

## قياس أثر غموض الأرباح على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

دعاء حسين رياض حسين

مدرس مساعد بقسم المحاسبة كلية التجارة جامعة القاهرة

مدحت عبد الرشيد سالم (مشرفاً)

أستاذ المحاسبة كلية التجارة جامعة القاهرة

محمد حمدي عبد التواب (مشرفاً معاوناً)

مدرس المحاسبة كلية التجارة جامعة القاهرة

### المستخلص:

يهدف هذا البحث إلى دراسة أثر التحفظ النقدي على سيولة الأسهم من ناحية، بالإضافة إلى دراسة الأثر التفاعلي لغموض الأرباح على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم من ناحية أخرى، ولأجل تحقيق ذلك الهدف، فقد تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من ٨٠ شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية، خلال الفترة من عام ٢٠١٢ وحتى عام ٢٠٢١، بإجمالي عدد مشاهدات (٨٠٠) مشاهدة، وقد اعتمدت الباحثة على تحليل الانحدار المتعدد لإختبار صحة الفروض، وقد أوضحت نتائج البحث وجود أثر إيجابي معنوي بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم، كما إتضح أن غموض الأرباح يعزز العلاقة الإيجابية بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم ويؤكد لها.

### الكلمات المفتاحية:

غموض الأرباح، التحفظ النقدي، سيولة الأسهم، المرونة المالية.

## The effect of earnings opacity on the association between Cash conservatism and stocks liquidity: An Empirical Study on Egyptian companies listed on Egyptian Stock Exchange

### Abstract

The main objective of this research is to investigate the interactive effect of earnings opacity and Cash conservatism on stocks liquidity, an empirical research was conducted on a sample of 800 observation from companies listed on Egyptian Stock Exchange during the period 2012-2021. the researcher relied on multiple regression analysis to test the validity of the hypotheses. The results showed that there is a significant Positive effect between cash conservatism and stock liquidity, It was also shown that earnings Opacity reinforces and confirms the Positive relationship between cash conservatism and stock liquidity.

### Key words:

Earnings Opacity, Cash Conservatism, Stocks Liquidity, Financial Flexibility.

### ١ / المقدمة وطبيعة المشكلة:

تعتبر الأوراق المالية وخاصة الأسهم من أهم الأدوات التي يهتم بها المستثمرون ويقبلون عليها أكثر من غيرها في الأسواق المالية، نظرًا لما توفره من سهولة عملية التداول بين البائع والمشتري في أقل وقت ممكن دون التأثير على أسعارها، مما يؤثر في النهاية على القيمة السوقية للشركة، فقد أوضح Grossman & Miller (1988) بأن الأوراق المالية تتصف بالسيولة إذا تحقق لها أمران؛ الأمر الأول، أن يتم بيعها وشراؤها مباشرة داخل سوق الأوراق المالية مع عدم حدوث أي تغيير في أسعارها،

مع تحقيق أقل خسارة ممكنة في القيمة السوقية لها. أما الأمر الثاني، هو مدى وجود المستثمرين الراغبين والقادرين على شراء وبيع الأوراق المالية وإحتمالية تنفيذ التداولات اللاحقة بنفس السعر الذي نفذت به آخر مرة. كما أوضح Ivanchuk (1991) و Harris & Raviv (2004) بأنه لكي تتحقق سيولة الأسهم يجب توافر ثلاثة خصائص وهي؛ خاصية العمق ووجود أوامر سوقية لبيع الأسهم بشكل مستمر، خاصية الإتساع ووجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء على الأسهم بما يضمن إستقراراً في أسعار التداول، خاصية المرونة وسرعة إستجابة الأوامر الجديدة من الأسهم للتغيرات المفاجئة في الأسعار والعودة للمستويات السعرية السابقة، الأمر الذي يجعل من الضروري أن تتمتع الأسواق المالية في البلدان المتقدمة أو الناشئة على حد سواء بسيولة مرتفعة (Ahmed & Ali, 2017)، مما أدى إلى الإهتمام بسيولة الأسهم من جانب الشركات والسعي لتحقيقها في الأسواق المالية لجذب مزيداً من المستثمرين وتقييم أداء الشركة وتأثير ذلك على العديد من القرارات كقرارات التمويل والإستثمار، مما جعل سيولة الأسهم من الموضوعات التي حظيت بإهتمام الباحثون والأكاديميون والأطراف ذات العلاقة وخاصة في الآونة الأخيرة.

إتساقاً مع ما سبق، يعتبر إستخدام الشركات لسياسات التحفظ النقدي والإحتفاظ بالنقدية الزائدة Excess Cash Holdings من أجل تحقيق مرونة مالية وتوفير نقدية لتمويل الإستثمارات نتيجة لما تشهده الأسواق من إخفاقات أو إفلاس وتقليص لبعض أنشطتها وخاصة الأسواق الناشئة، فالتحفظ النقدي يقصد به تكوين الشركات لأرصدة نقدية متراكمة تزيد عن إحتياجاتها التقليدية، وذلك من أجل التحوط من أي تقلبات وقيود مالية مستقبلية متوقعة قد تمنع تلك الشركات من إستغلال الفرص الإستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وهو ما يمثل عامل جذب للمستثمرين اللذين قد يفضلون الإستثمار في الشركات التي تحتفظ بمستويات نقدية مرتفعة، فيتم النظر إليها على أنها الأفضل وخاصة في أوقات الأزمات، مما يزيد من تداول الأسهم الأمر الذي يعكس على سيولتها (Nyborg & Wang, 2021).

على الجانب الآخر تمثل المعلومات الواردة في التقارير المالية وخاصة المعلومات المتعلقة بالأرباح أهمية كبيرة للأطراف ذات العلاقة، لما تعكسه من معلومات هامة لتلك الأطراف لإتخاذ قرارات إستثمارية والكفاءة في تخصيص رأس المال، فنتيجة لتعدد الأطراف ذات العلاقة بالشركة وتنوع مصالحهم قد يحدث تعارض في المصالح وهو ما قد يدفع إدارة الشركات إلى إستخدام أساليب إدارة الأرباح والإفصاح عن معلومات تخدم مصالحها الشخصية بغض النظر عن مصالح الأطراف الأخرى، الأمر الذي قد يؤدي إلى غموض المعلومات المرتبطة بالأرباح وعدم تعبير المعلومات الواردة في التقارير المالية عن الأرباح الحقيقية للشركة (2016 Carmo et al.)، فيشير مصطلح غموض الأرباح إلى عدم تعبير المعلومات المرتبطة بالأرباح عن حقيقة أداء المنشأة ومركزها المالي، وقد ينشأ الغموض نتيجة زيادة قيمة الإستحقاقات الإختيارية (Bhattacharya et al., 2003)، حيث أوضح (Carson et al. (2022) بأن غموض الأرباح يرتبط بعدم توفير المعلومات الدقيقة وما يرتبط بها من مخاطر وماهي السياسات الإدارية للتعامل مع تلك المخاطر، وغيرها من المعلومات التي تساعد متخذو القرار على إتخاذ قرارات رشيدة، من هنا يعتبر عدم حصول المستخدمين على نفس المعلومات المتاحة لدى المديرين دون تمييز، والتي تساهم في تقييم مدى كفاءة الإدارة، وعدم الإفصاح الكامل عن المعلومات الدقيقة المرتبطة بالأرباح في الوقت المناسب، وعدم الإفصاح عن جميع الطرق والسياسات والتقديرات والأحكام الشخصية التي تم إستخدامها في قياس الربح من الأمور التي تعمل على زيادة غموض الأرباح وإنخفاض الشفافية المرتبطة بها.

فقد يحدث غموض الأرباح نتيجة تفاعل ثلاثة أبعاد أساسية وهي؛ أولاً: التعسف في قياس الأرباح Earnings Aggressivness وميل المديرين إلى تأخير الإعتراف بالخسائر وتعجيل الإعتراف بالمكاسب من أجل زيادة أرقام الأرباح المفسح عنها، وذلك بهدف تحقيق مجموعة من الحوافز الإدارية مثل تلبية توقعات المحللين الماليين حول أداء الشركة، أو تعزيز قيمة الأسهم التي تحتفظ بها الإدارة والحفاظ على رأس المال والسمعة والذي يعد على النقيض من التحفظ المحاسبي (Barth et al., 1999;

قياس أثر غموض الأرباح على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

Avoidance Loses تجنب الخسائر (Altamuro et al., 2005))، ثانيًا: تجنب الخسائر والإفصاح عن مبالغ وإستخدام أساليب إدارة الأرباح لتجنب الإفصاح عن الخسائر والإفصاح عن مبالغ ضئيلة للأرباح بدلاً من الإفصاح عن الخسائر الحقيقية، الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى غموض الأرباح، ثالثًا: تمهيد الدخل Earnings Smoothing وقيام الإدارة بإستخدام أساليب إدارة الأرباح للحد من تقلبات الأرباح خلال الفترات بحيث تبدو الأرباح المصحح عنها أكثر إتساقًا وثباتًا وأقل تقلبًا، مما يؤدي إلى عدم إظهار التقلبات في أداء الشركة الحقيقي وزيادة غموض الأرباح وإخفاء الأداء السيء للشركة، كمحاولة للإقتراب والتلاعب بتصورات المستثمرين والمحللين والدائنين حول مخاطر الشركة، حيث يستنتج المقرضون أن الشركات تحقق أرباحًا عالية الجودة بسبب إنخفاض تقلبات الأرباح (Dechow & Skinner, 2000).

هذا، وقد يمكن أن تميل الشركات التي تقوم بإستخدام أساليب إدارة الأرباح إلى إستخدام بعض السياسات المتحفظة ماليًا كإستخدام التحفظ النقدي والإحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية، كما ينعكس أيضًا على سيولة الأسهم حيث أن غموض الأرباح يرتبط بإرتفاع عدم تماثل المعلومات بين الاطراف ذات العلاقة مما يؤدي إلى زيادة الفرق سعري بين سعري العرض والطلب على الأسهم، الأمر الذي ينعكس على سيولتها، نتيجة عدم ثقة المستثمرين في المعلومات وعدم قدرتهم على تقييم أداء الشركة الأمر الذي يؤثر على إنخفاض حجم التداول وإرتفاع تكاليف السيولة وبالتالي تدهور وإنخفاض سيولة الأسهم (Moardi et al., 2020).

في هذا الصدد قد كان هناك جدالاً بين الباحثين حول مدى تأثير التحفظ النقدي على سيولة الأسهم، فقد اختلفت الآراء حول تلك العلاقة ما بين وجود علاقة إيجابية ووجود علاقة سلبية، كما لم يكن هناك دراسات إهتمت بالأثر التفاعلي لغموض الأرباح على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم، مما دعى إلى الحاجة إلى دراسة تلك العلاقة.

**في ضوء ما سبق، يمكن تلخيص المشكلة البحثية في التساولين البحثيين التاليين:**

الأول: هل يؤثر التحفظ النقدي على سيولة الأسهم؟

الثاني: هل يؤثر غموض الأرباح على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم؟

## ٢ / أهداف البحث:

إتساقاً مع المشكلة البحثية السابقة، تسعى الباحثة إلى تحقيق الهدفين التاليين:

- قياس أثر التحفظ النقدي على سيولة الأسهم.
- قياس أثر غموض الأرباح على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم.

## ٣ / أهمية البحث:

تتمثل أهمية البحث في الأهمية العلمية والأهمية العملية وهي كما يلي:

### ١/٣ الأهمية العلمية:

يعتبر هذا البحث إمتداداً للدراسات السابقة المهتمة بسيولة الأسهم في الشركات المصرية المقيدة في البورصة، كما يعتبر من الأبحاث القليلة على حد علم الباحثة التي يتم فيها دراسة العلاقة بين إستخدام الشركات سياسات التحفظ النقدي وسيولة الأسهم وأثر غموض الأرباح على تلك العلاقة نتيجة لما تمثله الأرباح ومكوناتها من المجالات المهمة خلال الأونة الأخيرة نتيجة لتأثير غموض الأرباح على المنفعة المتوقع الحصول عليها من المعلومات المحاسبية في إتخاذ القرارات وخاصة قرارات التمويل والإستثمار، وذلك بالتطبيق على بيانات الشركات في البيئة المصرية مما يساهم في فهم تلك العلاقة في بيئة الأعمال المصرية وكيفية تطويرها في المستقبل، كما تنبع أهمية البحث من ضرورة توافر سيولة لأسهم الشركات من خلال تقليل هامش الفرق سعري بين العرض والطلب وزيادة أحجام التداول وزيادة أعداد المستثمرين، وما يترتب عليه من إستمرار نشاط الشركات وتزايد فرص النمو لديها، وماهي السياسات التي قد تقوم بها الشركات من أجل الحفاظ على أو زيادة تلك السيولة، بالإضافة إلى كونها من أهم معايير الحكم على كفاءة الأسواق المالية، التعرف على النتائج المترتبة بالإهتمام المتزايد بالتحفظ النقدي والإحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية وتأثير ذلك على تصورات المستثمرين وتحقيق سيولة الأسهم.

### ٢/٣ الأهمية العملية:

يساعد البحث الحالي المحللين الماليين بالتعرف على كيف تقوم الشركات بإستخدام التحفظ النقدي للتأثير على سيولة الأسهم، أو كيف تقوم بأساليب إدارة الأرباح من أجل

قياس أثر غموض الأرباح على العلاقة بين التدفط النقدي وسيولة الأسمم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

التأثير على سيولة الأسهم، تشكل نتائج هذا البحث أهمية لدى المنظمين في الأسواق المالية لما لسيولة الأسهم من أهمية بالغة تسعى تلك الأسواق إلى تحقيقها، قد يهتم المستثمرين والمراجعين أيضًا بنتائج هذا البحث، لدوره في مساعدة هؤلاء المشاركين في السوق على تقييم عوامل الخطر المتعلقة بغموض الأرباح بشكل أفضل والتي يمكن أن تؤثر على سيولة الأسهم وقيمة الشركة في المدى الطويل، يمكن وفقًا للنتائج المتوقعة إطلاع المديرين على الدور المهم الذي تلعبه سيولة الأسهم من جذب المستثمرين، وتوفير أدلة تحفز المستثمرين على فهم أهمية تحقيق السيولة لمساعدتهم في اتخاذ قرارات إستثمارية مدروسة بشكل أفضل.

#### ٤/ حدود البحث

يخرج عن نطاق البحث منشآت الأعمال التي تنتمي إلى القطاع المالي والمصرفي، نظرًا لطبيعتها المختلفة عن باقي القطاعات وخضوعها لمعايير وضوابط ومتطلبات قياس وإفصاح تختلف عن باقي القطاعات، حتى لا يؤثر ذلك سلبًا على نتائج البحث.

#### ٥/ خطة البحث:

لأجل تحقيق أهداف البحث السابقة، والإجابة على التساؤلات البحثية، سوف يتم عرض باقي أجزاء البحث من خلال تقسيمه إلى النقاط التالية:  
١/٥ عرض وتحليل الدراسات السابقة الخاصة بالعلاقات بين متغيرات البحث وإشتقاق الفروض.

٢/٥ الدراسة التطبيقية.

٣/٥ مناقشة النتائج الإحصائية.

٤/٥ التوصيات وأهم الأبحاث المقترحة مستقبلاً.

١/٥ عرض وتحليل الدراسات السابقة الخاصة بالعلاقات بين متغيرات البحث وإشتقاق الفروض

يمكن للباحثة عرض وتحليل الدراسات السابقة في المجموعتين التاليتين:

## المجموعة الأولى: الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم:

أولى الأدب المحاسبي العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم إهتماماً متزايداً وخاصة في خلال الأونة الاخيرة، فقد أظهرت نتائج دراسة (Bigelli et al. (2014 أنه من المرجح أن يكون السبب وراء قيام الشركات بالتحفظ النقدي، عندما تواجه انخفاضاً في صافي تدفقاتها النقدية، أو عندما تريد القيام بالمزيد من الإستثمارات، أو عندما تقرر سداد توزيعات أرباح أكثر مما سبق، أو نتيجة لوجود قيود على الوصول إلى مصادر التمويل الخارجية وخاصة في الشركات غير المدرجة في البورصة أو الشركات صغيرة الحجم، أو عندما يكون لدى الإدارة خطة إستراتيجية معينة تم تصميمها من أجل تجميع السيولة لتمويل الإستثمارات. مما أكدته العديد من الدراسات (Opler et al., 1999; Denis & Sibilkor, 2010; Chen & Wang, 2014; ) (Al Amir et al., 2015).

في ذات السياق أوضحت دراسة (Harnis & Raviv (2017) الأذان أشارا إلى ارتفاع مستويات الاحتفاظ بالنقدية في الولايات المتحدة خلال عام ١٩٩٥ وحتى عام ٢٠١٠، كذلك بينت دراسة (Phan et al. (2019) الارتفاع الملحوظ في مستويات التحفظ النقدي خلال الفتره من عام ١٩٨٦ وحتى عام ٢٠١٥، أما على مستوى الشركات المقيدة في البورصة المصرية فقد زاد بها مستويات التحفظ النقدي خلال الفتره من عام ٢٠١٢ وحتى عام ٢٠١٦.

من جانب نتائج الدراسات التي تناولت أثر التحفظ النقدي على سيولة الأسهم، قد أوضحت معظمها وجود تأثيراً إيجابياً للتحفظ النقدي على سيولة الأسهم، فكلما إرتفعت مستويات النقدية المحتفظ بها أدى ذلك إلى تحسين أو زيادة سيولة الأسهم. وقد برر مؤيدو هذه النتيجة بأن الإحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية يؤدي إلى تحسين إستمرارية التداول ويقلل من مخاطر السيولة النقدية، وهو ما يوضح بأن الشركات التي تقوم بإستخدام التحفظ النقدي تجذب المزيد من المستثمرين لتداول الأسهم مما يعمل على إنخفاض درجة تعرض الأسهم لصدمات سيولة السوق، حيث يفضل المستثمرون



قياس أثر تمويل الأرباح على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

الشركات التي تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية وخاصة في أوقات الأزمات (Nyborg & Wang, 2021; Chuan 'Chewie' Ang et al., 2019; Chen et al., 2016; Nassar, 2016; Im et al., 2022; Kuzucu, 2021) وهو ما أكد عليه (Huang & Mazouz, 2018) بأن التحفظ النقدي يحقق العديد من الفوائد وخاصة للشركات المقيدة ماليًا التي قد يكون من المتوقع لها وجود فرص نمو في المستقبل، من ناحية أخرى أشارت نتائج بعض الدراسات إلى وجود تأثيرًا سلبيًا للتحفظ النقدي على سيولة الأسهم، بمعنى أنه كلما زادت الشركات من مستويات النقدية المحتفظ بها كلما إنخفضت سيولة الأسهم (Hall et al., 2014; Hu et al., 2019)، وقد برر مؤيدو هذه النتيجة أن أسهم الشركات التي تتبع سياسة التحفظ النقدي قد تكون غير جاذبة للمستثمرين وبالتالي تكون أقل سيولة.

**تأسيسًا على ما سبق عرضه من الدراسات السابقة يمكن للباحثة إستنتاج ما يلي:**

- إتضح للباحثة من خلال تحليل مجموعة الدراسات السابقة الخاصة بالعلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم، إستخدام الباحثون في تلك الدراسات عينة من الشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة، والتي تختلف عن الأسواق المالية الناشئة في أوجه عدة. كمتطلبات الإفصاح والقواعد التنظيمية المفروضة على الشركات المدرجة في تلك الأسواق بواسطة الجهات الإشرافية والرقابية، كما تبين للباحثة عدم وجود دراسات سابقة تناولت العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم بالتطبيق على البورصة المصرية وفقًا لما توصلت إليه الباحثة من دراسات. وهو ما يمثل دافعًا بحثيًا لبحث تلك العلاقة وتوجيه المزيد من الإهتمام لإستكشاف طبيعة تلك العلاقة تحقيقًا لملء الفجوة البحثية السابقة، محاولة بذلك تقديم أدلة عملية تساهم في تفسير وشرح طبيعة تلك العلاقة، كما لوحظ وجود تعارض في النتائج التي تم التوصل إليها في الدراسات السابقة حول تلك، مما يمثل دافعًا آخر لبحث تلك العلاقة وإستكشاف وإستخلاص أدلة قد تساهم في إيضاح أسباب تلك التعارض.

**من هنا، يمكن للباحثة إستنتاج الفرض الأول كما يلي:**

## الفرض الأول: H1: يؤثر التحفظ النقدي تأثيرًا إحصائيًا ذو دلالة معنوية على

سيولة الأسمم.

## المجموعة الثانية: الدراسات السابقة التي تناولت أثر غموض الأرباح على سيولة

الأسمم:

إنفقت آراء معظم الباحثين في أنه كلما زاد الغموض حول الأرباح والمعلومات الواردة في التقارير المالية، كلما إنخفضت سيولة الأسمم، وهو ما يعني أن غموض الأرباح يؤثر سلبياً على سيولة الأسمم ( Hong et al., 2017; Moardi et al., 2020; Fang, 2018; Boubaker et al., 2019; Wongchoti et al., 2020; Mitra, 2016; Chen et al., 2017; Kosmidou et al., 2020; Ajina& Habib, 2017; Chae et al., 2020; Salehi et al., 2018; Majeed& Yan, 2022; Munoz Mendoza et al., 2022؛ فودة، ٢٠١٧).

قد برر هؤلاء الباحثين هذه النتيجة بأن عدم تماثل المعلومات ودقتها والمخاطر المرتبطة بها وخاصة ما يتعلق بمعلومات الأرباح وأسعار الأسمم وتقلبها والمخاطر المرتبطة بإنهيار أسعار الأسمم، يجعل من الصعب على المستثمرين تقييم الأداء الحقيقي والتدفقات النقدية للشركة، الأمر الذي قد يؤدي إلى إنخفاض حجم التداول وارتفاع تكاليف السيولة من خلال توسيع الفرق بين أسعار العرض والطلب، بالإضافة إلى ما سبق فقد أضاف (Huang & Hob (2020) في دراسة أجراها في الصين خلال الفترة من عام ١٩٩٨ وحتى عام ٢٠١٨، بأن سيولة الأسمم وإنخفاض درجة الغموض في الأرباح يرتبطان بزيادة عوائد الأسمم المستقبلية في الشركات الصينية.

على الجانب الآخر أوضح (Huang et al. (2017), Al Jaifi (2017), Sayari & Omri (2017), Le et al. (2023) بوجود تأثير إيجابي لغموض الأرباح على سيولة الأسمم، حيث تزداد سيولة الأسمم مع إرتفاع غموض الأرباح وقيام الإدارة بإستخدام أساليب إدارة الأرباح، وقد برر هؤلاء الباحثين تلك النتيجة أنه بسبب قيام الشركات بتمهيد الدخل لتوصيل إشارات معينة حول تصورات المستثمرين والدائنين وتعزيز محتوى المعلومات عن الأرباح من أجل جذب المزيد من المستثمرين.

قياس أثر غموض الأرباح على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

كما أضاف Arar et al. (2018) بعدم وجود علاقة بين غموض الأرباح وسيولة الأسهم، وقد برر الباحثون هذه النتيجة بأن الدراسة تمت على قطاع الخدمات في الأردن، وقد وجدوا من خلال تحليل بيانات الشركات في ذلك القطاع، بأن قطاع الإعلام هو الأفضل من حيث سيولة الأسهم بالرغم من انخفاض جودة الأرباح في ذلك القطاع، وقد يكون ذلك نتيجة لزيادة ملكية الحكومة، بالإضافة إلى قطاع الطاقة والذي كان من أكثر القطاعات جودة من حيث الأرباح وأيضاً سيولة الأسهم.

**تأسيساً على ما سبق عرضه من الدراسات السابقة يمكن للباحثة إستنتاج ما يلي:**

- تبين للباحثة من خلال تحليل مجموعة الدراسات السابقة الخاصة بأثر غموض الأرباح على سيولة الأسهم، إستخدام الباحثون في تلك الدراسات عينة من الشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة كأمريكا وفرنسا، والتي تختلف إختلافاً كبيراً عن الأسواق المالية الناشئة، وإنخفاض وعي المستثمرين والأطراف ذات العلاقة بما تقوم به الشركات من ممارسات لإدارة الأرباح بما يؤثر على غموضها وعدم شفافيتها ومدى تأثير ذلك على سيولة الأسهم في تلك الشركات، وما يتبع ذلك من أثر على ترشيد القرارات الإستثمارية والتمويلية. كما إتضح للباحثة عدم وجود دراسات سابقة تناولت أثر غموض الأرباح على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم بالتطبيق على البورصة المصرية، الأمر الذي يمثل دافعاً لبحث تلك العلاقة وتوجيه المزيد من الإهتمام لإستكشاف طبيعة تلك العلاقة لملء الفجوة البحثية السابقة محاولة بذلك تقديم أدلة عملية تساهم في تفسير طبيعة وشرح تلك العلاقة، كما قد كان هناك تبايناً في النتائج التي تم التوصل إليها فيما يخص العلاقة بين غموض الأرباح وسيولة الأسهم.

**هذا، ويمكن للباحثة إشتقاق الفرض الثاني كما يلي:**

**الفرض الثاني H2:** يؤثر غموض الأرباح تأثيراً إحصائياً ذو دلالة معنوية على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم.

**٢/٥ الدراسة التطبيقية:**

قياس أثر تموض الأرباح على العلاقة بين التدفط النقدي وسيولة الأسمم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

تأسيساً على ماسبق عرضه من الدراسات السابقة وإشتقاق الفروض البحثية تأتي الدراسة التطبيقية في الخطوة التالية لإختبار تلك الفروض والعلاقات بين متغيرات البحث.

### ١/٢/٥ مجتمع وعينة البحث ومصادر الحصول على البيانات.

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المدرجة في البورصة المصرية، أما مايتعلق بعينة البحث فقد قامت الباحثة بإختيارها من المنشآت المدرجة وخاصة المدرج منها في مؤشر EGX100، حيث أنه يضم أداء أعلى الشركات وفقاً للسيولة وأحجام التداول (النشاط) الذي يتم على الأوراق المالية.

فوفقاً لما سبق تمثلت عينة البحث في ٨٠ شركة خلال فترة زمنية مكونة من ١٠ سنوات (٢٠١٢ - ٢٠٢١) بإستثناء الشركات المنتمية إلى القطاع المالي والمصرفي، ويرجع إختيار الباحثة لهذه الفترة الطويلة نتيجة اعتماد معظم الباحثين في الدراسات السابقة على إختيار فترة زمنية طويلة نسبياً، تم إختيار عام ٢٠١٢ كبداية للفترة التي يغطيها البحث لمحاولة تجنب الأثر السلبي لثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ على الشركات، والذي ينتج عن إدخال عام ٢٠١١ ضمن فترة القياس الخاصة بالبحث من نتائج غير دقيقة، ليلبغ عدد المشاهدات النهائية ٨٠٠ مشاهدة.

تم الاعتماد على البيانات الثانوية التي تم جمعها من مصادر مختلفة، فقد قامت الباحثة بالحصول على أسعار الأسهم الشهرية وأسعار العرض والطلب Bid - Ask من خلال موقع investing<sup>١</sup>، كما تم الاعتماد على قاعدة بيانات Thomson Reuters في جمع باقي البيانات الخاصة بعينة البحث، هذا ويوضح الجدول رقم (١) التالي شركات عينة البحث وفقاً للقطاعات كما يلي:

<sup>١</sup> <https://sa.investing.com/equities/egypt/>

قياس أثر عموض الأرباح على العلاقة بين التدفط النقدي وسيولة الأسمم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

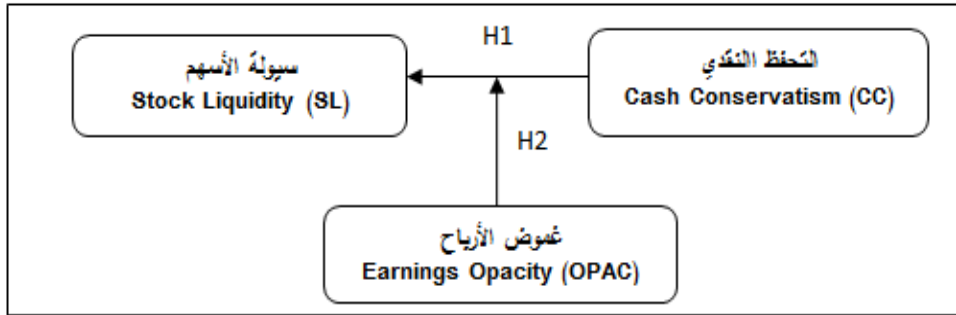
دعاء حسين رياض حسين

جدول (١) شركات عينة البحث

النسبة	عدد المشاهدات	عدد شركات العينة	القطاع
%١٨.٧٥	١٥٠	١٥	قطاع العقارات Real estate
%٢٣.٧٥	١٩٠	١٩	قطاع السلع الإستهلاكية الأساسية Consumer staples
%٢٠	١٦٠	١٦	قطاع السلع الكمالية Consumer discretionary
%٢٠	١٦٠	١٦	قطاع المواد Materials
%١٧.٥	١٤٠	١٤	القطاع الصناعي Industry
%١٠٠	٨٠٠	٨٠	المجموع

٢/٢/٥ متغيرات البحث ومؤشرات القياس

يمكن للباحثة من خلال النموذج الوصفي التالي توضيح المتغيرات الأساسية للبحث والعلاقات بين تلك المتغيرات كما بالشكل التالي:



النموذج الوصفي لمتغيرات البحث

يوضح الشكل السابق المتغيرات التي تم الاعتماد عليها، والعلاقات بين تلك المتغيرات، والتي سوف يتم توضيحها بالتفصيل كما يلي:

### ١/٢/٢/٥ المتغير المستقل التحفظ النقدي (CC) Independent variable

تم الاعتماد على التحفظ النقدي كمتغير مستقل، وذلك من خلال حساب نسبة إجمالي النقدية ومافي حكمها إلى إجمالي الأصول التي تم عرضها في دراسة Oppler et al. (1999).

$$\text{التحفظ النقدي} = \text{النقدية ومافي حكمها}$$

إجمالي الأصول

والتي تم إستخدامها بواسطة العديد من الباحثين في الدراسات السابقة كما في دراسة Hu et al., 2019; Cucic, 2021; Chuan'Chewie'Ang et al., 2019; ) (Arora, 2019).

### ٢/٢/٢/٥ المتغير التابع سيولة الأسهم (SL) Dependent variable

تم الاعتماد على سيولة الأسهم كمتغير تابع، وقد تم قياس سيولة الأسهم من خلال مؤشر الفجوة السعرية بين العرض والطلب Bid-Ask Spread المقترح بواسطة Amihud & Mendelson (1986) والذي يقيس تكلفة السيولة، والتي يقصد بها تكلفة تنفيذ الأمر في أسرع وقت، تتمثل تلك التكلفة في الفرق بين سعر الطلب، وهو السعر المطلوب لبيع الأسهم في السوق المالي ويسمى Ask Price، وسعر العرض وهو السعر الذي يكون المستثمر على إستعداد لشراء السهم به ويسمى Bid Price، ويتمثل هذا الفرق في الربح الذي يحققه صانع السوق وأيضاً الجزء الأكبر من تكاليف عملية التداول (Omet & Abu Khalaf, 2015). يوضح هذا المؤشر تقدير حجم التكلفة التي يتحملها المستثمر والرسوم والضرائب أثناء إتمام عملية التداول، ويمكن قياس الفجوة السعرية من خلال المعادلة التالية:

$$\text{Bid - Ask Spread} = \frac{\text{Ask Price} - \text{Bid Price}}{(\text{Ask Price} + \text{Bid Price}) \div 2}$$

حيث:

**Bid - Ask Spread**: الفجوة السعرية بين سعر العرض وسعر الطلب.  
**Ask Price**: أفضل سعر بيع، هو أدنى سعر يقبل به البائع وأفضل سعر لطلب الورقة.

قياس أثر غموض الأرباح على العلاقة بين التدفط النقدي وسيولة الأسمم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

**Bid Price** : أفضل سعر شراء، هو أعلى سعر يدفعه المشتري وأفضل سعر لعرض. كلما زادت الفجوة السعرية بين أسعار بيع وشراء الأسهم في السوق المالية، كلما زادت تكاليف إتمام عمليات التداول التي يتحملها المستثمر مما يؤدي إلى صعوبة تسويق الأسهم وزادت صعوبة تحويلها إلى نقدية، مما يدل على ضعف سيولة الأسهم.

### ٣/٢/٢/٥ المتغير المحفز غموض الأرباح (OPAC) Modirator variable

تم الاعتماد على غموض الأرباح كمتغير محفز للعلاقة بين التدفط النقدي وسيولة الأسهم، والذي تم قياسه من خلال نموذج جونز المعدل المقترح بواسطة Dechow et al. (1995); Dechow & Skinner (2000) والذي تم استخدامه بواسطة العديد من الباحثين كما في دراسة ( Neifar & Ajili, 2019; Chae et al., 2020; Salehi et al., 2016)، وذلك كما يلي:

$$\frac{TA}{A_{t-1}} = \beta_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta REV - \Delta REC)}{A_{t-1}} + \beta_3 \frac{PPE}{A_{t-1}} + \epsilon_i$$

حيث:

**TA**: إجمالي الإستحقاقات<sup>٢</sup>.

**A<sub>t-1</sub>**: إجمالي الأصول في العام السابق.

**ΔREV**: التغير في الإيرادات.

**ΔREC**: التغير في المدينون.

**PPE**: إجمالي الأصول الثابتة في الفترة الحالية.

**β<sub>1</sub>, β<sub>2</sub>, β<sub>3</sub>**: معاملات النموذج وهي تقديرات للإستحقاقات غير الإختيارية.

**ε<sub>i</sub>**: البواقي (أخطاء التقدير) تمثل الإستحقاقات الإختيارية، ويتم الإستدلال

عن غموض الأرباح من خلال القيمة المطلقة للبواقي في النموذج السابق.

<sup>٢</sup> ( إجمالي الإستحقاقات =) التغير في الأصول المتداولة - التغير في الإلتزامات المتداولة - التغير في النقدية ومافي حكمها+ التغير في الديون قصيرة الأجل - مصروف الإهلاك) ÷ إجمالي أصول العام السابق. أو من خلال (صافي الربح قبل البنود غير العادية (ربح التشغيل) - صافي التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل)

### ٤/٢/٢/٥ المتغيرات الرقابية Control variables

تم الاعتماد على مجموعة من المتغيرات الرقابية والتي تم الاعتماد عليها بواسطة الباحثون في الدراسات السابقة من أجل فرض الرقابة والتحكم في الأثر الذي يمكن أن تحدثه هذه المتغيرات على المتغيرات الأساسية الخاصة بالبحث، والتي سوف يتم عرضها بالتفصيل كما يلي:

#### – حجم المنشأة (Firm Size)

يقاس حجم المنشأة من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول وذلك نتيجة لإختلاف إجمالي الأصول لدى الشركات (Al Jaifi, 2016).

#### – حجم تداول الأسهم (Trading Volume)

يمكن من خلاله توضيح كمية الأسهم التي يقوم المستثمرون بتداولها بيغاً وشراءً، فكلما ارتفع حجم التداول كلما تحسنت سيولة الأسهم.

#### – معدل العائد على الأصول (Return on Assets)

يقاس هذا المتغير من خلال نسبة صافي الربح بعد الضرائب والفوائد إلى إجمالي الأصول، يعبر هذا المتغير عن مدى كفاءة الأداء التشغيلي وقدرة المنشأة في توليد الأرباح من خلال الاستخدام الأمثل للأصول (Al Jaifi, 2016).

#### – التوزيعات النقدية المدفوعة (Dividend Paid)

يتم التعبير عن التوزيعات النقدية المدفوعة من خلال متغير وهمي Dummy variable فيأخذ القيمة (١) إذا كانت المنشأة تقوم بسداد توزيعات نقدية للمساهمين، والقيمة (صفر) بخلاف ذلك. (Xiong, 2016; Hu et al., 2019).

#### – الرافعة المالية (Financial Leverage)

اعتمدت الباحثة في قياس الرافعة المالية على نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، تعتبر الرافعة المالية من أكثر العوامل المؤثرة على سيولة الأسهم. (Ali et al., 2017; Hu et al., 2019; Al Jaifi, 2016).



قياس أثر تمويل الأرباح على العلاقة بين التدفقات النقدية وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

## – صافي التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل Cash Flow from Operation (CFO)

اعتمدت الباحثة في قياس التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل من خلال نسبة صافي التدفقات النقدية من عمليات التشغيل إلى إجمالي الأصول (Hu et al., 2019; Farinha et al., 2018; Al Hassan & Naka, 2020).

## – نسبة Tobin's Q لقياس قيمة الشركة

اعتمدت الباحثة في قياس هذا المؤشر والذي يعتبر مقياساً لفرص النمو المتاحة للمنشأة من خلال ((القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة الدفترية للإلتزامات) ÷ إجمالي الأصول) (Al Hassan & Naka, 2020;).

## – مؤشر Z-Score

يعتبر هذا المؤشر من مقاييس الخطر وإحتمال التعرض للتعثر المالي فهو يقيس احتمالية تعرض المنشأة للإفلاس Probability of Bankruptcy حيث أنه مؤشر مجمع من مجموعة من المؤشرات الخاصة بالسيولة والملاءة المالية والربحية والقيمة السوقية والإنتاجية، يقاس من خلال متغير وهمي يأخذ القيمة (1) في حالة إحتمال تعرض المنشأة للتعثر المالي، وذلك إذا كان مؤشر Z-Score أقل من 1.8، ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك، وكلما إقتربت قيمة هذا المؤشر من القيمة (3) فأكثر كلما إبتعدت المنشأة عن احتمالية التعرض للتعثر المالي والإفلاس، والذي يقاس من خلال المعادلة التالية وفقاً (Altman 1968):

$$Z\text{-Score} = (1.2 \frac{WC}{TA}) + (1.4 \frac{RE}{TA}) + (3.3 \frac{EBIT}{TA}) + (0.6 \frac{MC}{TA}) + (1 \frac{Sales}{TA})$$

حيث:

**Z-Score:** مؤشر التعثر المالي والتنبؤ بالإفلاس.

**TA:** إجمالي الأصول.

**Working capital: WC** رأس المال العامل، والذي يعبر عن موقف السيولة بالمنشأة، ويساوي الفرق بين الأصول المتداولة والإلتزامات المتداولة.

قياس أثر غموض الأرباح على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

**Retained earnings: RE** الأرباح المحتجزة، والذي يعبر عن مستوى ربحية المنشأة خلال عدد من السنوات.

**Earnings before interest and taxes: EBIT** الأرباح قبل الفوائد والضرائب، وهذا المؤشر يعبر عن قدرة الشركة على توليد الأرباح.

**Market Capitalization: MC** القيمة السوقية لحقوق الملكية.  
**Sales:** المبيعات، وتقيس هذه النسبة مدى قدرة الشركة على تحقيق المبيعات وتحقيق إيرادات من نشاطها الرئيسي.

٣/٢/٥ نموذجي إختبار فرضي البحث

تم الاعتماد على أسلوب Panel data من أجل إختبار العلاقة بين المتغيرات التي يتضمنها نموذج البحث، حيث أن هذا الأسلوب يجمع بين أسلوب السلاسل الزمنية

Time series، وأسلوب التحليل المقارن أو القطاعي Cross section data

**الفرض الأول H1:** يؤثر التحفظ النقدي تأثيرًا إحصائيًا ذو دلالة معنوية على سيولة الأسهم، وذلك من خلال نموذج الإنحدار الخطي المتعدد التالي:

$$\text{Stoc LIQ}_{it} = \alpha + \beta 1 \text{Cash Cons}_{it} + \sum_j^n \text{Controls}_{it} + \varepsilon_{it} \longrightarrow \text{H1}$$

**الفرض الثاني H2:** يؤثر غموض الأرباح تأثيرًا إحصائيًا ذو دلالة معنوية على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم، والذي يتم إختباره من خلال نموذج الإنحدار الخطي المتعدد التالي:

$$\text{Stoc LIQ}_{it} = \alpha + \beta 1 \text{Cash Cons}_{it} + \beta 2 \text{Opac}_{it} + \beta 3 (\text{Cash Cons}_{it} * \text{Opac}_{it}) + \sum_j^n \text{Controls}_{it} + \varepsilon_{it} \longrightarrow \text{H2}$$

حيث:

i: كل شركة في عينة البحث الحالي.

t: كل سنة من الفترة الزمنية للبحث.

$\alpha$ : ثابت نموذج الإنحدار.

$\beta$ : معاملات المتغيرات المستقلة.

Stoc LIQ: سيولة الأسهم.

Cash Cons: التحفظ النقدي.

قياس أثر غموض الأرباح على العلاقة بين التدفط التقديري وسهولة الأسمم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

Opac: غموض الأرباح.

$\sum_j^n j$  Controls: المتغيرات الرقابية.

٤/٢/٥ تحليل البيانات وإختبار فرضي البحث

تم الاعتماد على حزمة البرامج الإحصائية STATA 15 لإجراء التحليلات الإحصائية اللازمة الخاصة بنماذج البحث الحالي، ولتحقيق ذلك سوف يتم إجراء التحليلات التالية:

١/٤/٢/٥ التحليل الوصفي لعينة البحث.

قد تحتوي بيانات عينة البحث على قيم متطرفة أو قيم شاذة outliers، والتي قد تؤثر على نتيجة التحليل الإحصائي لبيانات العينة، بالتالي قد تم استخدام طريقة winsorizing للحد من تأثير القيم المتطرفة وذلك لكافة متغيرات الدراسة، يوضح الجدول رقم (٣) التالي الإحصاء الوصفي Descriptive Statistics لبيانات العينة، والذي يشتمل على عددًا من المقاييس الإحصائية كالوسط الحسابي، الانحراف المعياري، أعلى وأدنى قيمة لكل متغير من متغيرات البحث، مما يساهم في وصف كل متغير ومدى تأثيره على شركات العينة محل البحث.

جدول (٣) الإحصاء الوصفي لعينة البحث

variables	Mean	Std. Dev.	min	max	skewness	kurtosis
SL	.051	.038	.004	.145	1.042	3.379
C C	.128	.129	.003	.455	1.265	3.615
Opac	.068	.104	.001	.543	2.289	7.529
ROA	.052	.086	-.11	.252	.481	3.206
Trd. Vol	8.793	2.448	4.011	12.506	-.408	2.175
CFO	.081	.104	-.084	.314	.632	2.776
Tobin's Q	1.358	.936	.482	4.269	1.925	6.033
Size	5.972	0.8168	4.3055	8.1420	.322	2.388
Lev	0.1596	0.1687	0	0.5577	.918	2.774

### يتضح من الجدول رقم (٣) السابق مايلي:

- أن معاملات الإلتواء والتفرطح لجميع المتغيرات لم تتجاوز (+٣:-٣) بالنسبة لمعامل الإلتواءskewness، (+١٠:- ١٠) بالنسبة لمعامل التفرطح kurtosis، مما يدل على إعتدالية التوزيع الطبيعي لمتغيرات البحث (Kline, 2015).
- بلغ الوسط الحسابي لمؤشر الفجوة السعرية بين العرض والطلب الذي يستدل به على إنخفاض سيولة الأسهم ٠,٠٥١، مما يدل على إنخفاض تكلفة تسويق الأسهم وسهولة تسويقها في شركات العينة، وذلك بإنحراف معياري ٠,٠٣٨، وقد كان هناك تفاوت بين شركات العينة فيما يتعلق بسيولة الأسهم.
- بلغ الوسط الحسابي للتدفع النقدي ٠,١٢٨، أي أن متوسط نسبة النقدية ومافي حكمها إلى إجمالي الأصول لدى تلك الشركات ١٢,٨%، وذلك بإنحراف معياري قدره ٠,١٢٩، كما قد كان هناك فروقاً كبيرة بين الشركات فيما يتعلق بالتدفع النقدي.
- بلغ الوسط الحسابي لنموذج جونز المعدل الذي يستدل به على وجود غموض أرباح ٠,٠٦٨، وهو ما يشير إلى أن معظم شركات العينة لديها إستحقاقات تقديرية بنسبة ٦,٨% من إجمالي الإستحقاقات، وذلك بإنحراف معياري قدره ٠,١٠٤.
- بلغ الوسط الحسابي لمعدل العائد على الأصول ٠,٠٥٢، أي أن معدل العائد على الأصول في معظم شركات العينة ٥%، وهو مايعني أن كل جنية تقوم الشركة بإستثماره يحقق لها عائداً قدره ٥%، بإنحراف معياري قدره ٠,٠٨٦، كما بلغت أعلى وأدنى قيمة ٠,٢٥٢، ٠,١١- على التوالي، يلاحظ أن أدنى قيمة لمعدل العائد على الأصول هي قيمة سالبة وهو مايدل على وجود بعض الشركات التي تحقق معدل عائد على الأصول سلبي وإنخفاض في أدائها التشغيلي، وهو مايستدعي ضرورة قيام تلك الشركات بإستغلال الأصول بطريقة أفضل من أجل تحسين معدل العائد لديها.
- بلغ الوسط الحسابي لحجم التداول على الأسهم ٨,٧٩٣، وذلك بإنحراف معياري قدره ٢,٤٤٨ مما يعني زيادة أحجام التداول في شركات العينة، كما إتضح وجود تفاوت كبير في أحجام التداول بين شركات العينة.

قياس أثر نموض الأرباح على العلاقة بين التدفقت النقدية وسهولة الأسمم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

- بلغ الوسط الحسابي لنسبة لتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول ٠,٠٨١، بإنحراف معياري قدره ٠,١٠٤، وهو ما يشير إلى أن شركات العينة في المتوسط تتخفف بها نسبة التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول.
- بلغ الوسط الحسابي لنسبة TobinsQ ١,٣٥٨، وهي نسبة القيمة السوقية للشركة إلى قيمتها الدفترية ويستدل بها عن مدى وجود فرص للنمو، وذلك بإنحراف معياري ٠,٩٣٦.
- نتيجة لأخذ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول أدى ذلك إلى إنخفاض المدى بين أعلى وأدنى قيمة لحجم الشركة، بلغ الوسط الحسابي ٥,٩٧٢، مما يشير إلى كبر حجم شركات العينة وإتصاف تلك الشركات بالأداء الجيد الذي قد يجذب المستثمرين لتداول أسهم تلك الشركات، وذلك بإنحراف معياري قدره ٠,٨١٧، وهو ما يشير إلى تجانس في بيانات الشركات المكونة للعينة.
- بلغ الوسط الحسابي للرافعة المالية ٠,١٥٩٦، وذلك بإنحراف معياري ٠,١٦٨٧، مما يشير إلى الاعتماد بشكل أكبر على رأس المال المملوك كمصدر للتمويل.

#### ٢/٤/٢/٥ الإحصاء الوصفي للمتغيرات الوهمية (التمييزية) Discrete

#### Variables

يتم استخدام أسلوب التكرارات Frequencies من أجل التوصيف الإحصائي لكل من متغير التوزيعات النقدية المدفوعة، ومؤشر احتمال تعرض الشركة للإفلاس مؤشر Zscore، ويوضح الجدول رقم (٤)، الإحصاء الوصفي للمتغيرات التمييزية.

#### جدول (٤) الإحصاء الوصفي للمتغيرات التمييزية (الوهمية)

DIV	التكرارات	النسبة	Z- score	التكرارات	النسبة
0	315	39.38	0	390	48.75
1	485	60.62	1	410	51.25
Total	800	100.00	Total	800	100.00

يلاحظ من خلال الجدول رقم (٤) السابق أن عدد مشاهدات الشركات التي تقوم بدفع توزيعات نقدية ٤٨٥ مشاهدة بنسبة ٦٢,٦٠ % من شركات عينة البحث،

قياس أثر حموض الأرباع على العلاقة بين التدفط النقدي وسهولة الأسمم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

بينما كانت عدد مشاهدات الشركات التي لا تقوم بدفع توزيعات نقدية ٣١٥ مشاهدة بنسبة ٣٩,٣٨%. كما يتضح أن عدد مشاهدات الشركات المحتمل تعرضها لخطر التعثر المالي والإفلاس ٤١٠ مشاهدة بنسبة ٥١,٢٥% من إجمالي شركات العينة وهي نسبة كبيرة نسبياً، بينما كان عدد مشاهدات الشركات المحتمل عدم تعرضها لخطر الإفلاس ٣٩٠ مشاهدة بنسبة ٤٨,٧٥%.

### ٣/٤/٢/٥ إختبارات مدى ملائمة البيانات للتحليل الإحصائي Validity Tests.

#### – إختبار الارتباط الخطي المتعدد Test for Multicollinearity

سوف يتم الاعتماد على إختبار Variance Inflation Factor (VIF) لتحديد درجة الارتباط بين المتغيرات المستقلة الخاصة بالبحث الحالي، والتي تنشأ عندما تكون قيمة (VIF) أكبر من ١٠.

#### – إختبار عدم ثبات التباين Test for Heteroscedasticity

سوف يتم الاعتماد على إختبار Breusch-Pagan/Cook-Weisberg لتحديد ما إذا كان هناك ثبات وتجانس في تباين البواقي أم لا، والذي يترتب عليه نتائج مضللة حول العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، فيكون هناك ثبات وتجانس تباين البواقي إذا كانت قيمة P-Value أكبر من ٠,٠٥، والعكس صحيح.

#### – إختبار الارتباط الذاتي Test for Autocorrelation

سوف يتم الاعتماد على إختبار Durbin Watson لتحديد ما إذا كان هناك ارتباط ذاتي أو ارتباط تسلسلي بين بواقي نماذج الانحدار، كلما كانت قيمة هذا الإختبار أقل أو أكبر من (٢) كلما كان هناك مشكلة ارتباط ذاتي بين بواقي نماذج الانحدار. يوضح الجدول رقم (٧) التالي ملخصاً للإختبارات السابقة بالتطبيق على نموذجي البحث كما يلي:

جدول (٧) إختبارات نماذج الانحدار

النموذج (Model)	Test for Multicollinearity	Test for Heteroscedasticity	Test for Autocorrelation
	VIF	Breusch-Pagan/Cook-Weisberg	Durbin Watson
النموذج الأول	Mean VIF= 1.80	Prob> chi2= 0.0000	1.750
النموذج الثاني	Mean VIF= 2.00	Prob> chi2= 0.0000	1.750

يلاحظ على الجدول رقم (٧) السابق ما يلي؛ أن نموذجي البحث الواردين بالجدول قد تحقق بهما شرط الإستقلال بين المتغيرات المستقلة وفقاً لإختبار VIF فقد كانت قيمة هذا الإختبار لنموذجي البحث على التوالي (١,٨٠)، (٢) وهي أقل من ١٠، مما يعني صلاحية نموذجي البحث في تفسير الأثر على المتغير التابع، أيضاً لم يكن هناك مشكلة إرتباط ذاتي بين البواقي لنموذجي البحث فقد كانت نتائج إختبار Durbin Watson للنموذجين على التوالي (١,٧٥٠)، (١,٧٥٠) والتي تقترب من القيمة (٢)، على العكس من ذلك لم يتحقق شرط ثبات وتجانس التباين لنموذجي البحث فقد كانت نتائج إختبار Breusch-Pagan/Cook-Weisberg أقل من ٠,٠٥ للنموذجين. في ضوء نتائج الجدول رقم (٧) السابق ووجود مشكلة عدم ثبات وتجانس التباين، والتي قد يصاحبها آثاراً عكسية على مدى ملائمة وإتساق النتائج في نماذج الإنحدار طبقاً لطريقة المربعات الصغرى العادية، ولأجل حل تلك المشكلة قد إستعانت الباحثة بتقنية Robust Estimate Ordinary Least Squares عند إختبار نموذجي البحث، التي تقوم بتقدير معاملات نماذج الإنحدار التي تعاني من مشكلة عدم ثبات وتجانس التباين.

#### ٥/٢/٥ إختبار فرضي البحث

سوف يتم إختبار فرضي البحث من خلال الاعتماد على أساليب الإحصاء التحليلي أو الإستدلالي والمتمثلة في تحليل الإنحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression Analysis).

#### ١/٥/٢/٥ إختبار الفرض الأول

يوضح الجدول رقم (٨) التالي نتائج تحليل الإنحدار الخطي المتعدد لإختبار صحة الفرض الأول 'يؤثر الإحتفاظ بالنقدية تأثيراً إحصائياً ذو دلالة معنوية على سيولة الأسهم'.

قياس أثر حموض الأرباع على العلاقة بين التدفط النقدي وسيولة الأسمم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

حاتم حسين رياض حسين

### جدول (٨) نتائج تحليل الإنحدار الخطي المتعدد للفرض الأول

المتغيرات	Variables	النموذج الأول : Dependent Variable:SL سيولة الأسمم		
		Coef. معاملات الإنحدار $\beta$	t-value	p-value
التحفظ النقدي	Cash cons	-0.044	-4.44***	0.00
حجم المنشأة	Size	-0.006	-2.96***	0.00
حجم التداول على الأسهم	Trading Vol	-0.006	-9.86***	0.00
معدل العائد على الأصول	ROA	0.006	-0.028	0.78
الرافعة المالية	Lev	0.002	0.18	0.86
التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل	Cfo	0.018	1.04	0.299
نسبة TobinsQ	TobinsQ	0.001	-0.016	0.87
التوزيعات النقدية المدفوعة	DPdummy	0.003	0.094	0.349
مؤشر احتمال تعرض المنشأة للإفلاس	Zscoredummy	0.002	0.66	0.508
ثابت الإنحدار	Constant	0.139	13.49	0.00
R-squared	0.202	Number of obs	800	
F-test	21,720	Prob > F	0.000	

\*\*\*  $p < .01$ , \*\*  $p < .05$ , \*  $p < .1$

يلاحظ من خلال الجدول رقم (٨) السابق ما يلي:

أولاً: معنوية نموذج الإنحدار:

يتم تحديد معنوية نموذج الإنحدار من خلال نتيجة إختبار (F-Test)، فإذا كان مستوى المعنوية (Sig) أقل من 0.05 فإن نموذج الإنحدار يكون معنوي، وهو مايعني أنه على الأقل يوجد متغير مستقل من المتغيرات المدرجة بالنموذج ذو تأثير معنوي على المتغير التابع، والعكس صحيح، يتضح من خلال الجدول رقم (٨) السابق أن مستوى معنوية النموذج Prob. F (0.000) وهو أقل من 0.05 وهو مايدل على صلاحية نموذج الإنحدار الأول وإمكانية الاعتماد عليه.

ثانياً: القدرة التفسيرية للنموذج:

يمكن الحكم على القدرة التفسيرية للنموذج من خلال (R-squared)، والتي بلغت (0.202) وهي تعني أن المتغيرات المستقلة (التفسيرية) والمتغيرات الرقابية



قياس أثر غموض الأرباح على العلاقة بين التدفط النقدي وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

في النموذج الأول السابق تفسر حوالي 20% من التباين أو التغير الذي يحدث في المتغير التابع وهو سيولة الأسهم.

**ثالثاً: إختبار معنوية المتغيرات ومعاملات الإنحدار:**

يتم تحديد معنوية المتغيرات من خلال نتيجة إختبار (T-Test) والذي يوضح التأثير المعنوي لكل متغير مستقل على حدى على المتغير التابع، ويتضح من خلال الجدول رقم (٨) السابق أن معامل الإنحدار Coef. للتدفع النقدي (-0.044) وهو ما يدل على وجود تأثير سلبي للتدفع النقدي على إنخفاض سيولة الأسهم وذلك عند مستوى معنوية 1%، بناءً على ما سبق يمكن قبول الفرض الأول الذي ينص على أن التدفع النقدي يؤثر تأثيراً إحصائياً ذو دلالة معنوية على سيولة الأسهم.

مما سبق يمكن التعبير عن معادلة الإنحدار كما يلي:

$$\text{Stoc LIQ}_{it} = 0.139 - 0.004 (\text{Cashcons}_{it}) - 0.006 (\text{Size}_{it}) - 0.006 (\text{Trd.Vol}) + 0.006 (\text{ROA}_{it}) + 0.002 (\text{LEV}) + 0.018 (\text{Cfo}_{it}) + 0.001 (\text{TobinsQ}_{it}) + 0.003 (\text{DPdummy}_{it}) + 0.002 (\text{Zscoredummy}_{it}) + \varepsilon_{it}$$

**٢/٥/٢/٥ إختبار الفرض الثاني**

يوضح الجدول رقم (٩) التالي نتائج تحليل الإنحدار الخطي المتعدد لإختبار صحة الفرض الثاني "يؤثر غموض الأرباح تأثيراً إحصائياً ذو دلالة معنوية على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم".

**جدول (٩) نتائج تحليل الإنحدار الخطي المتعدد للفرض الثاني**

المتغيرات	Variables	النموذج الثاني : سيولة الأسهم SL: Dependent Variable		
		معاملات الإنحدار β	t-value	p-value
الإحتفاظ بالنقدية	Cash cons	-0.034	-3.05***	0.002
غموض الأرباح	Opac	.015	0.72	0.437
التأثير المحفز لغموض الأرباح		-0.121	-1.85*	0.065
حجم المنشأة	Size	-0.006	-3.10***	0.002
حجم التداول على الأسهم	Trading Vol	-0.006	-9.71***	0.000
معدل العائد على الأصول	ROA	-0.003	-0.14	0.891
الرافعة المالية	Lev	0.002	0.21	0.837

قياس أثر غموض الأرباح على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل	Cfo	0.018	.99	0.323
نسبة TobinsQ	TobinsQ	-.001	-0.35	0.729
التوزيعات النقدية المدفوعة	DPdummy	0.003	1.00	0.317
مؤشر احتمال تعرض المنشأة للإفلاس	Zscoredummy	0.002	0.64	0.52
ثابت الإنحدار	Constant	0.14	13.10***	0.00
R-squared	0.205	Number of obs	800	
F-test	17.78	Prob > F	0.000	
*** p<.01, ** p<.05, * p<.1				

يلاحظ من خلال الجدول رقم (٩) السابق ما يلي:

**أولاً: معنوية نموذج الإنحدار:**

بلغت مستوى معنوية النموذج الثاني 0.000 وفقاً لإختبار (F-test)، وهو أقل من 0.05، مما يعني معنوية وصلاحيّة نموذج الإنحدار الثاني وإمكانية الاعتماد عليه.

**ثانياً: القدرة التفسيرية للنموذج:**

بلغ معامل التحديد (R-squared) للنموذج (0.205)، وهي تعني أن المتغيرات المستقلة (التفسيرية) والمتغيرات الرقابية في النموذج الثاني السابق تفسر %20.5 من التباين أو التغير الذي يحدث في المتغير التابع وهي سيولة الأسهم.

**ثالثاً: إختبار معنوية المتغيرات ومعاملات الإنحدار:**

يتضح من خلال الجدول رقم (٩) السابق أن معامل الإنحدار Coef. للتأثير التفاعلي لغموض الأرباح (-.121) وهو ما يدل على وجود تأثير سلبي لغموض الأرباح على العلاقة بين التحفظ النقدي وإنخفاض سيولة الأسهم وذلك عند مستوى معنوية %10، بناءً على ما سبق يمكن قبول الفرض الثاني الذي ينص على أن غموض الأرباح يؤثر تأثيراً إحصائياً ذو دلالة معنوية على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وسيولة الأسهم.

مما سبق يمكن التعبير عن معادلة الإنحدار كما يلي:

$$SL_{it} = 0.14 - 0.034 (Cashcons_{it}) + 0.015 (Opac_{it}) - 0.121 (Cashcons_{it} * Opac_{it}) - 0.006 (Size_{it}) - 0.006 (Trd.Vol) - 0.003 (ROA_{it})$$

قياس أثر مخوض الأرباح على العلاقة بين التدفق النقدي وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

د.علاء حسين رياض حسين

$$+ 0.002 (Lev_{it}) + 0.018(Cfo_{it}) - 0.001 (TobinsQ_{it}) + 0.003(DPdummy_{it}) + 0.002 (Zscoredummy_{it}) + \epsilon_{it}$$

### ٣/٥ مناقشة النتائج الإحصائية.

تهدف الباحثة من هذا الجزء تقديم تفسيرات ومبررات منطقية تدعم النتائج التي تم التوصل إليها، ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة لتحديد مدى إتفاقها أو عدم إتفاقها، فعلى صعيد الفرض الأول للبحث، أظهرت النتائج وجود تأثيراً سلبياً معنوياً للتدفق النقدي على انخفاض سيولة الأسهم، أي أنه كلما قامت الشركة بالتدفق النقدي والإحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية، كلما إنخفضت تكاليف التداول وإنخفضت الفجوة السعرية بين العرض والطلب مما ينعكس على سهولة تسويق الأسهم وتحويلها لنقدية والذي يؤثر على إرتفاع سيولة الأسهم، أي أن التدفق النقدي يؤثر إيجابياً معنوياً على سيولة الأسهم، وهو ما يؤدي إلى قبول الفرض البحثي الأول، جاءت النتيجة السابقة متسقة مع دراسة (Nyborg & Wang, 2021; Chuan 'Chewie' Ang et al., 2019; Chen et al., 2016; Nassar, 2016).

قد ترجع النتيجة السابقة إلى أن الإحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية يؤدي إلى تحسين إستمرارية التداول ويقلل من مخاطر السيولة النقدية وتكلفة رأس المال، وهو ما يوضح بأن الشركات التي تقوم بإستخدام التدفق النقدي تجذب المزيد من المستثمرين لتداول الأسهم مما يعمل على إنخفاض درجة تعرض الأسهم لصدمات سيولة السوق، حيث يفضل المستثمرون الشركات التي تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية وخاصة في أوقات الأزمات. وهو ما يتفق أيضاً مع نظرية الإشارة في أن المديرين يقومون بتوجيه إشارات معينة للسوق للتأثير على تصورات المتداولين، كما تتفق أيضاً النتيجة السابقة مع نظريتي التدفق النقدي الحر، والوكالة، بأنه دائماً يوجد حافز لدى المديرين بالتدفق النقدي والإحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية لتحقيق مصالح شخصية.

بينما ما يتعلق بالفرض البحثي الثاني، أظهرت النتائج أيضاً وجود تأثيراً سلبياً معنوياً للمتغير التفاعلي على العلاقة بين التدفق النقدي وإنخفاض سيولة الأسهم، وهو

ما يؤدي إلى قبول الفرض الثاني. وهو ما يعني إلى أن غموض الأرباح يؤدي إلى تحفيز الأثر الإيجابي بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم، فكلما زاد غموض الأرباح نتيجة قيام الإدارة باستخدام أساليب إدارة الأرباح، كلما زادت سياسات التحفظ النقدي، والذي ينعكس على سيولة الأسهم إيجابياً، وهو ما يتفق مع نظرية الإشارة وقيام الشركات بتمهيد الأرباح لتوصيل إشارات معينة حول تصورات المستثمرين والدائنين حول هيكل التمويل ومستوى الاحتفاظ بالنقدية وتعزيز محتوى المعلومات عن الأرباح من أجل جذب المزيد من المستثمرين اللذين يجذبون للشركات الأكثر استقراراً وأقل تقلباً في الأرباح، بالإضافة إلى انخفاض وعي المستثمرين عن الممارسات والأساليب التي تتبعها الإدارة لإدارة الأرباح، وأن أهم ما يشغلهم هي رقم الأرباح النهائي، وقد إتفت النتيجة السابقة مع دراسات (Huang et al., 2017; Al Jaifi, 2017; Sayari & Omri, 2017; Al Haddad & Al Ghouli, 2023; Chada & Varadhajan, 2023). مما سبق يمكن تحديد مجموعة من المحددات المهمة لسيولة الأسهم، كإستخدام الشركات لسياسات مالية معينة مثل التحفظ النقدي، قيام الإدارة باستخدام أساليب إدارة الأرباح أو تمهيدها، مما يؤثر على غموض تلك الأرباح، بالإضافة إلى حجم التداول على الأسهم، التوزيعات النقدية المدفوعة بواسطة الشركات، حجم الشركة أيضاً من المحددات المهمة لسيولة الأسهم، بالإضافة إلى القيمة السوقية للشركة.

#### ٤/٥ التوصيات وأهم الأبحاث المقترحة مستقبلاً.

إستناداً إلى ما سبق عرضه من نتائج، توصي الباحثة بما يلي:

- ضرورة الإهتمام بواسطة الجهات التنظيمية إلزام الشركات بتقديم مزيداً من المعلومات حول الشركة بشفافية أكثر لجميع الأطراف دون تفرقة، وخاصة ما يتعلق بصافي الربح ومكوناته وما تقوم به الشركة من سياسات سواء المتعلقة بالسياسات المالية أو السياسات الإستثمارية، حتى يتسنى لمتخذي القرار إتخاذ قرارات رشيدة.
- إجراء مزيداً من الأبحاث حول السياسات المالية في الشركة كإحتفاظ بالنقدية أو إنخفاض إستخدام الديون في الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة الشركة، بالإضافة

قياس أثر غموض الأرباح على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

إلى إجراء المزيد من الأبحاث حول غموض الأرباح وعدم شفافية التقارير المالية، للكشف عن أكثر الأسباب التي تعمل على غموض الأرباح بالنسبة للأطراف ذات العلاقة، وإتخاذ الإجراءات التصحيحية، والتعامل معها والعمل على منع تلك الأسباب قدر الإمكان، بما يجعل المعلومات المرتبطة بالأرباح أكثر شفافية وإنعكاساً لأداء الشركة الحقيقي.

- الاستفادة من التكنولوجيا الحديثة والأساليب الحديثة في توفير معلومات إضافية، وعرض التقارير المالية بشكل يمكن المستخدمين من فهمها بطريقة صحيحة، والإستعانة بالأشكال والرسومات البيانية مما يساعد على إجراء التحليلات اللازمة بشكل أكثر كفاءة.

**هذا، وتتمثل الأبحاث المستقبلية المقترحة التي يمكن للباحثين تناولها لاحقاً فيما يلي:**

- إجراء البحث مرة أخرى بمقاييس مختلفة أو أساليب إحصائية مختلفة، لتأكيد النتيجة التي تم التوصل إليها أو نفيها، وتحقيق نتائج أكثر دقة.
- أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين غموض الأرباح وسيولة الأسهم.
- أثر حوكمة الشركات على التحفظ النقدي وإنعكاس ذلك على قيمة المنشأة.
- أثر جودة لجنة المراجعة على العلاقة بين التحفظ النقدي وسيولة الأسهم.

قياس أثر تموض الأرباح على العلاقة بين التدفط النقدي وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

## المراجع:

### المراجع باللغة العربية:

- فودة، السيد أحمد محمود. (٢٠١٧). العلاقة بين سيولة الأسهم وإدارة الأرباح: دراسة اختيارية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. قسم المحاسبة كلية التجارة جامعة طنطا، ٢٦٢-٣٣٩.

### المراجع باللغة الأجنبية:

- Admati, A. R., & Pfleiderer, P. (1988). A theory of intraday patterns: Volume and price variability. *The review of financial studies*, 1(1), 3-40.
- Ahmed, A., & Ali, S. (2017). Boardroom gender diversity and stock liquidity: Evidence from Australia. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(2), 148-165.
- Ajina, A., & Habib, A. (2017). Examining the relationship between Earning management and market liquidity. *Research in International Business and Finance*, 42, 1164-1172.
- Al-Amri, K., Al-Busaidi, M., & Akguc, S. (2015). Conservatism and corporate cash holdings: a risk prospective. *Investment management and financial innovations*, 12(1), 101-113.
- Alhassan, A., & Naka, A. (2020). Corporate future investments and stock liquidity: Evidence from emerging markets. *International review of economics & finance*, 65, 69-83.
- Al-Haddad, L., & Al-Ghoul, S. (2023). The impact of earnings quality on corporate cash holdings: evidence from an emerging economy. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. <https://doi.org/10.1108/JFRA-09-2022-0321>
- Ali, S., Liu, B., & Su, J. J. (2017). Corporate governance and stock liquidity dimensions: Panel evidence from pure order-driven Australian market. *International Review of Economics & Finance*, 50, 275-304.

قياس أثر تموض الأرباح على العلاقة بين التدفط التقديري وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

- 
- Al-Jaifi, H. A. (2017). Ownership concentration, earnings management and stock market liquidity: evidence from Malaysia. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 17(3), 490-510.
  - Altamuro, J., Beatty, A.L. & Weber, J. (2005). The Effects of Accelerated Revenue Recognition on Earnings Management and Earnings Informativeness: Evidence from SEC Staff Accounting Bulletin No. 101. *The Accounting Review*, 80(2), 373 –401.
  - Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of finance*, 23(4), 589-609.
  - Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Liquidity and stock returns. *Financial Analysts Journal*, 42(3), 43-48.
  - Arar, S. S., Al-Sheikh, E., & Hardan, A. S. (2018). The relationship between earnings management and stock price liquidity. *International Journal of Business and Management*, 13(4), 99-107.
  - Arora, R. K. (2019). Corporate cash holdings: An empirical investigation of Indian companies. *Global Business Review*, 20(4), 1088-1106.
  - Barth, M. E., Beaver, W. H., Hand, J. R., & Landsman, W. R. (1999). Accruals, cash flows, and equity values. *Review of Accounting studies*, 4, 205-229.
  - Bhattacharya, U., Daouk, H., & Welker, M. (2003). The world price of earnings opacity. *The accounting review*, 78(3), 641-678.
  - Bigelli, M., Martín-Ugedo, J. F., & Sánchez-Vidal, F. J. (2014). Financial conservatism of private firms. *Journal of business research*, 67(11), 2419-2427.
  - Boubaker, S., Gounopoulos, D., & Rjiba, H. (2019). Annual report readability and stock liquidity. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 28(2), 159-186.
  -

- 
- Carmo, C. R., Moreira, J. A. C., & Miranda, M. C. S. (2016). Earnings quality and cost of debt: evidence from Portuguese private companies. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 14(2), 178-197.
  - Carson, J. M., Ellis, C., Elyasiani, E., & Wen, Y. (2022). Managerial Discretion, Earnings Opacity, and Stock Price Informativeness. *Earnings Opacity, and Stock Price Informativeness* (June 9, 2022).
  - Chae, S. J., Nakano, M., & Fujitani, R. (2020). Financial reporting opacity, audit quality and crash risk: Evidence from Japan. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(1), 9-17.
  - Chada, S. and Varadharajan, G. (2023), "Earnings quality, institutional investors and corporate cash holdings: evidence from India", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/IJMF-05-2022-0224>
  - Chen, C., Kim, J. B., & Yao, L. (2017). Earnings smoothing: does it exacerbate or constrain stock price crash risk?. *Journal of Corporate Finance*, 42, 36-54.
  - Chen, I. J., & Wang, B. Y. , March (2014). Corporate governance and cash holdings: Empirical evidence from an emerging market. In 41st conference southwestern finance association, USA.
  - Chen, J. L., Jia, Z. T., & Sun, P. W. (2016). Real option component of cash holdings, business cycle, and stock returns. *International Review of Financial Analysis*, 45, 97-106.
  - Chuan'Chewie'Ang, T., Lam, F. E. C., Ma, T., Wang, S., & Wei, K. J. (2019). What is the real relationship between cash holdings and stock returns?. *International Review of Economics & Finance*, 64, 513-528.
  - Cucic, D. (2021). Corporate investment and cash holdings under financing shocks (No. 182). Danmarks Nationalbank Working Papers.



قياس أثر تموض الأرباح على العلاقة بين التدفط التقديري وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

- 
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting horizons*, 14(2), 235-250.
  - Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting horizons*, 14(2), 235-250.
  - Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.
  - Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *The Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269.
  - Farinha, J., Mateus, C., & Soares, N. (2018). Cash holdings and earnings quality: evidence from the Main and Alternative UK markets. *International Review of Financial Analysis*, 56, 238-252.
  - Grossman, S. J., & Miller, M. H. (1988). Liquidity and market structure. *the Journal of Finance*, 43(3), 617-633.
  - Hall, T., Mateus, C., & Mateus, I. B. (2014). What determines cash holdings at privately held and publicly traded firms? Evidence from 20 emerging markets. *International Review of Financial Analysis*, 33, 104-116.
  - Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *the Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
  - Harris, M., & Raviv, A. (2017). Why do firms sit on cash? An asymmetric information approach. *The review of corporate finance studies*, 6(2), 141-173.
  - Hong, H. A., Kim, J. B., & Welker, M. (2017). Divergence of cash flow and voting rights, opacity, and stock price crash risk: International evidence. *Journal of Accounting Research*, 55(5), 1167-1212.
  - Hu, Y., Li, Y., & Zeng, J. (2019). Stock liquidity and corporate cash holdings. *Finance Research Letters*, 28, 416-422.

قياس أثر تمويل الأرباح على العلاقة بين التدفط النقدي وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

- 
- Huang, H. Y., & Ho, K. C. (2020). Liquidity, earnings management, and stock expected returns. *The North American Journal of Economics and Finance*, 54, 1-13 101261.
  - Huang, K., Lao, B., & McPhee, G. (2017). Does stock liquidity affect accrual-based earnings management?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(3-4), 417-447.
  - Huang, W., & Mazouz, K. (2018). Excess cash, trading continuity, and liquidity risk. *Journal of Corporate Finance*, 48, 275-291.
  - Im, H. J., Oliver, B., & Park, H. (2022). The effect of stock liquidity on corporate cash holdings: The real investment motive. *International Review of Finance*, 22(3), 580-596.
  - Ivanchuk, N. (2004). Evaluating the Liquidity of Stocks using Transaction Data.
  - Kline, R. B. (2015). The mediation myth. *Basic and Applied Social Psychology*, 37(4), 202-213.
  - Kosmidou, K., Kousenidis, D., Ladas, A., & Negkakakis, C. (2020). Regulation of capital flows: Effects on liquidity and the role of financial reporting quality. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 175, 86-97.
  - Kuzucu, N. (2021). Causality relationship between stock liquidity and corporate cash holdings. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 17(1), 102-114.
  - Le, Q. L., Ha, H. H., Nguyen, T. M. P., & Doan, T. D. (2023). The association between upward and downward earnings management and equity liquidity: empirical evidence from non-financial firms listed in Vietnam. *Cogent Business & Management*, 10(2), 2211789.
  - Majeed, M. A., & Yan, C. (2022). Financial statement comparability and stock liquidity: evidence from China. *Applied Economics*, 54(47), 5497-5514.

- 
- Mitra, R. K. (2016). The association between earnings quality and firm-specific return volatility: Evidence from Japan. *Review of Accounting and Finance*, 15(3), 294-316.
  - Moardi, M., Salehi, M., Poursasan, S., & Molavi, H. (2020). Relationship between earnings management, CEO compensation, and stock return on Tehran Stock Exchange. *International Journal of Organization Theory & Behavior*, 23(1), 1-22.
  - Munoz Mendoza, J. A., Sepulveda Yelpe, S. M., Veloso Ramos, C. L., Delgado Fuentealba, C. L., & Fuentes Solís, R. A. (2022). Earnings management and country-level characteristics as determinants of stock liquidity in Latin America. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 51(1), 50-76.
  - Nassar, S. (2016). Investigate the factors affecting share liquidity: Evidence from Istanbul stock exchange (ise). *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(6).
  - Neifar, S., & Ajili, H. (2019). CEO characteristics, accounting opacity and stock price synchronicity: Empirical evidence from German listed firms. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(2), 29-43.
  - Nyborg, K. G., & Wang, Z. (2021). The effect of stock liquidity on cash holdings: The repurchase motive. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 905-927.
  - Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
  - Phan, H. V., Nguyen, N. H., Nguyen, H. T., & Hegde, S. (2019). Policy uncertainty and firm cash holdings. *Journal of Business Research*, 95, 71-82.
  - Salehi, M., Tagribi, M., & Farhangdoust, S. (2018). The effect of reporting quality on stock returns of listed companies on the Tehran

قياس أثر تمويل الأرباح على العلاقة بين التدفط التقديري وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة ...

دعاء حسين رياض حسين

---

Stock Exchange. International Journal of Productivity and Performance Management, 67(1), 4-19.

- Sayari, S., & Omri, A. (2017). Earnings management, accruals and stock liquidity. Journal of finance and bank management, 5(1), 17-28.
- Wongchoti, U., Tian, G., Hao, W., Ding, Y., & Zhou, H. (2021). Earnings quality and crash risk in China: an integrated analysis. Journal of Asian Business and Economic Studies, 28(1), 2-19.
- Xiong, J. (2016). Stock Liquidity and Firm Investment—Evidence from Chinese Listed Companies. Journal of business theory and practice, 4(1), 2329-2644.