

مجلة البحوث المحاسبية

<https://com.tanta.edu.eg/abj-journals.aspx>



تأثير خطر التعثر المالي علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية في ظل الدور المعدل لمراحل دورة حياة الشركة: دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

أيمن عوض زكي عوض

مدرس، قسم المحاسبة ، كلية التجارة ، جامعة دمنهور ، مصر

تاريخ النشر الالكتروني: يونيو-2025

للتأصيل المرجعي: عوض ، أيمن عوض زكي. تأثير خطر التعثر المالي علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية في ظل

الدور المعدل لمراحل دورة حياة الشركة: دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

، مجلة البحوث المحاسبية ، المجلد 12 (2)،

المعرف الرقمي: 10.21608/abj.2025.433383

تأثير خطر التعثر المالي علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية في ظل الدور المعدل لمراحل دورة حياة الشركة: دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

أيمن عوض زكي عوض

مدرس، قسم المحاسبة ، كلية التجارة ، جامعة دمنهور ، مصر

تاريخ المقال

تم استلامه في 5 مايو 2025، وتم قبوله في 5 يونيو 2025، هو متاح على الإنترنت يونيو 2025

ملخص البحث:

هدف هذا البحث إلى دراسة واختبار أثر مخاطر التعثر المالي على مستوى النقدية المحتفظ بها في الشركات، مع الأخذ في الاعتبار الدور المعدل Moderator لمراحل دورة حياة الشركة. وتم ذلك من خلال التطبيق علي عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2017 م حتي عام 2021 م. وقد توصل الباحث إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين مخاطر التعثر المالي ومستوى النقدية المحتفظ بها، حيث كلما ارتفعت تلك المخاطر، انخفضت مستويات النقدية لدى الشركات لمواجهة الأزمات والقيود. كما أظهرت نتائج البحث في التحليل الأساسي والإضافي أن لمرحلة النضج دورًا مهمًا في تعزيز تأثير مخاطر التعثر على سياسات الاحتفاظ بالنقدية، في حين أشار التحليل الأساسي فقط إلى أن مرحلة النمو تلعب دورًا إيجابيًا في هذه العلاقة، وهو ما لم تؤكد نتائج التحليل الإضافي. كذلك أظهر كل من التحليل الأساسي والإضافي عدم وجود تأثير معنوي لمراحل التقديم، التدهور، والتذبذب على العلاقة محل الدراسة. تؤكد هذه النتائج أهمية مراعاة مراحل دورة حياة الشركة عند تحليل العلاقة بين مخاطر التعثر المالي وسياسات الاحتفاظ بالنقدية، لما لذلك من انعكاسات على القرارات المالية والإدارية داخل الشركة.

الكلمات المفتاحية: التعثر المالي، مستوى الإحتفاظ بالنقدية، مراحل دورة حياة الشركة، الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

1. مقدمة:

تعد الأصول النقدية أحد أهم عناصر الأصول التي لها تأثيرات جوهرية علي الشركات. فمن ناحية فإن الاحتفاظ بمبالغ أكبر من اللازم من النقود قد يكون له تأثير سلبي، الا انه من ناحية أخرى فالاحتفاظ بنقود أقل من اللازم قد يكون غير جيد أيضاً للشركات. فمزايا توفير النقود في أنها تساعد علي تنفيذ المعاملات اليومية بسهولة مع تقليل تكاليف المعاملات، كما تساعد الشركات علي مواجهة التقلبات في التدفقات النقدية في ظل وجود صعوبات مالية، كما تساعد علي استغلال الفرص الاستثمارية المربحة بشكل أسرع. الا نها لها بعض العيوب ومنها انها تخفض من العوائد نتيجة عدم استغلالها والاحتفاظ به (Wang, 2007). ومع ذلك، فإن القرارات المتعلقة بمستوى الاحتفاظ بالنقدية تتأثر بعدة عوامل، أبرزها خطر التعثر المالي، والذي يعكس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية دون التعرض لمخاطر الإفلاس أو الضائقة المالية (Opler *et al.*, 1999).

ويعتبر التعثر المالي أحد حالات العجز النقدي التي تواجه الشركة والتي تفقدها القدرة على سداد التزاماتها الحالية، كالاتمادات التجارية ومصاريف الفوائد، في ميعاد استحقاقها، نتيجة لعدم كفاية تدفقاتها من العمليات التشغيلية للوفاء بتلك الالتزامات (علي، 2017).

وتقوم الشركات بالاحتفاظ بالنقود كاحتياطي في حال اضطرت لتصفية الأصول لتسديد المدفوعات خلال فترات الأزمات المالية، مما يساعد في تقليل احتمالية التعرض للمشاكل المالية، حيث تميل الشركات إلى الحفاظ على السيولة عندما يكون الاقتصاد العام غير مستقر، كما في الأوقات التي يمر فيها الاقتصاد بتقلبات شديدة (Baum *et al.*, 2004). وأشارت دراسة (Bates *et al.*, 2009) إلى أن متوسط نسبة النقدية إلى الأصول في الشركات الأمريكية قد تضاعف خلال الفترة من 1980م إلى 2006م، مما يعكس أهمية السيولة النقدية كأداة وقائية ضد المخاطر المالية.

ويعد مفهوم دورة حياة الشركة من الأدوات الأساسية لتحليل تطور الشركات عبر مراحل النمو المختلفة. وقد صنف الباحثون الشركات إلى عدة مراحل تتراوح بين الشباب والنضج والشيخوخة (Al-Hadi *et al.*, 2016)، مع تقسيمات أكثر تفصيلاً تتضمن مراحل التقديم، النمو، النضج، التذبذب، والتدهور (Gort & Klepper, 1982). وتتغير طبيعة التدفقات النقدية في كل مرحلة، حيث تركز الشركات في المراحل المبكرة على الاستثمارات الكبيرة والتمويل الخارجي، بينما تزداد التدفقات النقدية التشغيلية في مرحلة النضج وتقل التدفقات الاستثمارية، فيما تواجه الشركات في مرحلة التدهور تحديات مالية كبيرة تؤثر على أنماط تدفقاتها النقدية (Dickinson, 2011).

وتؤثر مراحل دورة حياة الشركة علي كل من مخاطر التعثر المالي من ناحية، ومستوي النقدية المحتفظ بها من ناحية أخرى. فقد وجد (Koh *et al.*, 2015) أن الشركات في المراحل المبكرة تميل إلى تقليص عدد الموظفين لمواجهة التعثر المالي، بينما تقوم الشركات الناضجة بإعادة هيكلة الأصول. كما أشار (Akbar *et al.*, 2022)

إلى أن عدم الاستقرار المالي يظهر بشكل أكبر في مرحلة التقديم مقارنة بمرحلة النضج. وفي دراسة Rehman *et al.* (2021) تبين أن الشركات في مرحلة النمو تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية بسبب الحاجة إلى استثمارات كبيرة، بينما الشركات في مرحلة التدهور تحتفظ بمستويات أقل. ويسعي البحث الحالي إلى دراسة واختبار أثر خطر التعثر المالي علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية ودور دورة حياة الشركة علي تلك العلاقة بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

2. مشكلة البحث:

في ظل بيئة الأعمال الحالية، تواجه الشركات العديد من التحديات المالية، وأحد أبرز هذه التحديات هو خطر التعثر المالي، الذي قد يؤدي إلى فقدان ثقة المستثمرين وزيادة تكاليف التمويل. وأشار Gomes (2012) الي وجهتين نظر فيما يتعلق بتأثير التعثر المالي علي مستوى النقدية المحتفظ بها لدي الشركات؛ فوجهة النظر الأولى هو انه تميل الشركات التي تواجه مستويات عالية من عدم اليقين المالي إلى زيادة احتياطات النقد كإجراء احترازي لتقليل مخاطر التعثر المالي. فالشركات التي تعاني من قيود مالية تسعى إلى الاحتفاظ بمستويات نقدية أعلى حتى تتمكن من مواجهة الأزمات المحتملة دون الحاجة إلى اللجوء إلى الاقتراض بتكاليف مرتفعة أو بيع الأصول بأسعار متدنية. ووجهة النظر الثانية هو أن الشركات التي تعاني من التعثر المالي تواجه صعوبة في تراكم النقد، حيث تستخدم جميع الموارد النقدية المتاحة لسداد ديونها المستحقة، مما يؤدي إلى انخفاض مستويات النقدية المحتفظ بها. كما أن الشركات التي تعتمد على فرص النمو المستقبلية أكثر من الأصول الملموسة تميل إلى إنفاق النقد بسرعة للحفاظ على نموها، مما يجعلها أكثر عرضة لنقص السيولة. إضافة إلى ذلك، تلعب مراحل دورة حياة الشركة دورًا محوريًا في تعديل العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. حيث تختلف سياسات الاحتفاظ بالنقدية بين الشركات عبر مراحل حياة الشركة المختلفة بدءًا من مرحلة التقديم حتي مرحلة التدهور (Dickinson, 2011). ففي المرحلة المبكرة، تحتاج الشركات إلى سيولة نقدية مرتفعة لتمويل عمليات التوسع والابتكار، بينما قد تنخفض الحاجة إلى النقدية في المراحل اللاحقة نتيجة توافر مصادر تمويل أخرى، مثل الأرباح المحتجزة والقروض الميسرة.

وبناءً عليه يُمكن التعبير عن مشكلة البحث في كيفية الإجابة عن السؤالين التاليين؛

هل يؤثر خطر التعثر المالي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟

هل يختلف تأثير خطر التعثر المالي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية باختلاف المرحلة التي تمر بها الشركة في دورة حياتها؟

3. هدف البحث:

يهدف هذا البحث إلى دراسة وإختبار تأثير خطر التعثر المالي للشركات علي مستوى النقدية المحتفظ بها، وأثر دورة حياة الشركة عبر مراحلها المختلفة (مرحلة التقديم، مرحلة النمو، مرحلة النضج، مرحلة التذبذب، مرحلة التدهور) علي تلك العلاقة من خلال دراسة تطبيقية علي عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

4. أهمية ودوافع البحث:

تتمثل الأهمية الأكاديمية للبحث، كونه يركز على التأثير الذي يمكن أن يحدثه، حيث تساهم الدراسة في إثراء الأدبيات المحاسبية المتعلقة بسياسات الاحتفاظ بالنقدية وخطر التعثر المالي، خاصة في سياق الأسواق الناشئة مثل السوق المصري. وتعزز الدراسة فهم الباحثين حول كيفية تفاعل الشركات مع المخاطر المالية وفقاً لدورة حياتها، خاصة في ظل ندرة الدراسات البحثية سواء الأجنبية أو العربية التي تناولت تلك العلاقات.

أما على المستوى العملي، فإن هذه الدراسة تفيد أصحاب المصالح، مثل المستثمرين، والمحللين الماليين، وأصحاب القرار في الشركات، حيث تساعد نتائج الدراسة الشركات على تطوير سياسات إدارة النقدية الملائمة وفقاً لمستوى المخاطر المالية التي تواجهها. وتقدم توصيات لصانعي القرار في الشركات والمستثمرين حول الاستراتيجيات المثلى للاحتفاظ بالنقدية بناءً على مرحلة دورة حياة الشركة، مما يعزز من قدرتهم على التخطيط المالي السليم واتخاذ قرارات استثمارية أكثر دقة.

ومن أهم دوافع البحث؛ الحاجة إلى فهم أفضل خطر التعثر المالي ومستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المصرية عبر مراحل دورة الحياة المختلفة، حيث يوجد نقص في الأبحاث التي تتناول هذا الموضوع بشكل معمق في السوق المصرية، مما يساهم في تحسين كفاءة سوق رأس المال وزيادة الثقة في الشركات المقيدة. والحاجة إلى تحسين المعرفة بشأن مدي تأثير التعثر المالي علي مستوى النقدية المحتفظ بها، والتي يمكن استخدامها كأداة للتخطيط المستقبلي بشأن الأزمات المتوقعة لدي الشركات وإتخاذ القرار الأنسب بشأن مستوى النقدية لدي الشركات التي لا تتعارض مع تحقيق الاهداف الأخرى.

5. حدود البحث:

يقتصر هذا البحث على دراسة واختبار أثر خطر التعثر المالي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وأثر دورة حياة الشركة عبر مراحلها المختلفة (مرحلة التقديم، مرحلة النمو، مرحلة النضج، مرحلة التذبذب، مرحلة التدهور) في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2017 م حتى عام 2021م.

وبالتالي، يخرج عن نطاق البحث أي عوامل أخرى قد تؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية بخلاف خطر التعثر المالي ودورة حياة الشركة. كما يخرج عن نطاق البحث أي مؤشرات أخرى لقياس خطر التعثر المالي بخلاف نموذج التمان أو مرحلة دورة حياة الشركة بخلاف ما تم تحديده في الدراسة، ويخرج عن نطاق البحث أيضاً أي تصنيفات أخرى لدورة حياة الشركة غير التصنيف الذي تم الاستناد اليه في نطاق البحث. ويخرج عن نطاق

البحث أيضًا تأثير للعوامل القطاعية أو الشركات غير المقيدة بالبورصة المصرية. كما يخرج عن نطاق البحث القطاع المالي للشركات المقيدة بالبورصة لما لها من ظروف خاصة. وأخيرًا، فإن قابلية النتائج للتعميم مشروطة بحدود البحث وضوابط اختيار المجتمع والعينة وفترة الدراسة وأدوات القياس المستخدمة لقياس المتغيرات.

6. خطة البحث:

لتحقيق هدف البحث ومعالجة مشكلته، وفي ضوء حدوده، تم تنظيم المتبقي من البحث على النحو التالي:

1/6. تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث.

1/1/6. الإحتفاظ بالنقدية Cash Holding (المفهوم، والدوافع):

تعتبر النقود من أكثر الأصول التي تملكها الشركة سيولة، مما يمنح الشركات القدرة على تلبية احتياجاتها التشغيلية. ويعد حيازة النقود عنصرًا أساسيًا في قرارات الاستثمار والنمو المؤسسي (Mikkelsen and Partch, 2003). وتشير قيمة الإحتفاظ بالنقدية في الشركات إلى مدى أهميتها بالنسبة للمساهمين. في ظل بيئة مثالية خالية من الأزمات السوقية، تكون القيمة الحدية لكل جنيه محتفظ به نقدًا مساوية لقيمه الأصلية (Azmat, 2014). وقد خلص نوجي (2025) إلى أن مفهوم الإحتفاظ بالنقدية هو قيام الشركة بالإحتفاظ بقدر ملائم من الأصول النقدية في ضوء المفاضلة بين تكلفة وعائد الإحتفاظ بها بهدف تلبية احتياجاتها التشغيلية والتمويلية بما يمكنها من مواجهة الأحداث غير المتوقعة، وحسن إستغلال الفرص الاستثمارية المتاحة. ويوجد عدة دوافع رئيسية وراء احتفاظ الشركات بالنقدية، وقد أشار (Keynes (2018 إلى ثلاثة دوافع أساسية هي: الدافع الاحترازي، والدافع للمعاملات، ودافع المضاربة. ويمكن توضيح هذه الدوافع على النحو التالي:

تعتبر الدوافع الاحترازية السبب الأساسي لاحتفاظ الشركات بالنقدية، حيث يُنظر إلى النقد كـ "درع" يحمي الشركة من الأحداث السلبية و"مخزون" يمتص الصدمات المالية غير المتوقعة (Opler et al., 2001)؛ (Ehling & Haushalter, 2014) وفي فترات التدهور الاقتصادي، يزيد الاحتفاظ بالنقد من احتمالية بقاء الشركة (Han & Qiu, 2007)، كما أشارت دراسات سابقة (Almeida et al., 2004)؛ (Song & Lee, 2012) إلى أن الشركات ذات القيود المالية تزداد حاجتها للسيولة لتجنب التكاليف التمويلية المرتفعة. وقد يؤدي هذا الدافع إلى اتخاذ إجراءات مثل تقليل توزيعات الأرباح أو تصفية بعض الأصول لتلبية احتياجات السيولة (Nurul Hoque et al., 2020). وبحسب (Bates et al., 2009)، فإن الزيادة الملحوظة في حيازات النقد خلال العقود الأخيرة تعود في جوهرها إلى هذا الدافع الاحترازي، إذ تُمكن السيولة الشركات من الوفاء بالتزاماتها المالية دون الحاجة إلى بيع الأصول أو اللجوء إلى تمويل خارجي بتكاليف مرتفعة.

أما الدافع للمعاملات فيرتكز على ضرورة الاحتفاظ بالنقدية لتنفيذ العمليات التشغيلية اليومية والاستفادة من الفرص الاستثمارية عند ظهورها، مما يقلل من تكاليف المعاملات والتمويل. إذ تساعد السيولة الشركات على

استغلال فرص الاستثمار ومنع نقص التمويل (Mehrabanpour *et al.*, 2020) ، بينما قد تضطر الشركات التي تعاني من تدفقات نقدية غير مستقرة إلى رفض مشاريع استثمارية مربحة (Guizani, 2017) . ومن جهة أخرى، يُبرز دافع المضاربة جانباً آخر في الاحتفاظ بالنقد؛ إذ قد تستخدم بعض الشركات النقد للاستثمار في الأوراق المالية بهدف الاستفادة من تقلبات أسعار الفائدة أو تحقيق مكاسب رأسمالية. ومع ذلك، فإن الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقد قد يتسبب في تكاليف ، منها انخفاض تقييم الشركة من قبل المستثمرين و حدوث مشاكل وكالة ناجمة عن سوء تخصيص الموارد بين المديرين وأصحاب المصلحة (Martínez-Sola *et al.*, 2013).

ومن الواضح أن الدافع الاحترازي يُعد من أهم الأسباب التي تدفع الشركات إلى الاحتفاظ بالنقد، حيث تساعدها السيولة على تجنب مخاطر تقلب التدفقات النقدية وتحد من الحاجة إلى التمويل الخارجي المكلف (Faulkender & Wang, 2006) . إلا أنه في سياق مشكلات الوكالة، قد يؤدي احتفاظ المديرين بمدخرات نقدية تفوق الحاجة التشغيلية إلى استغلالها في مشاريع غير مجدية لتحقيق مكاسب شخصية، ما يؤدي إلى تقليل القيمة السوقية للنقدية (Harford *et al.*, 2008 ؛ Dogru & Sirakaya Turk, 2017) وقد أوضح (Ghaly *et al.* (2015) أن الشركات التي تولي اهتماماً بمصالح أصحاب المصلحة تميل إلى الاحتفاظ بكميات أكبر من النقد، بينما وجد (Pinkowitz *et al.* (2016) أن الاستثمار في البحث والتطوير يلعب دوراً في تشكيل سياسات الاحتفاظ بالنقد.

علاوة على ذلك، لا يعتمد تقييم السوق للنقدية المحتفظ بها على خصائص الشركة فقط، بل يتأثر أيضاً بجودة البيئة المؤسسية في الدولة. ففي الدول ذات الأطر المؤسسية الضعيفة وحماية المستثمرين المحدودة، تكون قيمة النقدية المحتفظ بها أقل (Pinkowitz *et al.*, 2006) ، فيما تسجل الدول التي تشهد مستويات عالية من الفساد تقييمات سوقية منخفضة لهذه النقدية (Kusnadi, 2019) . لذا، يسعى المستثمرون للحصول على معلومات شفافة حول كفاءة إدارة الموارد النقدية، مما يدفع الشركات إلى تحسين جودة التقارير المالية وتقليل فجوة المعلومات لتعزيز القيمة السوقية لمدخراتها النقدية (Lu *et al.*, 2017) وبهذا يتضح أن احتفاظ الشركات بالنقدية يتأثر بعدة دوافع مترابطة، إذ يشكل الدافع الاحترازي أساساً للحماية من التقلبات الاقتصادية، بينما يتداخل دافع الوكالة مع سياسات الاستثمار والإنفاق، مما يستدعي من الشركات تحقيق توازن دقيق بين تلبية احتياجاتها التشغيلية والحفاظ على قيمة أصولها النقدية.

ومما سبق يخلص الباحث، إلى أن احتفاظ الشركات بالنقدية يُعد عنصراً جوهرياً لضمان استقرارها المالي وتحقيق فرص النمو، حيث يرتبط بثلاثة دوافع رئيسية: الاحترازي، والمعاملات، والمضاربة. يعد الدافع الاحترازي الأكثر أهمية، إذ يُمكن الشركات من مواجهة الأزمات والتقلبات الاقتصادية دون اللجوء لتمويل خارجي مكلف.

ومع ذلك، فإن الإفراط في الاحتفاظ بالنقد قد يؤدي إلى مشاكل وكالة وسوء تخصيص للموارد، مما يتطلب توازنًا دقيقًا في إدارة السيولة.

2/1/6. خطر التعثر المالي Financial Distress Risk (المفهوم والأسباب والمراحل):

أشار Miller (2020) الي أنه يوجد فرق بين التعثر المالي (Financial Distress) والإفلاس (Bankruptcy)، كما أوضحت دراسة Ali (2019) الي أنه يحدث الإفلاس عندما تكون القيمة السوقية لأصول الشركة أقل من التزاماتها، وبالتالي يكون صافي قيمتها سالبًا. ومن الناحية القانونية، يحدث الإفلاس عندما تتقدم الشركة بطلب إفلاس إلى المحكمة، مما قد يؤدي إما إلى تصفية الشركة أو إعادة تنظيمها بناءً على القيمة الاقتصادية لأصولها. وأن مرحلة التعثر المالي هي مرحلة سابقة لمرحلة الإفلاس. وأضاف الي أنه يوجد فرق بين التعثر الاقتصادي (Economic Distress) والتعثر المالي، حيث يشير التعثر الاقتصادي إلى الصعوبات الناجمة عن عدم الكفاءة التشغيلية للشركة، ولكنه لا يرتبط بشكل مباشر بقرار الرفع المالي الخاص بها. من ناحية أخرى، يشير التعثر المالي إلى الحالة التي لا تكفي فيها إيرادات الشركة لسداد التزاماتها تجاه المقرضين عند استحقاقها.

كما عرف (Manzaneque et al. (2016) التعثر المالي بأنه عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية. وتم تحديد الشركات المتعثرة ماليًا وفقًا لمعيارين: الأول- أن تكون الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك (EBITDA) أقل من المصروفات المالية للشركة لمدة سنتين متتاليتين. والثاني- حدوث انخفاض في القيمة السوقية للشركة لمدة عامين متتاليين.

وخلصت دراسة علي (2017) الي إتفاق أغلب الدراسات علي أن التعثر المالي هو أحد حالات العجز النقدي التي تواجه الشركة والتي تفقدها القدرة على سداد التزاماتها الحالية، كالاتمادات التجارية Trade Credits ومصاريف الفوائد، في ميعاد استحقاقها، نتيجة لعدم كفاية تدفقاتها من العمليات التشغيلية للوفاء بتلك الالتزامات. وفيما يتعلق بأسباب التعثر المالي فقد تكون بسبب عوامل داخلية أو عوامل خارجية. ويمكن تحديد هذه العوامل والتنبؤ بها مسبقًا، مما يمنح الإدارة فرصة لتغيير أو تنفيذ ممارسات تجارية جديدة لتجنب الخسائر والإفلاس (Xu & Wang, 2009). وتتمثل العوامل الرئيسية التي تساهم في وقوع الشركات في التعثر المالي في ضعف الإدارة، وسوء تخصيص الموارد، وعدم تماثل المعلومات، حيث لا يتم الكشف عن المعلومات المهمة لجميع الأطراف (Whitaker, 1999). وأخطر سبب قد يؤدي إلى التعثر المالي وفشل الشركة هو عدم كفاءة الإدارة (Chang, Yan & Chou, 2013) فيمكن أن تؤدي الإدارة السيئة وحدها إلى التعثر المالي والفشل الاقتصادي، مما يؤدي إلى تراجع الأرباح وزيادة الديون بشكل مفرط. وقدم Whitaker (1999) أدلة على أن الإجراءات التصحيحية للإدارة تلعب دورًا حاسمًا في التعافي من التعثر المالي وتحسين القيمة السوقية للشركة مقارنةً بالمنافسين في نفس الصناعة.

والأسباب الخارجية للتعثر المالي هي تلك الأسباب التي تخرج عن نطاق الشركة وترتبط بالبيئة المحيطة بها ومنها: ارتفاع أسعار مستلزمات الإنتاج والمواد الخام ونقص المعروض منها بالأسواق، والتسعير الجبري لمنتجات الشركة من قبل الجهات المختصة بالدولة، وارتفاع أسعار الفائدة والعملات النقدية، وزيادة حدة المنافسة من الشركات الكبرى، وارتفاع الأعباء المرتبطة بالعمالة الزائدة، والتشريعات والقوانين الحكومية التي تفرضها الدولة وتؤثر على نشاط الشركة، والأزمات المالية التي يتعرض لها المدينون والدائنون، وأخيراً التضخم والركود الاقتصادي في الأسواق المحلية والدولية (النجار & بسيوني، 2022).

وقد اختلفت الدراسات السابقة (Fitzpatrick, 1934; Lau, 1987; Sormunen & Laitinen, 2012; Farooq *et al.*, 2018) حول المراحل المختلفة للتعثر المالي؛ حيث حدد Fitzpatrick (1934) خمس مراحل تمر بها الشركات قبل الفشل المالي (**Fitzpatrick's Five Stages**)، وهي:

أ. ظروف بيئة الأعمال غير المواتية ((Unfavorable Business Conditions) : في هذه المرحلة، قد يكون من الصعب على المديرين التنفيذيين رصد المشكلات المالية.

ب. الإحراج المالي: (Financially Embarrassed) تواجه الشركة صعوبات في الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل مثل الرواتب والدائنين.

ج. العسر المالي: (Financial Insolvency) يمكن للشركة مواصلة عملياتها اليومية إذا حصلت على تمديد للائتمان، لكن في حالة عدم توفر هذا التمديد، يصبح العسر المالي أمراً لا مفر منه.

د. العسر الكلي: (Total Insolvency) عند هذه المرحلة، تتجاوز التزامات الشركة أصولها، ويتم الإعلان عن فشل الشركة للجمهور.

هـ. العسر المؤكد: (Confirmed Insolvency) في هذه المرحلة، تتخذ الشركة خطوات رسمية لتقديم طلب الإفلاس.

بينما اقترح Lau (1987) أن الشركة تمر عبر خمس حالات مالية (**Lau's Five States**) :

- الحالة صفر (State 0): الشركة في وضع مالي مستقر ولا تواجه أي ضغوط مالية.
- الحالة الأولى (State 1): تبدأ الشركة بتقليل توزيعات الأرباح أو إلغائها تماماً.
- الحالة الثانية (State 2): تعجز الشركة عن سداد التزامات القروض.
- الحالة الثالثة (State 3): تقدم الشركة طلباً للحماية بموجب قانون الإفلاس.
- الحالة الرابعة (State 4): يتم تصفية الشركة بالكامل وتعلن إفلاسها.

وقام Sormunen and Laitinen (2012) بتقسيم التعثر المالي إلى ثلاث مراحل (**Sormunen and Laitinen's Three Stages**) :

- المرحلة المبكرة (Early Stage): يظهر في القوائم المالية انخفاض في الأرباح.

- المرحلة المتأخرة (Late Stage): يترافق انخفاض الأرباح مع زيادة الديون.
- المرحلة النهائية (Final Stage): تشمل تراجع الأرباح، وزيادة الديون، وانخفاض السيولة، مما يؤدي إلى تقاوم الأزمة المالية.

وخلص الباحثان إلى أن استخدام النسب المالية والنماذج المالية للتنبؤ بالفشل يمكن أن يكون فعالاً للغاية اعتماداً على المرحلة التي تمر بها الشركة في عملية التعثر المالي.

في حين حدد (Farooq *et al.* (2018) ثلاث مراحل رئيسية للتعثر المالي (Farooq's Three Stages) :

- انخفاض الأرباح (Profit Reduction – PR): تبدأ الشركة في مواجهة انخفاض الأرباح والخسائر المالية.
- انخفاض السيولة الطفيف (Mild Liquidity – ML): يبدأ التدفق النقدي بالتراجع، ولكن لا تزال الشركة قادرة على تغطية نفقاتها التشغيلية.

- انخفاض السيولة الحاد (Severe Liquidity – SL): عندما تستمر الخسائر ويصبح من المستحيل تلبية الالتزامات التشغيلية، تضطر الشركة إلى تصفية أصولها لتسديد ديونها، مما يؤدي إلى الإفلاس.

وخلصت الدراسة إلى أن الشركات يمكنها استعادة استقرارها المالي بعد كل مرحلة من مراحل التعثر المالي، ولكن يتطلب ذلك تغييرات في استراتيجياتها المالية.

يخلص الباحث مما سبق، إلى أن التعثر المالي يسبق الإفلاس ويمثل مرحلة تفقد فيها الشركة القدرة على سداد التزاماتها بسبب ضعف تدفقاتها النقدية، وقد يكون ناتجاً عن عوامل داخلية كضعف الإدارة وسوء تخصيص الموارد أو خارجية كالظروف الاقتصادية والتشريعات. كما تختلف مراحل التعثر المالي وفقاً لنماذج متعددة، لكنها تتفق على أن الاكتشاف المبكر واتخاذ إجراءات تصحيحية يساعد في تجنب الانهيار المالي الكامل.

3/1/6. مراحل دورة حياة الشركة (Corporate Life Cycle):

يستخدم مفهوم دورة حياة الشركة (Corporate Life Cycle) على نطاق واسع لتحليل تطور الشركات عبر مراحل مختلفة من النمو. وقد صنف كل من (Owen & Yawson (2010) و (Al-Hadi *et al.*, (2016) الشركات إلى ثلاث مراحل وهي؛ مرحلة الشباب (Young)، ومرحلة النضج (Mature)، ومرحلة الشيخوخة (Old). وقدّم (Gort & Klepper (1982) تصنيفاً أكثر تفصيلاً صنف دورة حياة الشركات الي خمس مراحل رئيسية وهي؛ التقديم (Introduction)، النمو (Growth)، النضج (Maturity)، التذبذب (Shake-out)، والتدهور (Decline). وقد اعتمد (Dickinson (2011) علي المكونات الرئيسية لقائمة التدفقات النقدية الثلاثة وهما؛ التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية. وتختلف التدفقات النقدية لكل مرحلة عن الأخرى سواء تدفقات نقدية تشغيلية، أو استثمارية، أو تمويلية. وفيما يلي عرض لكل مرحلة وطبيعة التدفقات النقدية المرتبطة بها:

- **في مرحلة التقديم (Introduction) :** تسعى الشركات في تلك المرحلة الي الحصول علي حصة سوقية مرتفعة لذا تسعى الي الاستثمار بدرجة عالية وبالتالي تعتمد بشكل رئيسي على التمويل الخارجي ونفقات الاستثمار الكبيرة. وتحقق مستويات منخفضة من الأرباح وبالتالي تواجه مستويات عالية من المخاطر بسبب التدفقات النقدية التشغيلية السلبية (Damodaran, 2018) . وبالتالي تحقق الشركات في تلك المرحلة صافي تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية سالبة، ومن الأنشطة الاستثمارية أيضاً سالبة؛ الا انها تحقق صافي تدفقات نقدية من الأنشطة التمويلية موجبة.
- **في مرحلة النمو (Growth) :** في تلك المرحلة تكتسب الشركة حصة أكبر في السوق مما يجعلها تنتقل الي تحقيق صافي تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية موجبة ، وتحقق التعادل، وزيادة الربحية، مما يتيح الوصول إلى أدوات الديون طويلة الأجل (Long-term Debt Instruments) (Dickinson, 2011). وبالتالي تحقق صافي تدفقات نقدية من الأنشطة التمويلية موجبة أيضاً. الا ان صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية تظل سالبة لزيادة الإنفاق الإستثماري.
- **في مرحلة النضج (Maturity) :** تمثل تلك المرحلة قمة الربح التشغيلي وتصبح الشركة رائدة في السوق لذا تزداد صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية الموجبة. وتخفض صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الإستثمارية السالبة نظراً لإنخفاض الفرص الاستثمارية لدي الشركة. وتتحول صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية الي سالبة، حيث تفضل الشركات التمويل الداخلي، وتوفي بالالتزامات المالية وتوزع أرباحاً كبيرة (Damodaran, 2018) .
- **في مرحلة التذبذب (Shake-out) :** في تلك المرحلة تتخفض ربحية الشركة، وغالباً ما يرافقه أنماط تدفق نقدي غامضة قد تسعى الشركات في هذه المرحلة إلى تجديد دورة حياتها من خلال الاستثمار أو تقليص العمليات (Curtail Operations) هذه الأنماط الغامضة تعكس عدم اليقين في اتجاه الشركة (Dickinson, 2011) وبالتالي تحقق الشركة لتدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية قد تكون سالبة في بعض الاحيان الا ان اتجاه التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والأنشطة التمويلية يكون غير واضح.
- **في مرحلة التدهور (Decline) :** تتسم بتناقص المبيعات، والأرباح ، والتدفقات النقدية .وتركز الشركات في هذه المرحلة على تقليص الديون وتصفية الأصول لتلبية التزاماتها تجاه الدائنين (Dvorsky *et al.*, 2022). لذا تحقق الشركة في تلك المرحلة صافي تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية سلبية؛ بينما تحقق صافي تدفقات نقدية من الأنشطة الاستثمارية موجبة الا ان التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية تكون غير واضحة. **ومما سبق يخلص الباحث،** إلى أنه يشير مفهوم دورة حياة الشركة إلى المراحل التي تمر بها الشركات منذ التأسيس حتى التدهور، والتي تؤثر على نمط تدفقاتها النقدية. تختلف هذه المراحل من التقديم والنمو والنضج

حتى التذبذب والتدهور، وتنعكس في تباين التدفقات التشغيلية، الاستثمارية، والتمويلية. يساعد هذا التصنيف في تقييم الوضع المالي واتخاذ قرارات استراتيجية تتناسب مع كل مرحلة من عمر الشركة.

4/1/6. تحليل العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي الاحتفاظ بالنقدية، واشتقاق الفرض الأول للبحث.

إهتمت العديد من الدراسات السابقة (Gomes, 2012؛ Hadjaat *et al.*, 2021؛ Ngo *et al.*, 2023؛ Bukalska & Maziarczyk, 2023). فقد تناولت دراسة (Hadjaat *et al.*, 2021) تأثير التعثر المالي على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات غير المالية في إندونيسيا، باعتبارها أكبر اقتصاد ناشئ في رابطة دول جنوب شرق آسيا (ASEAN) واعتمدت الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة من عام 2008 حتى عام 2017، حيث شملت العينة 137 شركة. كذلك، تم تقسيم الشركات محل الدراسة إلى مجموعتين فرعيتين، وهما: الشركات التابعة والشركات غير التابعة، وذلك لاستكشاف الفروق في تأثير التعثر المالي على الاحتفاظ بالنقدية بين المجموعتين. وأظهرت نتائج الدراسة، أن معاملات مؤشر التعثر المالي (Z-Score) جاءت إيجابية ودالة إحصائياً في جميع النماذج، مما يشير إلى أنه كلما ارتفع مؤشر Z-Score، انخفض مستوى التعثر المالي للشركة، والعكس صحيح، الشركات ذات التعثر المالي المنخفض تحتفظ بمستويات أقل من النقدية. علاوة على ذلك، كشفت النتائج عن تأثير إيجابي ودال إحصائياً لمؤشر Z-Score على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات غير التابعة، مما يدل على وجود اختلافات بين الشركات التابعة وغير التابعة في استراتيجيات الاحتفاظ بالنقدية. كما أوضحت النتائج أن الشركات غير التابعة تحتفظ بمزيد من النقدية خلال فترات التعثر المالي، وهو ما يؤثر على سياسات الاحتفاظ بالنقدية، خاصة في الشركات غير التابعة.

كما إهتمت دراسة (Ngo *et al.*, 2023) باختبار العلاقة بين التعثر المالي ودورة حياة الشركة والإحتفاظ بالنقدية بالتطبيق على عينة من الشركات الفيتنامية خلال الفترة من عام 2011م حتى عام 2021م. وتوصلت الدراسة من خلال إختبار أثر التعثر المالي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى أنه خلال فترات الأزمات، تعتمد الشركات بشكل أكبر على استخدام النقدية بدلاً من الادخار من التدفقات النقدية، مما يؤدي إلى انخفاض مستويات احتفاظها بالنقدية.

أيضاً تناولت دراسة (Bukalska & Maziarczyk, 2023) تأثير كل من القيود المالية والتعثر المالي على الاحتفاظ بالنقدية، سواء في الأوقات العادية أو خلال فترات الأزمات. وبالاعتماد على عينة من الشركات المدرجة في بورصة وارسو للأوراق المالية خلال الفترة من عام 2007 م حتى عام 2020 م، أظهرت نتائج البحث أن الشركات تحتفظ بمستويات نقدية أعلى خلال فترات الأزمات مقارنة بالفترات العادية. ومع ذلك، وعلى عكس التوقعات، فإن الشركات التي تواجه صعوبات مالية (مثل القيود المالية والتعثر المالي) تحتفظ بمستويات أقل من النقدية سواء في الأوقات العادية أو خلال الأزمات.

الا ان (2012) Gomes أشار الي وجهتي نظر فيما يتعلق بتأثير التعثر المالي علي مستوى النقدية المحتفظ بها لدي الشركات؛ **فوجهة النظر الأولى** هو انه تميل الشركات التي تواجه مستويات عالية من عدم اليقين المالي إلى زيادة احتياطات النقد كإجراء احترازي لتقليل مخاطر التعثر المالي. فالشركات التي تعاني من قيود مالية تسعى إلى الاحتفاظ بمستويات نقدية أعلى حتى تتمكن من مواجهة الأزمات المحتملة دون الحاجة إلى اللجوء إلى الاقتراض بتكاليف مرتفعة أو بيع الأصول بأسعار متدنية. **وجهة النظر الثانية** هو أن الشركات التي تعاني من التعثر المالي تواجه صعوبة في تراكم النقد، حيث تستخدم جميع الموارد النقدية المتاحة لسداد ديونها المستحقة، مما يؤدي إلى انخفاض مستويات النقدية المحتفظ بها. كما أن الشركات التي تعتمد على فرص النمو المستقبلية أكثر من الأصول الملموسة تميل إلى إنفاق النقد بسرعة للحفاظ على نموها، مما يجعلها أكثر عرضة لنقص السيولة.

وفي ضوء ما سبق، يخلص الباحث إلي اتفاق أغلب الدراسات علي وجود تأثير سلبي للتعثر المالي علي مستوى احتفاظ الشركات بالنقدية، في ظل بيئات مختلفة وخلال فترات زمنية مختلفة، لذا يسعى الباحث الي التحقق من تلك العلاقة في البيئة المصرية من خلال اشتقاق فرض البحث الأول علي النحو التالي:

H1: يوجد أثر سلبي معنوي لخطر التعثر المالي علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. 5/1/6. تحليل العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية في ظل الدور المعدل لمراحل دورة حياة الشركة، واشتقاق الفرض الثاني للبحث.

قام (2015) Koh *et al.* بدراسة كيفية مواجهة الشركات في مراحل مختلفة من دورة حياتها للتعثر المالي، ووجدوا أن الشركات في المراحل المبكرة من دورة حياة الشركة تميل إلى تقليص عدد الموظفين، بينما تميل الشركات الناضجة إلى إعادة هيكلة الأصول. كما أشار (2022) Akbar *et al.* إلى أن جميع مراحل دورة حياة الشركة قد تتعرض لمستويات مختلفة من مخاطر التعثر المالي، إلا أن عدم الاستقرار المالي يكون أكثر وضوحًا في مرحلة التقديم مقارنة بمرحلة النضج.

إستهدفت دراسة (2021) Rehman *et al.* إختلاف مستوي النقدية المحتفظ بها عبر مراحل دورة حياة الشركة المختلفة بالتطبيق علي عينة من الشركات الصينية. توصلت الدراسة الي أن الشركات في مرحلة النمو تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية، بينما في مرحلة التدهور تحتفظ بمستويات أقل ويرجع ذلك إلى أن الشركات في مرحلة النمو تحتاج إلى استثمارات مرتفعة، مما قد يتطلب اللجوء إلى رأس المال الخارجي لتلبية احتياجاتها التمويلية. ولتجنب التكاليف المرتفعة للتمويل الخارجي، تميل هذه الشركات إلى الاحتفاظ بمزيد من النقدية.

كما تناولت دراسة (2022) Eldawayaty أثر التجنب الضريبي ودورة حياة الشركة على الاحتفاظ بالنقدية بالتطبيق علي عينة من الشركات المصرية مكونة من 126 شركة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية بإجمالي 711 مشاهدة في الفترة من 2012 إلى 2019. وقد أسفرت النتائج عن وجود تأثير معنوي عكسي لمرحلة التقديم

على الاحتفاظ بالنقدية، ووجود تأثير معنوي طردي لمراحل التراجع على الاحتفاظ بالنقدية. كذلك بينت النتائج عدم وجود تأثير لكل من مرحلة النمو والنضج والانسحاب على الاحتفاظ بالنقدية. وربطت دراسة (Ngo *et al.*, 2023) بين كلاً من دورة حياة الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية من ناحية، وتوصلت الدراسة الي وجود علاقة سلبية بينهما خلال مرحلة التقديم، بينما يظهر اتجاه معاكس خلال مرحلة النضج. حيث أن الشركات في مراحلها المبكرة تحتفظ بمستويات أقل من النقدية، مما يشير إلى أن الشركات تستخدم النقدية لتلبية احتياجاتها المالية في المراحل الأولى من دورة حياتها، بما في ذلك مرحلتي التقديم والنمو، ولا تحتفظ بمستويات نقدية مرتفعة. وعلى العكس، فإن الشركات في مرحلة النضج تحتفظ بكميات وفيرة من النقد لتعزيز ثقة المستثمرين. ومن ناحية أخرى ربطت بين دورة حياة الشركة والتعثر المالي، وتوصلت الدراسة إلي ان الشركات في مرحلة التقديم ومرحلة النمو تعاني بشكل إيجابي من مخاطر التعثر المالي، حيث لا تحصل الشركات علي التمويل اللازم في تلك المراحل، بينما في مرحلة النضج والانحدار تقل إحتتمالية تعرض الشركات لمخاطر التعثر المالي. وأيضاً إختبرت الدراسة العلاقة بين التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية وتوصلت الي أن الشركات تعتمد بشكل أكبر على استخدام النقدية بدلاً من الادخار من التدفقات النقدية، مما يؤدي إلى انخفاض مستويات احتفاظها بالنقدية.

ويخلص الباحث مما سبق، إلي إختلاف مستويات الاحتفاظ بالنقدية ومخاطر التعثر المالي عبر مراحل دورة حياة الشركة، حيث تحتفظ الشركات في المراحل المبكرة بمستويات أقل من النقدية بسبب احتياجاتها التمويلية المرتفعة وصعوبة الحصول على التمويل، بينما تحتفظ الشركات الناضجة بمستويات أعلى لتعزيز ثقة المستثمرين. كما تزداد مخاطر التعثر المالي في مرحلتي التقديم والنمو، بينما تقل في مرحلتي النضج والانحدار. وتواجه الشركات المتعثرة صعوبة في الادخار من التدفقات النقدية، مما يؤدي إلى انخفاض مستويات احتفاظها بالنقدية. لذا يسعى الباحث الي إختبار تأثير دورة حياة الشركة علي العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية من خلال الفرض التالي:

H2: يختلف الأثر المعنوي لخطر التعثر المالي علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية بإختلاف مراحل دورة حياة الشركة.

ونظراً لإختلاف مراحل دورة حياة الشركة وإختلاف تأثير كل مرحلة علي العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي الاحتفاظ بالنقدية سوف يتم إختبار الفرض الثاني من خلال الفروض الفرعية الخمس التالية التي تعبر عن كل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة كما يلي:

H2a: يختلف الأثر المعنوي لخطر التعثر المالي علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية في ظل مرحلة التقديم.
H2b: يختلف الأثر المعنوي لخطر التعثر المالي علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية في ظل مرحلة النمو.
H2c: يختلف الأثر المعنوي لخطر التعثر المالي علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية في ظل مرحلة النضج.
H2d: يختلف الأثر المعنوي لخطر التعثر المالي علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية في ظل مرحلة التذبذب.
H2e: يختلف الأثر المعنوي لخطر التعثر المالي علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية في ظل مرحلة التدهور.

2/6. منهجية البحث:

تستهدف هذه الجزئية من البحث عرض منهجية البحث تمهيداً لاختبار فروضه، وفي سبيل تحقيق ذلك، يعرض الباحث لكل من؛ أهداف الدراسة التطبيقية، مجتمع وعينة البحث، توصيف وقياس المتغيرات ونموذج البحث، أدوات وإجراءات البحث، النماذج الإحصائية المستخدمة، وأخيراً نتائج اختبار الفروض، وذلك على النحو التالي:

1/2/6. أهداف الدراسة التطبيقية.

استهدف البحث اختبار مدى وجود دليل عملي لأثر خطر التعثر المالي علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية من ناحية وأثر مراحل دورة حياة الشركة علي تلك العلاقة من ناحية أخرى للشركات المقيدة بالبورصة المصرية قياساً على (Ngo et al. (2023).

2/2/6. مجتمع وعينة الدراسة.

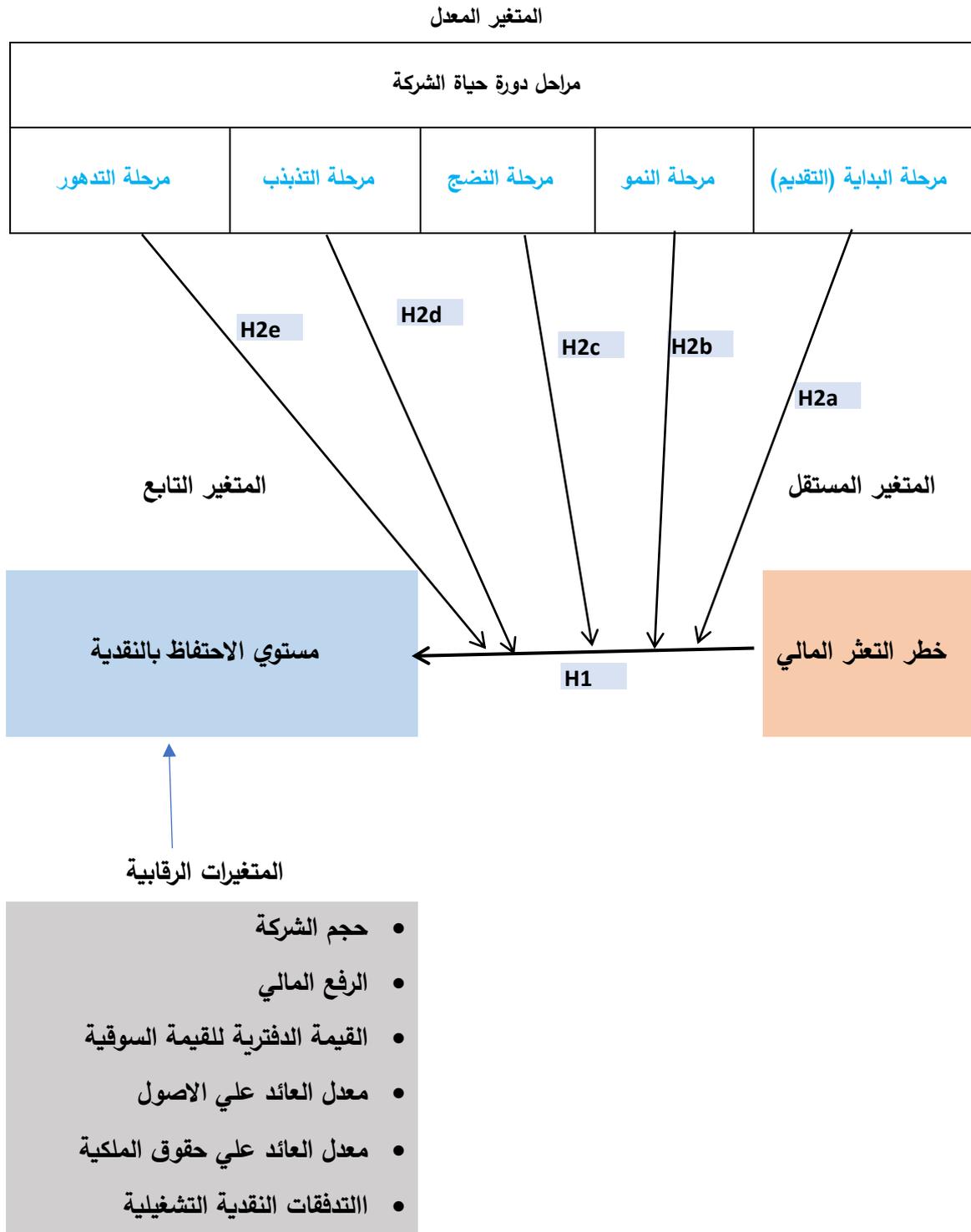
يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية، وتم استبعاد الشركات المالية المقيدة في البورصة المصرية- والمتمثلة في قطاعي البنوك والخدمات المالية، نظراً لاختلاف طبيعة ومجالات ومتطلبات وقواعد عمل تلك الشركات. وتتكون عينة الدراسة من (40) شركة خلال الفترة من عام 2017م حتى عام 2021م بالاعتماد على بيانات سنوية خلال تلك الفترة لاختبار فروض البحث، حيث تم اختيار عينة عشوائية، وتوصل الباحث إلى إجمالي عدد مشاهدات لعينة الدراسة 200 مشاهدة خلال فترة الدراسة. ويوضح الجدول (1-6) حجم العينة المختارة:

جدول 1.6: عدد المشاهدات النهائية في عينة البحث

عدد المشاهدات	عدد الشركات	القطاع
5	1	اتصالات و اعلام و تكنولوجيا المعلومات
34	7	أغذية و مشروبات و تبغ
10	2	تجارة و موزعون
15	3	خدمات و منتجات صناعية وسيارات
10	2	رعاية صحية و ادوية
10	2	سياحة و ترفيه
5	1	طاقة وخدمات مساندة
50	10	عقارات
15	3	مقاولات و إنشاءات هندسية
20	4	مواد البناء
15	3	موارد أساسية
10	2	ورق و مواد تعبئة و تغليف
200	40	الاجمالي

3/2/6. نموذج البحث:

يوضح الشكل (1-6) نموذج البحث كما يلي:



شكل 1.6: نموذج البحث: إعداد الباحث

4/2/6. توصيف وقياس المتغيرات.

تتمثل متغيرات الدراسة في متغير تابع ومتغير مستقل ومتغير معدل وعدد من المتغيرات الرقابية علي النحو التالي:

1/4/2/6- المتغير التابع: مستوى الاحتفاظ بالنقدية (1) CASH، (2) CASH:

ويقصد به قيام الشركة بالاحتفاظ بقدر ملائم من الأصول النقدية في ضوء المفاضلة بين تكلفة وعائد الاحتفاظ بها بهدف تلبية إحتياجاتها التشغيلية والتمويلية بما يمكنها من مواجهة الأحداث غير المتوقعة، وحسن إستغلال الفرص الاستثمارية المتاحة (نويجي، 2025).

إعتمد الباحث في التحليل الاساسي علي قياس مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال قسمة النقدية وما في حكمها على إجمالي الأصول إستناداً لبعض الدراسات السابقة (Wang, 2007؛ Chaieb, 2021؛ Sayed & Khalil, 2022).

وفي تحليل الحساسية إعتمد الباحث علي مقياس بديل من خلال قسمة النقدية وما في حكمها علي إجمالي الأصول بعد إستبعاد النقدية وما في حكمها من إجمالي الأصول وذلك قياساً علي ((Ho & Lu, 2025) وقد استخدمت دراسة عبدالرحمن (2019) المؤشرين السابقين كمؤشر لمستوي الاحتفاظ بالنقدية، كما إستخدمتهم دراسة ((Eldawayaty (2022) ولكن بعد ايجاد اللوغاريتم الطبيعي لهما.

2/4/2/6- المتغير المستقل: خطر التعثر المالي Financial_Distress :

هو أحد حالات العجز النقدي التي تواجه الشركة والتي تفقدها القدرة على سداد التزاماتها الحالية، كالاتمادات التجارية ومصاريف الفوائد، في ميعاد استحقاقها، نتيجة لعدم كفاية تدفقاتها من العمليات التشغيلية للوفاء بتلك الالتزامات (علي، 2017).

وقد تم قياسه اعتماداً على نموذج ألتمان (Altman, 1968) ، وذلك قياساً على العديد من الدراسات السابقة (علي، 2017؛ Tandiontong & Sitompul, 2017؛ Sayed & Khalil, 2022؛ Michalkova & Ponisciakova, 2025) وذلك من خلال نموذج الانحدار التالي:

$$Z=1.2X_1+1.4X_2+3.3X_3+0.6X_4+1.0X_5$$

حيث:

$$X_1 = \text{رأس المال العامل} / \text{إجمالي الأصول}$$

$$X_2 = \text{الأرباح المحتجزة} / \text{إجمالي الأصول}$$

$$X_3 = \text{الأرباح قبل الفائدة والضرائب} / \text{إجمالي الأصول}$$

$$X_4 = \text{القيمة السوقية لحقوق الملكية} / \text{إجمالي الالتزامات}$$

$$X_5 = \text{المبيعات} / \text{إجمالي الأصول}$$

3/4/2/6- المتغير المعدل: مراحل دورة حياة الشركة (Decline ، Maturity ، Growth ، Intro) : :(Shake-out)

يشير مفهوم دورة حياة الشركة إلى المراحل التي تمر بها الشركات منذ التأسيس حتى التدهور، والتي تؤثر على نمط تدفقاتها النقدية. تختلف هذه المراحل من التقديم والنمو والنضج حتى التذبذب والتدهور، وتنعكس في تباين التدفقات التشغيلية، الاستثمارية، والتمويلية.

تم تصنيف مراحل دورة حياة الشركة الي خمس مراحل وفقاً لدراسة (Gort & Klepper (1982) وإعتماداً علي مقياس (Dickinson (2011) من خلال التدفقات النقدية يمكن تحديد المرحلة كما يلي:

المرحلة	التدفقات النقدية التشغيلية	التدفقات النقدية الاستثمارية	التدفقات النقدية التمويلية
مرحلة التقديم Intro	-	-	+
مرحلة النمو Growth	+	-	+
مرحلة النضج Maturity	+	-	-
مرحلة التدهور Decline	-	+	-/+
مرحلة التذبذب Shake-out	لأي نمط من التدفقات النقدية لا يندرج ضمن أنماط المراحل السابقة.		

ويعبر عن كل مرحلة من تلك المراحل بمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) في حالة تطابقت المشاهدة مع اشارة التدفقات النقدية وصفر بخلاف ذلك. قياساً علي العديد من الدراسات السابقة ((Zhao & Xiao, 2019) ؛ Rehman *et al.*, 2021؛ طلخان ، 2022 ؛ Eldawayaty,2022؛ صالح، 2023؛ عبد الرحيم، 2024؛ Ponisciakova, 2025 & Michalkova

4/4/2/6- المتغيرات الرقابية:

تتمثل المتغيرات الرقابية في حجم الشركة، الرفع المالي، القيمة الدفترية للقيمة السوقية، معدل العائد علي الاصول، معدل العائد علي حقوق الملكية، التدفقات النقدية التشغيلية كما يلي:

1/4/4/2/6- حجم الشركة SIZE:

اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (Chatterjee et al., 2023)، (Chang & Yang, 2022)

2/4/4/2/6- الرفع المالي LEV:

إجمالي الالتزامات مقسومة علي إجمالي الأصول. (Xiao. et al, 2020)، (Chatterjee et al., 2023)

3/4/4/2/6 - القيمة الدفترية للقيمة السوقية BM:

القيمة الدفترية مقسومة علي القيمة السوقية لحقوق الملكية. (Xiao. et al, 2020)، (Chang & Yang, 2022)

4/4/4/2/6 - معدل العائد علي الاصول ROA:

صافي الدخل مقسوماً علي إجمالي الأصول للشركة في نهاية السنة (Xiao. et al, 2020)

5/4/4/2/6 - معدل العائد علي حقوق الملكية ROE:

صافي الدخل مقسوماً علي القيمة الدفترية لحقوق الملكية للشركة في نهاية السنة (أبو النيل، 2023)

6/4/4/2/6 - التدفقات النقدية التشغيلية CFO:

نتاج قسمة التدفقات النقدية التشغيلية على إجمالي الأصول (أبو النيل، 2023؛ Bates et al., 2009)

بالإضافة لسنة Year وهو متغير وهمي لتثبيت تأثير السنوات المالية (Chatterjee et al., 2023) **والصناعة sector** وهو متغير وهمي لتثبيت تأثير الصناعة (Chatterjee et al., 2023)

5/2/6. أدوات البحث والأساليب الإحصائية المستخدمة.

تتضمن أدوات الدراسة البيانات الثانوية الواردة بالقوائم المالية السنوية المنشورة التي تمت مراجعتها لشركات العينة خلال فترة الدراسة، من خلال موقع البورصة المصرية، وموقع مباشر مصر. وبشأن الأساليب الإحصائية المستخدمة، اعتمد الباحث في اختبار فروض البحث علي نماذج الانحدار المتعدد ، اعتماداً على برنامج التحليل الإحصائي SPSS.

6/2/6. الإحصاءات الوصفية.

يوضح الجدول (6-2) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في الدراسة، حيث يشمل المتوسط الحسابي (Mean)، والانحراف المعياري (StDev)، والقيم الدنيا (Minimum) والقصى (Maximum) لكل متغير. وتُعد هذه الإحصاءات مؤشراً أولياً لفهم طبيعة البيانات ومدى تباينها. يتضح من الجدول أن متوسط نسبة النقدية المحتفظ بها (Cash) إلى إجمالي الأصول بلغ 0.066 بانحراف معياري قدره 0.077، مما يشير إلى تباين معتدل بين الشركات من حيث سيولتها النقدية. أما متغير Cash 2 فبلغ متوسطه 0.079، وهو أعلى قليلاً من Cash، إلا أنه ليس بعيد عن المؤشر الرئيسي لقياس مستوى الاحتفاظ بالنقدية لدي الشركات. وفيما يتعلق بمؤشر التعثر المالي (Financial Distress)، فقد بلغ المتوسط 9.916، والانحراف المعياري 11.87، مما يدل على وجود تباين بين الشركات من حيث مستويات التعثر المالي. كما أن القيمة العظمى بلغت 123.6، وهو ما يدل على وجود بعض القيم المتطرفة في العينة ناتجة عن ان بعض الشركات لديها مستويات عالية جداً من تجنب التعثر المالي والمحافظة علي أداء مالي عالي.

أما المتغيرات الدالة على مراحل دورة حياة الشركة Intro ، Growth ، Maturity ، Decline ، Shake-out فجميعها متغيرات ثنائية (0 أو 1)، تعكس المرحلة التي تقع فيها كل شركة. يتضح أن المرحلة الأكثر تكرارًا هي مرحلة النضج Maturity بمتوسط 0.30، تليها مرحلة التذبذب Shake-out بمتوسط 0.20، ثم التدهور Decline ومرحلة النمو Growth ومرحلة التقديم Intro.

أما بالنسبة لمتغير الحجم (SIZE) ، فقد بلغ متوسطه 20.29، بانحراف معياري قدره 1.98، مما يشير إلى أن معظم الشركات تقع ضمن نطاق متقارب من حيث الحجم. أما متغير الرافعة المالية (LEV) فبلغ متوسطه 0.47 ، مما يشير إلى أن الشركات تميل إلى تمويل حوالي نصف أصولها من خلال الالتزامات. فيما يتعلق بمؤشرات الأداء المالي، فقد بلغ متوسط العائد على الأصول (ROA) حوالي 0.017، في حين بلغ متوسط العائد على حقوق الملكية (ROE) نحو 0.042 ، مع وجود بعض القيم السالبة التي تعكس خسائر لبعض الشركات. كذلك، فإن متوسط التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (CFO) بلغ 0.0235، وهو مؤشر إيجابي يعكس توليد بعض الشركات للنقد من أنشطتها التشغيلية، رغم وجود تباين ملحوظ في القيم.

جدول 2.6: الإحصاءات الوصفية الخاصة بمتغيرات الدراسة

Variable	Mean	StDev	Minimum	Maximum
Cash	.066	.077	.000079	.4477
cash 2	.079	.113	.000079	.81
Financial__ Distress	9.916	11.87	-2.2-	123.6
intro	.16	.363	0	1
Growth	.17	.372	0	1
Maturity	.30	.459	0	1
Decline	.18	.385	0	1
Shake-out	.20	.401	0	1
SIZE	20.29	1.98	17.27	25.23
LEV	.47	.313	.0087	1.797
ROA	.017	.068	-.2591-	.273
ROE	.042	.393	-2.56-	2.47
CFO	.0235	.090	-.434-	.463

ويعرض الجدول رقم (6-3) مصفوفة الارتباط العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة، وذلك باستخدام معامل ارتباط بيرسون؛ لاكتشاف العلاقة بين المتغيرات التابعة، والمتغير المستقل، والمتغيرات الرقابية من ناحية، والتعرف على مشكلة الازدواج الخطي Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة من ناحية أخرى ويمكن توضيحها كما يلي:

الجدول 3.6: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

	Cash	cash 2	Financial__ Distress	Intro	Growth	Maturity	Decline	Shake-out	SIZE	LEV	ROA	ROE	CFO
Cash	1												
cash 2	.98**	1											
Financi al__ Distress	.19**	.21**	1										
intro	-.037	-.05	-.021	1									
Growth	.11	.12	-.02	-.19**	1								
Maturity	-.02	-.03	-.18*	-.28**	-.29**	1							
Decline	-.116	-.11	.132	-.2**	-.21**	-.31**	1						
Shake- out	.06	.07	.12	-.21**	-.22**	-.33**	-.23**	1					
SIZE	-0.07	-0.11	-.41**	-0.11	-0.065	.22**	-.093	-.004	1				
LEV	-.139*	-.17*	-.52**	-.061	-0.12	.066	-.082	.17*	.54**	1			
ROA	.21**	.19**	.08	.025	.036	.158*	-.140*	-.10	-.01	-.18*	1		
ROE	.048	.042	-.01	-.03	-.013	.028	-.108	.106	.042	.041	.37**	1	
CFO	.12	.15*	.02	-.29**	.091	.29**	-.39**	.21**	.07	-.06	.28**	.09	1

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

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

Listwise N=200

فبشأن العلاقة بين المؤشرات الدالة علي المتغير التابع؛ يوجد ارتباط موجب قوي جداً بين مؤشري الاحتفاظ بالنقدية (CASH (1) و CASH (2) حيث $(r = 0.983, p < 0.01)$ ، مما يدل على تقارب كبير في دلالة المتغيرين.

فيما يتعلق بالعلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع؛ أظهرت النتائج ارتباطاً موجباً ضعيفاً بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية (CASH) ومؤشر خطر التعثر المالي (Financial Distress) ، وهي علاقة موجبة بما يعني كلما زاد خطر التعثر المالي كمؤشر عكسي انخفضت مستوى النقدية المحتفظ بها والعكس حيث $(r = 0.199, p < 0.01)$ وأيضاً العلاقة بين Financial Distress و CASH 2 $(r = 0.206, p < 0.01)$.

وفيما يتعلق بشأن العلاقة بين خطر التعثر المالي ومراحل دورة حياة الشركة (المتغير المعدل)؛ أظهرت النتائج ارتباطاً سالباً بين Financial Distress ومرحلة النضج $(r = -0.181, p < 0.05)$ (Maturity) ، مما يشير إلى انخفاض خطر التعثر المالي لدى الشركات في هذه المرحلة. في المقابل، ارتبط خطر التعثر المالي

إيجابياً بمرحلتى الانحدار (Decline) والتذبذب (Shake-out) ، بما يشير الي ارتفاع معدلات المخاطر في هذه المراحل المتأخرة من دورة الحياة.

وفيما يتعلق بالعلاقة بين المتغيرات الرقابية والمتغير المستقل؛ أظهر حجم الشركة (SIZE) علاقة سلبية قوية مع خطر التعثر المالي ($r = -0.406, p < 0.01$) ، وهي علاقة معنوية ودالة إحصائياً عند مستوى 1% ، وتشير إلى أنه كلما زاد حجم الشركة، قلّ احتمال تعرضها لخطر التعثر المالي، إلا أن هذه العلاقة لا ترقى لحد الازدواج الخطي حيث أن معامل الارتباط أقل من 0.70 . كذلك، أظهر الرفع المالي (LEV) علاقة سالبة قوية مع خطر التعثر المالي ($r = -0.522, p < 0.01$) ، وهي أيضاً دالة معنوياً عند مستوى 1% . تدل هذه العلاقة على أن الشركات ذات مستويات الرفع المالي الأعلى، تميل إلى مواجهة خطر تعثر مالي أقل، وهو ما قد يُعزى إلى قدرة هذه الشركات على إدارة التزاماتها المالية بكفاءة، هذه العلاقة لا ترقى لحد الازدواج الخطي حيث أن معامل الارتباط أقل من 0.70.

أما بالنسبة لـ العائد على الأصول (ROA) فقد أظهر علاقة موجبة ضعيفة مع خطر التعثر المالي ($r = 0.083$)، لكنها غير دالة إحصائياً ($p > 0.05$) ، مما يشير إلى عدم وجود علاقة قوية أو معنوية بين العائد على الأصول ومستوى التعثر المالي في العينة محل الدراسة. وفيما يتعلق بـ العائد على حقوق الملكية (ROE) ، فقد كانت العلاقة ضعيفة جداً وسالبة ($r = -0.009$) ، ولم تكن دالة إحصائياً، مما يعكس عدم وجود ارتباط واضح بين هذا المؤشر وخطر التعثر المالي. وبالمثل، لم يظهر صافي التدفقات النقدية التشغيلية (CFO) علاقة ذات دلالة إحصائية مع خطر التعثر المالي، حيث بلغ معامل الارتباط ($r = 0.022$)، وهو منخفض جداً وغير معنوي.

وفيما يتعلق بعلاقة المتغيرات الرقابية بمؤشرات دورة حياة الشركة؛ أظهرت مرحلة التقديم (Intro) علاقة سالبة متوسطة مع CFO ($r = -0.296, p < 0.01$) ، كما ظهرت علاقات سلبية معنوية بين مرحلة النضج (Maturity) و ROA ($r = 0.158, p < 0.05$) ، ومرحلة التدهور (Decline) و CFO ($r = -0.387, p < 0.01$) ، ومرحلة التذبذب Shake-out و CFO ($r = 0.212, p < 0.01$) . ووجدت علاقة موجبة معنوية بين مرحلة النضج (Maturity) وحجم الشركة ($r = 0.224, p < 0.01$) . وجميع العلاقات بين المتغيرات الرقابية والمستقلة والمعدلة هي لا ترقى لحد الازدواج الخطي حيث أن معامل الارتباط أقل من 0.70.

7/2/6. نتائج اختبار فروض البحث في ظل التحليل الأساسي.

تحقيقاً لهدف البحث، واختبار فروضه، تم الاعتماد على نماذج إحصائية مختلفة لاختبار الفروض؛ عند مستوى معنوية (10%) على النحو التالي:

1/7/2/6. نتيجة اختبار الفرض الأول.

استهدف هذا الفرض اختبار أثر خطر التعثر المالي علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. ولاختبار هذا الفرض - إحصائياً - تمت إعادة صياغته كفرض عدم، كما يلي:

H_0 : لا يوجد أثر سلبي معنوي لخطر التعثر المالي علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

واعتمد الباحث على النموذج التالي لاختبار الفرض:

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 Financial_Distress_{it} + \gamma \sum CONTROLES_{it} + \varepsilon \dots (1)$$

حيث:

$CASH_{it}$: هو مؤشر يعبر عن مستوى الإحتفاظ بالنقدية للشركة i خلال السنة t .

$Financial_Distress_{it}$: هو مؤشر يعبر عن مخاطر التعثر المالي مقاساً بنموذج التمان للشركة i خلال السنة t وهو مؤشر عكسي علي خطر التعثر المالي.

$CONTROLES_{it}$: تعبر عن جميع المتغيرات الرقابية للشركة i خلال السنة t بالإضافة للسنة والصناعة.

جدول 4.6: نتائج اختبار الفرض الأول H_1

$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 Financial_Distress_{it} + \gamma \sum CONTROLES_{it} + \varepsilon \dots (1)$			
VIF	P-Value	Coef	
	.555	.041	Constant
1.479	.031	.001	Financial__ Distress
1.550	.837	.001	SIZE
1.773	.845	-.004-	LEV
1.311	.030	.196	ROA
1.185	.814	-.003-	ROE
1.107	.329	.061	CFO
1.028	.477	-.003-	Year
1.093	.606	.001	Sector
	2.235		F
	.027		Sig(F)
	.086		R ²

ويوضح الجدول رقم (4-6) نتائج الانحدار المتعدد لاختبار الفرض الأول الخاص بأثر خطر التعثر المالي علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية، حيث يتضح من الجدول معنوية إحصائية F حيث بلغت 0.027، بما يعني معنوية النموذج المستخدم في القياس، كما نجد أن R^2 بلغت (8.6%) وهي تعبر عن القوة التفسيرية لمقدار التغير الذي يحدث في المتغير التابع. وبشأن العلاقة الرئيسية، نجد أنه يوجد أثر معنوي إيجابي لمخاطر التعثر المالي علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية، حيث بلغت قيمة معامل الإحتفاظ بالنقدية 0.001 بمستوي معنوية 0.031 وبالتالي نستنتج أن كلما إنخفضت قيمة مؤشر التمان (وبالتالي زاد خطر التعثر المالي) إنخفض مستوى النقدية المحتفظ بها والعكس صحيح. وهذا يتوافق مع العديد من الدراسات السابقة (Gomes, 2012؛ Hadjaat et al., 2021؛ Ngo et al., 2023؛ Bukalska & Maziarczyk, 2023). ومن ثم رفض الفرض العدم وقبول الفرض البديل للفرض H1. بما يعني أن الأزمات المالية والقيود المالية تؤثر على استراتيجيات الإحتفاظ بالنقدية في الشركات.

2/7/2/6. نتيجة اختبار الفرض الثاني.

استهدف هذا الفرض اختبار أثر مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. ولاختبار هذا الفرض - إحصائياً - تمت إعادة صياغته كفرض عدم، كما يلي:

H₀: لا يختلف الأثر المعنوي لخطر التعثر المالي علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية بإختلاف مراحل دورة حياة الشركة.

والذي ينقسم الي خمس فروض فرعية يمكن تناولها تفصيلي من خلال النقاط التالية:

1/2/7/2/6. نتيجة اختبار الفرض الفرعي الأول H2a :

استهدف هذا الفرض اختبار أثر مرحلة التقديم على العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. ولاختبار هذا الفرض - إحصائياً - تمت إعادة صياغته كفرض عدم، كما يلي:

H_{0a}: لا يختلف الأثر المعنوي لخطر التعثر المالي علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية في ظل مرحلة التقديم.

واعتمد الباحث على النموذج التالي لاختبار الفرض:

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 Financial_Distress_{it} + \beta_2 Intro + \beta_3 Financial_Distress_{it} * Intro + \gamma \sum CONTROLES_{it} + \varepsilon \dots \dots (2)$$

حيث:

Intro: هو مؤشر علي مرحلة التقديم.*Financial_Distress_{it} * Intro*: هو التأثير التفاعلي⁽¹⁾ لأثر مرحلة التقديم علي العلاقة بين خطر

التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية.

جدول 5.6: نتائج اختبار الفرض الفرعي الأول H2a

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 Financial_Distress_{it} + \beta_2 Intro + \beta_3 Financial_Distress_{it} * Intro + \gamma \sum CONTROLES_{it} + \varepsilon \dots \dots (2)$$

VIF	P-Value	Coef	
	.452	.053	(Constant)
1.485	.032	.001	Financial__ Distress
3.886	.518	.019	intro
4.021	.333	-.003-	Financial__ Distress *Intro
1.573	.933	.000	SIZE
1.805	.743	-.007-	LEV
1.362	.021	.213	ROA
1.187	.826	-.003-	ROE
1.226	.446	.050	CFO
1.043	.415	-.003-	Year
1.108	.644	.001	Sector
	1.883		F
	0.049		Sig(F)
	.091		R ²

ويوضح الجدول رقم (5-6) نتائج الانحدار المتعدد لاختبار الفرض الفرعي الأول للفرض الرئيسي الثاني الخاص بأثر مرحلة التقديم علي العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، حيث يتضح من الجدول معنوية إحصائية F حيث بلغت 0.049، بما يعني معنوية النموذج المستخدم في القياس، كما نجد أن R² بلغت (9.1%) وهي تعبر عن القوة التفسيرية لمقدار التغير الذي يحدث في المتغير التابع. وبشأن العلاقة الرئيسية بين التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، نجد أنه مازل العلاقة ايجابية في ظل إدخال المتغير المعدل وهو مرحلة التقديم. أما بشأن التأثير التفاعلي لمرحلة التقديم علي تلك العلاقة نجد أنه لا يوجد أثر معنوي، حيث بلغت

قيمة معامل التأثير التفاعلي -0.003 بمستوي معنوية 0.333. ومن ثم قبول الفرض العدم ورفض الفرض البديل للفرض الفرعي H2a. وهذا لا يتوافق مع ما توصلت اليه بعض الدراسات السابقة (Koh et al. ,2015؛ Akbar et al. ,2022؛ Eldawayaty ,2022؛ Ngo et al. ,2023) من أن مرحلة التقديم لها تأثير علي مستوي النقدية المحتفظ بها ومن ناحية أخرى معرضة لخطر التعثر المالي، وقد يفسر ذلك الي بالاضافة الي إختلاف البيئة والعينة بأنه من الممكن أن الشركات في مرحلة التقديم ضمن العينة الحالية لا تعتمد بشكل كبير على النقدية المحتجزة، بل على التمويل الخارجي أو رأس المال المؤسسي، وقد تكون هذه الشركات مدعومة من قبل مستثمرين أو صناديق استثمار، مما يجعل علاقتها بالتعثر المالي والاحتفاظ بالنقدية أقل وضوحًا من شركات أخرى في بيئات مختلفة.

2/2/7/2/6. نتيجة اختبار الفرض الفرعي الثاني H2b :

استهدف هذا الفرض اختبار أثر مرحلة النمو على العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي الاحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. ولاختبار هذا الفرض - إحصائياً - تمت إعادة صياغته كفرض عدم، كما يلي:

H0b: لا يختلف الأثر المعنوي لخطر التعثر المالي علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية في ظل مرحلة النمو.

واعتمد الباحث على النموذج التالي لاختبار الفرض:

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 Financial_Distress_{it} + \beta_2 Growth + \beta_3 Financial_Distress_{it} * Growth + \gamma \sum CONTROLES_{it} + \varepsilon \dots \dots (3)$$

حيث:

Growth: هو مؤشر علي مرحلة النمو.

*Financial_Distress_{it} * Growth*: هو التأثير التفاعلي لأثر مرحلة النمو علي العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي الاحتفاظ بالنقدية.

جدول 6.6: نتائج اختبار الفرض الفرعي الثاني H2b

$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 Financial_Distress_{it} + \beta_2 Growth + \beta_3 Financial_Distress_{it} * Growth + \gamma \sum CONTROLES_{it} + \varepsilon \dots \dots (3)$			
VIF	P-Value	Coef	
	.952	.004	(Constant)
1.509	.039	.001	Financial_ Distress
2.733	.215	-.029-	Growth
2.882	.006	.005	Financial_ Distress * Growth

1.581	.529	.002	SIZE
1.808	.858	.004	LEV
1.322	.048	.175	ROA
1.185	.797	-.004-	ROE
1.115	.363	.056	CFO
1.031	.565	-.002-	Year
1.094	.593	.001	Sector
	2.849		F
	.003		Sig(F)
	.131		R ²

ويوضح الجدول رقم (6-6) نتائج الانحدار المتعدد لاختبار الفرض الفرعي الثاني للفرض الرئيسي الثاني الخاص بأثر مرحلة النمو علي العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، حيث يتضح من الجدول معنوية إحصائية F حيث بلغت 0.003، بما يعني معنوية النموذج المستخدم في القياس، كما نجد أن R² بلغت (13.1%) وهي تعبر عن القوة التفسيرية لمقدار التغير الذي يحدث في المتغير التابع. وبشأن العلاقة الرئيسية بين التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، نجد أنه مازل العلاقة ايجابية في ظل إدخال المتغير المعدل وهو مرحلة النمو. أما بشأن التأثير التفاعلي لمرحلة النمو علي تلك العلاقة نجد أنها أثر إيجابي معنوي علي تلك العلاقة، حيث بلغت قيمة معامل التأثير التفاعلي 0.005 بمستوي معنوية 0.006. ومن ثم رفض الفرض العدم وقبول الفرض البديل للفرض الفرعي H2b. وهذا يتوافق مع العديد من الدراسات السابقة (Rehman *et al.*, 2021؛ Eldawayaty, 2022؛ Ngo *et al.*, 2023). وبالتالي فإن مرحلة النمو تزيد من تأثير خطر التعثر المالي علي مستوي النقدية المحتفظ بها.

نتيجة اختبار الفرض الفرعي الثالث H2c : 3/2/7/2/6

استهدف هذا الفرض اختبار أثر مرحلة النضج على العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. ولاختبار هذا الفرض - إحصائياً - تمت إعادة صياغته كفرض عدم، كما يلي:

H_{0c}: لا يختلف الأثر المعنوي لخطر التعثر المالي علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية في ظل مرحلة النضج.

واعتمد الباحث على النموذج التالي لاختبار الفرض:

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 Financial_Distress_{it} + \beta_2 Maturity + \beta_3 Financial_Distress_{it} * Maturity + \gamma \sum CONTROLES_{it} + \varepsilon \dots \dots (4)$$

حيث:

Maturity: هو مؤشر علي مرحلة النضج.

*Financial_Distress_{it} * Maturity*: هو التأثير التفاعلي لأثر مرحلة النضج علي العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية.

جدول 6.7: نتائج اختبار الفرض الفرعي الثالث H2c

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 Financial_Distress_{it} + \beta_2 Maturity + \beta_3 Financial_Distress_{it} * Maturity + \gamma \sum CONTROLES_{it} + \varepsilon \dots \dots (4)$$

<u>VIF</u>	<u>P-Value</u>	<u>Coef</u>	
	.661	.030	(Constant)
1.502	.042	.001	Financial__ Distress
4.375	.028	-.053-	Maturity
4.263	.024	.007	Financial__ Distress * Maturity
1.606	.707	.001	SIZE
1.845	.863	.004	LEV
1.326	.022	.205	ROA
1.191	.710	-.005-	ROE
1.206	.343	.061	CFO
1.061	.352	-.004-	Year
1.105	.611	.001	Sector
	2.365		F
	.012		Sig(F)
	.111		R ²

ويوضح الجدول رقم (6-7) نتائج الانحدار المتعدد لاختبار الفرض الفرعي الثالث للفرض الرئيسي الثاني الخاص بأثر مرحلة النضج علي العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، حيث يتضح من الجدول معنوية إحصائية F حيث بلغت 0.012، بما يعني معنوية النموذج المستخدم في القياس، كما نجد أن R² بلغت (11.1%) وهي تعبر عن القوة التفسيرية لمقدار التغير الذي يحدث في المتغير التابع. وبشأن العلاقة الرئيسية بين التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، نجد أنه مازل العلاقة ايجابية في ظل إدخال المتغير المعدل وهو مرحلة النضج. أما بشأن التأثير التفاعلي لمرحلة النضج علي تلك العلاقة نجد أنها لها أثر إيجابي معنوي علي تلك العلاقة، حيث بلغت قيمة معامل التأثير التفاعلي 0.007 بمستوي معنوية 0.024. ومن ثم رفض الفرض

العدم وقبول الفرض البديل للفرض الفرعي H2c. وهذا يتوافق مع العديد من الدراسات السابقة (Koh *et al.*, 2015؛ 2019؛ kbar *et al.*, 2019؛ Eldawayaty, 2022؛ Ngo *et al.*, 2023). وبالتالي فإن مرحلة النضج تزيد من تأثير خطر التعثر المالي علي مستوى النقدية المحتفظ بها.

4/2/7/2/6. نتيجة اختبار الفرض الفرعي الرابع H2d :

استهدف هذا الفرض اختبار أثر مرحلة التذبذب على العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. ولاختبار هذا الفرض - إحصائياً - تمت إعادة صياغته كفرض عدم، كما يلي:

H0d: لا يختلف الأثر المعنوي لخطر التعثر المالي علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية في ظل مرحلة التذبذب.

واعتمد الباحث على النموذج التالي لاختبار الفرض:

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 Financial_Distress_{it} + \beta_2 Shake - out + \beta_3 Financial_Distress_{it} * Shake - out + \gamma \sum CONTROLES_{it} + \varepsilon \dots \dots (5)$$

حيث:

Shake - out: هو مؤشر علي مرحلة التذبذب.

*Financial_Distress_{it} * Shake - out*: هو التأثير التفاعلي لأثر مرحلة التذبذب علي العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

جدول 6. 8: نتائج اختبار الفرض الفرعي الرابع H2d

$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 Financial_Distress_{it} + \beta_2 Shake - out + \beta_3 Financial_Distress_{it} * Shake - out + \gamma \sum CONTROLES_{it} + \varepsilon \dots \dots (5)$			
VIF	P-Value	Coef	
	.755	.023	(Constant)
4.972	.125	.002	Financial_Distress
1.782	.387	.015	Shake-out
4.538	.591	-.001-	Financial_Distress * Shake-out
1.614	.720	.001	SIZE
2.023	.811	-.006-	LEV
1.366	.025	.207	ROA
1.236	.685	-.006-	ROE

1.206	.424	.052	CFO
1.059	.578	-.002-	Year
1.114	.563	.001	Sector
	1.852		F
	.054		Sig(F)
	.089		R ²

ويوضح الجدول رقم (6-8) نتائج الانحدار المتعدد لاختبار الفرض الفرعي الرابع للفرض الرئيسي الثاني الخاص بأثر مرحلة التدبذب علي العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، حيث يتضح من الجدول معنوية إحصائية F حيث بلغت 0.054، بما يعني معنوية النموذج المستخدم في القياس، كما نجد أن R² بلغت (8.9%) وهي تعبر عن القوة التفسيرية لمقدار التغير الذي يحدث في المتغير التابع. وبشأن العلاقة الرئيسية بين التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، نجد أنها أصبحت غير معنوية في ظل إدخال المتغير المعدل وهو مرحلة التدبذب. أما بشأن التأثير التفاعلي لمرحلة التدبذب علي تلك العلاقة نجد أنها ليس لها أثر معنوي علي تلك العلاقة، حيث بلغت قيمة معامل التأثير التفاعلي -0.001 بمستوي معنوية 0.591. ومن ثم قبول الفرض **العدم ورفض الفرض البديل للفرض الفرعي H2d**. وبالتالي فإن مرحلة التدبذب ليس لها تأثير علي العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي النقدية المحتفظ بها. ووفقاً لـ (Rehman et al., 2021)، تحتفظ الشركات في مرحلة التدهور (أو التدبذب) بمستويات أقل من النقدية، بسبب انخفاض قدرتها على توليد تدفقات نقدية كافية، أو بسبب استخدامها للنقدية لتغطية التزامات عاجلة. بالتالي، فإن أولويات الشركات في هذه المرحلة تتركز غالباً على البقاء والاستمرار وليس على تحسين الاحتياطات النقدية، مما قد يضعف العلاقة بين التعثر المالي والإحتفاظ بالنقدية.

5/2/7/2/6. نتيجة اختبار الفرض الفرعي الخامس H2e :

استهدف هذا الفرض اختبار أثر مرحلة التدهور على العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. ولاختبار هذا الفرض - إحصائياً - تمت إعادة صياغته كفرض عدم، كما يلي:

H_{0e}: لا يختلف الأثر المعنوي لخطر التعثر المالي علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية في ظل مرحلة التدهور.

واعتمد الباحث على النموذج التالي لاختبار الفرض:

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 Financial_Distress_{it} + \beta_2 Decline + \beta_3 Financial_Distress_{it} * Decline + \gamma \sum CONTROLES_{it} + \varepsilon \dots \dots (6)$$

حيث:

Decline: هو مؤشر علي مرحلة التدهور. $Financial_Distress_{it} * Decline$: هو التأثير التفاعلي لأثر مرحلة التدهور علي العلاقة بين خطر

التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية.

ويوضح الجدول رقم (6-9) نتائج الانحدار المتعدد لاختبار الفرض الفرعي الخامس للفرض الرئيسي الثاني الخاص بأثر مرحلة التدهور علي العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، حيث يتضح من الجدول معنوية إحصائية F حيث بلغت 0.025، بما يعني معنوية النموذج المستخدم في القياس، كما نجد أن R^2 بلغت (10.1%) وهي تعبر عن القوة التفسيرية لمقدار التغير الذي يحدث في المتغير التابع. وبشأن العلاقة الرئيسية بين التعثر المالي ومستوي الاحتفاظ بالنقدية، نجد أنه مازل العلاقة ايجابية في ظل إدخال المتغير المعدل وهو مرحلة التدهور. أما بشأن التأثير التفاعلي لمرحلة التدهور علي تلك العلاقة نجد أنها ليس لها أثر معنوي علي تلك العلاقة، حيث بلغت قيمة معامل التأثير التفاعلي -0.001 بمستوي معنوية 0.245. ومن ثم قبول الفرض العدم ورفض الفرض البديل للفرض الفرعي H2d. وبالتالي فإن مرحلة التدهور ليس لها تأثير علي العلاقة بين خطر التعثر المالي ومستوي النقدية المحتفظ بها. وفي دراسة (Ngo et al., 2023)، أشير إلى أن الشركات في مرحلة التدهور لا تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقد، لأنها تواجه صعوبات في تمويل أنشطتها ولا تحصل بسهولة على تمويل خارجي. وهذا ما يفسر أن العلاقة بين التعثر المالي ومستوي الاحتفاظ بالنقدية تصبح غير واضحة أو غير معنوية، لأن النقدية تكون محدودة أصلاً بغض النظر عن مستوى التعثر.

جدول 6. 9: نتائج اختبار الفرض الفرعي الخامس H2e

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 Financial_Distress_{it} + \beta_2 Decline + \beta_3 Financial_Distress_{it} * Decline + \gamma \sum CONTROLES_{it} + \varepsilon \dots \dots (6)$$

VIF	P-Value	Coef	
	.461	.051	(Constant)
1.642	.012	.001	Financial__ Distress
2.455	.888	-.003-	Shake-out
2.563	.245	-.001-	Financial__ Distress * Shake-out
1.551	.878	.001	SIZE
1.801	.711	-.008-	LEV
1.315	.036	.189	ROA
1.204	.854	-.003-	ROE
1.309	.631	.032	CFO

1.032	.485	-.003-	Year
1.134	.846	.000	Sector
	2.114		F
	.025		Sig(F)
	.101		R ²

8/2/6. نتائج اختبار فروض البحث في ظل التحليل الإضافي.

اعتمد الباحث في التحليل الإضافي علي تقسيم عينة البحث الي خمس مجموعات مصنفة حسب الخمس مراحل لدورة حياة الشركة وهي (مرحلة التقديم؛ مرحلة النمو؛ مرحلة النضج؛ مرحلة التدهور؛ ومرحلة التذبذب) لإختبار أثر التعثر المالي علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية، إعتاماداً علي النموذج الأول لإختبار فروض البحث:

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Financial_Distress}_{it} + \gamma \sum \text{CONTROLES}_{it} + \varepsilon \dots (1)$$

جدول 6. 10: نتائج إختبار فروض البحث في ظل التحليل الإضافي

CASH _{it} = β ₀ + β ₁ Financial_Distress _{it} + γ ∑ CONTROLES _{it} + ε ... (1)														
Shake-out			Decline			Maturity			Growth			Intro		
Coef	P-Value	VIF	Coef	P-Value	VIF	Coef	P-Value	VIF	Coef	P-Value	VIF	Coef	P-Value	VIF
Const ant	.01		.05-	.80		.13-	.16		.19	.4		.9		
Financial Distress	.001-		.000	.74		.018	.00		.005	.15		.76		
SIZE	.004		.003	.702		.001-	.781		.008-	.398		.56		
LEV	.002-		.010-	.811		.198	.001		.092	.29		.99		
ROA	.036		.367	.265		.261-	.10		.613	.07		.79		
ROE	.094-		.023-	.584		.014	.724		.061-	.634		.39		
CFO	.856-		.004	.980		.318-	.012		.411	.341		.002		

Year	.009-	.13	1.31	.028-	.031	1.26	.000	.949	1.19	.008	.307	1.07	.013-	.241	1.12
Sector	.006-	.082	1.96	.005	.370	1.80	.004	.065	1.24	.000	.926	1.25	.005-	.455	1.34
F	3.194			4.131			6.386			.557			.907		
Sig(F)	.015			.003			.000			.803			.523		
R ²	.537			.579			.500			.142			.190		
Adj R ²	.369			.439			.422			-.113			-.019		
N	31			33			60			36			40		

ويتضح من نتائج التحليل الإضافي أنه لا يوجد تأثير معنوي لخطر التعثر المالي علي مستوى النقدية المحتفظ بها الا في مرحلة النضج، حيث بلغت قيمة معامل المتغير المستقل المتمثل في خطر التعثر المالي 0.018 بمستوي معنوية 0.000 بما يعني أنه كلما إنخفضت قيمة مؤشر التمان (وبالتالي زاد خطر التعثر المالي) إنخفض مستوي النقدية المحتفظ بها وذلك خلال مرحلة النضج وبلغت قيمة إحصائية F 6.386 بمستوي معنوية 0.000 بما يعني معنوية النموذج المستخدم وبلغت قيمة R² قيمة 0.500 وهي قيمة تفسير المتغيرات المستقلة للتغير الذي يحدث في المتغير التابع وقد بلغت عدد المشاهدات ضمن عينة الدراسة 60 مشاهدة في مرحلة النضج . وبشأن المراحل الأخرى لدورة حياة الشركة نجد أنه إما لا يوجد تأثير معنوي كما في مرحلة التقديم ومرحلة النمو أو عدم معنوية النموذج المستخدم كما في مرحلة التدهور والتذبذب.

9/2/6. نتائج اختبار فروض البحث في ظل تحليل الحساسية.

قام الباحث بتغيير طريقة قياس المتغير التابع المتمثل في مستوي النقدية المحتفظ بها من خلال قسمة النقدية وما في حكمها علي إجمالي الأصول بعد إستبعاد النقدية وما في حكمها من إجمالي الأصول وذلك قياساً علي (Ho & Lu, 2025) وذلك لإختبار فرض البحث الأول المتمثل في إختبار أثر خطر التعثر المالي علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية إعتياداً علي النموذج التالي:

$$\text{CASH (2)}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Financial_Distress}_{it} + \gamma \sum \text{CONTROLES}_{it} + \varepsilon \dots (7)$$

جدول 6. 11: نتائج إختبار فرض البحث الأول في ظل تحليل الحساسية

$$CASH(2)_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Financial_Distress}_{it} + \gamma \sum \text{CONTROLES}_{it} + \varepsilon \dots (7)$$

VIF	P-Value	Coef	
	.365	.092	Constant
1.479	.048	.002	Financial_ Distress
1.550	.818	-.001-	SIZE
1.773	.709	-.012-	LEV
1.311	.065	.245	ROA
1.185	.842	-.004-	ROE
1.107	.146	.134	CFO
1.028	.383	-.005-	Year
1.093	.580	.001	Sector
	2.410		F
	.017		Sig(F)
	.092		R ²
	.054		Adj R2

ويتضح من نتائج تحليل الحساسية مع تغيير طريقة قياس المتغير التابع المتمثل في مستوى النقدية المحتفظ بها. نصل الي نفس النتيجة لإختبار فرض البحث الرئيسي الأول المتمثل في تأثير خطر التعثر المالي علي مستوى النقدية المحتفظ بها.

10/2/6. خلاصة نتائج اختبار فروض البحث في ظل التحليل الأساسي والإضافي وتحليل الحساسية.

التحليل		العلاقة
تحليل الحساسية	التحليل الأساسي	أثر خطر التعثر المالي علي مستوى النقدية المحتفظ بها
أثر سلبي	أثر سلبي	
التحليل الإضافي	التحليل الأساسي	أثر خطر التعثر المالي علي مستوى النقدية المحتفظ في ظل الدور المعدل لمراحل دورة حياة الشركة
لا يوجد أثر معنوي	لا يوجد أثر معنوي	
لا يوجد أثر معنوي	زيادة التأثير	مرحلة التقديم
لا يوجد أثر معنوي	زيادة التأثير	مرحلة النمو
لا يوجد أثر معنوي	زيادة التأثير	مرحلة النضج
عدم معنوية النموذج	لا يوجد أثر معنوي	مرحلة التدهور
عدم معنوية النموذج	لا يوجد أثر معنوي	مرحلة التذبذب

وبالتالي نستنتج الي أنه كلما زادت مخاطر التعثر المالي إنخفض مستوى النقدية المحتفظ به لمواجهة القيود والأزمات التي تواجهها الشركة وتم التوصل لنفس النتيجة سواء في التحليل الأساسي أو مع تغيير طريقة قياس المتغير التابع. ومع إدخال التأثير المعدل المتمثل في مراحل دورة حياة الشركة إتضح إلي إتفاق النتائج في التحليل الأساسي والتحليل الإضافي علي أن مرحلة النضج لها دور هام في تأثير خطر التعثر المالي علي مستوى النقدية المحتفظ بها الا أن التحليل الأساسي توصل الي أن مرحلة النمو تلعب دوري إيجابي في العلاقة ولم نتوصل لنفس النتيجة في التحليل الاضافي. وتوصل الباحث سواء في التحليل الأساسي أو الاضافي الي أن مرحلة التقديم ليس لها تأثير معنوي علي العلاقة محل الدراسة كذلك مرحلة التدهور والتذبذب.

3/6. نتائج البحث وتوصياته ومجالاته المقترحة

1/3/6. نتائج البحث:

توصل البحث إلى عدد من النتائج الهامة التي تساهم في فهم العلاقة بين مخاطر التعثر المالي ومستوى النقدية المحتفظ بها داخل الشركات، وكان من أبرزها:

- وجود علاقة عكسية بين مخاطر التعثر المالي ومستوى النقدية المحتفظ بها، حيث كلما زادت مخاطر التعثر، انخفض مستوى السيولة المحتفظ بها لمواجهة الأزمات والقيود.
- تم تأكيد هذه النتيجة من خلال التحليل الأساسي وكذلك من خلال تحليل الحساسية الذي استخدم طريقة بديلة لقياس المتغير التابع.
- عند إدخال التأثير المعدل المتمثل في مراحل دورة حياة الشركة، تبين أن مرحلة النضج تلعب دوراً جوهرياً في تعزيز العلاقة بين خطر التعثر ومستوى النقدية.
- أشار التحليل الأساسي إلى أن مرحلة النمو تسهم إيجابياً في العلاقة، بينما لم تؤكد نتائج التحليل الإضافي هذه الفرضية.
- لم يظهر لأي من مراحل التقديم، التدهور، والتذبذب تأثير معنوي يُذكر على العلاقة محل الدراسة.

2/3/6. توصيات البحث:

- ضرورة مراعاة مراحل دورة حياة الشركة عند تحليل سياسات الاحتفاظ بالنقدية، لما لها من تأثير واضح في طبيعة العلاقة مع مخاطر التعثر المالي.
- ينصح متخذو القرار المالي بالتركيز على بناء سياسات نقدية أكثر مرونة وتكيفاً، خاصة خلال مراحل النمو والنضج.
- تعزيز نظم التنبؤ بالتعثر المالي داخل المؤسسات، لتتمكن من الحفاظ على مستويات نقدية ملائمة تساعد على تجاوز الأزمات.

- أهمية تبني سياسات تمويل تتسم بالحذر خلال المراحل الحرجة من دورة الحياة، لتفادي الوقوع في أزمة سيولة مفاجئة.

3/3/6. مجالات البحث المقترحة:

- دراسة أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين التعثر المالي ومستوى النقدية المحتفظ بها.
- تحليل الدور الذي تلعبه طبيعة القطاع (صناعي، خدمي، تكنولوجي...) في هذه العلاقة.
- توسيع الدراسة لتشمل شركات من دول وأسواق مختلفة للمقارنة بين البيئات الاقتصادية المتنوعة.
- دراسة العلاقة في ظل أزمات اقتصادية عالمية أو ظروف غير اعتيادية مثل جائحة كورونا أو الأزمات المالية العالمية.
- دور التحول الرقمي في تحسين إدارة النقدية والتخفيف من أثر التعثر المالي.
- أثر نظم المعلومات المحاسبية على العلاقة بين التعثر المالي ومستوى النقدية المحتفظ بها.
- استخدام تحليلات البيانات الضخمة (Big Data Analytics) للتنبؤ بالتعثر المالي واتخاذ قرارات الاحتفاظ بالنقدية.

المراجع

أولاً- مراجع البحث العربية:

- أبو النيل، سميرة عباس محمد. (2023). أثر الاحتفاظ بالنقدية وحوكمة الشركات على الضائقة المالية في ظل الدور المعدل للثقة الإدارية المفرطة - دراسة تطبيقية. *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، 14(3)، 32 - 103 : <https://doi.org/10.21608/jces.2023.324299>
- النجار، سامح محمد أمين، & بسبوني، مروة محمد ماهر. (2022). أثر العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وجودة الأرباح على خطر التعثر المالي للشركات: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، 6(3)، 259 - 336 : <https://doi.org/10.21608/aljalexu.2022.268190>
- النويجي، حازم محفوظ محمد نويجي. (2025). أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية وتركز الملكية على كفاءة الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، 6 (1)، 247 - 286 : <https://doi.org/10.21608/cfdj.2024.313017.2026>

حسن، إيهاب عبد السميع عبد الباري. (2021). أثر عدم شفافية التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ظل بيئة التقرير المالي للشركات المقيدة بالبورصة المصرية (دراسة تطبيقية). رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة - جامعة دمنهور.

طلخان، السيدة مختار عبدالغني. (2022). أثر قابلية التقارير المالية للقراءة ومراحل دورة حياة الشركة على أتعاب المراجعة: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، 6(3)، 441-511. <https://doi.org/10.21608/aljalexu.2022.268295>

عبد الرحمن، وليد. (2019). أثر التجنب الضريبي على قيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المساهمة المصرية - دراسة اختبارية. مجلة الدراسات والبحوث التجارية، 2(2)، 127-127. <https://doi.org/10.21608/jcsr.2019.400>:214

عبد الرحيم، رضا محمود محمد. (2024). الأثر المعدل لمراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة البحوث المحاسبية، 11(2)، 497-564. <https://doi.org/10.21608/abj.2024.353984>

علي، عبدالوهاب نصر. (2017). العلاقة بين التعثر المالي ووجود الغش بالقوائم المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، 1(1)، 1-48. <https://doi.org/10.21608/aljalexu.2017.59832>

صالح، أحمد السيد إبراهيم. (2023). الأثر المعدل لمراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين أوجه الضعف الجوهرية في هيكل الرقابة الداخلية وتعديل رأي مراقب الحسابات بشأن استمرارية الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، 7(1)، 243-314. <https://doi.org/10.21608/aljalexu.2023.288221>

ثانياً - مراجع البحث الأجنبية:

- Akbar, M., Hussain, A., Sokolova, M., & Sabahat, T. (2022). Financial distress, firm life cycle, and corporate restructuring decisions: Evidence from Pakistan's economy. *Economies*, 10(7), 175. <https://doi.org/10.3390/economies10070175>
- Al-Hadi, A., Hasan, M. M., & Habib, A. (2016). Risk committee, firm life cycle, and market risk disclosures. *Corporate Governance: International Review*, 24(2), 145–170.
- Ali, G. M. A. (2019). *Developing an integrated accounting model for corporate bankruptcy prediction based on financial and nonfinancial disclosures of Egyptian firms* (Unpublished doctoral dissertation). Faculty of Commerce, Alexandria University.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59(4), 1777–1804. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x>
- Arouri, M., & Pijourlet, G. (2017). CSR performance and the value of cash holdings: International evidence. *Journal of Business Ethics*, 140(2), 263–284. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2658-5>
- Azmat, Q. U. (2014). Firm value and optimal cash level: Evidence from Pakistan. *International Journal of Emerging Markets*, 9(4), 488–504.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance*, 64(5), 1985–2021. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>
- Baum, C. F., Caglayan, M., Ozkan, N., & Talavera, O. (2004). The impact of macroeconomic uncertainty on cash holdings for non-financial service firms. *Review of Financial Economics*, 15, 289–304.
- Bukalska, E., & Maziarczyk, A. (2023). Impact of financial constraints and financial distress on cash holdings. *International Journal of Management and Economics*, 59(1), 13–31. <https://doi.org/10.2478/ijme-2022-0032>
- Chaieb, S. (2021). The impact of cash holding on debt cost. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 11(6), 75–93. Retrieved from <https://econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/11738>
- Chang, C. C., & Yang, H. (2022). The role of cash holdings during financial crises. *Pacific-Basin Finance Journal*, 72, 101733. <https://doi.org/10.1016/J.PACFIN.2022.101733>
- Chang, T. C., Yan, Y. C., & Chou, L. C. (2013). Is default probability associated with corporate social responsibility? *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 20, 457–472. <https://doi.org/10.1080/16081625.2013.825228>

- Chatterjee, B., Jia, J., Nguyen, M., Taylor, G., & Duong, L. (2023). CEO remuneration, financial distress and firm life cycle. *Pacific-Basin Finance Journal*, 80, 102050. <https://doi.org/10.1016/J.PACFIN.2023.102050>
- Damodaran, A. (2018). The corporate life cycle: Growing up is hard to do! *People.Stern*. Available online: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/corporatelifecycleLongX.pdf> (accessed on 15 November 2024).
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for the firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969–1994.
- Dogru, T., & Sirakaya-Turk, E. (2017). The value of cash holdings in hotel firms. *International Journal of Hospitality Management*, 65, 20–28.
- Dvorsky, J., Kozubikova, L., Kljucnikov, A., & Ivanova, E. (2022). Owners vs. managers: Disparities of attitudes on the business risk in SME segment. *Amfiteatru Economic*, 24(59), 174–193. <https://doi.org/10.24818/AMFE/2022/59/174>
- Ehling, P., & Haushalter, D. (2014). When does cash matter? Evidence for private firms. Banco de Espana Working Paper No. 1412. Available online: <https://ssrn.com/abstract=2454015> (accessed on 17 June 2021).
- Eldawayaty, D. M. A. (2022). The effect of tax avoidance and firm's life cycle on cash holdings: Evidence from Egyptian stock market. *Alexandria Journal of Accounting Research*, 6(3), 69–124. <https://doi.org/10.21608/aljalexu.2022.268318>
- Farooq, U., Jibrán Qamar, M. A., & Haque, A. (2018). A three-stage dynamic model of financial distress. *Managerial Finance*, 44, 1101–1116. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2017-0244>
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957–1990.
- Fitzpatrick, P. J. (1934). Transitional stages of a business failure. *The Accounting Review*, 9, 337–340. Retrieved from <https://aaajournals.org/loi/accr>
- Garcia-Sanchez, I. M., Raimo, N., & Vitolla, F. (2021). CEO power and integrated reporting. *Meditari Accountancy Research*, 29(4), 908–942.
- Ghaly, M., Dang, V. A., & Stathopoulos, K. (2015). Cash holdings and employee welfare. *Journal of Corporate Finance*, 33, 53–70. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.04.003>
- Gomes, M. D. S. (2012). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from growing firms (Master's thesis, Universidade da Beira Interior, Portugal). ProQuest Dissertations & Theses Global. <https://www.proquest.com/dissertations-theses/financial-determinants-corporate-cash-holdings/docview/2582980906/se-2>

- Gort, M., & Klepper, S. (1982). Time paths in the diffusion of product innovations. *Economic Journal*, 92(367), 630–653.
- Guizani, M. (2017). The financial determinants of corporate cash holdings in an oil-rich country: Evidence from the Kingdom of Saudi Arabia. *Borsa Istanbul Review*, 17, 133–143. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2017.06.001>
- Hadjaat, M., Yudaruddin, R., & Riadi, S. S. (2021). The impact of financial distress on cash holdings in Indonesia: Does business group affiliation matter? *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 373–381. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0373>
- Han, S., & Qiu, J. (2007). Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 43–57. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.05.002>
- Harford, J., Li, K., & Zhao, X. (2008). Corporate boards and the leverage and debt maturity choices. *International Journal of Corporate Governance*, 1, 3–27. <https://doi.org/10.1504/ijcg.2008.017648>
- Ho, L., & Lu, Y. (2025). Does corporate sustainability performance matter for cash holdings? International evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 21(2), 329–365. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2024-0052>
- Keynes, J. M. (2018). *The general theory of employment, interest, and money*. London: Palgrave Macmillan.
- Koh, S. K., Durand, R. B., Dai, L., & Chang, M. (2015). Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring. *Journal of Corporate Finance*, 33, 19–33. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.04.004>
- Kusnadi, Y. (2019). Political connections and the value of cash holdings. *Finance Research Letters*, 30, 96–102.
- Lau, A. (1987). A five-state financial distress prediction model. *Journal of Accounting Research*, 25, 127–138. <https://doi.org/10.2307/2491262>
- Lu, L. Y., Shailer, G., & Yu, Y. (2017). Corporate social responsibility disclosure and the value of cash holdings. *European Accounting Review*, 26(4), 729–753. <https://doi.org/10.1080/09638180.2016.1187074>
- Manzaneque, M., Priego, A. M., & Merino, E. (2016). Corporate governance effect on financial distress likelihood: Evidence from Spain. *Revista de Contabilidad*, 19(1), 111–121.
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45, 161–170.
- Mehrabanpour, M., Faraji, O., Sajadpour, R., & Alipour, M. (2020). Financial statement comparability and cash holdings: The mediating role of disclosure quality and financing

- constraints. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18, 615–637.
<https://doi.org/10.1108/JFRA-05-2020-0077>
- Michalkova, L., & Ponisciakova, O. (2025). Bankruptcy prediction, financial distress and corporate life cycle: Case study of Central European enterprises. *Administrative Sciences*, 15(2), 63. <https://doi.org/10.3390/admsci15020063>
- Mikkelson, W. H., & Partch, M. M. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), 275–294.
<https://doi.org/10.2307/4126751>
- Miller, S. N. (2020). *Failure in the retail industry using financial distress prediction models* (Doctoral dissertation, Capella University).
- Ngo, N.-Q.-N., Nguyen, M.-D., Do, U.-N., & Nguyen, T.-T.-H. (2023). The relationship between firm financial distress, firm life cycle and firm cash holdings of non-financial listed Vietnamese companies. *Journal for International Business and Entrepreneurship Development*, 15(1), 29–60. <https://doi.org/10.1504/JIBED.2023.131468>
- Nurul Hoque, M., Uddin Bhuiyan, M., Nomura, T., & van Zijl, T. (2020). Determinants of cash holdings: Evidence from New Zealand local councils. *Public Money & Management*. <https://doi.org/10.1080/09540962.2020.1817894>
- 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.
[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2001). Corporate cash holdings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14, 55–67. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2001.tb00376.x>
- Owen, S., & Yawson, A. (2010). Corporate life cycle and M&A activity. *Journal of Banking & Finance*, 34(2), 427–440.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725–2751.
- Pinkowitz, L., Stulz, R. M., & Williamson, R. (2016). Do US firms hold more cash than foreign firms do? *Review of Financial Studies*, 29(2), 309–348.
<https://doi.org/10.1093/rfs/hhv064>
- Rehman, A. U., Ahmad, T., Hussain, S., & Hassan, S. (2021). Corporate cash holdings and firm life cycle: Evidence from China. *Journal of Asia Business Studies*, 15(4), 625–642.
<https://doi.org/10.1108/JABS-07-2020-0272>
- Sayed, E., & Khalil, M. (2022). Cash holding and bankruptcy risk in Egyptian firms: The moderating effect of corporate social responsibility. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JEAS-02-2022-0049>

- 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. <https://doi.org/10.1017/S0022109012000336>
- Sormunen, N., & Laitinen, T. (2012). Late financial distress process stages and financial ratios: Evidence for auditors' going-concern evaluation. *Liiketaloudellinen Aikakauskirja*, 61(1), 41–69. Retrieved from <http://lta.lib.aalto.fi/>
- Tandiontong, M., & Sitompul, M. (2017). The influence of financial distress using Altman Z score, the beta of stocks and inflation on stock return. *Journal of Finance and Banking Review*, 2(2), 21–27.
- Wang, F. (2007). *Three essays on corporate cash holdings* (Doctoral dissertation, University of Houston). Available at <https://uh-ir.tdl.org>
- Wang, H., & Wang, M. (2018). Effects of financial distress on cash holdings: A study of Chinese firms. *International Journal of Finance & Economics*, 23, 346–365. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1574>
- Wang, Y., & Zeng, X. (2016). Determinants of cash holdings: A Chinese context. *Asian Economic Policy Review*, 11(2), 225–245.
- Zhang, Y., & Wang, D. (2019). CEO power and corporate social responsibility: The moderating role of financial distress. *Journal of Business Research*, 101, 54–66.

ملحق (1) أسماء الشركات عينة البحث

إسم الشركة	م	القطاع
المصرية للاتصالات	1	اتصالات و اعلام و تكنولوجيا المعلومات
أجواء للصناعات الغذائية - مصر	1	أغذية و مشروبات و تبغ
القاهرة للدواجن	2	
الدلتا للسكر	3	
الإسماعيلية مصر للدواجن	4	
المنصورة للدواجن	5	
الشرقية الوطنية للأمن الغذائي	6	
العربية لمنتجات الألبان " آراب ديري - باندا"	7	
الدوليه للمحاصيل الزراعيه	1	تجارة و موزعون
سماد مصر (إيجيفرت)	2	
العربية للصناعات الهندسية	1	خدمات و منتجات صناعية وسيارات
السويدي اليكتروك	2	
الكابلات الكهربائية المصرية	3	
الاسكندرية للخدمات الطبية - المركز الطبى الجديد - الاسكندرية	1	رعاية صحية و ادوية
سييد ميديكال	2	
المصرية للمنتجات السياحية	1	سياحة و ترفيه
الشمس بيراميدز للفنادق والمنشآت السياحية	2	
الحفر الوطنية	1	طاقة وخدمات مساندة
أطلس للاستثمار والصناعات الغذائية	1	عقارات
المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	2	
القاهرة للإسكان والتعمير	3	
العبور للاستثمار العقاري	4	
الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري SCCD	5	

الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية	6	
الاسماعيلية الجديدة للتطوير والتنمية العمرانية	7	
أوراسكوم للتنمية مصر	8	
المجموعه المصريه العقاريه	9	
	1	
	0	
المتحدة للإسكان والتعمير		
اكرومصر للشدات والسقالات المعدنية	1	مقاولات و إنشاءات هندسية
المصريين للاستثمار والتنمية العمرانية	2	
الجيزة العامة للمقاولات والاستثمارالعقارى	3	
العز للسيراميك و البورسلين - الجوهرة	1	مواد البناء
العز الدخيلة للصلب - الإسكندرية	2	
العربية للمحابس	3	
أسمنت سيناء	4	
الالومنيوم العربية	1	موارد أساسية
اسيك للتعددين - اسكوم	2	
المالية و الصناعية المصرية	3	
الاهرام للطباعة و التغليف	1	ورق ومواد تعبئة و تغليف
الشرق الأوسط لصناعة الزجاج	2	

Abstract

This study aimed to investigate and examine the impact of financial distress risk on the level of cash holdings in companies, taking into the moderating role of the lifecycle stage of the company. The study was applied to a sample of companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period 2017-2021. The findings revealed a statistically significant negative relationship between financial distress risk and cash holdings, which indicates that as the risk of financial distress increases, companies tend to hold lower levels of cash to face crises and constraints. The findings from both the basic and the additional analyses show that maturity plays a significant role in amplifying the impact of financial distress on cash holding policies. Conversely, the basic analysis indicated a positive role for the growth stage in this relationship, although this was not confirmed by the additional analysis. Furthermore, both analyses demonstrated that the introduction, decline, and shakeout stages do not have a significant impact on the relationship examined. These findings underscore the necessity of incorporating a company's life cycle stages into the analysis of the relationship between financial distress risk and cash holding policies, given their implications for financial and managerial decision-making within the company.

Keywords: Financial distress, Cash holding level, Company life cycle stages, Companies listed on the Egyptian Stock Exchange.