمام نتيجة لعلاقة الوكالة (Sinha, 2006). ولكن بصفة عامة فان هناك اتفاق بين الدراسات حول مجموعتين من الآليات لتحقيق ذلك وهي آليات داخلية وآليات خارجية (Al-Najjar & Clark, 2017; Di Giuli & Laux, 2022; Lin et al., 2023; R. Chang et al., 2022; Shleifer & Vishny, 1997). الا ان معظم الدراسات السابقة تهتم بصفة أساسية بالآليات الداخلية عند تناول حوكمة الشركات وبصفة خاصة خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية.

#### خصائص مجلس الادارة

تتمثل مسؤولية مجالس الإدارة في رقابة تصرفات وأفعال الإدارة العليا للتأكد من أن أداء الإدارة في صالح المساهمين، ومن هنا يلعب مجلس الإدارة دور حيوي وهام في تخفيف حدة مشاكل الوكالة الناتجة عن انفصال الملكية عن الإدارة، ولذلك يجب دراسة كفاءة مجلس الإدارة في أداء وظائفه من خلال تناول الخصائص التي تؤثر على هذه الكفاءة. ومن الدراسات الحديثة التي أكدت أهمية مجلس الإدارة، دراسات (Chen et al., 2023) و (Gurdgiev & Ni (2023) والتي تشبه فاعلية مجلس الإدارة بالوصفة الأساسية لعلاج مشاكل الوكالة الناتجة

عن فصل الملكية عن الإدارة في الشركات الحديثة. حيث أوضحت أن ثقة المساهمين في قدرة المجلس على الوفاء بواجباته تمثل مقياساً مهماً في نجاح أو فشل الشركات.

وعلى الرغم من تعدد الدراسات التي تتناول خصائص مجلس الإدارة، إلا أن هناك تضارب في النتائج. فقد اختلفت نتائج الدراسات حول خصائص مجلس الإدارة (حجم مجلس الإدارة، نسبة الأعضاء غير التنفيذيين، تمثيل الإناث في مجلس الإدارة وازدواجية دور العضو المنتدب) على الأداء المالي ما بين علاقة إيجابية (Adams & Ferreira, 2009; Agag & El-Ansary., 2011; Anderson et al., 2004; Bai et al., 2023; Byrd et al, 2012; Coles et al., 2008; Gill & Mathur., 2011; Hu et al., 2023; (Chikh & Filbien, 2011; Firth et al., 2014; Nguyen & Nielsen., 2010) او علاقة سلبية (Fischer & Swan., 2013; Jensen, 1993; Mak & Kusnadi., 2005; Wen et al.,2002) او عدم وجود علاقة (Bhagat & Black (2002).

### هيكل الملكية

يعد هيكل الملكية من الآليات الداخلية الهامة لحوكمة الشركات نظراً لارتباطها بشكل كبير بخصائص مجلس الإدارة، فضلاً عن كونها بديل هام في حالة ضعف حماية صغار المساهمين في النوع الأول من مشاكل الوكالة (Bian et al., 2022). ولذلك فإن هيكل الملكية يتسم بالتشتت في الدول التي تتميز بالحماية القانونية القوية للمستثمر مثل أمريكا وبريطانيا بينما يتسم هيكل الملكية بالتركز من خلال وجود كبار المساهمين في معظم دول العالم نظراً لضعف الحماية القانونية للمستثمر (La porta et al., (1998)، حيث أوضحها كلاً من Shleifer (1997) & Vishny بأن صغار المساهمين يكون لديهم حصص ملكية صغيرة في الشركات ويصعب عليهم التنسيق في الإجراءات لمنع السلوك الانتهازي للإدارة وبالتالي يعد تركيز الملكية من خلال وجود كبار المساهمين بالشركة مؤشراً جيداً للرقابة.

وعلى الرغم من تعدد أنواع المساهمين في هيكل الملكية ما بين الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، الملكية الأجنبية وملكية الدولة. وعلى الرغم من أهمية أنواع المساهمين، إلا أن الدراسات السابقة تؤكد على أهمية كبار المساهمين وتعدد **Multiple Large Shareholders**، لأن كبار المساهمين لديهم الوسائل والدوافع الكافية للتأثير على الشركات من خلال اختيار مجلس الإدارة والتصويت على القرارات الهامة مثل الاستثمار، النمو، الرافعة المالية و المكافآت الإدارية وبصفة خاصة من خلال تمثيله كعضو في مجلس إدارة الشركات مما يحقق إمكانية وصول أقرب إلى الإدارة، ومعلومات فائقة، وتأثيراً أكبر على عمليات الشركة وكذلك يمكنهم استخدام معلوماتهم الخاصة للتأثير على الإدارة وتغييره الممارسات الخاصة بالإدارة (Baig et al., 2022; Marquardt & Sanchez, 2022; Zhang & Fu, 2023).

على الجانب الاخر، فان كبار المساهمين قد يوثروا سلبا على الأداء المالي للشركات نظرًا لمعلوماتهم المتفوقة وقدرتهم على المعالجة، وبالتالي قد يكون لديهم طلب أقل على أرباح عالية الجودة وقد يفضلون شفافية أقل لحماية ميزة المعلومات الخاصة بهم. وبالتالي فان التأثير النهائي يتوقف على هاتين النظرتين المتنافستين وأي منهما سيهيمن على الاخر(Dat et al., 2023) .

#### الدراسات السابقة التي تتناول الحوكمة والاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي

في ضوء اختلاف نتائج تأثير الاحتفاظ بالنقدية على الاداء المالي للشركات، وجد ان هناك أسباب تحدد طبيعة هذه العلاقة ومنها حوكمة الشركات حيث اكدت دراسة (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007) على ان قيمة النقدية تعتمد على اليات الرقابة وحوكمة الشركات الفعالة. هذا ولم تتوصل البحوث بعد إلى تحديد ما إذا كانت جودة حوكمة الشركات لها تأثير إيجابي أو سلبي أوليس لها تأثير لها على الاحتفاظ بالنقدية (Chen & Matousek, 2020; Zhou et al., 2021; Gurdgiev & Ni, 2023).

تلعب فعالية مجلس الإدارة دورًا مهمًا في تحديد طبيعة تأثير الاحتفاظ بالنقدية على الأداء المالي للشركات. فمن ناحية، يمكن لمجلس الإدارة الفعال أن يقلل من عدم تناسق المعلومات، وبالتالي زيادة قدرة الشركة على جمع الأموال من الخارج، مما يعني وجود علاقة سلبية بين فعالية المجلس والاحتفاظ بالنقدية وبالتالي توضيح أسباب العلاقة السلبية بن الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات (Ozkan & Ozkan, 2004). وهو ما يعني ان تحسين حوكمة الشركات عن طريق تحسين خصائص مجلس الإدارة يؤدي الى تخفيض النقدية وتحسين اداء الشركات(Chen et al., 2020) .

ويمكن أن يوفر مجلس الإدارة الفعال حماية أفضل للمساهمين. لذلك، بناءً على نموذج التسلسل الهرمي في التمويل والذي يعتمد على التمويل الداخلي ثم الديون ثم الاسهم، وبالتالي يجب أن يكون المساهمون أكثر استعدادًا للسماح للإدارة بالاحتفاظ بالمزيد من النقدية، مما يجعل العلاقة بين فعالية مجلس الإدارة والاحتفاظ بالنقدية إيجابية (Gurdgiev & Ni, 2023; Qiao et al., 2022). على الرغم من ذلك، فان الشركات ذات الحوكمة الأقل فعالية تميل إلى جمع الأموال النقدية أكثر من الشركات التي تتمتع بحوكمة أكثر فعالية. حيث ان زيادة تضارب الوكالة بين الادارة وحاملي أسهم الأقليات تؤدي إلى أن يتمتع المديرون الراسخون بقدر أكبر من السلطة التقديرية للاحتفاظ بالاحتياطات النقدية وتكون القيمة الإضافية للأموال الزائدة سلبية بالنسبة للشركات (Chen et al., 2023; Kusnadi, 2011).

هذا وقد قامت دراسة (Harford et al. (2008 بتوضيح ان هناك وجهتين نظر فيما يتعلق بمشاكل الوكالة وجودة حوكمة الشركات، حيث ان الإدارة قد تسعى الى زيادة النقدية من اجل تجنب المخاطر وتوفير مزيد من حرية التصرف على حساب المساهمين اما وجهة النظر الثانية فتمثل في قيام الإدارة بإنفاق النقدية الزائدة من

اجل توسيع الشركة وبناء الإمبراطورية وهو ما يعني ان أداة الشركات التي تتسم بضعف الحوكمة تقوم بتحويل النقدية الى مشروعات تخفض من قيمة الشركة.

بالإضافة لما سبق، فان الدول النامية تتسم بتركز هياكل الملكية وضعف الحماية القانونية للمستثمرين، وهو ما يستوجب دراسة طبيعة هياكل الملكية من منظور مختلف يتمثل في معرفة طبيعة وعدد كبار المساهمين المسيطرين على الملكية وحقوق التصويت وخاصة عند دراسة العلاقة بين هيكل الملكية والاحتفاظ بالنقدية (Gupta & Bedi 2020; Liu & Xu, 2021). واعتمادا على ما سبق برزت أهمية التغلب على عيوب تركيز الملكية من خلال النظر إلى عدد كبار المساهمين، حيث وجد أن تعدد كبار المساهمين يكون أمر جيد إذا كان المساهم الثاني والثالث يستطيعوا رقابة المساهم الأول وتكون لديهم القدرة على مواجهة قرارات الاستغلال من قبل المساهم الأول. ولذلك لابد أن يكون المساهم الثاني كبير بما فيه الكفاية سواء ذاتيا أو من خلال تكوين تحالفات مع صغار المساهمين الآخرين. كما وجد أن أداء الشركات التي بها تعدد في كبار المساهمين يكون ادائها أفضل عند دراسة أهمية وجود كبار المساهمين وتأثير ذلك على احتفاظ الشركات بالنقدية (Hasan & Khoo, 2021; Laeven & Lavine, 2008; Zhang & Fu, 2023).

على الرغم من أهمية تعدد كبار المساهمين في تحسين أداء الشركة من خلال تخفيف حدة مشاكل الوكالة من النوع الثاني، فقد أشار كلاً من (Konijin et al., 2011) الى وجود علاقة سلبية بين تعدد كبار المساهمين والاداء المالي عند دراسة الاحتفاظ بالنقدية، وذلك لان الأمر يتوقف على نوعية كبار المساهمين ومدى تماثل طبيعة نشاطهم مع بعضهم البعض (Liu & Xu, 2021; Maury & Pajusta, 2005).

وفي ضوء ما سبق يلاحظ أن معظم الدراسات السابقة أكدت على وجود علاقة بين الأداء المالي للشركات كمتغير تابع وبين المتغيرات المستقلة محل الدراسة والمتمثلة في الاحتفاظ بالنقدية وآليات حوكمة الشركات الداخلية والمتمثلة في خصائص مجلس الإدارة وهي حجم مجلس الإدارة، ونسبة الأعضاء غير التنفيذيين، ونسبة تمثيل الإناث في مجلس الإدارة، وازدواجية دور العضو المنتدب، وهيكل الملكية من خلال تعدد كبار المساهمين كمتغيرات معدلة Moderator، لكن لا يوجد اتفاق بين الدراسات السابقة حول طبيعة تلك العلاقات. وهو ما يستدعي أهمية النظر في استخدام منهجية جديدة لدراسة طبيعة هذه العلاقات والتفاعلات.

واحد الأسباب التي يمكن أن تفسر النتائج غير الحاسمة للدراسات السابقة هو المنهجية المستخدمة (Amess et al., 2015). حيث يعد تحليل الانحدار المتعدد أحد الأساليب الأكثر شيوعاً التي يستخدمها الباحثون لدراسة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة. ويستند الواقع الذي وصفه تحليل الانحدار المتعدد إلى علاقات بسيطة وخطية وإضافية وأحادية ومتماثلة (Graham et al., 2019; Woodside, 2013). ومع ذلك، فإن العلاقات التي يتم ملاحظتها في العالم الحقيقي غالباً ما تكون أكثر تعقيداً مما تقترحه نماذج الانحدار. وترجع هذه العلاقات إلى السببية، والتي تعتبر معقدة من المنظور التكويني (Ragin, 2008).

## نظرية التعقيد Complexity Theory وفروض الدراسة

إن تعدد المتغيرات وتشابك العلاقات يؤدي الى افتراض ان طبيعة العلاقات بين المتغيرات لا تكون بسيطة وخطية بشكل طبيعي، بل هي معقدة، وفي بعض الأحيان غير خطية، ويمكن أن تؤدي التغيرات المفاجئة إلى نتائج ومخرجات مختلفة. تفترض المناهج القائمة على التباين أن العلاقات بين المتغيرات خطية، وإحدى طرق التغلب على ذلك هي فحص الظواهر المعقدة كمجموعات من الظروف المترابطة (Woodside, 2017). ويقدم هذا خطوة نحو الفهم الشامل والمتزامن للأنماط التي تخلفها هذه الظروف، من خلال استخدام منهج نظرية التكوين Configuration theory (Pappas & Woodside, 2021).

فمن منظور نظرية التعقيد، يمكن تصور حالات أداء الشركة على أنها مزيج من أنواع الاحتفاظ بالنقدية وخصائص الحوكمة وخصائص الشركات ذات الاهتمام بدلاً من تصنيف سماتها التي يتم التعامل معها بمعزل عن بعضها البعض كما هو الحال في أساليب الانحدار التقليدية، ومن خلال القيام بذلك، فإننا نهدف إلى تصور وتحليل التعقيد السببي الكامن وراء ظاهرة الأداء المالي للشركات.

يعتبر تبني التعقيد السببي أحد المزايا الرئيسية للتحليل الوصفي المقارن Qualitative Comparative Analysis (QCA)، حيث يكمل بهذه الطريقة النهج الموجه بالمتغير والموجه نحو الحالة. على وجه التحديد، يعتمد التحليل الوصفي المقارن على نظرية التكوين Configuration theory التي تسمح باكتشاف التعقيد السببي (Misangyi et al., 2017). تؤكد نظرية التكوين على أن السببية معقدة من حيث إنها تتميز بالسمات الثلاث المترابطة وهي عدم التماثل السببي causal asymmetry، والسببية الملتحمة conjunctural causation، والتكافؤ equifinality في النهاية.

ان الظروف السببية تكون مترابطة وتعمل معاً، حيث تعتمد اساليب التكوين على فرضية أساسية مفادها أن أنماط السمات ستظهر ميزات مختلفة وتؤدي إلى نتائج مختلفة اعتماداً على كيفية ترتيبها. تمثل الحالات مجموعات من الحالات السببية التي يمكن من خلالها تحديد مسار واحد أو أكثر لتفسير نتيجة معينة. من منظور تصميم البحث، يفتح التحليل النوعي المقارن Qualitative Comparative Analysis (QCA) إمكانية السببية الملتحمة والمساواة: تشير السببية الملتحمة إلى الظروف مجتمعة (وليس بشكل فردي) مما يؤدي إلى نتيجة معينة. تشير المساواة إلى نتيجة واحدة تنشأ عن أكثر من مسار سببي واحد (Maalouf & Hoque, 2022; N. Romero-Castro a,\*, M.A. López-Cabarcos b, 2023).

استخدام منهجية التحليل النوعي المقارن للمجموعات الضبابية (fsQCA) في دراسة تأثير الاحتفاظ بالنقدية على الأداء المالي في ضوء حوكمة الشركات.

تم استخدام أشكال مختلفة من المنهجيات والأساليب المعتمدة على طريقة المربعات الصغرى OLS لمعرفة ما إذا كانت المرونة المالية تؤثر بالإيجاب أو السلب على الأداء المالي، وكانت النتائج مختلطة (Arslan- mixed Ayaydin et al., 2014; Becher et al., 2020; Chowdhury et al., 2021; Detthamrong et al., 2017; Marchica & Mura, 2010; Tosun et al., 2022). وهناك شبه اتفاق بين الباحثين على أهمية تناول النيات حوكمة الشركات كمتغيرات معدلة Moderating Variables عند دراسة تأثير (النقدية) على الأداء المالي للشركات (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007; Chen & Matousek, 2020; Zhou et al 2021; Majeed & Yan, 2021; Tran, 2022; Tosun et al., 2022) وهو ما يستدعي أهمية مراعاة التفاعل Interaction بين متغيرات الدراسة للإجابة على الأسئلة البحثية التي تتناولها الدراسة. ولكن، وجد أيضا ان هناك اختلاف في النتائج بين الدراسات وقد يرجع ذلك الى المنهجية والأساليب الإحصائية التي تتناولها تلك الدراسات. حيث تميل الدراسات التي تتناول العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي إلى الاعتماد على التحليل الإحصائي الكمي (Geldart et al., 2010; Shannon et al. 1996)، حيث يتم تقدير مساهمة العامل السببي في النتيجة، مع الحفاظ على كل شيء آخر ثابتًا. من خلال التركيز على الأهمية النسبية للمتغيرات المتنافسة، يواجه النهج الارتباطي صعوبة في معالجة التفاعل بين مجموعات من المتغيرات combinations of variables (Maalouf & Hoque, 2022).

وبناءً على ما سبق، ظهر التساؤل عن كيفية استخدام طريقة التحليل النوعي المقارن للمجموعات الضبابية FsQCA عند دراسة تأثير الاحتفاظ بالنقدية على الأداء المالي للشركات في ضوء الحوكمة؟ ويمكن توضيح الإجابة كما يلي:

يعتمد الباحثون على منهجية التحليل النوعي المقارن للمجموعات الضبابية fsQCA لاستكشاف ودراسة جميع الأسباب المحتملة الكافية المحتملة sufficient conjunctural causations التي تؤدي إلى النتيجة المرجوة. وفقا للنظرية المنطقية logic theory، إذا ثبت أن السببية الظرفية كافية، فإنها تؤدي دائما إلى النتيجة. وبالتالي، يسمح fsQCA بالتفاعل بين العديد من الشروط الكافية co-existence حتى لو كانت تتعارض مع بعضها البعض (Thai & Wang, 2020).

وبالتالي، فإن الهدف الأساسي لمنهجية التحليل النوعي المقارن للمجموعات الضبابية (fsQCA) هو تحديد التكوينات (أي مجموعات العوامل) التي تعتبر ضرورية إلى حد كبير و/أو كافية لتوليد نتيجة معينة، بالإضافة إلى مجموعات الأحداث (أو الحالات) التي تشترك في مجموعة محددة من النتيجة. يولد fsQCA نتائج تشير إلى المفاهيم الأساسية لنظرية التعقيد (Mehran & Olya, 2020) والتي يمكن تصنيفها إلى ثلاثة أنواع: أولاً، يوضح fsQCA المتغيرات المرتبطة سببياً في تكوين واحد، ولكنها غير ذات صلة أو مرتبطة سلباً في تكوين آخر، مما يكشف عن ارتباط غير متماثل. ثانياً، تحدد تقنية fsQCA بدائل متعددة بنفس القدر من الفعالية لنفس النتيجة، مما يدل على المساواة. ثالثاً، يوضح fsQCA أن تأثير السلانف (أو السوابق) Ancedants على

حدث معين يتم تحديده من خلال كيفية اقتران (أو تكامل) السلائف (أو السوابق) بدلاً من حجم المؤشرات المستقلة نفسها في حد ذاتها، مما يشير إلى التعقيد أو السببية الملتهمة (Kumar et al., 2022). تعتمد الدراسات السابقة حول تأثيرات الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات على الأداء المالي للشركة على وجهات نظر متعارضة، والنتائج التطبيقية، التي تعتمد في الغالب على تحليل الانحدار، غير حاسمة. وذلك لان الأداء المالي للشركات هو واقع اقتصادي معقد لا يمكن تفسيره من جانب واحد بعامل واحد، ولكن من خلال التفاعل بين متغيرات متعددة. ونظرية التعقيد تستخدم أسلوب بحث استقرائي قائم على مبادئ الاقتران والتكافؤ وعدم التناسق السببي، وتشير الى أن الظروف السابقة داخل التكوين (تُعرف أيضًا باسم الوصفة) تعمل بشكل مترابط مع بعضها البعض، بدلاً من العمل بشكل منفصل أو عن طريق تفاعلات بسيطة ثنائية أو ثلاثية بين الظروف المحددة (Federo & Coutinho, 2023; García-ramos & Díaz, 2021).

وبناء عليه، وبشكل متسق مع المقترحات والمبادئ والمفاهيم الأساسية من نظرية التعقيد، تتمثل فروض الدراسة في أربعة فروض رئيسية وذلك كما يلي:

#### فروض الدراسة

- ١- الفرض الاول: بناءً على افتراض الترابط أو التعقيد **Conjunction or Complexity proposition**: لا توجد خاصية واحدة للاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات / خصائص الشركة تعتبر مؤشراً كافياً أو ضرورياً لمستوى معين من أداء الشركة، ولكن يتم تفسير الأداء من خلال الترابط بين خصائص الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات/خصائص الشركة المتعددة.
- ٢- الفرض الثاني: بناءً على اقتراح المساواة النهائية **Equifinality proposition**: قد تؤدي مجموعات مختلفة من خصائص الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات/خصائص الشركة إلى نفس المستوى من الأداء المالي للشركات.
- ٣- الفرض الثالث: بناءً على افتراض عدم التماثل **Asymmetry proposition**: يمكن لخصائص الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات/خصائص الشركة أن تساهم في كل من المستويات العالية والمنخفضة للأداء المالي للشركات، بل وقد تكون غير مرتبطة بأداء الشركة.
- ٤- الفرض الرابع: بناءً على افتراض عدم التماثل السببي **Causal asymmetry proposition**: مجموعات خصائص الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات/خصائص الشركة التي تؤدي إلى مستويات عالية من أداء الشركة ليست مرآة معاكسة لتلك المجموعات التي تؤدي إلى مستويات منخفضة من الأداء المالي للشركات.

منهجية الدراسة:

مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية. بينما تتكون عينة الدراسة من الشركات المكونة لمؤشر EGX 100 في البورصة المصرية، وذلك بعد استبعاد الشركات التي تنتمي لكلاً من قطاعي البنوك والخدمات المالية، وكذلك بعد استبعاد الشركات التي لا تتوفر عنها بيانات. ومن ثم فإن العينة النهائية ٣٩٠ مشاهدة تغطي ٦٥ شركة غير مالية للفترة ٢٠١٦-٢٠٢١. والشركات المتضمنة في العينة من مصر وتعمل في قطاعات مختلفة، ويشمل ذلك على وجه التحديد الشركات العاملة في قطاعات المواد، والتقديرات الاستهلاكية، والسلع الاستهلاكية الأساسية، والرعاية الصحية، والطاقة، والصناعة، وتكنولوجيا المعلومات، والمرافق العامة، من بين أمور أخرى. تم استبعاد الشركات المالية بسبب اختلاف خصائص أسهمها ولأنها لا يمكن مقارنتها بالشركات غير المالية. تم الحصول على بيانات الدراسة من مصدرين: (١) تم الحصول على البيانات المالية من القوائم المالية من قاعدة بيانات Reuters و (٢) تم الحصول على المعلومات المتعلقة بالملكية وخصائص مجلس الإدارة من تقارير الإفصاح المنشورة على موقع البورصة المصرية. متغيرات الدراسة

يتمثل المتغير التابع في الأداء المالي للشركات في القيمة السوقية للشركة Tobin's Q وهي تساوي إجمالي القيمة السوقية للأسهم العادية والقيمة الدفترية للديون مقسوماً على إجمالي أصول الشركة (حيث أن: القيمة السوقية للأسهم العادية تساوي عدد الأسهم العادية للشركة مضروبة في سعر السهم في سوق الأوراق المالية، أما القيمة الدفترية للديون فتساوي القيمة الدفترية للخصوم المتداولة و القيمة الدفترية للخصوم طويلة الأجل)، بينما يتمثل المتغير المستقل في الاحتفاظ بالنقدية والذي يقاس من خلال قسمة النقدية وما يكافئها على إجمالي الأصول (Chen et al., 2023; Dat et al., 2023; Zheng, 2022).

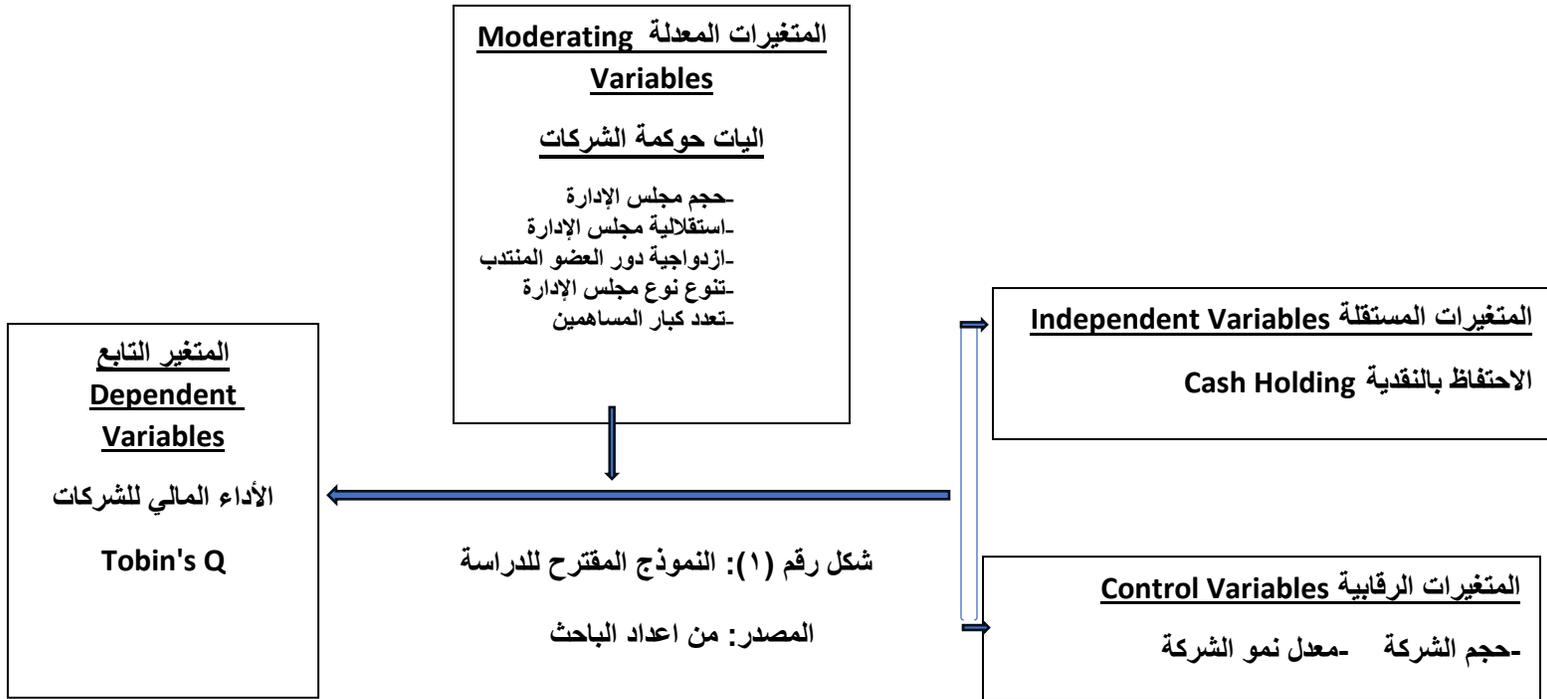
وبالنسبة لمتغيرات الحوكمة فتم قياس حجم مجلس الإدارة من خلال عدد أعضاء مجلس الإدارة، والاستقلالية عن طريق حساب عدد الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة إلى إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة، ويتم قياس تنوع نوع أعضاء مجلس الإدارة عن طريق حساب عدد الأعضاء الإناث في مجلس الإدارة إلى إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة. وتقاس ازدواجية دور العضو المنتدب عن طريق استخدام متغير وهمي يأخذ القيمة واحد في حالة قيام شخص واحد بالجمع بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، ويأخذ القيمة صفر في حالة عدم الجمع بين الوظيفتين (Chen et al., 2023; Gurdgiev & Ni, 2023; Hu et al., 2023; Jiang et al., 2022; Zhang & Fu, 2023). ويقاس تعدد كبار المساهمين عن طريق متغير وهمي يساوي الواحد الصحيح لسنة الشركة إذا كان لدى الشركة أكثر من مساهم، وكل مساهم له ملكية ( $< 10\%$  من الأسهم القائمة)

في تلك الشركة. ويساوى الصفر إذا كان بخلاف ذلك (Dat et al., 2023; Jiang et al., 2022; Zhang & Fu, 2023).

بينما تقاس فرص نمو الشركات من خلال التغيير في المبيعات، وحجم الشركة من خلال اخذ اللوغاريتم لإجمالي الأصول وذلك كمتغيرات رقابية (Chen et al., 2023; Jiang et al., 2022).

## نموذج الدراسة

يوضح الشكل التالي رقم (1) النموذج المقترح للدراسة:



يوضح الشكل السابق رقم (1) النموذج المقترح للدراسة حيث يمثل الاحتفاظ بالنقدية المتغير المستقل، بينما يمثل الأداء المالي المتغير التابع. اما حوكمة الشركات (حجم مجلس الإدارة - تنوع نوع أعضاء مجلس الإدارة - ازدواجية دور العضو المنتدب - استقلالية مجلس الإدارة - تعدد كبار المساهمين) فهي المتغير المعدل Moderator والذي قد يؤدي الى تغيير العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع سواء من حيث نوعها واتجاهها وقوتها، وكذلك يشتمل النموذج المقترح للدراسة على متغيرين رقابين Control Variables وهما حجم الشركة ومعدل نمو الشركة للمساعدة في تفسير العلاقة بين المتغير المستقل والتابع.

منهجية التحليل الإحصائي المستخدمة:

ولأغراض التحليل الإحصائي واختبار فروض الدراسة، وباستخدام البرامج الإحصائية (SPSS, fsQCA)،

سوف يتم اتباع الخطوات التالية لإجراء التحليل النوعي المقارن باستخدام fsQCA، وذلك كما يلي:

(١) معايرة البيانات Data Calibration (أي تحويل المتغيرات إلى مجموعات ضبابية Fuzzy sets): يستخدم FsQCA مقاييس معايرة calibrated measures، حيث يتم تحويل البيانات إلى نطاق [٠، ١]. المعايرة شائعة في العلوم الطبيعية، ولكن ليس كثيرًا في العلوم الاجتماعية ويمكن استخدامها لإرضاء الباحثين النوعيين في تفسير التباين ذي الصلة وغير ذي الصلة وكذلك الباحثين الكمييين في تحديد الحالات بدقة بالنسبة لبعضها البعض.

(٢) تحديد الحلول المتعددة Obtaining the configurations/solutions : من خلال استخدام التحليل التكويني configurational analysis، لا يهدف منهجية التحليل النوعي المقارن للمجموعات الضبابية (FsQCA) لقياس المساهمة الفريدة لكل متغير في البيانات الإجمالية المرصودة؛ بدلاً من ذلك، هدفها هو تحديد الحلول المعقدة ومجموعات المتغيرات المستقلة.

(٣) تفسير النتائج.

### التحليل والنتائج

#### أولاً: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

يعرض الجدول رقم (١) الإحصائيات الوصفية لجميع المتغيرات التي تم تحليلها للفترة ٢٠١٦-٢٠٢١. ومن الجدير بالذكر أن Tobin's Q يوضح متوسط قيمة 2.240، بمدى يتراوح من 383. إلى 46.935، مع انحراف معياري مرتفع قدره 4.159. بينما بلغ متوسط معدل الاحتفاظ بالنقدية وما يكافئها 14.4% بانحراف معيار قدره 15.6%. وتشير القيم المتوسطة لخصائص مجلس الإدارة إلى أن متوسط نسبة تمثيل الاناث في مجالس الإدارة (Gend) يمثل 11.3% بانحراف معيار قدره 12%، وأن متوسط حجم مجلس الإدارة (Bsize) يضم من 8 الى 9 أعضاء بانحراف معيار قدره 2.675. بالإضافة إلى ذلك، تتكون مجالس الإدارة من مديرين مستقلين بنسبة 74.3% في المتوسط بانحراف معيار قدره 16%، في حين أن ازدواجية دور العضو المنتدب (Dul) موجود في حوالي 46.7% من الحالات في المتوسط بانحراف معيار قدره 50%، بينما يبلغ متوسط وجود تعدد كبار المساهمين في عينة الدراسة 55.6% بانحراف معيار قدره 0.497.

متوسط قيم خصائص الشركة هو كما يلي: معدل نمو الشركة (Growth) تبلغ حوالي 10.3%، ويبلغ متوسط لوغاريتم حجم الشركة (Fsize) 9.45. وبلغ الانحراف المعياري لكلا منهما على الترتيب 0.269 و 0.713.

	N	Mini	Maxi	Mean	Std. Deviation	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. TQ	390	0.383	46.935	2.24	4.159	1								
2. Cash	390	0	0.757	0.144	0.156	0.056	1							
3. Bsize	390	4	17	8.633	2.675	-.127*	0.021	1						
4. Gend	390	0	0.5	0.116	0.12	-0.074	-0.043	.131**	1					
5. Dul	390	0	1	0.467	0.5	0.093	.153**	.171**	0.091	1				
6. Indep	390	0.25	1	0.743	0.16	-.210**	-0.055	.347**	.163**	0.03	1			
7. Multi	390	0	1	0.556	0.497	0.012	-0.064	.225**	.147**	.183**	0.023	1		
8. Growth	390	-1.053	1.912	0.103	0.269	0.024	0.031	0.049	0.037	-0.011	-0.046	0.048	1	
9. F-size	390	7.305	11.143	9.453	0.713	-.141**	-0.022	.349**	-0.092	-0.081	0.02	0.055	0.029	1

### جدول رقم (١): الإحصائيات الوصفية ومعاملات الارتباط لجميع المتغيرات (المتغير التابع TQ)

\*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المصدر: من اعداد الباحث

كما يعرض الجدول رقم (١) الارتباطات ثنائية المتغير للمتغيرات قيد التحليل للفترة ٢٠١٦-٢٠٢١. من ناحية، يرتبط Tobin's Q بشكل كبير بالمتغيرات الأخرى. ومع ذلك، بما أن جميع معاملات الارتباط صغيرة، فقد تم اقتراح علاقات غير متماثلة (Woodside, 2013). حيث انها جميعا اقل من ٠.٤ (Wu et al., 2014). كما تشير نتائج الارتباطات الثنائية بين المتغيرات المعروضة في الجدول رقم (١) إلى علاقات مهمة بين الاحتفاظ بالنقدية ومختلف سمات مجلس الإدارة وهيكل الملكية وخصائص الشركات. ومع ذلك، فإن هذه الارتباطات أقل من ٠.٤، مما يشير إلى علاقات غير متماثلة (Woodside, 2013). يشير هذا إلى أن كل متغير يقيس سمة فريدة ومستقلة (Wu et al., 2014)، مما يتجنب مشكلات التعددية الخطية في الاختبارات المتماثلة التقليدية.

### ثانياً: الحالات المتعارضة Correlations and contrarian cases

لقد أجرينا تحليل حالة متناقضة لتحديد الحالات التي تظهر علاقات معاكسة لما يوجد عادةً في الدراسات السابقة (Woodside, 2014) وهو شائع في العينات الكبيرة. (Hsiao et al., 2015) لاستكشاف العلاقات بين المتغيرات في هذه الدراسة، قمنا بتقسيم العينة إلى شرائح خماسية وقمنا بإجراء جداول متقاطعة، مما أدى إلى إنشاء جداول ٥ × ٥ (الجدول رقم ٢) لكل حالة سابقة (الاحتفاظ بالنقدية وسمات الحوكمة وخصائص الشركات) مع متغير الأداء المالي للشركات، مما يمكننا من قياس ارتباطهم (Pappas & Woodside, 2021).

حيث تم تقسيم الأداء المالي الى خمس مستويات، كما تم تقسيم باقي متغيرات الدراسة (الاحتفاظ بالنقدية - حجم مجلس الإدارة - تنوع نوع أعضاء مجلس الإدارة - ازدواجية دور العضو المنتدب - استقلالية مجلس الإدارة - تعدد كبار المساهمين - فرص النمو - حجم الشركة) الى خمس مستويات، بحيث يكون (1,2) تشير الى المستوى

المنخفض بينما (4,5) تشير الى المستوى المرتفع، والمستوى (3) يشير الى المستوى المتوسط سواء للأداء المالي او مستوى الاحتفاظ بالنقدية او باقي متغيرات الدراسة.

أكد التحليل وجود حالات متعارضة، كما هو موضح في الجدول رقم (٢). على سبيل المثال، على الرغم من الأدلة السائدة على وجود علاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية وما يكافئها والأداء المالي للشركات (Alam et al., 2021; Chang et al., 2017; Wu et al., 2022)، فقد وجدنا حالات حققت فيها الشركات ذات النقدية المنخفضة أداء مالي مرتفع. على وجه التحديد، من بين إجمالي ٣٩٠ حالة، أظهرت ٤٩ حالة ذات مستويات نقدية منخفضة (الصف ١ و ٢) مستويات عالية من الأداء المالي للشركات (العمودين ٤ و ٥). وعلى العكس من ذلك، أظهرت الشركات التي تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية (الصف ٤ و ٥) مستويات منخفضة من الأداء المالي للشركات (العمودين ١ و ٢) لعدد حالات ٤٨ حالة. يتماشى هذا مع الأدلة غير الحاسمة في الدراسات السابقة الخاصة بتأثير الاحتفاظ بالنقدية على الأداء المالي للشركات (Becher et al., 2020; Dittmar & Mahrt-Smith, 2007; Faulkender & Wang, 2006). وهو ما تم تأكيده عند قياس علاقة باقي المتغيرات مع الأداء المالي.

جدول رقم (٢): العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات

	Percentile Group of TQ					Total
	1	2	3	4	5	
1	23	12	14	21	8	78
	29.49%	15.38%	17.95%	26.92%	10.26%	100.00%
2	19	18	21	12	8	78
	24.36%	23.08%	26.92%	15.38%	10.26%	100.00%
3	13	23	18	9	15	78
	16.67%	29.49%	23.08%	11.54%	19.23%	100.00%
4	11	17	15	17	18	78
	14.10%	21.79%	19.23%	21.79%	23.08%	100.00%
5	12	8	10	19	29	78
	15.38%	10.26%	12.82%	24.36%	37.18%	100.00%
Total	78	78	78	78	78	390
	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	100.00%

المصدر: من اعداد الباحث

وفيما يلي الجداول ارقام (٣، ٤، ٥، ٦، ٧، ٨، ٩) التي توضح العلاقة بين باقي متغيرات النموذج المستقلة والمعدلة والرقابية (٧ متغيرات) مع الأداء المالي للشركات.

جدول رقم (٣): العلاقة بين حجم مجلس الإدارة والأداء المالي للشركات

	Percentile Group of TQ					Total
	1	2	3	4	5	
1	11	18	20	12	14	75
	14.67%	24.00%	26.67%	16.00%	18.67%	100.00%
2	10	16	13	18	16	73
Percentile Group of Bsize Observations (Percentage)	13.70%	21.92%	17.81%	24.66%	21.92%	100.00%
3	10	7	13	9	15	54
	18.52%	12.96%	24.07%	16.67%	27.78%	100.00%
4	18	23	21	23	20	105
	17.14%	21.90%	20.00%	21.90%	19.05%	100.00%
5	29	14	11	16	13	83
	34.94%	16.87%	13.25%	19.28%	15.66%	100.00%
Total	78	78	78	78	78	390
	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	100.00%

المصدر: من اعداد الباحث

جدول رقم (٤): العلاقة بين تنوع نوع أعضاء مجلس الإدارة والأداء المالي للشركات

	Percentile Group of TQ					Total
	1	2	3	4	5	
1	25	30	34	32	30	151
	16.56%	19.87%	22.52%	21.19%	19.87%	100.00%
3	19	15	17	18	18	87
Percentile Group of Gend Observations (Percentage)	21.84%	17.24%	19.54%	20.69%	20.69%	100.00%
4	18	21	12	12	12	75
	24.00%	28.00%	16.00%	16.00%	16.00%	100.00%
5	16	12	15	16	18	77
	20.78%	15.58%	19.48%	20.78%	23.38%	100.00%
Total	78	78	78	78	78	390
	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	100.00%

المصدر: من اعداد الباحث

جدول رقم (٥): العلاقة بين ازدواجية دور العضو المنتدب والأداء المالي للشركات

		Percentile Group of TQ					Total
		1	2	3	4	5	
Percentile Group of Dul Observations (Percentage)	2	46 22.12%	48 23.08%	36 17.31%	47 22.60%	31 14.90%	208 100.00%
	4	32 17.58%	30 16.48%	42 23.08%	31 17.03%	47 25.82%	182 100.00%
Total		78	78	78	78	78	390
		20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	100.00%

المصدر: من اعداد الباحث

جدول رقم (٦): العلاقة بين استقلالية مجلس الادارة والأداء المالي للشركات

		Percentile Group of TQ					Total
		1	2	3	4	5	
Percentile Group of Indep Observations (Percentage)	1	8 10.53%	18 23.68%	13 17.11%	13 17.11%	24 31.58%	76 100.00%
	2	16 21.05%	18 23.68%	18 23.68%	11 14.47%	13 17.11%	76 100.00%
	3	12 14.12%	19 22.35%	17 20.00%	21 24.71%	16 18.82%	85 100.00%
	4	21 31.82%	7 10.61%	13 19.70%	15 22.73%	10 15.15%	66 100.00%
	5	21 24.14%	16 18.39%	17 19.54%	18 20.69%	15 17.24%	87 100.00%
Total		78	78	78	78	78	390
		20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	100.00%

المصدر: من اعداد الباحث

جدول رقم (٧): العلاقة بين تعدد كبار المساهمين والأداء المالي للشركات

		Percentile Group of TQ					Total
		1	2	3	4	5	
Percentile Group of Multi Observations (Percentage)	2	33 19.08%	37 21.39%	27 15.61%	31 17.92%	45 26.01%	173 100.00%
	4	45 20.74%	41 18.89%	51 23.50%	47 21.66%	33 15.21%	217 100.00%
Total		78	78	78	78	78	390
		20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	100.00%

المصدر: من اعداد الباحث

جدول رقم (٨): العلاقة بين فرص النمو والأداء المالي للشركات

	Percentile Group of TQ					Total
	1	2	3	4	5	
1	17	19	16	15	11	78
Percentile	21.79%	24.36%	20.51%	19.23%	14.10%	100.00%
Group of	24	19	16	8	11	78
Growth	30.77%	24.36%	20.51%	10.26%	14.10%	100.00%
Observations	17	16	17	15	13	78
(Percentage)	21.79%	20.51%	21.79%	19.23%	16.67%	100.00%
4	12	11	16	18	21	78
5	15.38%	14.10%	20.51%	23.08%	26.92%	100.00%
	8	13	13	22	22	78
	10.26%	16.67%	16.67%	28.21%	28.21%	100.00%
Total	78	78	78	78	78	390
	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	100.00%

المصدر: من اعداد الباحث

جدول رقم (٩): العلاقة بين حجم الشركة والأداء المالي للشركات

	Percentile Group of TQ					Total
	1	2	3	4	5	
1	14	13	22	15	14	78
Percentile	17.95%	16.67%	28.21%	19.23%	17.95%	100.00%
Group of	9	17	17	19	16	78
Fsize	11.54%	21.79%	21.79%	24.36%	20.51%	100.00%
Observations	30	9	9	11	19	78
(Percentage)	38.46%	11.54%	11.54%	14.10%	24.36%	100.00%
4	9	8	10	24	27	78
5	11.54%	10.26%	12.82%	30.77%	34.62%	100.00%
	16	31	20	9	2	78
	20.51%	39.74%	25.64%	11.54%	2.56%	100.00%
Total	78	78	78	78	78	390
	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	100.00%

المصدر: من اعداد الباحث

أكدت الجداول (من ٣ - ٩) على الحالات المتعارضة بالنسبة لكل متغير من متغيرات الدراسة على النحو التالي:  
 بالنسبة لحجم مجلس الإدارة، وجد عدد حالات (٦٠) حجم مجلس إدارة منخفض مع أداء مرتفع، وفي نفس الوقت وجد عدد حالات (٨٤) مجلس إدارة مرتفع مع أداء منخفض.  
 بالنسبة لتنوع نوع أعضاء مجلس الإدارة، وجد عدد حالات (٦٢) لتنوع نوع أعضاء مجلس الإدارة منخفض مع أداء مرتفع، وفي نفس الوقت وجد عدد حالات (٦٧) لتنوع نوع أعضاء مجلس الإدارة مرتفع مع أداء منخفض.  
 بالنسبة لازدواجية دور العضو المنتدب وجد عدد حالات (٧٨) لا يوجد بها ازدواجية دور العضو المنتدب مع أداء مرتفع، وفي نفس الوقت وجد عدد حالات (٦٢) لازدواجية دور العضو المنتدب مع أداء منخفض.  
 بالنسبة لاستقلالية مجلس الإدارة، وجد عدد حالات (٦١) ذات استقلالية مجلس إدارة منخفضة مع أداء مرتفع، وفي نفس الوقت وجد عدد حالات (٦٥) ذات استقلالية مجلس إدارة مرتفعة مع أداء منخفض.

بالنسبة لتعدد كبار المساهمين، وجد عدد حالات (٧٦) لتعدد كبار المساهمين منخفض مع أداء مرتفع، وفي نفس الوقت وجد عدد حالات (٨٦) لتعدد كبار المساهمين مرتفع مع أداء منخفض.

بالنسبة لفرص النمو، وجد عدد حالات (٤٥) ذات فرص النمو منخفض مع أداء مرتفع، وفي نفس الوقت وجد عدد حالات (٤٤) ذات فرص النمو مرتفع مع أداء منخفض.

بالنسبة لحجم الشركة، وجد عدد حالات (٦٤) حجم الشركة منخفض مع أداء مرتفع، وفي نفس الوقت وجد عدد حالات (٦٤) حجم شركة مرتفع مع أداء منخفض.

تثبت هذه الحالات المتعارضة قصور المنهجية التقليدية لتحليل الانحدار الذي يحرص العلاقة بين المتغير المستقل والتابع في اتجاه واحد فقط والتعامل مع كل متغير بشكل فردي متجاهلاً باقي المتغيرات ، حيث اشارت النتائج السابقة الى ان العلاقة بين المتغير المستقل وهو الاحتفاظ بالنقدية تختلف مع المتغير التابع (الأداء المالي) حسب نمط وشكل باقي المتغيرات المعدلة والرقابية ، فالمتغير المستقل قد يؤثر إيجابيا على المتغير التابع في ظل مواصفات (خصائص) معينة لباقي المتغيرات المعدلة والرقابية، وهو نفسه يؤثر سلبا على المتغير التابع اذا تغيرت مواصفات المتغيرات المعدلة والرقابية ، وبما ينفي الفكرة الاصلية لأسلوب الانحدار الذي يحرص العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع في اتجاه وحيد فقط متجاهلاً دور واهمية التفاعل التوافقي بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات المعدلة والرقابية والتي تغير شكل ونوع العلاقة بتغير نوع التفاعل فيما بينهما.

ونخلص مما سبق ان هذه الحالات المتعارضة تتحدى جوهر المنهجية التقليدية القائمة على تحليل الانحدار وتسلب الضوء على مدى تعقيد العلاقات بين المتغيرات التي يتم دراستها. تؤكد هذه النتائج على ضرورة النظر في العوامل السياقية المختلفة عند تحليل تأثير الاحتفاظ بالنقدية وخصائص حوكمة الشركات (مجلس الإدارة وهيكل الملكية) وخصائص الشركة (حجم الشركة ومعدل النمو) على الأداء المالي للشركات (Tobin's Q) في البيئة المصرية.

ثالثاً: اختبار الفروض

١/٣ : اختبار ضرورة المتغيرات

نقوم أولاً بإجراء تحليل الشروط اللازمة لتحقيق النتيجة (الأداء المالي للشركات). يوضح الجدول رقم (10) قيم الاتساق والتغطية لجميع الشروط السابقة (الاحتفاظ بالنقدية وخصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية وخصائص الشركة)

من حيث المساهمة في تحقيق المستويات المرتفعة والمنخفضة من الأداء المالي للشركات.

## جدول رقم (١٠): تحليل ضرورية المتغيرات

### Analysis of Necessary Conditions

#### Outcome variable: QZ

المستوى المرتفع من الأداء المالي

Conditions tested:

	Consistency	Coverage
CashZ	0.6943	0.6644
~CashZ	0.6684	0.5368
BsizeZ	0.6693	0.5765
~BsizeZ	0.6989	0.6189
GendZ	0.5628	0.5892
~GendZ	0.7454	0.5584
IndepZ	0.6780	0.5510
~IndepZ	0.6628	0.6255
Dul	0.5103	0.4775
~Dul	0.4897	0.4009
Multi	0.5411	0.4247
~Multi	0.4589	0.4517
GrowthZ	0.7293	0.6631
~GrowthZ	0.6723	0.5648
FsizeZ	0.6624	0.5753
~FsizeZ	0.7057	0.6197

### Analysis of Necessary Conditions

#### Outcome variable: ~QZ

المستوى المنخفض من الأداء المالي

Conditions tested:

	Consistency	Coverage
CashZ	0.5530	0.6827
~CashZ	0.7282	0.7545
BsizeZ	0.6665	0.7406
~BsizeZ	0.6189	0.7071
GendZ	0.5430	0.7334
~GendZ	0.6958	0.6725
IndepZ	0.6924	0.7260
~IndepZ	0.5718	0.6961
Dul	0.4328	0.5225
~Dul	0.5672	0.5991
Multi	0.5682	0.5753
~Multi	0.4318	0.5483
GrowthZ	0.5985	0.7020
~GrowthZ	0.7128	0.7726
FsizeZ	0.6643	0.7444
~FsizeZ	0.6210	0.7035

المصدر: من اعداد الباحث

من الجدول السابق نستنتج انه لا يعد أي من المتغيرات شرطاً ضرورياً لتحقيق مستويات عالية او منخفضة من الأداء المالي للشركات، لأن جميع قيم الاتساق Consistency أقل من ٠.٧٤، حيث اشارت الدراسات السابقة الى انه حتى يصبح متغير بعينه ضروري لتحقيق مستوى معين من الأداء فلا بد ان يبلغ قيمة الاتساق له ٠.٧٤ فأكثر، وهو ما لم يتحقق لمتغيرات الدراسة حيث ان جميعها اقل من ٠.٧٤، أي انه لا يوجد أي من هذه المتغيرات ضرورياً لتحقيق مستوى معين من الأداء (Ragin, 2008).

### ٢/٣: تحليل الكفاية

يبين الجدول رقم (١١) درجات الاتساق Consistency والتغطية Coverage لجميع المتغيرات (النقدية وخصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية وخصائص الشركة) التي تتنبأ بمستويات عالية من الأداء المالي للشركات. وكما تشير النتائج الواردة في الجدول رقم (١١)، لا يوجد خاصية بعينها من النقدية، او مجلس إدارة، او هيكل ملكية، أو سمة من سمات الشركات بمفردها تفسر المستويات المرتفعة للأداء المالي للشركة. بل على

العكس من ذلك، يمكن تحقيق نفس المستوى من الأداء المالي للشركة من خلال مجموعات مختلفة من سمات النقدية وخصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية وخصائص الشركات.

جدول رقم (١١): تكوينات الاحتفاظ بالنقدية وخصائص الحوكمة وخصائص الشركات التي تتنبأ بالمستويات المرتفعة High من الأداء المالي للشركات (المتغير التابع Q)

Configuration	cash	B size	Gend	Indep	Dual	Mult	Growth	Fsize	Raw coverage	Unique coverage	Consistency
1	~CashZ	~BsizeZ	_	~IndepZ	~Dul	_	~GrowthZ	~FsizeZ	0.186682	0.0180281	0.829377
2	CashZ	~BsizeZ	GendZ	~IndepZ	_	~Multi	_	~FsizeZ	0.095367	0.00499165	0.7704
3	~CashZ	_	~GendZ	_	~Dul	Multi	~GrowthZ	FsizeZ	0.111751	0.0015856	0.744523
4	~CashZ	_	~GendZ	~IndepZ	~Dul	Multi	_	FsizeZ	0.117153	0.0052852	0.755682
5	~CashZ	~BsizeZ	~GendZ	~IndepZ	_	Multi	_	FsizeZ	0.188678	0.00822133	0.845304
6	~CashZ	~BsizeZ	GendZ	_	_	Multi	GrowthZ	~FsizeZ	0.165013	0.0100418	0.798296
7	CashZ	~BsizeZ	~GendZ	~IndepZ	Dul	_	_	FsizeZ	0.141406	0.0151506	0.846397
8	CashZ	BsizeZ	_	~IndepZ	~Dul	Multi	_	FsizeZ	0.087909	0.00546145	0.706132
9	_	BsizeZ	~GendZ	IndepZ	_	Multi	~GrowthZ	FsizeZ	0.19966	0.00223166	0.817111
10	CashZ	BsizeZ	~GendZ	~IndepZ	_	_	GrowthZ	FsizeZ	0.257208	0.00610733	0.860173
11	~CashZ	~BsizeZ	GendZ	_	~Dul	~Multi	~GrowthZ	~FsizeZ	0.082917	0.00880849	0.79148
12	~CashZ	~BsizeZ	~GendZ	_	~Dul	~Multi	GrowthZ	~FsizeZ	0.088731	0.00563759	0.739961
13	CashZ	~BsizeZ	~GendZ	IndepZ	~Dul	_	~GrowthZ	~FsizeZ	0.133185	0.0109813	0.821739
14	_	~BsizeZ	~GendZ	IndepZ	Dul	~Multi	~GrowthZ	~FsizeZ	0.059898	0.00522643	0.860759
15	_	~BsizeZ	~GendZ	~IndepZ	Dul	~Multi	GrowthZ	~FsizeZ	0.057843	0.00939578	0.908672
16	~CashZ	BsizeZ	~GendZ	~IndepZ	Dul	_	~GrowthZ	FsizeZ	0.116625	0.00276011	0.851629
17	~CashZ	~BsizeZ	GendZ	~IndepZ	Dul	~Multi	_	FsizeZ	0.041694	0.00980687	0.939153
18	CashZ	BsizeZ	~GendZ	IndepZ	Dul	_	~GrowthZ	~FsizeZ	0.153679	0.0140936	0.908681
19	~CashZ	~BsizeZ	GendZ	IndepZ	~Dul	Multi	GrowthZ	_	0.068883	0.00281882	0.783044
20	CashZ	~BsizeZ	GendZ	IndepZ	~Dul	~Multi	_	FsizeZ	0.085443	0.00234902	0.789046
21	CashZ	BsizeZ	~GendZ	~IndepZ	Dul	Multi	GrowthZ	_	0.087733	0.00105709	0.958922
22	CashZ	BsizeZ	_	~IndepZ	Dul	~Multi	GrowthZ	FsizeZ	0.044454	0.00146818	0.824619
23	CashZ	BsizeZ	~GendZ	IndepZ	Dul	Multi	_	FsizeZ	0.128898	0.0226673	0.912302
24	~CashZ	BsizeZ	~GendZ	IndepZ	Dul	~Multi	GrowthZ	~FsizeZ	0.051912	0.00869113	0.977876
25	~CashZ	BsizeZ	~GendZ	IndepZ	~Dul	Multi	GrowthZ	~FsizeZ	0.079805	0.00375843	0.811343
26	CashZ	BsizeZ	GendZ	IndepZ	Dul	Multi	GrowthZ	~FsizeZ	0.092313	0.00557882	0.77668
27	CashZ	~BsizeZ	GendZ	~IndepZ	~Dul	~Multi	~GrowthZ	_	0.076986	0	0.792145
28	CashZ	~BsizeZ	GendZ	_	~Dul	~Multi	~GrowthZ	FsizeZ	0.086852	5.88E-05	0.747348
29	CashZ	~BsizeZ	GendZ	~IndepZ	Dul	_	GrowthZ	~FsizeZ	0.096072	0	0.933791
30	_	~BsizeZ	GendZ	~IndepZ	Dul	Multi	GrowthZ	~FsizeZ	0.084033	0.00287759	0.919666

solution coverage: 0.760409

solution consistency: 0.709185

المصدر: من اعداد الباحث

لا تؤثر -

تؤثر سلبيًا ~

تؤثر إيجابيًا بدون إشارة

يوضح الجدول السابق رقم (١١) ان هناك ٣٠ تكويناً مختلف من خصائص الاحتفاظ بالنقدية والحوكمة وخصائص الشركات ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالمستويات المرتفعة من أداء الشركة ولديها صلاحية مناسبة **validity** حيث بلغت في الجدول رقم (١١) قيم تغطية الحل **solution coverage** ٠.٧٦، وقيم اتساق الحل هو **solution consistency** ٠.٧١ لتكون مفيدة (Woodside, 2013). وفي كل تكوين، هناك متغيرات تساهم بشكل إيجابي في مستويات عالية من الأداء المالي للشركة ومتغيرات تساهم بشكل سلبي (~) في مستويات عالية من الأداء المالي للشركة. علي سبيل المثال، فيما يتعلق بالتكوين العاشر في الجدول رقم (11) (نسبة النقدية\*حجم مجلس الإدارة \* ~ تمثيل الاناث في مجلس الادارة \* ~ استقلال مجلس الإدارة \* فرص النمو \* حجم الشركة)، فإنه يشير إلى أن الشركات كبيرة الحجم ولديها معدل نمو مرتفع وتحتفظ بنسبة نقدية مرتفعة، مع مجالس إدارة كبيرة الحجم، ويكون لديها تمثيل الاناث في مجلس الإدارة منخفض وتكون نسبة استقلالية مجلس الإدارة بها منخفضة فإنها تحقق مستوى مرتفع من الأداء المالي للشركات. مؤشر الاتساق لهذا التكوين هو ٠.٨٦ ومؤشر التغطية الفريد الخاص به هو ٠.٠٠٠٦.

ووفقاً للنتائج التي تم التوصل إليها، فإن تأثير كلا من الاحتفاظ بالنقدية وخصائص الحوكمة/الشركة على الأداء المالي للشركات يكون إيجابياً أحياناً، وسلبياً أحياناً، وأحياناً غير موجود. ولذلك، فإن كل صفة فردية في الاحتفاظ بالنقدية وخصائص الحوكمة /الشركة قد يكون لها تأثير إيجابي على الأداء المالي للشركة، أو تأثير سلبي، أو غير مؤثر.

### ٣/٣: النسب المئوية للتكوينات

يلخص الجدول رقم (١٢) النسب المئوية للتكوينات التي توجد بها كل خاصية من خصائص مجلس الإدارة. ويمكن ملاحظة أن أيًا من متغيرات الدراسة لا يظهر في إجمالي المجموعات الـ ٣٠، لذلك لا يوجد أي شرط ضروري لمستويات مرتفعة من الأداء المالي للشركات.

جدول رقم (١٢): ملخص نتائج الاحتفاظ بالنقدية وخصائص الحوكمة وخصائص الشركات التي تتنبأ بالمستويات المرتفعة من الأداء المالي للشركات

Q	Positively		Negatively		Total	
Cash	14/30	46.67%	12/30	40.00%	26/30	86.67%
B size	11/30	36.67%	17/30	56.67%	28/30	93.33%
Gend	11/30	36.67%	16/30	53.33%	27/30	90.00%
Indep	10/30	33.33%	15/30	50.00%	25/30	83.33%
Duality	13/30	43.33%	12/30	40.00%	25/30	83.33%
Multi	12/30	40.00%	11/30	36.67%	23/30	76.67%
Growth	12/30	40.00%	10/30	33.33%	22/30	73.33%
Fsize	13/30	43.33%	14/30	46.67%	27/30	90.00%

المصدر: من اعداد الباحث

ويوضح الجدول السابق رقم (١٢) ان هناك متغيرات ذات قيم مرتفعة تحقق مستويات مرتفعة من الأداء المالي، ونفس هذه المتغيرات بقيم منخفضة تحقق أيضا مستوى مرتفع من الأداء. على سبيل المثال، إن الاحتفاظ بالنقدية، وهي من السمات التي تظهر في اغلب التكوينات التي تنتبأ بمستويات مرتفعة من الأداء المالي للشركات حث ظهرت في ٢٦ تكوين من إجمالي ٣٠، فيها ١٢ مرة ظهرت النقدية بمستوى منخفض مع أداء مرتفع وكذلك ١٤ مرة ظهرت النقدية بمستوى مرتفع مع أداء مرتفع. يظهر حجم مجلس الادارة في ٢٨ من أصل ٣٠ تكوين، مع ١١ مرة من التأثير الإيجابي ١٧ مرة من التأثير السلبي، في حين يظهر تمثيل الاناث في مجلس الإدارة في ٢٧ من أصل ٣٠ تكوين، مع ١١ مرة من التأثير الإيجابي و١٦ مرة من التأثير السلبي. وفي ١٠ تكويناً من أصل ٣٠، يكون تأثير الاستقلالية على أداء الشركة إيجابياً، وفي ١٥ تكويناً يكون تأثيره سلبياً. بينما، يكون تأثير الازدواجية على أداء الشركة إيجابياً في ١٣ تكوين، وفي ١٢ تكويناً يكون تأثيره سلبياً، ويكون تأثير تعدد كبار المساهمين ١٢ مرة تأثير إيجابي و ١١ مرة تأثير سلبي. من ناحية أخرى، فان سمة فرص النمو هي الأقل ظهوراً (٢٢ من إجمالي ٣٠ تكويناً). في ١٢ تكويناً يكون تأثيره إيجابياً وفي ١٠ تكويناً يكون تأثيره سلبياً. وحجم الشركة تظهر في ٢٧ تكوين من أصل ٣٠ تكوين، منهم ١٣ مرة التأثير إيجابي و ١٤ مرة تأثير سلبي.

لاختبار الفروض ٣ و ٤ (مبادئ عدم التماثل وعدم التماثل السببي)، يتم تطبيق نفس المنهجية باستخدام مستويات منخفضة من الأداء المالي للشركات كنتيجة كما يوضح الجدولين

الجدولين	رقم	١٣	ورقم	١٤.
----------	-----	----	------	-----

جدول رقم (١٣): تكوينات الاحتفاظ بالنقدية وخصائص الحوكمة وخصائص الشركات التي تتنبأ بالمستويات المنخفضة LOW من الأداء المالي للشركات

Configuration	cash	B size	Gend	Indep	Dual	Mult	Growth	Fsize	Raw coverage	Unique coverage	Consistency
1		BsizeZ	~GendZ	~IndepZ	~Dul			FsizeZ	0.19239	0.0072822	0.921517
2	~CashZ	~BsizeZ		~IndepZ	~Dul		~GrowthZ	~FsizeZ	0.156251	0.00541621	0.895643
3	~CashZ	~BsizeZ	~GendZ		~Dul	~Multi		~FsizeZ	0.101497	0.00341362	0.81925
4		~BsizeZ	~GendZ	IndepZ		~Multi	~GrowthZ	~FsizeZ	0.130263	0.0145645	0.840529
5	~CashZ	~BsizeZ		IndepZ	~Dul	~Multi		~FsizeZ	0.098721	0.0118337	0.816027
6	CashZ		~GendZ	~IndepZ	~Dul	Multi	~GrowthZ		0.111374	0.00901186	0.95214
7	CashZ	~BsizeZ	GendZ	~IndepZ		~Multi		~FsizeZ	0.084657	0.00705469	0.882354
8	~CashZ	BsizeZ	~GendZ		~Dul	~Multi		FsizeZ	0.104729	0.0252149	0.916733
9	~CashZ	BsizeZ	~GendZ	~IndepZ			~GrowthZ	FsizeZ	0.23135	0.00664514	0.936096
10	~CashZ		~GendZ		~Dul	Multi	~GrowthZ	FsizeZ	0.110464	0.00177503	0.94953
11	~CashZ	~BsizeZ	GendZ			Multi	GrowthZ	~FsizeZ	0.141231	0.0100586	0.881534
12		~BsizeZ	~GendZ	~IndepZ	Dul	Multi		FsizeZ	0.0775568	0.00122887	0.757334
13	CashZ	BsizeZ		~IndepZ	~Dul	Multi		FsizeZ	0.0853397	0.00832915	0.884434
14	~CashZ	BsizeZ		IndepZ		Multi	~GrowthZ	FsizeZ	0.204997	0.0239862	0.950211
15	CashZ	~BsizeZ	~GendZ	IndepZ	~Dul		~GrowthZ	~FsizeZ	0.11629	0.00659961	0.925725
16	CashZ	~BsizeZ	~GendZ	~IndepZ	Dul		~GrowthZ	FsizeZ	0.0911201	0.00782847	0.821502
17	~CashZ	~BsizeZ	GendZ	~IndepZ	Dul	~Multi		FsizeZ	0.0261709	0.00405085	0.760582
18	~CashZ	~BsizeZ	GendZ	IndepZ	~Dul	Multi	GrowthZ		0.0660416	0.00236684	0.968625
19	CashZ	~BsizeZ	GendZ	IndepZ	~Dul	~Multi		FsizeZ	0.075281	0.00163853	0.896963
20	CashZ	BsizeZ		~IndepZ	Dul	~Multi	GrowthZ	FsizeZ	0.0362751	0.00364119	0.868192
21	CashZ	BsizeZ	GendZ	IndepZ	Dul	Multi		~FsizeZ	0.107232	0.00487006	0.886047
22	CashZ	BsizeZ	~GendZ	IndepZ	Dul	Multi		FsizeZ	0.0824723	0.00741881	0.753117
23	~CashZ	BsizeZ	~GendZ	IndepZ	Dul	~Multi	GrowthZ	~FsizeZ	0.0338173	0.00609899	0.821903
24	~CashZ	BsizeZ	~GendZ	IndepZ	~Dul	Multi	GrowthZ	~FsizeZ	0.0734604	0.00141102	0.963582
25	CashZ	BsizeZ	~GendZ	~IndepZ	Dul	Multi	GrowthZ	~FsizeZ	0.0495198	0.000910342	0.790123
26	~CashZ		~GendZ	~IndepZ	~Dul	Multi		FsizeZ	0.111829	0	0.930682
27	~CashZ	~BsizeZ	~GendZ	~IndepZ		Multi		FsizeZ	0.153748	0	0.888713
28		BsizeZ	~GendZ		~Dul	Multi	~GrowthZ	FsizeZ	0.103363	4.55E-05	0.948622
29		BsizeZ	~GendZ	IndepZ		Multi	~GrowthZ	FsizeZ	0.174366	0.000864744	0.920692
30	CashZ	~BsizeZ	GendZ	~IndepZ	~Dul	~Multi	~GrowthZ		0.0669974	0.000546157	0.889426
31	CashZ	~BsizeZ	GendZ		~Dul	~Multi	~GrowthZ	FsizeZ	0.0821992	0	0.912582
32	CashZ	~BsizeZ	GendZ	~IndepZ	Dul		GrowthZ	~FsizeZ	0.0645852	0	0.809932
33		~BsizeZ	GendZ	~IndepZ	Dul	Multi	GrowthZ	~FsizeZ	0.0532975	0	0.752571
34	CashZ	BsizeZ		IndepZ	Dul	Multi	~GrowthZ	~FsizeZ	0.110964	0.000773728	0.883013
35	CashZ	BsizeZ	~GendZ	IndepZ	Dul	Multi	~GrowthZ		0.0882982	0	0.85689

solutioncoverage: 0.752173  
solution consistency: 0.799788

المصدر: من اعداد الباحث

وأخيراً، يلخص الجدول رقم (١٤) النسبة المئوية للتكوينات التي تتنبأ بالمستويات المنخفضة من الأداء المالي للشركات والتي تتواجد فيها كل خاصية فردية على حدة.

جدول رقم (١٤): ملخص الاحتفاظ بالنقدية وخصائص الحوكمة وخصائص الشركات التي تتنبأ بالمستويات المنخفضة من الأداء المالي للشركات (المتغير التابع ~Q)

Q	Positively		Negatively		Total	
Cash	14/35	40.00%	15/35	42.86%	29/35	82.86%
B size	15/35	42.86%	17/35	48.57%	32/35	91.43%
Gend	10/35	28.57%	19/35	54.29%	29/35	82.86%
Indep	13/35	37.14%	16/35	45.71%	29/35	82.86%
Duality	12/35	34.29%	16/35	45.71%	28/35	80.00%
Multi	18/35	51.43%	11/35	31.43%	29/35	82.86%
Growth	8/35	22.86%	14/35	40.00%	22/35	62.86%
Fsize	17/35	48.57%	14/35	40.00%	31/35	88.57%

المصدر: من اعداد الباحث

من الجدول السابق، على سبيل المثال، يتضح ان الاحتفاظ بالنقدية وحجم مجلس الإدارة وحجم الشركة من أكثر السمات ظهوراً، على الرغم من أن مساهمتها في المستويات المنخفضة من أداء الشركة إيجابية (١٤ ١٥ ١٧ من أصل ٣٥ تكويماً، على التوالي)، إلا أنها في نفس الوقت تكون سلبية (١٥ ١٧ و ١٤ من أصل ٣٥ تكويماً على التوالي).

٤/٣: نتائج اختبار فروض الدراسة

١/٤/٣: نتيجة اختبار الفرض الأول

بناءً على افتراض الترابط أو التعقيد **Conjunction or Complexity proposition**، فإن الفرض الأول نص على أنه: لا توجد خاصية واحدة للاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات / خصائص الشركة تعتبر مؤشراً كافياً أو ضرورياً لمستوى معين من أداء الشركة، ولكن يتم تفسير الأداء من خلال الترابط بين خصائص الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات/خصائص الشركة المتعددة.

ووفقاً لنتائج الجدول رقم (١٠)، أشارت الدراسات السابقة إلى أنه حتى يصبح متغير بعينه ضروري لتحقيق مستوى معين من الأداء فلا بد أن يبلغ قيمة الاتساق له ٠.٧٤ فأكثر، وهو ما لم يتحقق لمتغيرات الدراسة حيث أن جميعها أقل من ٠.٧٤، أي أنه لا يوجد أيّاً من هذه المتغيرات ضرورياً لتحقيق مستوى معين من الأداء (Ragin, 2008). وهو ما تم التأكيد عليه من خلال نتائج الجدول رقم (١١) والجدول رقم (١٣). وبالتالي فإن النتائج تدعم الفرض الأول

### ٢/٤/٣: نتيجة اختبار الفرض الثاني

الفرض الثاني: بناءً على اقتراح المساواة النهائية **Equifinality proposition**، فإن الفرض الثاني نص على أنه: قد تؤدي مجموعات مختلفة من خصائص الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات/خصائص الشركة إلى نفس المستوى من الأداء المالي للشركات.

يتم دعم المساواة النهائية أيضاً من خلال النتائج الموجودة في الجدول رقم (١١) والجدول رقم (١٢)، حيث تؤدي تكوينات مختلفة من خصائص الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات /خصائص الشركة إلى نفس المستوى من الأداء المالي للشركة. تفسر المستويات المرتفعة للأداء المالي للشركة. وعلى وجه الخصوص، هناك ٣٢ تكويناً تتنبأ بمستويات مرتفعة من أداء الشركة. وبالتالي فإن النتائج تدعم الفرض الثاني

### ٣/٤/٣: نتيجة اختبار الفرض الثالث

بناءً على افتراض عدم التماثل **Asymmetry proposition**، فإن الفرض الثالث نص على أنه: يمكن لخصائص الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات/خصائص الشركة أن تساهم في كل من المستويات العالية والمنخفضة للأداء المالي للشركات، بل وقد تكون غير مرتبطة بأداء الشركة.

يتم دعم اقتراح عدم التماثل، لأنه إذا قارنا نتائج الجدول رقم (١١) والجدول رقم (١٢) الخاصة بالمستويات المرتفعة للأداء المالي للشركة، مع نتائج الجدول رقم (١٣) والجدول رقم (١٤)، الخاصة بالمستويات المنخفضة للأداء المالي للشركة، فمن السهل ملاحظة أن نفس مستوى الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات /خصائص الشركة التي تساهم في مستويات عالية من الأداء المالي للشركة تساهم أيضاً في انخفاض مستويات الأداء المالي للشركات. وبالتالي فإن النتائج تدعم الفرض الثالث

### ٤/٤/٣: نتيجة اختبار الفرض الرابع

بناءً على افتراض عدم التماثل السببي **Causal asymmetry proposition**، فإن الفرض الرابع نص على أنه:

مجموعات خصائص الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات/خصائص الشركة التي تؤدي إلى مستويات عالية من أداء الشركة ليست مرآة معاكسة لتلك المجموعات التي تؤدي إلى مستويات منخفضة من الأداء المالي للشركات.

واستناداً إلى نتائج الجدول رقم (١١) والجدول رقم (١٣)، فإن الأسباب التي تفسر المستويات المنخفضة للأداء المالي للشركة ليست "عكس المرآة" لتلك التي تفسر المستويات المرتفعة للأداء المالي للشركة، مما يدعم عدم التماثل السببي المقترح.

وبالتالي فإن النتائج تدعم الفرض الرابع

### المناقشة والاستنتاجات والتوصيات Discussion, Conclusion, and implications

تستكشف هذه الدراسة بشكل تطبيقي تأثير خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات في ضوء حوكمة الشركات وخصائص الشركة باستخدام منهجية التحليل النوعي المقارن للمجموعات الضبابية (fsQCA)، لعينة من ٦٥ شركة مصرية غير مالية مدرجة خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢١ استناداً إلى نظرية التعقيد، قمنا بتطبيق طريقة البحث هذه بهدف اقتراح نهج أكثر شمولية للتحقيق في الجدول الدائر حول العلاقة بين مجلس الإدارة والأداء المالي للشركات.

وبناء على ذلك، تتوافق النتائج مع المبادئ الأساسية لنظرية التعقيد، والتي شكلت الأساس لاقتراحاتنا القابلة للاختبار: (١) تحقيق مستوى عالٍ من الأداء المالي للشركة لا يتوقف على أي مستويات الاحتفاظ بالنقدية وحدها؛ وبدلاً من ذلك، فهو ينبثق من التفاعل بينها وبين خصائص مجلس الإدارة، هيكل الملكية وخصائص الشركة المتعددة (مبدأ التعقيد)؛ (٢) مجموعات متنوعة من سمات المتغيرات المستقلة وخصائص الشركات يمكن أن تؤدي إلى ارتفاع الأداء المالي للشركات (مبدأ المساواة في النهائي)؛ (٣) قد تؤدي ميزة معينة في مستويات الاحتفاظ بالنقدية أو المتغيرات المعدلة Moderator أو خصائص الشركة إلى مستوى مرتفع أو منخفض من الأداء المالي للشركات (مبدأ عدم التماثل)؛ (٤) مجموعات خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية وانخفاض الشركات التي تؤدي إلى ارتفاع الأداء المالي للشركات لا تتوافق بالضرورة مع تلك التي تؤدي إلى انخفاض الأداء المالي للشركات (مبدأ عدم التماثل السببي) (Nguyen et al., 2021).

هذه النتائج لها آثار عديدة. أولاً، من وجهة نظر تطبيقية، وفي حدود علم الباحثين، تعد هذه الدراسة من المحاولات الأولى لاستخدام إطار التحليل التكويني Configuration Analysis باستخدام منهجية التحليل النوعي المقارن للمجموعات الضبابية (fsQCA) لدراسة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركات في ضوء حوكمة الشركات (خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية) وخصائص الشركة في سياق الشركات المصرية. وبهذا، نلبي الدعوات الأخيرة لتجاوز تحليل الانحدار المتعدد وتعزيز استخدام الأساليب النوعية في الأبحاث. وباستخدام منهجية التحليل النوعي المقارن للمجموعات الضبابية fsQCA، نلاحظ العلاقات بين الظروف السابقة والنتيجة التي لم يتم توضيحها بواسطة تحليل الانحدار التقليدي. وبهذا، تساهم هذه الدراسة في إثراء معرفتنا حيث تستكشف التأثيرات المحتملة لخصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية/خصائص الشركة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات. ومن أصل ٥١٢ تكوين محتمل، تم تحليل ٣٠-٣٥ تكويناً متسقاً في عينة الدراسة.

من الناحية النظرية، تمحورت الدراسة حول اعتماد إطار متعدد النظريات لفهم دور الاحتفاظ بالنقدية. وتوضح النتائج التطبيقية صحة جوانب مختلفة من النظريات المختلفة، مثل نظرية الوكالة Agency Theory

ونظرية التعهد **Stewardship theory**. وهذا يشير إلى إمكانية دمج هذه النظريات بدلاً من التعامل معها على أنها نظريات فردية. وقد يكون لذلك تأثيرات اجتماعية واقتصادية وسياسية كبيرة بسبب ارتباط الموضوع بالقوانين واللوائح وإصلاحات السياسات على المستويين الجزئي والاقتصادي الكلي.

ومع ذلك، يجب مراعاة أنه يتم تطبيق هذه الدراسة على دولة واحدة (مصر) مما قد يعيق تعميم النتائج. ثانياً، لدى التحليل النوعي المقارن **QCA** بعض القيود، حيث أن نتائج التحليل تكون حساسة لمجموعة المتغيرات المختارة، وحساسية للعيينة المختارة وللمقاييس المستخدمة. ومع ذلك، يقدم التحليل النوعي المقارن **QCA** رؤى مهمة بخلاف تلك التي يتم الحصول عليها من الطرق التقليدية، وخاصة تحليلات الانحدار.

بشكل عام، تساهم الدراسة في فهم العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والعوامل النظرية المختلفة، وتسلط الضوء على الجوانب المعقدة لهذه العلاقة وتأثيراتها. ومع ذلك، يجب أخذ القيود المذكورة في الاعتبار عند تفسير النتائج وتطبيقها على سياقات أخرى.

#### المراجع

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

Adjei, F. (2013). The effects of cash holdings on corporate performance during a credit crunch: evidence from the sub-prime mortgage crisis. *Journal of Economics and Finance*, 37(2), 188-199.

Agag, Amira El-Saeed, and El-Ansary, Osama (2011) The Impact of Board Gender Diversity in the Egyptian Publicly Traded Companies, a research paper presented at: The Annual Conference of DAVO (German Middle East Association for Contemporary Research and Documentation), 18th International DAVO Congress of Contemporary Research of the Middle East, at the Free University in Berlin, 6-8 October 2011

Alam, M. S., Safiullah, M., & Islam, M. S. (2022). Cash-rich firms and carbon emissions. *International Review of Financial Analysis*, 81(July 2021), 102106.

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 .

- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D.M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315–342
- Arslan-Ayaydin, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2014). Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42(2), 211-250.
- Bai, J., Tang, X., & Zheng, Y. (2023). Serving the truth: Do directors with media background improve financial reporting quality? *International Review of Financial Analysis*, 85(October 2022), 102452.
- Baig, A., DeLisle, R. J., & Zaynutdinova, G. R. (2022). Index mutual fund ownership and financial reporting quality. *Research in International Business and Finance*, 62(August), 101755.
- Baker, M., Wurgler, J., 2002. Market timing and capital structure. *J. Finance* 57, 1–32
- Bates, T.W., K.M. Kahle, and R.M. Stulz, 2009, “Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used to *Journal of Finance* 64, 1985-2021.
- Becher, D., Jensen, T. K., & Liu, T. (2020). Acquisitions and funding conditions. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101760.
- Bhagat, S., Black, B., (2002). Board independence and long-term performance. *J. Corp. Law* 27, pp.231–273.
- Bian, W., Ren, Y., & Zhang, H. (2022). Do multiple large shareholders matter in financial firms? Evidence from China. *Pacific Basin Finance Journal*, 74(June), 101805.
- Byrd, J., Fraser, D.R., Lee, D.S. and Tartaroglu, S., (2012). Are two heads better than one? Evidence from the thrift crisis. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), pp.957-967.
- Chang, C. C., & Tang, H. W. (2021). Corporate cash holdings and total factor productivity – A global analysis. *North American Journal of Economics and Finance*, 55(November 2020), 101316 .
- Chang, R., Gonzalez, A., Sarkissian, S., & Tu, J. (2022). Internal capital markets and predictability in complex ownership firms. In *Journal of Corporate Finance* (Vol. 74).
- Chang, Y., Benson, K., Faff, R., 2017. Are excess cash holdings more valuable to firms in times of crisis? Financial constraints and governance matters. *Pac. Basin Financ. J.* 45, 157–173 .

- Chen, M., & Matousek, R. (2020). Do productive firms get external finance? Evidence from Chinese listed manufacturing firms. *International Review of Financial Analysis*, 67, 101422.
- Chen, R. (Ryan), Guedhami, O., Yang, Y., & Zaynutdinova, G. R. (2020). Corporate governance and cash holdings: Evidence from worldwide board reforms. *Journal of Corporate Finance*, 65(March), 101771.
- Chen, W., Liu, X., & Hong, Y. (2023). Two heads better than one? Strategic alliance and firms excess cash holdings. *Finance Research Letters*, 52(November 2022), 103575.
- Chikh, S., & Filbien, J. Y. (2011). Acquisitions and CEO power: Evidence from French networks. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), pp.1221-1236.
- Chowdhury, R., Doukas, J. A., & Park, J. C. (2021). Stakeholder orientation and the value of cash holdings: Evidence from a natural experiment. *Journal of Corporate Finance*, 69(December 2020), 102029 .
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all?. *Journal of Financial Economics*, 87(2), pp.329-356.
- Cuadrado-Ballesteros, B., Martínez-Ferrero, J., García-Sánchez, I.M., 2017. Board structure to enhance social responsibility development: a qualitative comparative analysis of US companies. *Corp. Soc. Responsib. Environ. Manag.* 24 (6), 524–542
- Dat, Q., Haddad, C., & Salameh, E. (2023). Financial institutional blockholders and earnings quality : Do blockholders contestability and countries ' institutions matter ? *International Review of Financial Analysis*, 87(August 2022), 102612.
- DeAngelo, H. (2021). Corporate financial policy: What really matters? *Journal of Corporate Finance*, 68(March), 101925.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689-709.
- Di Giuli, A., & Laux, P. A. (2022). The effect of media-linked directors on financing and external governance. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 145, Issue 2, pp. 103–131).
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*, 83(3), 599-634.

- 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(July 2017), 238–252.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The journal of finance*, 61(4), 1957-1990.
- Federo, R., & Coutinho, T. (2023). Understanding board designs in Latin American firms : Insights from Brazil. *Journal of Business Research*, 166(June), 114102.
- Ferrando, A., & Mura, R. (2017). Financial Flexibility and Investment Ability Across the Euro Area and the UK. 23(1), 87–126 .
- Firth, M., Wong, S. M., & Yang, Y. (2014). The double-edged sword of CEO/chairperson duality in corporatized state-owned firms: evidence from top management turnover in China. *Journal of Management & Governance*, 18(1), pp.207-244.
- Fischer, M. O., & Swan, P. L. (2013). Does Board Independence Improve Firm Performance? Outcome of a Quasi-Natural Experiment. *Outcome of a Quasi-Natural Experiment* (August 19, 2013)
- Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *The journal of finance*, 63(5), 2263-2296.
- Gao, H., Harford, J., Li, K., 2013. Determinants of corporate cash policy: insights from private firms. *J. Financ. Econ.* 109, 623–639
- García-ramos, R., & Díaz, D. (2021). Board of directors structure and firm financial performance : A qualitative comparative analysis. 54(November 2019).
- Geldart, S., Smith, C.A., Shannon, H.S., Lohfeld, L., 2010. Organizational practices and workplace health and safety: A cross-sectional study in manufacturing companies. *Saf. Sci.* 48 (5), 562–569
- Gill, A., & Mathur, N. (2011). Board size, CEO duality, and the value of Canadian manufacturing firms. *Journal of Applied Finance and Banking*, 1(3), 1.
- Graham, J. E., Lassala, C., & Ribeiro-Navarrete, B. (2019). A fuzzy-set analysis of conditions influencing mutual fund performance. *International Review of Economics and Finance*, 61(September 2017), 324–336.
- Graham, J. R., Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2015). A century of capital structure: The leveraging of corporate America. *Journal of Financial Economics*, 118(3), 658–683 .

- Graham, J., 2000, "How Big Are the Tax Benefits of Debt Journal of Finance 55, 1901-1942.
- Gregory, R. P. (2020). Political risk and financial flexibility in BRICS countries. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 78, 166–174.
- Gupta, C. P., & Bedi, P. (2020). Corporate cash holdings and promoter ownership. *Emerging Markets Review*, 44, 100718.
- Gurdgiev, C., & Ni, Q. (2023). Board diversity: Moderating effects of CEO overconfidence on firm financing decisions. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 37, 100783.
- HAO, Z., ZHANG, X., & WEI, J. (2022). Research on the effect of enterprise financial flexibility on sustainable innovation. *Journal of Innovation and Knowledge*, 7(2), 100184.
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of financial economics*, 87(3), 535-555.
- Hasan, M. M., & Khoo, J. (2021). Distracted institutional shareholders and corporate cash holdings. *International Review of Economics & Finance*, 71, 453-466.
- Hoberg, G., Phillips, G., & Prabhala, N. (2014). Product market threats, payouts, and financial flexibility. *The Journal of Finance*, 69, 293–324.
- Hsiao, J.P.-H., Jaw, C., Huan, T.-C.(T).C.). and Woodside, A.G. (2015). Applying complexity theory to solve hospitality contrarian case conundrums. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 27(4): 608–647.
- Hu, J., Li, K., Xia, Y., & Zhang, J. (2023). Gender diversity and financial flexibility: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 90(September), 102934.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), pp.831-880.
- Jensen, M.C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review* 76, 323-339.
- Jiang, F., Shen, Y., & Cai, X. (2022). Can multiple blockholders restrain corporate financialization? *Pacific Basin Finance Journal*, 75(August), 101827.
- Keynes, J. M. (1936). „The General Theory of Employment, Interest, and Money “, Mac Millan. Houndsmills, UK.

- Kim, C., Mauer, D., Sherman, A., 1998. The determinants of corporate liquidity: theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33, 305–334
- Kumar, S., Sahoo, S., Marc, W., Kraus, S., & Bamel, U. (2022). Fuzzy-set qualitative comparative analysis ( fsQCA ) in business and management research: A contemporary overview. *Technological Forecasting & Social Change*, 178(December 2021), 121599.
- Kusnadi, Y. (2011). Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value? *Pacific Basin Finance Journal*, 19(5), 554–570 .
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106, pp.1113-1155.
- Laeven, L., & Levine, R. (2008). Complex ownership structures and corporate valuations. *Review of Financial Studies*, 21(2), pp.579-604.
- Lin, X., Li, A., Zhang, P., & Chen, W. (2023). The disciplinary role of product market competition on cash holding. 83(October 2022), 653–671.
- Liu, Y., & Xu, J. (2021). Residual state ownership, foreign ownership and firms' financing patterns. *Emerging Markets Review* .
- Maalouf, M. M., & Hoque, I. (2022). Applying fuzzy set qualitative comparative analysis to identify pathways for improving occupational health and safety performance. *Safety Science*, 156(August), 105903.
- Majeed, M. A., & Yan, C. (2021). Financial statement comparability, state ownership, and the cost of debt: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 58, 101497.
- Mak, Y. T., & Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(3), pp.301-318.
- Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity. *Financial management*, 39(4), 1339-1365.
- Marquardt, B. B., & Sanchez, J. M. (2022). Blockholder board representation and debt contracting. *Journal of Banking and Finance*, 142, 106546.
- Maury, B., & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), pp.1813-1834.

- Mehran, J. and Olya, H.G., 2020. Canal boat tourism: Application of complexity theory. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 53, p.101954.
- Misangyi, V.F., Greckhamer, T., Furnari, S., Fiss, P.C., Crilly, D., Aguilera, R., 2017. Embracing causal complexity: the emergence of a neo-configurational perspective. *J. Manag.* 43 (1), 255–282
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221
- Nguyen, B.D. and Nielsen, K.M., 2010. The value of independent directors: Evidence from sudden deaths. *Journal of Financial Economics*, 98(3), pp.550-567.
- Nguyen, T., Bai, M., Hou, Y., & Vu, M. C. (2021). Corporate governance and dynamics capital structure: evidence from Vietnam. *Global Finance Journal*, 48, 100554
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 52, Issue 1, pp. 3–46) .
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking and Finance*, 28(9), 2103–2134.
- pappas, I. O., & Woodside, A. G. (2021). Fuzzy-set Qualitative Comparative Analysis (fsQCA): Guidelines for research practice in Information Systems and marketing. *International Journal of Information Management*, 58(February), 102310.
- Qiao, P., Long, Y., Fung, H. G., & Kao, E. H. C. (2022). Narcissistic leaders and corporate cash Holdings: Evidence in China. *The North American Journal of Economics and Finance*, 59, 101567.
- Ragin, C. C. (2008). *Redesigning social inquiry: Fuzzy sets and beyond*. Chicago: University of Chicago Press.
- Ragin, C.C., 2000. *Fuzzy-set Social Science*. University of Chicago Press, Chicago .
- Romero-Castro, N., López-Cabarcos, M. A., & Piñeiro-Chousa, J. (2023). Finance, technology, and values: A configurational approach to the analysis of rural entrepreneurship. *Technological Forecasting and Social Change*, 190(May 2022).
- Santos, T., & Veronesi, P. (2022). Leverage. *Journal of Financial Economics*, 145(2), 362–386.

Shannon, H.S., Walters, V., Lewchuk, W., Richardson, J., Moran, L.A., Haines, T., Verma, D., 1996. Workplace organizational correlates of lost-time accident rates in manufacturing. *Am. J. Ind. Med.*

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), pp.737-783.

Sinha, R. (2006). Regulation: The market for corporate control and corporate governance. *Global Finance Journal*, 16(3), pp.264-282.

Song, K., & Lee, Y. (2012). Long-term effects of a financial crisis: Evidence from cash holdings of East Asian firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47, 617–641.

Thai, T. D. H., & Wang, T. (2020). Investigating the effect of social endorsement on customer brand relationships by using statistical analysis and fuzzy set qualitative comparative analysis (fsQCA). *Computers in Human Behavior*, 113(September 2019), 106499.

Thakur, B. P. S., & Kannadhasan, M. (2019). Corruption and cash holdings: Evidence from emerging market economies. *Emerging Markets Review*, 38(December 2018), 1–17.

Tosun, O. K., El Kalak, I., & Phone, R. H. (2022). How female directors help firms to attain optimal cash holdings. *International Review of Financial Analysis*, 80(January), 102034.

Wen, Y., Rwegasira, K., & Bilderbeek, J. (2002). Corporate governance and capital structure decisions of the Chinese listed firms. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), pp.75-83.

Woodside, A. G. (2013). Moving beyond multiple regression analysis to algorithms: Calling for adoption of a paradigm shift from symmetric to asymmetric thinking in data analysis and crafting theory. *Journal of Business Research*, 66(4), 463–472.

Woodside, A. G. (2014). Embrace perform model: Complexity theory, contrarian case analysis, and multiple realities. *Journal of Business Research*, 67(12), 2495–2503

Woodside, A.G., 2017. Embracing the complexity turn in management research for modeling multiple realities. In: *The Complexity Turn*. Springer, Cham, pp. 1–19.

Wu, X., Wang, Y., & Tong, X. (2021). Cash holdings and oil price uncertainty exposures. *Energy Economics*, 99 .

Yung, K., Li, D. Q. D., & Jian, Y. (2015). The value of corporate financial flexibility in emerging countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 32–33, 25–41 .

---

Zhang, R., & Fu, W. (2023). Multiple large shareholders and corporate environmental performance. *Finance Research Letters*, 51(August 2022), 103487.

Zheng, M. (2022). Is cash the panacea of the COVID-19 pandemic: Evidence from corporate performance. *Finance Research Letters*, 45, 102151.

Zhou, M., Li, K., & Chen, Z. (2021). Corporate governance quality and financial leverage: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 73.