

أثر أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية - دراسة تطبيقية

د. محمد صابر حموده السيد
مدرس فى قسم المحاسبة
كلية التجارة - جامعة المنوفية

أولاً: مقدمة

تعتبر النقدية من أهم وأكثر الأصول المتداولة سيولة وأقل الأصول ربحاً (Safdar, 2017)، كما تعتبر من وجهة النظر المحاسبية من أكثر الحسابات خطراً نظراً لارتباطها بعدد كبير من المعاملات المحاسبية فضلاً عن سهولة استغلالها مقارنة بالأصول الأخرى، ومن ثم فإنها ذات أهمية للعديد من أصحاب المصالح مثل المساهمين، الدائنين، الإدارة، والمراجعين لتقييم مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المختلفة، توزيعات الأرباح، مواجهة مخاطر التقلبات غير المتوقعة، واستغلال الفرص الاستثمارية (Bick, et al., 2018). وتقوم الشركات بالاحتفاظ بالنقدية لتحقيق العديد من المنافع التي تتمثل فى انخفاض تكاليف المعاملات المرتبطة ببيع الأصول أو الحصول على مصادر التمويل الخارجية (Opler, et al., 1999)، التحوط ضد مخاطر التقلبات غير المتوقعة (Sheikh & Khan, 2015)، استغلال الفرص الاستثمارية الإضافية وتحقيق أرباح غير متوقعة (Sheikh & Khan, 2015)، انخفاض مشاكل الوكالة (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007)، فضلاً عن انخفاض الأعباء الضريبية المرتبطة بإعادة العائدات الأجنبية (Sánchez & Yurdagul, 2013). إلا أن هناك تكاليف مرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية والتي تتمثل فى تكلفة الفرصة البديلة التي تعبر عن العائد المتوقع الحصول عليه من استثمار النقدية المحتفظ بها فى مشروعات ذات عائد مرتفع (Sher, 2014)، فضلاً عن

العيوب الضريبية المحتملة للاحتياطات النقدية (Bigelli & Sánchez-Vidal, 2012)، وبالتالي يتحدد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية وفقاً لنظرية المفاضلة الساكنة من خلال تحقيق التوازن بين المنافع والتكاليف الحدية المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية (Dittmar, et al., 2003).

ويشير مستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول أو صافي الأصول (Vo, 2018)، وقد كان محل اهتمام العديد من النظريات والدراسات السابقة نظراً لارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية في كثير من الشركات على مستوى دول العالم، حيث أشارت دراسة (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007) إلى ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات الأمريكية من ٥% في عام ١٩٩٠م إلى ١٣% في عام ٢٠٠٣م، كما أشارت دراسة (Bates, et al., 2009) إلى ارتفاع هذا المستوى في الشركات الصناعية الأمريكية لأكثر من الضعف حيث بلغ في عامي ١٩٨٠م، ٢٠٠٦م (١٠.٥%، ٢٣.٢%) على الترتيب، بينما بلغ ٨.٦% في الشركات البريطانية خلال الفترة ١٩٩١م- ٢٠٠٨م (Al-Najjar & Belghitar, 2011)، في حين أشارت دراسة (Seifert & Gonenc, 2018) إلى ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية لعينة من الشركات الدولية في أيرلندا، هونج كونج، الصين، اندونيسيا، واليابان خلال الفترة ٢٠٠٢م- ٢٠١٣م حيث بلغ (٢٧.٦%، ٢٥.١%، ٢٤.٦%، ٢٢%، ٢٠.٤%) على الترتيب، كما بلغ ١٤.٠٤% في الشركات العامة الأمريكية خلال الفترة ١٩٨٦م- ٢٠١٥م (Phan, et al., 2019)، أما على مستوى الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري فقد بلغ ١٠.٩٧% خلال الفترة ٢٠١٢م- ٢٠١٦م (El-Zayat, 2018).

إلا أن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية في ظل انفصال الملكية عن الإدارة يؤدي إلى زيادة مشاكل الوكالة وزيادة السلوك الانتهازي للإدارة واتخاذ القرارات

التي تخدم مصالحها الخاصة على حساب المساهمين وخاصة مع سهولة التصرف واستغلال النقدية مقارنة بالأصول الأخرى (Garanina & Kaikova, 2016)، وبالتالي فمن الضروري وجود العديد من الأساليب التي تساهم في انخفاض مشاكل الوكالة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة واستغلالها لنقدية الشركة، وتعتبر حوكمة الشركات أحد الأساليب التي تساعد على انخفاض مشاكل الوكالة وتحقيق تقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين والحد من السلوك الانتهازي للإدارة مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة الشركة وزيادة ثروة المساهمين (سليمان، ٢٠٠٦; Dittmar, et al., 2003)

ويمثل هيكل الملكية أحد آليات حوكمة الشركات الذي يساهم في انخفاض مشاكل الوكالة، وزيادة الدور الرقابي للمساهمين على تصرفات الإدارة والحد من السلوك الانتهازي (Dharmastuti & Wahyudi, 2013)، إلا أن تفعيل دور هيكل الملكية في حوكمة الشركات وتحقيق الرقابة على تصرفات الإدارة يعتمد على أنماط هياكل الملكية، حيث أشارت نتائج دراسة كل من (Jensen, 1993; Mat Nor & Sulong, 2007) إلى أن زيادة الملكية الإدارية يؤدي إلى انخفاض مشاكل الوكالة وزيادة تقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين، كما أشارت دراسة (Fazlzadeh, et al., 2008) إلى أن تركيز الملكية ينشأ الدافع والقدرة على تحسين أداء الشركة والرقابة على الإدارة، وأشارت دراسة (Alves, 2012) إلى أهمية الملكية المؤسسية كأحد آليات حوكمة الشركات نظراً لتوافر الامكانيات لدى هيئات الاستثمار للرقابة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة، مما يشير إلى أهمية أنماط هياكل الملكية في تفعيل دور هيكل الملكية كأحد آليات حوكمة الشركات.

كما تلعب أنماط هياكل الملكية دوراً حيوياً في تحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث أشارت نتائج دراسة (Azinfar & Shiraseb, 2016) إلى ارتباط

الملكية الأجنبية بالمستويات المرتفعة من الاحتفاظ بالنقدية، بينما أشارت نتائج دراسة (Mohd, et al., 2015) إلى أهمية الملكية الإدارية والملكية المؤسسية فى تحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فى حين أشارت دراسة (HamidUllah, et al., 2014) إلى أهمية تركز الملكية فى زيادة الدور الرقابى لكبار المساهمين والزام الإدارة بإجراء توزيعات نقدية والتأثير على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، مما يشير إلى أهمية أنماط هياكل الملكية فى تحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

ثانياً: مشكلة الدراسة

يعتبر قرار تحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية من القرارات الهامة التى تؤثر على قيمة الشركة وثروة المساهمين (Islam, 2012)، ولذا قامت العديد من النظريات التى تتمثل فى نظرية المفاضلة الساكنة، نظرية تسلسل مصادر التمويل، نظرية الوكالة، ونظرية التدفق النقدى الحر بمحاولة تفسير دوافع الاحتفاظ بالنقدية وتحديد أهم العوامل المحددة لمستوى الاحتفاظ بالنقدية، إلا أنه لوحظ وجود اختلاف بين تلك النظريات حول دوافع الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن وجود اختلاف حول عدد العوامل المحددة وطبيعة العلاقة بينها وبين مستوى الاحتفاظ بالنقدية، مما يشير إلى عدم وجود نظرية شاملة لتفسير دوافع الاحتفاظ بالنقدية، بالإضافة إلى عدم وجود عدد من العوامل المحددة المثالية التى تؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، كما لوحظ وجود اختلاف بين الدراسات السابقة حول العوامل المحددة لمستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث لوحظ اختلاف تلك العوامل من دولة إلى أخرى واختلاف تأثيرها من شركة إلى أخرى، وبالتالي تسعى الدراسة الحالية إلى تحديد أهم العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية فى البيئة المصرية.

وتلعب أنماط هياكل الملكية دوراً حيوياً في تحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية (HamidUllah, et al., 2014; Mohd, et al., 2015; Azinfar & Shiraseb, 2016)، ولذا قامت العديد من الدراسات باختبار طبيعة العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، إلا أنه لوحظ وجود اختلاف بين نتائج تلك الدراسات حول طبيعة العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث أشارت نتائج دراسة (Mohd, et al., 2015) إلى وجود تأثيراً إيجابياً للملكية الإدارية وتأثيراً سلبياً للملكية المؤسسية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بينما خلصت نتائج دراسة (Kusnadi, et al., 2015) إلى وجود تأثيراً إيجابياً للملكية المؤسسية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، في حين توصلت نتائج دراسة (Abdioglu, 2016) إلى وجود تأثيراً سلبياً للملكية الإدارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وأظهرت نتائج دراسة (Vo, 2018) وجود تأثيراً إيجابياً للملكية الأجنبية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وبالتالي تسعى الدراسة الحالية إلى دراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية.

ومن ثم تتمثل مشكلة الدراسة في وجود اختلاف حول دوافع الاحتفاظ بالنقدية، وجود اختلاف حول أهم العوامل المحددة لمستوى الاحتفاظ بالنقدية ومدى تأثيرها على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، ومن ثم تثير مشكلة الدراسة العديد من التساؤلات تعكس جوهر المشكلة والتي تتمثل في التالي:

١. ما هي طبيعة العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية؟
٢. ما هو تأثير أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية؟

٣. ما مدى الاختلاف بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصرى حول مستوى الاحتفاظ بالنقدية؟

ثالثاً: أهداف الدراسة

يتمثل الهدف الأساسى للدراسة فى تحديد أثر أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية بغرض انخفاض مشاكل الوكالة والحد من السلوك الانتهازى للإدارة واستغلالها للنقدية المحتفظ بها من جانب الشركات المقيدة والمتداول أسهمها فى سوق الأوراق المالية المصرى مما يؤدى إلى ارتفاع قيمة الشركات وزيادة ثروة المساهمين، ويمكن تحقيق هذا الهدف من خلال الأهداف الفرعية التالية:

١. دراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٢. اختبار تأثير أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٣. فحص مدى الاختلاف بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصرى حول مستوى الاحتفاظ بالنقدية

رابعاً: أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من مجموعة المساهمات التالية:

١. التأكيد على أنماط هياكل الملكية كأحد آليات الحوكمة والتي تلعب دوراً هاماً فى تفعيل حوكمة الشركات، مما يؤدى إلى انخفاض مشاكل الوكالة وتقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين، الرقابة الفعالة على تصرفات الإدارة والحد من السلوك الانتهازى والاستخدام الأمثل للنقدية.

٢. توجيه اهتمام أصحاب المصالح نحو أهم أنماط هياكل الملكية المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية مما يؤدي إلى ترشيد عمليات اتخاذ القرارات وارتفاع قيمة الشركة وزيادة ثروة المساهمين.

٣. تقدير مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال صياغة نموذج مقترح مكون من أهم العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية مما يؤدي إلى مساعدة الشركات على اتخاذ القرارات المستقبلية المرتبطة بمستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٤. إجراء الدراسة التطبيقية على سوق الأوراق المالية المصرى الذى يعتبر أحد المقومات الأساسية لتحقيق التنمية الاقتصادية.

خامساً: نطاق الدراسة

تتناول الدراسة الحالية تصنيف أنماط هياكل الملكية حسب هوية المساهمين التى تتمثل فى الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، تركيز الملكية، تشتت الملكية، والملكية الأجنبية، فى حين يخرج عن نطاق الدراسة تصنيف أنماط هياكل الملكية حسب طبيعة الملكية التى تتمثل فى الملكية العامة والملكية الخاصة، الملكية المحلية والملكية الأجنبية، فضلاً عن الملكية المؤسسية والملكية الفردية.

كما تقتصر الدراسة التطبيقية على الشركات المستمر قيد وتداول أسهمها فى سوق الأوراق المالية المصرى خلال الفترة من عام ٢٠١٣م إلى عام ٢٠١٧م، بينما يخرج عن نطاق الدراسة الشركات التى لم يستمر قيد وتداول أسهمها فى سوق الأوراق المالية المصرى خلال فترة الدراسة، الشركات التى تم دمجها مع شركات أخرى خلال فترة الدراسة، فضلاً عن شركات قطاعى الخدمات المالية

والبنوك نظراً لاختلاف طبيعة نشاطهما وخضوعهما لبعض المعايير والاشتراطات القانونية المرتبطة بمستوى الاحتفاظ بالنقدية.

سادساً: خطة الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة فقد تم تقسيمها إلى أربعة عشر جزءاً رئيسياً حيث تناول القسم الأول المقدمة، وتناول القسم الثاني مشكلة الدراسة، بينما تناول القسم الثالث أهداف الدراسة، وتناول القسم الرابع أهمية الدراسة، أما القسم الخامس فتناول نطاق الدراسة، وتناول القسم السادس خطة الدراسة، وخصص القسم السابع للإطار النظري للدراسة الذي تناول دوافع الاحتفاظ بالنقدية، نظريات الاحتفاظ بالنقدية، العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن العوامل المحددة لطبيعة العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وتناول القسم الثامن الدراسات السابقة ونتائجها وموقع الدراسة الحالية منها، كما تناول القسم التاسع فرضيات الدراسة، أما القسم العاشر فتناول منهجية الدراسة من خلال عرض مجتمع وعينة الدراسة، متغيرات الدراسة وطريقة قياسها، مصادر جمع البيانات، فضلاً عن الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة، وتناول القسم الحادي عشر تحليل نتائج الدراسة، وخصص القسم الثاني عشر إلى عرض نتائج الدراسة، في حين خصص القسم الثالث عشر إلى عرض توصيات الدراسة، بينما تناول القسم الرابع عشر مجالات الدراسة المستقبلية.

سابعاً: الإطار النظري للدراسة

١- دوافع الاحتفاظ بالنقدية

يتم الاحتفاظ بالنقدية لتحقيق العديد من الدوافع المختلفة حيث أشارت دراسة (Keynes, 1936) إلى العديد من الدوافع الرئيسية للاحتفاظ بالنقدية والتي تتمثل في دافع المعاملات، الدافع الوقائي، ودافع المضاربة، بينما أضافت دراسة (Jensen, 1986) دافع الوكالة، في حين أضافت دراسة كل من (Foley, et al., 2007; Bates, et al., 2009) الدافع الضريبي كأحد دوافع الاحتفاظ بالنقدية، ويمكن تناول تلك الدوافع كما يلي:

١/١ دافع المعاملات The Transaction Motive

يشير دافع المعاملات إلى الاحتفاظ بالنقدية لتوفير السيولة اللازمة لمقابلة الالتزامات الناتجة عن العمليات التشغيلية المستمرة وتلبية المدفوعات العادية (Sheikh & Khan, 2015)، حيث تميل الشركات إلى الاحتفاظ بمستوى معين من النقدية لتحقيق كفاية مصادر التمويل الداخلية وتوفير تكاليف المعاملات المرتبطة ببيع الأصول أو الحصول على مصادر التمويل الخارجية (Opler, et al., 1999).

٢/١ الدافع الوقائي The Precautionary Motive

يشير الدافع الوقائي إلى الاحتفاظ بالنقدية كهامش أمان للتحوط ضد مخاطر التقلبات غير المتوقعة (Han & Qiu, 2007; Sheikh & Khan, 2015)، حيث تميل الشركات إلى الاحتفاظ بالنقدية كأداة تحوط ضد مخاطر عجز التدفقات النقدية المستقبلية وتحقيق صافي قيمة حالية موجبة من الاستثمارات

فى حالة وجود قيود مالية وصعوبة الحصول على مصادر التمويل الخارجية أو ارتفاع تكاليفها (Almeida, et al., 2004; Safdar, 2017).

٣/١ دافع المضاربة The Speculative Motive

يشير دافع المضاربة إلى الاحتفاظ بالنقدية بغرض استغلال الفرص الاستثمارية الإضافية وتحقيق أرباح غير متوقعة (Sheikh & Khan, 2015)، حيث تميل الشركات إلى الاحتفاظ بالنقدية لتوفير السيولة اللازمة للاستفادة من مزايا الصفقات التجارية المربحة التي قد تحدث فى المستقبل.

٤/١ دافع الوكالة The Agency Motive

يشير دافع الوكالة إلى ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية فى الشركات التى تعاني من ارتفاع مشاكل الوكالة (Dittmar & Mahrt, 2003; Dittmar, et al., 2003)، حيث تميل الشركات إلى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية لتخفيض مشاكل الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين، فضلاً عن تضارب المصالح بين كبار وصغار المساهمين، وقد أشارت نتائج دراسة (Nikolov & Whited, 2011) إلى أن مشاكل الوكالة يمكن أن تؤدي إلى ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية بنحو ٢٢%.

٥/١ الدافع الضريبي The Tax Motive

يشير الدافع الضريبي إلى قيام الشركات بتحويل الأصول الأجنبية إلى نقدية تفادياً للضرائب المرتفعة حيث يتم الاحتفاظ بالعائدات الأجنبية فى صورة نقدية فى حالة عدم وجود فرص استثمارية ذات صافى قيمة حالية موجبة بالخارج (Foley, et al., 2007)، فإذا كان معدل الضريبة فى بلد الشركة الأم أكبر من معدل الضريبة فى بلد الشركة الأجنبية المضيفة فإن الإدارة تميل

إلى الاحتفاظ بالعائد في صورة نقدية تجنباً للعواقب الضريبية المرتفعة المرتبطة بإعادة العائدات الأجنبية مما يؤدي إلى انخفاض العبء الضريبي (Bates, et al., 2009; Sánchez & Yurdagul, 2013).

٢- نظريات الاحتفاظ بالنقدية

تناولت العديد من النظريات مستوى الاحتفاظ بالنقدية بهدف تفسير دوافع الشركات من الاحتفاظ بالنقدية وتحديد أهم العوامل المحددة لمستوى الاحتفاظ بالنقدية، ويمكن تناول أهم نظريات الاحتفاظ بالنقدية كما يلي:

١/٢ نظرية المفاضلة الساكنة The Static-Off Theory

تفترض هذه النظرية أن المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية يتحدد من خلال التوازن بين المنافع والتكاليف الحدية المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية (Dittmar, et al., 2003)، حيث تتمثل منافع الاحتفاظ بالنقدية في انخفاض تكاليف مصادر التمويل الخارجية أو التكاليف الخاصة بالتصفية وبيع الأصول، سهولة تطبيق السياسات الاستثمارية المثلى في حالة صعوبة الحصول على مصادر التمويل الخارجية أو ارتفاع تكاليفها، فضلاً عن انخفاض مخاطر التعثر المالي نظراً لإمكانية استخدام النقدية المتاحة لمواجهة التقلبات غير المتوقعة أو القيود على التمويل الخارجي (Ferreira & Vilela, 2004).

بينما تتمثل تكاليف الاحتفاظ بالنقدية في تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المترتبة عن انخفاض العائد على النقدية مقارنة بالاستثمارات الأخرى التي لها نفس المخاطر وذلك في ظل وجود هدف تعظيم ثروة المساهمين من جانب إدارة الشركة (Gill & Shah, 2012)، بالإضافة إلى العيوب الضريبية المحتملة للاحتياطي النقدية (Bigelli & Sánchez-Vidal, 2012).

٢/٢ نظرية تسلسل مصادر التمويل The Pecking Order Theory

تفترض هذه النظرية عدم وجود مستوى أمثل للاحتفاظ بالنقدية وتعتمد في تفسير الاحتفاظ بالنقدية والاختيار بين مصادر التمويل المختلفة على عدم تماثل المعلومات، حيث يتم اختيار مصادر التمويل الأقل حساسية لعدم تماثل المعلومات نظراً لوجود ارتباط طردى بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة مصادر التمويل (Al-Najjar, 2013).

وقد ساهمت دراسة كل من (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984) في وضع فروض نظرية تسلسل مصادر التمويل حيث أشارت إلى أن اختلاف تكلفة مصادر التمويل يرجع إلى عدم تماثل المعلومات مما يؤثر على قرار المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة، كما اقترحت دراسة (Myers & Majluf, 1984) تسلسل مصادر التمويل على النحو التالي:

١. مصادر التمويل الداخلية، حيث تعتبر الأرباح المحتجزة البديل الأول لمصادر التمويل لدى المديرين نظراً لعدم تأثرها بعدم تماثل المعلومات، كما أنها توفر حرية أكبر لاستخدامها.
٢. مصادر التمويل الخارجية المتمثلة في الديون في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية لتلبية الاحتياجات التمويلية.
٣. إصدار الأسهم في حالة عدم كفاية الأرباح المحتجزة والديون لتلبية الاحتياجات التمويلية.

وقد أشارت دراسة (Boyle & Guthrie, 2003) إلى ضرورة ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات لتجنب الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية ذات التكاليف المرتفعة والاستفادة من مصادر التمويل الداخلية في الحصول

على فرص استثمارية موجبة مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة الشركة وزيادة ثروة المساهمين.

يتضح مما سبق أن تسلسل مصادر التمويل يرجع إلى اختلاف تكلفة هذه المصادر نتيجة لعدم تماثل المعلومات، مما يؤدي إلى تفضيل الشركات لمصادر التمويل الأقل حساسية لعدم تماثل المعلومات ومحاولة تجنب اللجوء إلى إصدار الأسهم ذات درجة الحساسية العالية لعدم تماثل المعلومات والاعتماد عليه كبديل أخير للتمويل.

٣/٢ نظرية الوكالة The Agency Theory

تعتمد هذه النظرية على دراسة تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين الذي يظهر في حالة ارتفاع مستويات الاحتفاظ بالنقدية حيث ترغب الإدارة في استغلال النقدية المتاحة لتحقيق مصالحها الخاصة مما يؤثر بالسلب على ثروة المساهمين (Jensen & Meckling, 1976)، فقد تقوم الإدارة بالاستثمار في المشروعات التي تعزز من سيطرتها على الموارد إلا أنها تؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة (Harris & Raviv, 1990)، كما أشارت دراسة (Stulz, 1990) إلى وجود تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين حول قرارات الاستثمار حيث تتطلع الإدارة إلى استثمار كافة النقدية المتاحة حتى لو ترتب على ذلك دفع مبالغ نقدية من جانب المساهمين، بينما يتطلع المساهمون إلى الحصول على جزء من تلك الأموال وخاصة في حالة عدم القدرة على الاستثمار بمعدل أكبر من تكلفة رأس المال.

ووفقاً لهذه النظرية تعتبر مشاكل الوكالة أحد العوامل المحددة لمستوى الاحتفاظ بالنقدية (Azinfar & Shiraseb, 2016; Dittmar, et al., 2003)، حيث أشارت دراسة (Jensen & Meckling, 1976) إلى أن ارتفاع مستوى

الاحتفاظ بالنقدية يؤدي إلى الإفراط في المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية السالبة على حساب مصالح المساهمين، كما أشارت دراسة (Myers & Rajan, 1998) إلى ميل الإدارة للاحتفاظ بالنقدية عن دفع توزيعات للمساهمين بغرض الحصول على منافع خاصة أكبر من خلال الاحتفاظ بالأصول السائلة، وتوصلت دراسة (Opler, et al., 1999) إلى تفضيل الإدارة الاحتفاظ بالنقدية بدلاً من دفع توزيعات نقدية للمساهمين حتى في حالة وجود فرص استثمارية ضعيفة، وأظهرت دراسة (Garanina & Kaikova, 2016) وجود تأثيراً إيجابياً لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على مشاكل الوكالة حيث يؤدي انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى انخفاض السلوك الانتهازي للإدارة في اتخاذ القرارات التي لا تتوافق مع مصالح المساهمين.

٤/٢ نظرية التدفق النقدي الحر The Free Cash Flow Theory

تشير هذه النظرية إلى وجود تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين حول السياسة النقدية للشركة، ففي حالة تحقق التدفق النقدي الحر يكون الصراع حول كيفية تحفيز الإدارة لإجراء توزيعات نقدية للمساهمين بدلاً من الاستثمار بمعدل أقل من تكلفة رأس المال (Jensen, 1986)، حيث ترى دراسة (Jensen, 1986) أن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية قد يوفر للإدارة فرصة تحقيق مصالحها الخاصة دون التعرض لرقابة من جانب مصادر التمويل الخارجية، كما أنه قد يدفع الإدارة للقيام بمشروعات استثمارية ذات صافي قيمة عالية سالبة مما يؤثر بالسلب على قيمة الشركة وثروة المساهمين.

إلا أنه يمكن تخفيض تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين من خلال العديد من الأساليب والتي تتمثل أهمها في حوكمة الشركات حيث توصلت دراسة (Dittmar, et al., 2003) إلى أن ارتفاع حوكمة الشركات يؤدي إلى

الحد من استغلال الإدارة للنقدية المحتفظ بها في تحقيق مصالحها الخاصة على حساب المساهمين، اجراء توزيعات نقدية للمساهمين لتخفيض النقدية المتاحة للإدارة وإرسال اشارات ايجابية عن الشركة والتي قد تزيد من قيمتها السوقية (Jensen, 1986)، بالإضافة إلى استخدام الديون حيث أشارت دراسة (Stretcher & Johnson, 2011) إلى أنه يمكن استخدام الديون في تخفيض تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين من خلال الحد من التدفق النقدي الحر والعمل بكفاءة أكبر لخدمة الديون.

يتضح مما سبق اختلاف نظريات الاحتفاظ بالنقدية حول تفسير دوافع الشركات للاحتفاظ بالنقدية حيث ركزت نظرية المفاضلة الساكنة على دافع المعاملات، والدافع الوقائي، بينما ركزت نظرية تسلسل مصادر التمويل على دافع المضاربة، والدافع الوقائي، في حين ركزت نظرية الوكالة على دافع الوكالة، وركزت نظرية التدفق النقدي الحر على الدافع الوقائي، ودافع الوكالة، مما يشير إلى عدم وجود نظرية شاملة لتفسير دوافع الاحتفاظ بالنقدية وبالتالي يمكن تحقيق التكامل بين تلك النظريات لتفسير دوافع الاحتفاظ بالنقدية.

٣- العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية

يعبر هيكل الملكية عن هوية المساهمين في الشركة فضلاً عن نسب ملكية هؤلاء المساهمين الذين لديهم مصالح وأهداف متباينة (Denis & McConnell, 2003)، وتلعب أنماط هياكل الملكية دوراً هاماً في تفعيل دور هيكل الملكية كأحد آليات حوكمة الشركات (Alves, 2012)، فضلاً عن دورها الحيوى في التأثير على قرارات الإدارة وتحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Mohd, et al., 2015; Azinfar & Shiraseb, 2016).

ونظراً لأهمية أنماط هياكل الملكية فقد قامت العديد من المنظمات المهنية بإصدار التشريعات التي تقضى بضرورة الإفصاح عن أنماط هياكل الملكية حيث تطلب مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB ضرورة الإفصاح عن معاملات الشركة مع الأطراف ذوى العلاقة التي تملك حصص في الشركة ويعطيها حق التأثير عليها (معيار المحاسبة الدولي رقم ٢٤، فقرة ١٧)، بينما تطلبت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD ضرورة الإفصاح عن نسبة الملكية لكبار المساهمين وحقوق التصويت والعمليات التي تمكن بعض المساهمين من السيطرة بما لا يتوافق مع نسبة ملكيتهم في الشركة (OECD, 2004).

كما تطلبت وزارة الاستثمار المصرية ضرورة الإفصاح عن العمليات بين الشركة والأطراف ذوى العلاقة التي لها حصص ملكية في الشركة وتعتبر ضرورية لفهم مدى تأثير تلك العلاقة على القوائم المالية (معيار المحاسبة المصرى رقم ١٥، فقرة ١٧)، فى حين تطلبت الهيئة العامة للرقابة المالية فى الدليل المصرى لحوكمة الشركات الصادر عن مركز المديرين المصرى فى أغسطس عام ٢٠١٦م بضرورة الإفصاح عن المعلومات غير المالية والتي منها هيكل الملكية بالشركة متضمناً المساهمين الرئيسيين وأصحاب الحصص المؤثرة وكذلك هياكل الملكية بالشركات الشقيقة والتابعة (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٦)، كما قامت الهيئة العامة للرقابة المالية بإصدار قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية الصادرة فى عام ٢٠١٧م التي تطلبت ضرورة قيام الشركات المقيد لها أسهم أو شهادات إيداع مصرية بإخطار البورصة والهيئة دورياً بتقرير افصاح يوضح هيكل الملكية وعددهم والتغيرات التي طرأت عليهما بصورة ربع سنوية وذلك خلال عشرة أيام من نهاية الفترة

المالية (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٧)، ويمكن تناول أنماط هياكل الملكية وطبيعة علاقتها بمستوى الاحتفاظ بالنقدية كما يلي:

١/٣ الملكية الإدارية

تعتبر الملكية الإدارية عن نسبة الأسهم المملوكة من جانب الإدارة العليا أو الإدارة التنفيذية (Abdioglu, 2016)، إلا أنه لوحظ وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث يشير فرض تقارب المصالح إلى أن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية يؤدي إلى زيادة دوافع الإدارة لارتفاع قيمة الشركة وزيادة ثروة المساهمين، مما يؤدي إلى تقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين وانخفاض مشاكل الوكالة من خلال الاحتفاظ بالنقدية أو استغلالها في مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة وما يستتبعه من ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Mohd, et al., 2015; Roy, 2018) مع فرض تقارب المصالح حيث أشارت إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

بينما يشير فرض الحصانة الإدارية إلى أن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية يؤدي إلى انخفاض السيطرة وصعوبة الرقابة على الإدارة مما يزيد من فرص الإدارة للقيام بالسلوك الانتهازي واستغلال كافة النقدية المحتفظ بها لتحقيق مصالحها الخاصة على حساب المساهمين وما يستتبعه من انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Sheikh & Khan, 2016; Abdioglu, 2015) مع فرض الحصانة الإدارية حيث خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

يتضح مما سبق وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث أشار فرض تقارب المصالح إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، في حين أشار فرض الحصانة الإدارية إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٢/٣ الملكية المؤسسية

تشير الملكية المؤسسية إلى نسبة الأسهم المملوكة من جانب المؤسسات مثل البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، الشركات القابضة، صناديق التقاعد والمعاشات، واتحاد العاملين (Nagata & Nguyen, 2017)، إلا أنه لوحظ وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث يشير فرض الرقابة الفعالة إلى امكانية استخدام الملكية المؤسسية كأحد آليات الحوكمة حيث يتوافر لدى هيئات الاستثمار الامكانيات والقدرة على الرقابة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة (Alves, 2012)، وبالتالي يؤدي ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية إلى زيادة الدور الرقابي لهيئات الاستثمار والزام الإدارة التي تحتفظ بمستوى مرتفع من النقدية بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين بدلاً من الاحتفاظ بها مما يؤدي إلى انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Ozkan & Ozkan, 2004;) مع فرض الرقابة الفعالة حيث توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

في حين يشير فرض الحياد السلبي إلى عدم امكانية استخدام الملكية المؤسسية في تحقيق الرقابة الفعالة على الإدارة حيث تميل هيئات الاستثمار إلى بيع أسهم الشركة ذات مستوى الأداء الضعيف عن القيام بإنفاق الموارد في

الرقابة وتحسين الأداء، ومن ثم انخفاض قدرة هيئات الاستثمار على الرقابة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة (Alves, 2012)، وبالتالي يؤدي ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية إلى ضعف الرقابة الفعالة من جانب هيئات الاستثمار وعدم قدرتها على إلزام الإدارة بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين مما يؤدي إلى ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد اتفقت نتائج دراسة (Roy, 2018) مع فرض الحياد السلبي حيث أشارت إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

يتضح مما سبق وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث تعتمد طبيعة العلاقة على الفترة الزمنية للاستثمارات، ففي حالة الاستثمارات طويلة الأجل فإن هيئات الاستثمار تميل إلى الرقابة الفعالة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة وإلزام الإدارة بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين بدلاً من الاحتفاظ بها، مما يشير إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، أما في حالة الاستثمارات قصيرة الأجل التي تتم بغرض المتاجرة فإن هيئات الاستثمار تميل إلى بيع أسهم الشركة عن القيام بإنفاق الموارد في الرقابة وتحسين الأداء، ومن ثم انخفاض رغبتها على إلزام الإدارة بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين وما يستتبعه من ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية، مما يشير إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٣/٣ تركيز الملكية

يعبر تركيز الملكية عن نسبة الأسهم المملوكة من جانب كبار المساهمين الذين يملكون ٥% أو أكثر (Younas, et al., 2017)، إلا أنه لوحظ وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين تركيز الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث

يشير فرض الرقابة الفعالة إلى أن ارتفاع نسبة تركيز الملكية يؤدي إلى زيادة الدور الرقابي لكبار المساهمين، الحد من السلوك الانتهازي للإدارة، فضلاً عن التأثير على قرارات الإدارة والزامها بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين أو القيام بمشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة مما يؤدي إلى انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Alves, 2012)، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Guney, et al., 2007; HamidUllah, et al., 2014) مع فرض الرقابة الفعالة حيث خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة تركيز الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

بينما يشير فرض الحياد السلبي إلى ميل كبار المساهمين إلى تجميع النقدية لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب صغار المساهمين وتتحول مشكلة الوكالة من تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين إلى تضارب المصالح بين كبار وصغار المساهمين (Alves, 2012)، وبالتالي يؤدي ارتفاع نسبة تركيز الملكية إلى انخفاض الدور الرقابي من جانب كبار المساهمين وعدم الرغبة في التأثير على قرارات الإدارة والزامها بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين مما يؤدي إلى ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Masood & Shah, 2014; Zahedi, et al., 2015) مع فرض الحياد السلبي حيث توصلت إلى وجود علاقة طردية بين نسبة تركيز الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

يتضح مما سبق وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين تركيز الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث أشار فرض الرقابة الفعالة إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة تركيز الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، في حين أشار فرض الحياد السلبي إلى وجود علاقة طردية بين نسبة تركيز الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٤/٣ تشتت الملكية

يشير تشتت الملكية إلى نسبة الأسهم حرة التداول في سوق الأوراق المالية (Paniagua, et al., 2018)، إلا أنه لوحظ وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين تشتت الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث أن ارتفاع نسبة التداول الحر يؤدي إلى انخفاض الدافع لدى صغار المساهمين للرقابة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة مما يعطيها الفرصة لتحقيق مصالحها الخاصة على حساب المساهمين، فضلاً عن عدم الرغبة لدى صغار المساهمين في التأثير على قرارات الإدارة والزامها بإجراء توزيعات نقدية وما يستتبعه من ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Alves, 2012)، وقد خلصت نتائج دراسة (HamidUllah, et al., 2014) إلى وجود علاقة طردية بين نسبة تشتت الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، بينما خلصت نتائج دراسة (Zahedi, et al., 2015) إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة تشتت الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٥/٣ الملكية الأجنبية

تعتبر الملكية الأجنبية عن نسبة الأسهم المملوكة من جانب المستثمرين الأجانب (Vo, 2018)، إلا أنه لوحظ وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين الملكية الأجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث أشارت دراسة كل من (Safdar, 2017; Roy, 2018) إلى أن ارتفاع نسبة الملكية الأجنبية يؤدي إلى زيادة دوافع المستثمرين الأجانب لتحقيق العوائد المرتفعة من إدارة أصول الشركة، وبالتالي يفضل الاحتفاظ بمستوى منخفض من النقدية نظراً لانخفاض العائد المتوقع من النقدية مقارنة بالأصول الأخرى (HamidUllah, et al., 2014)، فضلاً عن زيادة قدرة المستثمرين الأجانب على الزام الإدارة باتباع السياسات النقدية واتخاذ القرارات المرتبطة بانخفاض مستوى الاحتفاظ

بالنقدية (Safdar, 2017)، بينما خلصت نتائج دراسة كل من (Megginson, et al., 2014; Vo, 2018) إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الملكية الأجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٤- العوامل المحددة لطبيعة العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية

هناك العديد من العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية والتي يجب أخذها في الاعتبار عند التحقق من طبيعة العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وبالتالي فقد اعتمدت الدراسة الحالية على عدد من العوامل الحاكمة التي أوصت بها نظريات الاحتفاظ بالنقدية ونتائج الدراسات السابقة بغرض ضبط العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية والسيطرة على العوامل التي يمكن أن تؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وتتمثل تلك العوامل في التالي:

١/٤ حجم الشركة

تناولت نظريات الاحتفاظ بالنقدية والعديد من الدراسات السابقة العلاقة بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية إلا أنها اختلفت فيما بينها حول طبيعة هذه العلاقة، حيث أشارت نظرية المفاضلة الساكنة إلى أن زيادة حجم الشركة يعطيها القدرة على الدخول في أسواق الأوراق المالية والحصول على مصادر التمويل الخارجية بأقل التكاليف (Dittmar, et al., 2003)، كما أن حالات التعثر المالي تكون أقل حدوثاً في الشركات كبيرة الحجم (Ozkan & Ozkan, 2004)، وبالتالي فإن الشركات كبيرة الحجم تحتفظ بمستوى منخفض من النقدية مقارنة بالشركات صغيرة الحجم، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Borhanuddin & Ching, 2011; Megginson, et al., 2014) مع نظرية

المفاضلة الساكنة حيث أشارت إلى وجود علاقة عكسية بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

بينما أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل، نظرية الوكالة، ونظرية التدفق النقدي الحر إلى وجود علاقة طردية بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد يرجع ذلك إلى أن زيادة حجم الشركة يؤدي إلى زيادة النفقات اليومية وزيادة الحاجة إلى الاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية لسداد الالتزامات المختلفة في الوقت المحدد، كما أن الشركات كبيرة الحجم تتميز بارتفاع حجم التدفق النقدي الحر الذي يؤدي إلى ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية مقارنة بالشركات صغيرة الحجم (HamidUllah, et al., 2014)، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Mohd, et al., 2015; Abdioglu, 2016) مع نظرية تسلسل مصادر التمويل، نظرية الوكالة، ونظرية التدفق النقدي الحر، في حين توصلت نتائج دراسة (Hassan, et al., 2013) إلى عدم وجود علاقة بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٢/٤ الرافعة المالية

تعتبر الرافعة المالية عن نسبة الديون المستخدمة لتمويل الاستثمارات وتستخدم كمؤشر لقياس مدى قدرة الشركات على سداد التزاماتها المالية في تاريخ الاستحقاق (Kusnadi, et al., 2015)، إلا أنه لوحظ اختلاف نظريات الاحتفاظ بالنقدية والدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى التفاعل العكسي للرافعة المالية مع التغيرات في مصادر التمويل الداخلية، ففي حالة وجود فائض نقدي فإنه يستخدم في سداد الديون أو توفير السيولة النقدية، أما في حالة وجود عجز نقدي فإنه يتم استنفاد المدخرات النقدية أو اللجوء إلى

الديون (Tayem, 2017)، كما يؤدي ارتفاع نسبة المديونية إلى زيادة الدور الرقابي للدائنين والحد من السلوك الانتهازي للإدارة ومن ثم انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Ferreira & Vilela, 2004)، فضلاً عن أن الرافعة المالية تعكس مدى قدرة الشركة في الحصول على الديون حيث يتم استخدام الديون كبديل عن الاحتفاظ بالنقدية (John, 1993)، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Habib & Hasan, 2017; Bick, et al., 2018) مع نظرية تسلسل مصادر التمويل حيث خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

في حين أشارت نظرية المفاضلة الساكنة إلى احتياج الشركات ذات نسبة المديونية المرتفعة إلى الاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية للحد من احتمال حدوث مخاطر الإفلاس أو التعثر المالي (Safdar, 2017)، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (HamidUllah, et al., 2014; Sheikh & Khan, 2015) مع نظرية المفاضلة الساكنة حيث أشارت إلى وجود علاقة طردية بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٣/٤ التوزيعات النقدية المدفوعة

تعتبر التوزيعات النقدية المدفوعة عن نسبة التوزيعات النقدية المدفوعة للسهم إلى ربحية السهم (Safdar, 2017)، إلا أنه لوحظ وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين التوزيعات النقدية المدفوعة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث أشارت نظرية المفاضلة الساكنة إلى أن قيام الشركات بالتوزيعات النقدية يؤدي إلى الاحتفاظ بمستوى منخفض من النقدية حيث تكون هذه الشركات أقل تعرضاً للمخاطر، أكثر قدرة للوصول إلى أسواق الأوراق المالية، وأكثر قدرة للحصول على مصادر التمويل الخارجية بأقل التكاليف، وبالتالي انخفاض

الدافع للاحتفاظ بالنقدية مقارنة بالشركات التي لا تقوم بالتوزيعات النقدية (Ferreira & Vilela, 2004; Bates, et al., 2009)، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Al-Najjar & Belghitar, 2011; HamidUllah, et al., 2014) مع نظرية المفاضلة الساكنة حيث توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين التوزيعات النقدية المدفوعة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

بينما أشارت دراسة (Ozkan & Ozkan, 2004) إلى أن الشركات التي تقوم بالتوزيعات النقدية بشكل منهجي قد تفضل زيادة توزيعات الأرباح لتجنب رد فعل السوق السلبي وبالتالي تميل إلى الاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية، ويتفق ذلك مع دراسة كل من (Meggison, et al., 2014; Sheikh & Khan,) (2015) حيث توصلت إلى وجود علاقة طردية بين التوزيعات النقدية المدفوعة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، في حين خلصت دراسة (Hassan, et al., 2013) إلى عدم وجود علاقة بين التوزيعات النقدية المدفوعة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٤/٤ صافى رأس المال العامل

يمثل صافى رأس المال العامل أحد البدائل النموذجية للنقدية فى حالة توافر بدائل من الأصول المتداولة التي يمكن تحويلها بسهولة إلى نقدية (Wasiuzzaman, 2014)، إلا أنه لوحظ وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين صافى رأس المال العامل ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث أشارت نظرية المفاضلة الساكنة إلى أن ارتفاع نسبة صافى رأس المال العامل يعكس توافر بدائل من الأصول المتداولة التي يمكن استخدامها كبديل عن النقدية وما يستتبعه من انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Ferreira & Vilela, 2004)، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Cheung, 2016; Bick, et al., 2018) مع

نظرية المفاضلة الساكنة حيث أشارت إلى وجود علاقة عكسية بين صافى رأس المال العامل ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

بينما أشارت دراسة (Jani, et al., 2004) إلى أن طول الفترة الزمنية المرتبطة بدورة تحويل النقدية يؤدي إلى عدم توافر السيولة الكافية وبالتالي تفضل الشركة الاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية كدافع وقائي ضد مخاطر التقلبات غير المتوقعة، ويتفق ذلك مع دراسة كل من (Sheikh & Khan, 2017; Habib & Hasan, 2015) التي توصلت إلى وجود علاقة طردية بين صافى رأس المال العامل ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٥/٤ النفقات الرأسمالية

تعتبر النفقات الرأسمالية عن التغيير في الأصول الثابتة بين سنتين متتاليتين مقسوماً على الأصول الثابتة في بداية الفترة (Safdar, 2017)، إلا أنه لوحظ وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين النفقات الرأسمالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث أشارت نظرية المفاضلة الساكنة إلى أن ارتفاع نسبة النفقات الرأسمالية يؤدي إلى ميل الشركات للاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية لزيادة قدرتها على تغطية متطلبات النفقات الرأسمالية (Opler, et al., 1999)، فضلاً عن تجنب تكاليف المعاملات الناتجة عن ارتفاع تكاليف مصادر التمويل الخارجية (Jani, et al., 2004)، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Wasiuzzaman, 2014; Tayem, 2017) مع نظرية المفاضلة الساكنة حيث خلصت إلى وجود علاقة طردية بين النفقات الرأسمالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

بينما أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى أن ارتفاع نسبة النفقات الرأسمالية يؤدي إلى خلق أصول يمكن استخدامها كضمانات وزيادة قدرة

الشركة للحصول على الديون وانخفاض الطلب على النقدية (Bates, et al., 2009)، فضلاً عن ميل الشركات للاعتماد على النقدية في تغطية النفقات الرأسمالية ومن ثم انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Jani, et al., 2004)، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Borhanuddin & Ching, 2011; Bick, et al., 2018) مع نظرية تسلسل مصادر التمويل حيث توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين النفقات الرأسمالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. ويمكن توضيح طبيعة العلاقة بين العوامل المحددة السابقة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية والتي تعكس فروض نظريات الاحتفاظ بالنقدية من خلال الجدول رقم (١) التالي:

الجدول رقم (١)

العوامل المحددة لمستوى الاحتفاظ بالنقدية

نظريات الاحتفاظ بالنقدية			المتغيرات
الوكالة والتدفق النقدي الحر	تسلسل مصادر التمويل	المفاضلة الساكنة	
طردية	طردية	عكسية	حجم الشركة
عكسية	عكسية	طردية/ عكسية	الرافعة المالية
_____	طردية / عكسية	عكسية	التوزيعات النقدية المدفوعة
_____	_____	عكسية / طردية	صافي رأس المال العامل
_____	عكسية	طردية	النفقات الرأسمالية

المصدر: (Wasiuzzaman, 2014)

يتضح من الجدول رقم (١) عدم وجود اتفاق بين نظريات الاحتفاظ بالنقدية حول عدد العوامل المحددة لمستوى الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين تلك العوامل ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، مما يشير إلى

عدم وجود نظرية شاملة لتفسير دوافع الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن عدم وجود عدد من العوامل المحددة المثالية التي تؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

ثامناً: الدراسات السابقة

تناولت العديد من الدراسات مستوى الاحتفاظ بالنقدية من حيث العوامل المحددة لمستوى الاحتفاظ بالنقدية، دوافع الاحتفاظ بالنقدية، النظريات الأكثر تفسيراً لدوافع الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن تأثير كل من حوكمة الشركات، جودة الأرباح، إدارة الأرباح، ومستويات استخدام محاسبة القيمة العادلة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وتناولت دراسات أخرى أنماط هياكل الملكية وعلاقتها بالعديد من المتغيرات والتي يتمثل أهمها في دقة توقعات المحللين الماليين، التحفظ المحاسبي، القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية، هيكل رأس المال وقرارات التمويل الخارجية، ممارسات إدارة الأرباح، جودة الإفصاح، وقرارات الاستثمار، كما تناولت دراسات أخرى طبيعة العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، ويمكن عرض ملخص لأهداف ومتغيرات وأهم نتائج تلك الدراسات بغرض توصيف منهج الدراسة الحالية وتحديد متغيراتها وبناء نموذجها، فضلاً عن التعرف على موقع الدراسة الحالية وتحديد أهم ما يميزها عن الدراسات السابقة كما يلي:

١- الدراسات السابقة حول مستوى الاحتفاظ بالنقدية

أجريت العديد من الدراسات السابقة بغرض التحقق من أهم العوامل المحددة لمستوى الاحتفاظ بالنقدية، دوافع الاحتفاظ بالنقدية، النظريات الأكثر تفسيراً لدوافع الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن تأثير كل من حوكمة الشركات، جودة الأرباح، إدارة الأرباح، ومستويات استخدام محاسبة القيمة العادلة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث استهدفت دراسة (Gill & Shah, 2012) التحقق من

العوامل المحددة لمستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال الاعتماد على عدد من العوامل التي تتمثل في نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، التدفقات النقدية، صافي رأس المال العامل، الرافعة المالية، حجم الشركة، التوزيعات المدفوعة، حجم مجلس الإدارة، الجمع بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، ونوع الصناعة وتحديد تأثيرها على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١٦٦) شركة كندية من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية في تورنتو خلال الفترة من ٢٠٠٨م- ٢٠١٠م، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً إيجابياً لكل من التدفقات النقدية، الرافعة المالية، حجم مجلس الإدارة، والجمع بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن وجود تأثيراً سلبياً لكل من نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، صافي رأس المال العامل، وحجم الشركة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بينما لوحظ عدم وجود تأثيراً معنوياً لكل من التوزيعات المدفوعة، ونوع الصناعة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

كما استهدفت دراسة (Al-Najjar, 2013) فحص مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الدول النامية من خلال دراسة مدى تأثير كل من الرافعة المالية، سياسة توزيع الأرباح، الربحية، السيولة، وحجم الشركة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في البرازيل، روسيا، الهند، والصين ومقارنة النتائج مع عدد من الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية وانجلترا حيث أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١٩٩٢) شركة خلال الفترة من ٢٠٠٢م- ٢٠٠٨م، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثيراً معنوياً لكل من الرافعة المالية، سياسة توزيع الأرباح، وحجم الشركة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

واستهدفت دراسة (Wasiuzzaman, 2014) تفسير دوافع الشركات للاحتفاظ بالنقدية وتحديد النظرية الأكثر تفسيراً لدوافع الاحتفاظ بالنقدية وذلك من خلال دراسة أثر كل من نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، حجم الشركة، التدفقات النقدية التشغيلية، التقلبات في التدفقات النقدية التشغيلية، الرافعة المالية، صافي رأس المال العامل، النفقات الراسمالية، توزيعات الأرباح، نفقات البحوث والتطوير، حجم مجلس الإدارة، واستقلال مجلس الإدارة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١٩٢) شركة موزعة على ستة قطاعات للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بماليزيا خلال الفترة من ٢٠٠٠م - ٢٠٠٧م، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً سلبياً لكل من الرافعة المالية، صافي رأس المال العامل، النفقات الراسمالية، نفقات البحوث والتطوير، واستقلال مجلس الإدارة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن وجود تأثيراً إيجابياً لكل من التدفقات النقدية التشغيلية، وتوزيعات الأرباح على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، في حين لوحظ عدم وجود تأثيراً معنوياً لكل من نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، حجم الشركة، حجم مجلس الإدارة، والتقلبات في التدفقات النقدية التشغيلية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

أما الدراسة التي قام بها (بلال، ٢٠١٧) فقد استهدفت تحديد العلاقة بين جودة الأرباح ومستوى الاحتفاظ بالنقدية وذلك من خلال دراسة أثر كل من الاستحقاقات الاختيارية كأحد مقاييس جودة الأرباح، حجم الشركة، الرافعة المالية، معدل العائد على الأصول، التدفقات النقدية التشغيلية، والتوزيعات النقدية المدفوعة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١٢٦) شركات من الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من ٢٠١٣م - ٢٠١٥م، وقد أظهرت نتائج

الدراسة وجود تأثيراً سلبياً لكل من جودة الأرباح، وحجم الشركة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن وجود تأثيراً إيجابياً لكل من معدل العائد على الأصول، التدفقات النقدية التشغيلية، والتوزيعات النقدية المدفوعة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بينما لوحظ عدم وجود تأثيراً معنوياً للرافعة المالية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

وفى دراسة أخرى قام بها (Chang, et al., 2018) فقد استهدفت التحقق من العلاقة بين إدارة الأرباح وقيمة الاحتفاظ بالنقدية بالتطبيق على عينة مكونة من (٣٧١٢٤) مشاهدة خلال الفترة من ١٩٨٩م - ٢٠١٤م، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين إدارة الأرباح وقيمة الاحتفاظ بالنقدية حيث تؤدي إدارة الأرباح إلى تدهور قيمة الاحتفاظ بالنقدية وخاصة في الشركات التي تعاني من مشاكل الوكالة والشركات التي تواجه قيوداً مالية والتي تزيد من تكاليف إدارة الأرباح وفوائد الاحتفاظ بالنقدية.

واستهدفت دراسة (Bick, et al., 2018) فحص العلاقة بين مستويات استخدام محاسبة القيمة العادلة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية بالتطبيق على عينة مكونة من (٢٤٧٤١) مشاهدة خلال الفترة من ٢٠٠٨ - ٢٠١٥م، وقد اعتمدت الدراسة على ثلاثة مستويات لاستخدام محاسبة القيمة العادلة فضلاً عن عدد من المتغيرات الحاكمة التي تتمثل في حجم الشركة، معدل العائد على الأصول، الرافعة المالية، نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، التدفقات النقدية التشغيلية، النفقات الراسمالية، صافي راس المال العامل، الأرباح المحتجزة، التوزيعات النقدية المدفوعة، نمو المبيعات، ونفقات البحوث والتطوير، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً إيجابياً لكل من مستويات استخدام محاسبة القيمة العادلة، معدل العائد على الأصول، صافي راس المال العامل، والتوزيعات النقدية المدفوعة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بالإضافة

إلى وجود تأثيراً سلبياً لكل من حجم الشركة، الرافعة المالية، النفقات الراسمالية، الأرباح المحتجزة، ونفقات البحوث والتطوير على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بينما لوحظ عدم وجود تأثيراً معنوياً لكل من نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، التدفقات النقدية التشغيلية، ونمو المبيعات على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٢ - الدراسات السابقة حول أنماط هياكل الملكية

أجريت العديد من الدراسات السابقة بغرض التعرف على أنماط هياكل الملكية وعلاقتها بالعديد من المتغيرات والتي يتمثل أهمها في دقة توقعات المحللين الماليين، التحفظ المحاسبي، القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية، هيكل رأس المال وقرارات التمويل الخارجية، ممارسات إدارة الأرباح، جودة الإفصاح، وقرارات الاستثمار حيث استهدفت دراسة (Meca & Ballesta, 2011) اختبار أثر خصائص هيكل الملكية التي تتمثل في تركيز الملكية، ملكية البنوك، والملكية الإدارية على دقة توقعات المحللين الماليين، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٥٧) شركة إسبانية من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بمدريد خلال الفترة من ١٩٩٩م-٢٠٠٢م، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً إيجابياً لملكية البنوك على دقة توقعات المحللين الماليين، بينما لوحظ عدم وجود تأثيراً معنوياً لكل من تركيز الملكية، والملكية الإدارية على دقة توقعات المحللين الماليين.

واستهدفت دراسة (Cullinan, et al., 2012) التحقق من العلاقة بين هيكل الملكية والتحفظ المحاسبي حيث اعتمدت الدراسة على عدد من المتغيرات المستقلة المتعلقة بهيكل الملكية التي تتمثل في تركيز الملكية، ملكية الدولة، وتشتت الملكية وتحديد تأثيرها على مستوى التحفظ المحاسبي، وقد أجريت

الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٣٦٤٦) مشاهدة للشركات الصينية المقيدة في سوق الأوراق المالية بشانغهاي خلال الفترة من ٢٠٠٧م-٢٠٠٩م، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود ارتباطاً عكسياً بين تركيز الملكية والتحفيز المحاسبي وأن هذا التركيز يكون له تأثيراً معنوياً عندما تزيد نسبة ملكية كبار الملاك عن ٣٠%، كما أظهرت نتائج الدراسة بأن الشركات التي يسيطر عليها القطاع الخاص وتمتلك فيها الدولة أسهم تكون أكثر تحفظاً من شركات القطاع الخاص التي لا تمتلك فيها الدولة أسهم.

كما استهدفت دراسة (أبو خزانه، ٢٠١٤) اختبار أثر هيكل الملكية على القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية بالتطبيق على عينة مكونة من (٣٩) شركة من الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من ٢٠٠٨م-٢٠١٠م، وقد اعتمدت الدراسة على عدد من المتغيرات المستقلة المتعلقة بهيكل الملكية التي تتمثل في الملكية المؤسسية، الملكية الإدارية، تركيز الملكية، الملكية العامة، والملكية الخاصة وتحديد تأثيرها على القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية وكل من الملكية المؤسسية، والملكية العامة، فضلاً عن وجود علاقة عكسية بين القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية وكل من الملكية الإدارية، تركيز الملكية، والملكية الخاصة.

أما الدراسة التي قام بها (Sun, et al., 2016) فقد استهدفت اختبار أثر هيكل الملكية على نسب الرافعة المالية وقرارات التمويل الخارجية بالتطبيق على عينة مكونة من (٣٨٣) شركة إنجليزية خلال الفترة من ١٩٩٨م-٢٠١٢م، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً ايجابياً للملكية المؤسسية وتأثيراً سلبياً للملكية الإدارية على نسب الرافعة المالية.

وفى دراسة أخرى قام بها (Bao & Lewellyn, 2017) فقد استهدفت فحص العلاقة بين هيكل الملكية وممارسات إدارة الأرباح بالتطبيق على عينة مكونة من (١٢٠٠) شركة فى (٢٤) دولة من الدول المدرجة فى صندوق النقد الدولى خلال عام ٢٠١٢م، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً ايجابياً لتركز الملكية وتأثيراً سلبياً للملكية المؤسسية على إدارة الأرباح.

كما استهدفت دراسة (Nagata & Nguyen, 2017) التحقق من العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الإفصاح بالتطبيق على عينة مكونة من (٢٠٧٨٣) مشاهدة للشركات اليابانية خلال الفترة من ابريل ٢٠٠٢م حتى مارس ٢٠١٥م، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثيراً ايجابياً للملكية المؤسسية الأجنبية والمحلية وتأثيراً سلبياً لملكية البنوك على جودة الإفصاح.

واستهدفت دراسة (He & Kyaw, 2018) فحص العلاقة بين هيكل الملكية وقرارات الاستثمار بالتطبيق على عينة مكونة من (٧٤٧٧) مشاهدة للشركات الصينية خلال الفترة من ٢٠٠٣م-٢٠١١م، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً ايجابياً لملكية الدولة وتأثيراً سلبياً للملكية الإدارية على قرارات زيادة الاستثمار.

٣- الدراسات السابقة حول العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية

أجريت العديد من الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث استهدفت دراسة (Sheikh & Khan, 2015) اختبار أثر خصائص مجلس الإدارة والملكية الداخلية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد اعتمدت الدراسة فى قياس خصائص مجلس الإدارة على ازدواجية دور المدير التنفيذي، حجم مجلس الإدارة، واستقلال مجلس الإدارة،

كما اعتمدت الدراسة فى قياس الملكية الداخلية على الملكية العائلية، الملكية غير العائلية، والملكية الإدارية، فضلاً عن عدد من المتغيرات الحاكمة التى تتمثل فى الرافعة المالية، التدفقات النقدية، صافى رأس المال العامل، حجم الشركة، التوزيعات المدفوعة، والنفقات الراسمالية، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١٨٩) شركة من الشركات المقيدة فى سوق الأوراق المالية بكراتشى فى باكستان خلال الفترة من ٢٠٠٨م- ٢٠١٢م، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً ايجابياً لكل من استقلال مجلس الإدارة، الملكية غير العائلية، الرافعة المالية، صافى رأس المال العامل، وحجم الشركة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن وجود تأثيراً سلبياً للملكية العائلية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بينما لوحظ عدم وجود تأثيراً معنوياً لكل من الملكية الإدارية، ازدواجية دور المدير التنفيذى، حجم مجلس الإدارة، التدفقات النقدية، التوزيعات المدفوعة، والنفقات الراسمالية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

واستهدفت دراسة (Mohd, et al., 2015) فحص أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث اعتمدت الدراسة على عدد من المتغيرات المستقلة المتمثلة فى الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، حجم مجلس الإدارة، وازدواجية دور المدير التنفيذى، فضلاً عن عدد من المتغيرات الحاكمة التى تتمثل فى الرافعة المالية، الربحية، وحجم الشركة، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٧٢٥) شركة من الشركات المقيدة فى سوق الأوراق المالية الماليزى خلال الفترة من ٢٠٠٨م- ٢٠١٠م، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً ايجابياً لكل من الملكية الإدارية، ازدواجية دور المدير التنفيذى، والربحية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن وجود تأثيراً سلبياً لكل من الملكية المؤسسية، والرافعة

المالية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بينما لوحظ عدم وجود تأثيراً معنوياً لكل من حجم مجلس الإدارة، وحجم الشركة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. بينما استهدفت دراسة (Kusnadi, et al., 2015) تحديد أثر كل من الملكية المؤسسية وملكية الدولة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن تأثير عدد من العوامل الحاكمة التي تتمثل في النفقات الراسمالية، التغير في المخزون، التوزيعات المدفوعة، الرافعة المالية، فرص النمو، التدفقات النقدية التشغيلية، التغير في صافي رأس المال العامل، حجم الشركة، عمر الشركة، والنتائج المحلى الإجمالى، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٩٧٤٣) مشاهدة للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية الصينى خلال الفترة من ١٩٩٩م - ٢٠٠٧م، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثيراً ايجابياً لكل من الملكية المؤسسية، التوزيعات المدفوعة، والنتائج المحلى الإجمالى على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن وجود تأثيراً سلبياً لكل من الرافعة المالية، التدفقات النقدية التشغيلية، التغير في صافي رأس المال العامل، النفقات الراسمالية، وعمر الشركة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بينما لوحظ عدم وجود تأثيراً معنوياً لكل من التغير في المخزون، فرص النمو، وحجم الشركة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

وفى دراسة أخرى قام بها (Abdioglu, 2016) فقد استهدف اختبار أثر الملكية الإدارية وعدد من المتغيرات الحاكمة التي تتمثل في حجم الشركة، التوزيعات المدفوعة، نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، السيولة، الرافعة المالية، العائد على حقوق الملكية، التدفقات النقدية، والأصول الملموسة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١٨١) مشاهدة للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية باسطنبول خلال الفترة من ٢٠٠٥م - ٢٠١٣م، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً سلبياً

لكل من الملكية الإدارية، حجم الشركة، السيولة، والأصول الملموسة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بينما لوحظ عدم وجود تأثيراً معنوياً لكل من التوزيعات المدفوعة، نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، الرافعة المالية، العائد على حقوق الملكية، والتدفقات النقدية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

وفي دراسة (Azinfar & Shiraseb, 2016) فقد استهدفت تقييم أثر هيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث تم تصنيف هيكل الملكية إلى أربعة أنواع تتمثل في الملكية المؤسسية، الملكية الإدارية، ملكية الشركات، والملكية الأجنبية، فضلاً عن الاعتماد على ثلاثة متغيرات حاكمة تتمثل في التدفقات النقدية، الرافعة المالية، والقيمة السوقية، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٩٦) شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية ب طهران خلال الفترة من ٢٠٠٤م - ٢٠١٣م، وقد كشفت نتائج الدراسة عن وجود تأثيراً ايجابياً لكل من الملكية المؤسسية، الملكية الإدارية، والملكية الأجنبية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بالإضافة إلى عدم وجود تأثيراً معنوياً لكل من ملكية الشركات، التدفقات النقدية، الرافعة المالية، والقيمة السوقية، على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

أما الدراسة التي قام بها (Vo, 2018) فقد استهدفت فحص العلاقة بين الملكية الأجنبية والاحتفاظ بالنقدية في ظل وجود ثلاثة متغيرات حاكمة تتمثل في حجم الشركة، العائد على الأصول، ونمو المبيعات، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١٠٦٠) مشاهدة للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية الفيتنامي خلال الفترة من ٢٠٠٧م - ٢٠١٥م، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً ايجابياً لكل من الملكية الأجنبية، حجم الشركة، العائد على الأصول، ونمو المبيعات على الاحتفاظ بالنقدية.

٤- موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

يتضح من استعراض نتائج الدراسات السابقة مجموعة من الدلالات التي تبين أهم ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة، ويمكن عرض ذلك على النحو التالي:

١. وجود اختلاف بين معظم الدراسات السابقة حول أهم العوامل المحددة لمستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث لوحظ اختلاف تلك العوامل من دولة إلى أخرى واختلاف تأثيرها من شركة إلى أخرى، وقد يرجع ذلك إلى اختلاف نظريات الاحتفاظ بالنقدية حول دوافع الاحتفاظ بالنقدية، عدد العوامل المحددة لمستوى الاحتفاظ بالنقدية وطبيعة العلاقة بينها وبين مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن اختلاف الهدف، اختلاف مؤشرات سوق الأوراق المالية، اختلاف الصناعات، واختلاف الدول التي أجريت عليها الدراسة التطبيقية، وبالتالي تسعى الدراسة الحالية إلى تحديد أهم العوامل المحددة لمستوى الاحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية.

٢. وجود اختلاف بين نتائج الدراسات السابقة حول أهم أنماط هياكل الملكية وطبيعة العلاقة بينها ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، مما يتطلب ضرورة دراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية.

٣. جميع الدراسات التي تناولت العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية كانت دراسات أجنبية، مما يتطلب ضرورة دراسة أثر أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية عملياً في البيئة المصرية والتي قد تختلف عن البيئة الأجنبية، ولذا قامت الدراسة الحالية بالتطبيق على الشركات المقيدة والمتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصري.

تاسعاً: فرضيات الدراسة

تناولت العديد من الدراسات السابقة طبيعة العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية إلا أنه لوحظ وجود اختلاف بين نتائج تلك الدراسات حول أهم أنماط هياكل الملكية وطبيعة العلاقة بينها ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث خلصت دراسة (Roy, 2018) إلى وجود علاقة طردية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والملكية الإدارية، بينما خلصت دراسة (Abdioglu, 2016) إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والملكية الإدارية، وأشارت دراسة (Roy, 2018) إلى وجود علاقة طردية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والملكية المؤسسية، بينما أشارت دراسة (Megginson, et al., 2014) إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والملكية المؤسسية. كما أشارت دراسة (Zahedi, et al., 2015) إلى وجود علاقة طردية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وتركز الملكية، في حين أشارت دراسة (HamidUllah, et al., 2014) إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وتركز الملكية، وتوصلت دراسة (HamidUllah, et al., 2014) إلى وجود علاقة طردية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وتشنت الملكية، بينما توصلت دراسة (Zahedi, et al., 2015) إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وتشنت الملكية، وأظهرت دراسة (Vo, 2018) وجود علاقة طردية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والملكية الأجنبية، بينما أظهرت دراسة (Safdar, 2017) وجود علاقة عكسية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والملكية الأجنبية. كما تناولت نظريات الاحتفاظ بالنقدية والدراسات السابقة العديد من العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية والتي يجب أخذها في الحسبان عند اختبار أثر أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وباستقراء

نظريات الاحتفاظ بالنقدية لوحظ وجود اختلاف حول عدد تلك العوامل وطبيعة العلاقة بينها ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث تتوقع نظرية المفاضلة الساكنة وجود علاقة طردية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكل من (الرافعة المالية، والنفقات الرأسمالية)، فضلاً عن وجود علاقة عكسية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكل من (حجم الشركة، التوزيعات النقدية المدفوعة، وصافي رأس المال العامل).

بينما تتوقع نظرية تسلسل مصادر التمويل وجود علاقة طردية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكل من (حجم الشركة، والتوزيعات النقدية المدفوعة)، ووجود علاقة عكسية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وكل من (الرافعة المالية، والنفقات الرأسمالية)، في حين تتوقع نظرية الوكالة ونظرية التدفق النقدي الحر وجود علاقة طردية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وحجم الشركة، فضلاً عن وجود علاقة عكسية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والرافعة المالية.

كما لوحظ اختلاف نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين تلك العوامل ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث خلصت دراسة (Abdioglu, 2016) إلى وجود علاقة طردية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وحجم الشركة، بينما خلصت دراسة (Megginson, et al., 2014) إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وحجم الشركة، في حين خلصت دراسة (Hassan, et al., 2013) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وحجم الشركة، وأشارت دراسة (Sheikh & Khan, 2015) إلى وجود علاقة طردية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والرافعة المالية، بينما أشارت دراسة (Bick, et al., 2018) إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والرافعة المالية. كما أشارت دراسة (Sheikh & Khan, 2015) إلى وجود علاقة طردية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والتوزيعات النقدية المدفوعة، بينما أشارت

دراسة (HamidUllah, et al., 2014) إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والتوزيعات النقدية المدفوعة، في حين أشارت دراسة (Hassan, et al., 2013) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والتوزيعات النقدية المدفوعة، وتوصلت دراسة (Habib & Hasan, 2017) إلى وجود علاقة طردية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وصافي رأس المال العامل، بينما توصلت دراسة (Cheung, 2016) إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وصافي رأس المال العامل، وأظهرت دراسة (Tayem, 2017) وجود علاقة طردية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والنفقات الرأسمالية، بينما أظهرت دراسة (Borhanuddin & Ching, 2011) وجود علاقة عكسية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والنفقات الرأسمالية.

يتضح مما سبق أنه يمكن صياغة فرضيات الدراسة الحالية على النحو التالي:

١. لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.
٢. لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لأنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
٣. لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصرى حول مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

عاشراً: منهجية الدراسة

تعرض منهجية الدراسة التطبيقية كل من مجتمع وعينة الدراسة، متغيرات الدراسة وطريقة قياسها، مصادر جمع البيانات، فضلاً عن الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة.

١ - مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المقيدة والمتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصرى خلال عام ٢٠١٨م والبالغ عددها (٢٣١) شركة موزعة على سبعة عشر قطاعاً وفقاً للبيانات المعلنة من جانب البورصة المصرية في فبراير ٢٠١٨م (البورصة المصرية، ٢٠١٨)، وقد تم اختيار عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية:

١. استمرار قيد وتداول أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية المصرى خلال الفترة من عام ٢٠١٣م إلى عام ٢٠١٧م لامكانية الحصول على البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة.

٢. توافر التقارير المالية للشركات خلال الفترة من عام ٢٠١٣م إلى عام ٢٠١٧م.

٣. الشركات التى تعد تقاريرها المالية فى ١٢/٣١ من كل عام لامكانية مقارنة نتائج الدراسة.

٤. استبعاد قطاع الخدمات المالية وقطاع البنوك نظراً لاختلاف طبيعة نشاطهما وخضوعهما لبعض المعايير والاشتراطات القانونية الخاصة بمستوى الاحتفاظ بالنقدية.

ويتطبيق الشروط السابقة فقد بلغ عدد شركات العينة (٦١) شركة بنسبة (٢٦.٤١%) من إجمالي عدد شركات مجتمع الدراسة موزعة على خمسة عشر قطاعاً، ويمكن توضيح عدد شركات العينة داخل كل قطاع ونسبة مساهمتها فى العينة من خلال الجدول رقم (٢) التالى:

جدول رقم (٢)

عدد شركات عينة الدراسة

م	اسم القطاع	الشركات المقيدة	الشركات المستبعدة	عدد شركات العينة داخل كل قطاع	نسبة المساهمة* (%)
١	الرعاية الصحية والأدوية	١٦	١١	٥	٨.٢٠
٢	الأغذية والمشروبات	٢٩	٢٢	٧	١١.٤٨
٣	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	١٨	١٠	٨	١٣.١١
٤	الاتصالات	٤	٢	٢	٣.٢٨
٥	الكيمويات	٨	٦	٢	٣.٢٨
٦	الغاز والبتروول	٣	٢	١	١.٦٤
٧	العقارات	٣١	٢٢	٩	١٤.٧٥
٨	الموارد الأساسية	١٠	٨	٢	٣.٢٨
٩	المنتجات المنزلية والشخصية	١٠	٧	٣	٤.٩٢
١٠	المرافق	١	-	١	١.٦٤
١١	التشييد ومواد البناء	٢٥	١٤	١١	١٨.٠٢
١٢	موزعون وتجارة تجزئة	٥	٤	١	١.٦٤
١٣	الاعلام	١	-	١	١.٦٤
١٤	السياحة والترفيه	١٩	١٢	٧	١١.٤٨
١٥	التكنولوجيا	٤	٣	١	١.٦٤
١٦	الخدمات المالية (عدا البنوك)	٣٣	٣٣	-	٠
١٧	البنوك	١٤	١٤	-	٠
	الإجمالي	٢٣١	١٧٠	٦١	١٠٠

المصدر: (البورصة المصرية، ٢٠١٨)

*نسبة المساهمة = عدد شركات العينة داخل كل قطاع ÷ إجمالي عدد شركات العينة

٢- متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

اعتمدت الدراسة على عدد من العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية البالغ عددها عشرة متغيرات، وقد تم تحديد وتوصيف تلك العوامل في ضوء نظريات الاحتفاظ بالنقدية، الدراسات السابقة ذات الصلة بأنماط هيكل

الملكية، الدراسات السابقة ذات الصلة بمستوى الاحتفاظ بالنقدية، والدراسات السابقة ذات الصلة بالعلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، ويمكن توضيح تلك العوامل التي تمثل المتغيرات المتوقعة تأثيرها على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وطريقة قياسها من خلال الجدول رقم (٣) التالي:

جدول رقم (٣)

العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية

المرجع	طريقة القياس	المتغير	رمز المتغير
المتغير المستقل			
(Mohd, et al., 2015) (Abdioglu, 2016)	الأسهم المملوكة بواسطة الإدارة العليا أو الإدارة التنفيذية ÷ إجمالي عدد الأسهم	الملكية الإدارية	X ₁
(Megginson, et al., 2014) (Nagata & Nguyen, 2017)	الأسهم المملوكة بواسطة المؤسسات مثل (البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، الشركات القابضة، صناديق التقاعد والمعاشات، واتحاد العاملين) ÷ إجمالي عدد الأسهم	الملكية المؤسسية	X ₂
(Younas, et al., 2017) (Meca & Ballesta, 2011)	الأسهم المملوكة بواسطة كبار المساهمين الذين يملكون ٥% أو أكثر ÷ إجمالي عدد الأسهم	تركز الملكية	X ₃
(Paniagua, et al., 2018) (عفيفي، ٢٠١١)	الأسهم حرة التداول في البورصة ÷ إجمالي عدد الأسهم	تشتت الملكية	X ₄
(Xu, et al., 2012) (Vo, 2018)	الأسهم المملوكة بواسطة المستثمرين الأجانب ÷ إجمالي عدد الأسهم	الملكية الأجنبية	X ₅

تابع: جدول رقم (٣)

العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية

رمز المتغير	المتغير	طريقة القياس	المرجع
المتغيرات الحاكمة			
X ₆	حجم الشركة	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	(Kusnadi, et al., 2015) (Borhanuddin & Ching, 2011)
X ₇	الرافعة المالية	إجمالي الالتزامات ÷ إجمالي الأصول	(Mohd, et al., 2015) (Kusnadi, et al., 2015)
X ₈	التوزيعات النقدية المدفوعة	التوزيعات النقدية المدفوعة للسهم ÷ ربحية السهم	(Safdar, 2017)
X ₉	صافي رأس المال العامل	(الأصول المتداولة - الالتزامات المتداولة) ÷ إجمالي الأصول	(Sheikh & Khan, 2015) (Safdar, 2017)
X ₁₀	النفقات الراسمالية	(الأصول الثابتة للسنة الحالية - الأصول الثابتة للسنة السابقة) ÷ الأصول الثابتة للسنة السابقة	(HamidUllah, et al., 2014) (Safdar, 2017)

أما المتغير التابع فيتمثل في مستوى الاحتفاظ بالنقدية ويرمز له بالرمز (Y)، وقد اعتمدت الدراسة الحالية في قياس مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول، ويتفق ذلك مع دراسة كل من (Kusnadi, et al., 2015; Abdioglu, 2016; Vo, 2018).

٣- مصادر جمع البيانات

اعتمدت الدراسة الحالية في الحصول على البيانات اللازمة لاختبار فرضياتها على التقارير الصادرة من الشركات محل الدراسة عن الفترة المالية من عام ٢٠١٣م إلى عام ٢٠١٧م، وتتمثل تلك التقارير في قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية، الإيضاحات المتممة للقوائم

المالية، وتقارير الإفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين تنفيذاً لأحكام المادة (رقم ٣٠) من قواعد القيد في سوق الأوراق المالية المصري.

٤- الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة

تم اختبار مدى صحة فرضيات الدراسة التطبيقية اعتماداً على الأساليب الإحصائية التالية:

١. اختبار Kolmogorov-Smirnov، واختبار Shapiro-Wilk لفحص مدى تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي وتحديد الأساليب الإحصائية المعلمية أو اللامعلمية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة.
٢. اختبار التداخل الخطى Multicollinearity لفحص مدى وجود مشكلة التداخل الخطى وتحديد مدى قدرة نموذج الدراسة في تفسير الأثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد اعتمدت الدراسة على استخدام مقياس Collinearity Diagnostics من خلال تحديد قيمة تضخم التباين وقيمة التباين المسموح به.
٣. اختبار الارتباط الذاتي Autocorrelation لفحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي في النموذج وتحديد مدى وجود أثر حقيقي لأنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد اعتمدت الدراسة على استخدام قيمة Durbin Watson (D-W).
٤. التحليل الوصفي Descriptive Analysis بغرض وصف بيانات عينة الدراسة حيث اعتمدت الدراسة على استخدام المتوسطات الحسابية، الحد الأدنى، الحد الأعلى، والانحرافات المعيارية.

٥. تحليل ارتباط سبيرمان Spearman Correlation لتحديد اتجاه وقوة العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، فضلاً عن تقدير المساهمة النسبية بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.
٦. تحليل الانحدار المرحلي Stepwise Regression لبناء نموذج لتقدير مستوى الاحتفاظ بالنقدية مكون من أهم أنماط هياكل الملكية المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
٧. اختبار Kruskal-wallis لفحص الفروق المعنوية بين قطاعات سوق الأوراق المالية محل الدراسة حول مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

حادى عشر: تحليل نتائج الدراسة

قامت الدراسة بتوظيف البيانات التي تم الحصول عليها بهدف تحديد أثر أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد اعتمدت الدراسة على استخدام الأساليب الإحصائية المتمثلة فى أسلوب تحليل الارتباط، أسلوب تحليل الانحدار المرحلي، وأسلوب تحليل التباين بغرض تحليل البيانات واختبار مدى صحة فرضيات الدراسة واستخلاص نتائجها، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

١- اختبار صلاحية بيانات الدراسة

يمكن فحص مدى صلاحية بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي من خلال اختبار مدى تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي، اختبار مدى وجود مشكلة التداخل الخطي فى نموذج الدراسة، فضلاً عن اختبار مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتى التى تؤثر على دقة نتائج نموذج الدراسة، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

١/١ اختبار التوزيع الطبيعي

لفحص مدى تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي فقد اعتمدت الدراسة على كل من اختبار Kolmogorov-Smirnov، واختبار Shapiro-Wilk، حيث تتبع المتغيرات التوزيع الطبيعي إذا كانت قيمة معنوية الاختبار (Sig.) أكبر من ٠.٠٥ (بالانت، ٢٠٠٦)، ويمكن توضيح اختبار مدى تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي من خلال الجدول رقم (٤) التالي:

جدول رقم (٤)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

Shapiro-Wilk		Kolmogorov-Smirnov		المتغير	رمز المتغير
المعنوية	الاحصائية	المعنوية	الاحصائية		
٠.٠٠٠٠	٠.٥٩٩	٠.٠٠٠٠	٠.٣٢٩	الملكية الإدارية	X ₁
٠.٠٠٠٠	٠.٤٢٢	٠.٠٠٠٠	٠.٣٧٩	الملكية المؤسسية	X ₂
٠.٠٢٤	٠.٩٥٤	٠.٠١٤	٠.١٣٠	تركز الملكية	X ₃
٠.٢٢٢	٠.٩٧٤	٠.٢٠٠	٠.٠٩٢	تشتت الملكية	X ₄
٠.٠٠٠٠	٠.٤٤٣	٠.٠٠٠٠	٠.٣٧٠	الملكية الأجنبية	X ₅
٠.٠٠٠٠	٠.٨٥٠	٠.٠٠٠٣	٠.١٤٤	حجم الشركة	X ₆
٠.٠٠٠٧	٠.٩٤٢	٠.٠٠٤٦	٠.١١٥	الرافعة المالية	X ₇
٠.٠٠٠٠	٠.٣١٥	٠.٠٠٠٠	٠.٣٧٩	التوزيعات النقدية المدفوعة	X ₈
٠.٠٠٠٠	٠.٨٦٣	٠.٠٠٠٠	٠.١٧٣	صافي رأس المال العامل	X ₉
٠.٠٠٠٠	٠.١٦٣	٠.٠٠٠٠	٠.٤٣٨	النفقات الراسمالية	X ₁₀
٠.٠٠٠٠	٠.٨٩١	٠.٠٠١٥	٠.١٢٩	مستوى الاحتفاظ بالنقدية	Y

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (٤) لوحظ أن قيم المعنوية لكل من اختبار Kolmogorov-Smirnov، واختبار Shapiro-Wilk أقل من (٠.٠٥) مما يشير إلى عدم اقتراب متغيرات الدراسة من التوزيع الطبيعي باستثناء تشتت الملكية حيث كانت قيمة معنوية الاختبار (٠.٢٠٠، ٠.٢٢٢) على الترتيب، إلا أن حجم العينة محل الدراسة أكبر من (٣٠) مفردة حيث بلغ عدد المشاهدات (٣٠٥) مشاهدة، وبالتالي فلا يوجد تأثير لعدم اقتراب متغيرات الدراسة من التوزيع الطبيعي على مدى دقة نموذج الدراسة (Gujarati, 2004).

٢/١ اختبار التداخل الخطي

يتم إجراء اختبار التداخل الخطي Multicollinearity لفحص مدى وجود مشكلة التداخل الخطي في النموذج حيث تؤدي هذه المشكلة إلى ضعف قدرة نموذج الدراسة في تفسير الأثر على المتغير التابع، ويتم إجراء هذا الاختبار باستخدام مقياس Collinearity Diagnostics حيث يتم تحديد قيمة تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) وقيمة التباين المسموح به Tolerance، فإذا كانت قيمة تضخم التباين أقل من (١٠) وقيمة التباين المسموح به أكبر من (٠.٠٥) فهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي في نموذج الدراسة (O'Brien, 2007)، ويمكن توضيح مدى وجود مشكلة التداخل الخطي في نموذج الدراسة من خلال الجدول رقم (٥) التالي:

جدول رقم (٥)

نتائج اختبار التداخل الخطي

رمز المتغير	المتغير	تضخم التباين	التباين المسموح به
X ₁	الملكية الإدارية	١.٣٧٥	٠.٧٢٧
X ₂	الملكية المؤسسية	٣.٤٩٥	٠.٢٨٦
X ₃	تركز الملكية	٤.٣٥٨	٠.٢٢٩
X ₄	تشتت الملكية	٣.٧٨٥	٠.٢٦٤
X ₅	الملكية الأجنبية	١.٩٣٣	٠.٥١٧
X ₆	حجم الشركة	٧.١١١	٠.١٤١
X ₇	الرافعة المالية	٤.٥٥٢	٠.٢٢٠
X ₈	التوزيعات النقدية المدفوعة	١.١٠٢	٠.٩٠٧
X ₉	صافي رأس المال العامل	١.٢٦٢	٠.٧٩٢
X ₁₀	النفقات الراسمالية	١.١٥٦	٠.٨٦٥

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

باستقراء نتائج الجدول رقم (٥) لوحظ أن قيم تضخم التباين لأنماط هياكل الملكية والمتغيرات الحاكمة أقل من (١٠)، كما أن قيم التباين المسموح به أكبر من (٠.٠٥) مما يشير إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي وقوة نموذج الدراسة في تفسير الأثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٣/١ اختبار الارتباط الذاتي

يتم إجراء اختبار الارتباط الذاتي Autocorrelation لفحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي في النموذج حيث تؤدي هذه المشكلة إلى أثر غير حقيقي للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع، ويتم إجراء هذا الاختبار باستخدام قيمة Durbin Watson (D-W) فإذا كانت هذه القيمة تتراوح

بين (١.٥ : ٢.٥) فهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي التي تؤثر على دقة نتائج نموذج الدراسة (Basheer, 2003)، وبإجراء اختبار الارتباط الذاتي لوحظ أن قيمة (D-W) تعادل (١.٩٧٤) وهي تقع داخل المدى (١.٥ : ٢.٥) مما يشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي التي تؤثر على دقة نتائج نموذج الدراسة.

٢- التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

اعتمدت الدراسة في التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة على المتوسطات الحسابية، الحد الأدنى، الحد الأعلى، والانحرافات المعيارية، ويمكن توضيح التحليل الوصفي لتلك المتغيرات من خلال الجدول رقم (٦) التالي:

جدول رقم (٦)

نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	الحد الأعلى	الحد الأدنى	المتوسط	المتغير	رمز المتغير
٢٢.٠٧	٦٧.٢٧	٠.٠٠	١٢.٢٥	الملكية الإدارية	X ₁
٢٢.٣٧	٨٢.٦٥	٠.٠٠	٨.٩٩	الملكية المؤسسية	X ₂
٢٢.٤٠	٨٧.٦٨	٠.٠٠	٤٦.٣٠	تركز الملكية	X ₃
١٩.٢٣	٩٥.١٥	١٢.١٩	٤٨.١٠	تشتت الملكية	X ₄
١٩.٤٨	٧٧.٦٩	٠.٠٠	٧.٧٣	الملكية الأجنبية	X ₅
٢.١٢	٢٥.٦٩	١٧.٢٨	٢٢.٨٨	حجم الشركة	X ₆
٠.٢٩	١.١٨	٠.٠٧	٠.٥٣	الرافعة المالية	X ₇
٤.٢٥	٣٠.٨٧	٠.٠٠	١.٣١	التوزيعات النقدية المدفوعة	X ₈
٠.١٩	٠.٦٠	٠.٥٥-	٠.٠٨	صافي رأس المال العامل	X ₉
١١.٨٤	٩١.٩٠	٠.٤٠-	٢.٠٣	النفقات الراسمالية	X ₁₀
٠.٠٨	٠.٣٧	٠.٠٠	٠.٠٩	مستوى الاحتفاظ بالنقدية	Y

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

باستقراء بيانات الجدول رقم (٦) لوحظ ارتفاع متوسط الملكية الإدارية للشركات محل الدراسة حيث بلغ (١٢.٢٥) بحد أدنى وحد أعلى (٠.٠٠)، (٦٧.٢٧) على الترتيب، وبمقارنة متوسط الملكية الإدارية للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود ارتفاع عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (٠.٣٢) في دراسة (Mohd, et al., 2015)، كما بلغ (٠.٥٦) في دراسة (Sheikh&Khan, 2015)، كما لوحظ ارتفاع متوسط الملكية المؤسسية للشركات محل الدراسة حيث بلغ (٨.٩٩) بحد أدنى وحد أعلى (٠.٠٠، ٨٢.٦٥) على الترتيب، وبمقارنة متوسط الملكية المؤسسية للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود تقارب مع بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (٨.٣٤) في دراسة (عثمان، ٢٠١٦)، كما بلغ (٧.٩٦) في دراسة (Megginson, et al., 2014).

كما بلغ متوسط تركيز الملكية خلال فترة الدراسة (٤٦.٣٠) بحد أدنى وحد أعلى (٠.٠٠، ٨٧.٦٨) على الترتيب، وبمقارنة متوسط تركيز الملكية للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ ارتفاع متوسط تركيز الملكية للشركات محل الدراسة حيث بلغ (٤٣.١٥) في دراسة (Kang & Kim, 2012)، كما بلغ (٣٩.٧٤) في دراسة (Younas, et al., 2017)، في حين بلغ متوسط تشتت الملكية خلال فترة الدراسة (٤٨.١٠) بحد أدنى وحد أعلى (١٢.١٩، ٩٥.١٥) على الترتيب، وبمقارنة متوسط تشتت الملكية للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ انخفاض متوسط تشتت الملكية للشركات محل الدراسة حيث بلغ (٧١.١٠) في دراسة (Paniagua, et al., 2018)، وتقارب المتوسط مع دراسة (عفي، ٢٠١١) الذي بلغ (٤٨.٤٣)، بينما بلغ متوسط الملكية الأجنبية خلال فترة الدراسة (٧.٧٣) بحد أدنى وحد أعلى (٠.٠٠، ٧٧.٦٩) على الترتيب، وبمقارنة متوسط الملكية الأجنبية للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة

لوحظ ارتفاع متوسط الملكية الأجنبية للشركات محل الدراسة حيث بلغ (٠.٥٤) في دراسة (Dobler & Luckner, 2018)، كما بلغ (٠.١٦) في دراسة (Megginson, et al., 2014).

أما فيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة فقد لوحظ ارتفاع متوسط حجم الشركات محل الدراسة حيث بلغ (٢٢.٨٨) بحد أدنى وحد أعلى (١٧.٢٨، ٢٥.٦٩) على الترتيب، وبمقارنة متوسط حجم الشركات للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود تقارب مع بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (٢٢.٦١) في دراسة (عثمان، ٢٠١٦)، وبلغ (٢١.٥٧) في دراسة (Cullinan, et al., 2012)، إلا أنه لوحظ وجود ارتفاع عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (١٦.٨٠) في دراسة (Tayem, 2017)، كما بلغ (١٤.١٣) في دراسة (Al-Najjar, 2013).

كما لوحظ ارتفاع متوسط الرافعة المالية خلال فترة الدراسة حيث بلغ (٠.٥٣) بحد أدنى وحد أعلى (٠.٠٧، ١.١٨) على الترتيب، وبمقارنة متوسط الرافعة المالية للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود ارتفاع عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (٠.٤٠) في دراسة (بلال، ٢٠١٧)، وبلغ (٠.٤٤) في دراسة (Gill & Shah, 2012)، فضلاً عن وجود تقارب مع بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (٠.٥١) في دراسة (Abdioglu, 2016)، في حين لوحظ ارتفاع متوسط التوزيعات النقدية المدفوعة للشركات محل الدراسة حيث بلغ (١.٣١) بحد أدنى وحد أعلى (٠.٠٠، ٣٠.٨٧) على الترتيب، وبمقارنة متوسط التوزيعات النقدية المدفوعة للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود ارتفاع عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (٠.٨٢) في دراسة (Paniagua, et al., 2018)، وبلغ (٠.٦٨) في دراسة (Farinha, et al., 2018).

كما بلغ متوسط صافى رأس المال العامل خلال فترة الدراسة (٠.٠٨) بحد أدنى وحد أعلى (-٠.٥٥، ٠.٦٠) على الترتيب، وبمقارنة متوسط صافى رأس المال العامل للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود انخفاض عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (٠.١٣) فى دراسة (Wasiuzzaman, 2014)، كما بلغ (٠.٠٩) فى دراسة (Gill & Shah, 2012)، بينما بلغ متوسط النفقات الراسمالية خلال فترة الدراسة (٢.٠٣) بحد أدنى وحد أعلى (-٠.٤٠، ٩١.٩٠) على الترتيب، وبمقارنة متوسط النفقات الراسمالية للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود ارتفاع عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (٠.١٢) فى دراسة (Tayem, 2017)، كما بلغ (٠.٠٨) فى دراسة (Habib & Hasan, 2017).

فى حين بلغ متوسط مستوى الاحتفاظ بالنقدية خلال فترة الدراسة (٠.٠٩) بحد أدنى وحد أعلى (٠.٣٧، ٠.٠٠) على الترتيب، وبمقارنة متوسط مستوى الاحتفاظ بالنقدية للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود ارتفاع عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (٠.٠٥) فى دراسة كل من (Sheikh & Khan, 2017; Safdar, 2015)، بينما لوحظ وجود انخفاض عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (٠.١٥) فى دراسة (عفيفى، ٢٠١٥)، وبلغ (٠.٢٣) فى دراسة (Habib & Hasan, 2017)، فضلاً عن وجود تقارب مع بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (٠.٠٩٦) فى دراسة كل من (Borhanuddin & Ching, 2018; Vo, 2011).

كما يمكن التحليل الوصفى لمستوى الاحتفاظ بالنقدية فى قطاعات سوق الأوراق المالية المصرى بالاعتماد على المتوسطات الحسابية، الحد الأدنى، الحد الأعلى، والانحرافات المعيارية، ويمكن توضيح التحليل الوصفى لمستوى

الاحتفاظ بالنقدية فى قطاعات سوق الأوراق المالية المصرى من خلال الجدول رقم (٧) التالى:

جدول رقم (٧)

نتائج التحليل الوصفى لمستوى الاحتفاظ بالنقدية

ترتيب القطاعات حسب متوسط مستوى الاحتفاظ بالنقدية	الانحراف المعيارى	الحد الأعلى	الحد الأدنى	المتوسط	اسم القطاع
٦	٠.٠٢	٠.١٢	٠.٠٦	٠.٠٩٧	الرعاية الصحية والأدوية
٥	٠.٠٣	٠.١٦	٠.٠٦	٠.١٢٠	الأغذية والمشروبات
٨	٠.٠١	٠.١١	٠.٠٧	٠.٠٨٥	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
١	٠.١٠	٠.٣٧	٠.٠٨	٠.١٨٩	الاتصالات
٤	٠.٠٣	٠.١٧	٠.٠٩	٠.١٣٤	الكيمواويات
٩	٠.٠٢	٠.١٠	٠.٠٧	٠.٠٨٢	الغاز والبترول
١٣	٠.٠٠	٠.٠١	٠.٠٠	٠.٠٢٧	العقارات
١٥	٠.٠١	٠.٠٣	٠.٠٠	٠.٠١١	الموارد الأساسية
١٢	٠.٠٣	٠.٠٧	٠.٠١	٠.٠٤٢	المنتجات المنزلية والشخصية
٢	٠.٠٢	٠.١٨	٠.١٢	٠.١٣٩	المرافق
١١	٠.٠٤	٠.١١	٠.٠٢	٠.٠٤٥	التشييد ومواد البناء
١٠	٠.٠٣	٠.١٠	٠.٠٦	٠.٠٦٧	موزعون وتجارة تجزئة
١٤	٠.٠٠	٠.٠٢	٠.٠٠	٠.٠٢٤	الإعلام
٣	٠.٠٤	٠.١٨	٠.٠٩	٠.١٣٧	السياحة والترفيهية
٧	٠.٠٢	٠.١٢	٠.٠٤	٠.٠٩٥	التكنولوجيا

المصدر: نتائج التحليل الإحصائى

يتضح من بيانات الجدول رقم (٧) أن متوسط مستوى الاحتفاظ بالنقدية فى قطاعات سوق الأوراق المالية المصرى يتراوح بين (٠.٠١١، ٠.١٨٩) حيث لوحظ ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية فى قطاعات (الاتصالات، المرافق،

السياحة والترفيه، الكيماويات، الأغذية والمشروبات، الرعاية الصحية والأدوية، والتكنولوجيا) بمتوسط (٠.١٨٩، ٠.١٣٩، ٠.١٣٧، ٠.١٣٤، ٠.١٢٠، ٠.٠٩٧، ٠.٠٩٥) على الترتيب، بينما لوحظ انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية فى قطاعات (خدمات ومنتجات صناعية وسيارات، الغاز والبتترول، موزعون وتجارة تجزئة، التشييد ومواد البناء، المنتجات المنزلية والشخصية، العقارات، الاعلام، والموارد الأساسية) بمتوسط (٠.٠٨٥، ٠.٠٨٢، ٠.٠٦٧، ٠.٠٤٥، ٠.٠٤٢، ٠.٠٢٧، ٠.٠٢٤، ٠.٠١١) على الترتيب، مما يشير إلى اختلاف متوسط مستوى الاحتفاظ بالنقدية بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصرى محل الدراسة.

٣- تحليل علاقة الارتباط بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية

لتحليل علاقة الارتباط وتقدير المساهمة النسبية بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، يتم التحقق من مدى صحة الفرض الأول القائل بأنه "لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية"، وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب تحليل ارتباط سيرمان لاختبار مدى صحة هذا الفرض حيث يهدف إلى تحديد اتجاه وقوة العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن تقدير المساهمة النسبية لأنماط هياكل الملكية، ويوضح الجدول رقم (٨) قيم الارتباط والمساهمة النسبية بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية على النحو التالى:

جدول رقم (٨)

قيم الارتباط بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية

رمز المتغير	المتغير	مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Y)	
		R	R ² (%)
X ₁	الملكية الإدارية	**٠.٥٢٢	٢٧.٢٥
X ₂	الملكية المؤسسية	*٠.٤٤٣-	١٩.٦٢
X ₃	تركز الملكية	*٠.٤١٦	١٧.٣١
X ₄	تشتت الملكية	٠.١٨٩	٣.٥٧
X ₅	الملكية الأجنبية	**٠.٦٨٧-	٤٧.٢٠
X ₆	حجم الشركة	**٠.٥٥٥	٣٠.٨٠
X ₇	الرافعة المالية	*٠.٤٥٥-	٢٠.٧٠
X ₈	التوزيعات النقدية المدفوعة	٠.٠٧٩	٠.٦٢
X ₉	صافي رأس المال العامل	*٠.٣٩٦-	١٥.٦٨
X ₁₀	النفقات الراسمالية	*٠.٣٤٨	١٢.١١

** ارتباط معنوي عند مستوى ١% * ارتباط معنوي عند مستوى ٥%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص بيانات الجدول رقم (٨) لوحظ وجود علاقة ارتباط طردية بين كل من (حجم الشركة، والملكية الإدارية) ومستوى الاحتفاظ بالنقدية وذلك عند مستوى ١% بمعامل ارتباط (٠.٥٢٢، ٠.٥٥٥) على الترتيب، وقد ترجع العلاقة الطردية بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى أن زيادة حجم الشركة يؤدي إلى زيادة النفقات اليومية وزيادة الحاجة إلى الاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية لسداد الالتزامات المختلفة في ميعاد استحقاقها، كما أن الشركات كبيرة الحجم تتميز بارتفاع حجم التدفق النقدي الحر الذي يؤدي إلى

ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية مقارنة بالشركات صغيرة الحجم، ويتفق ذلك مع نظرية تسلسل مصادر التمويل، نظرية الوكالة، ونظرية التدفق النقدي الحر، كما يتفق مع دراسة كل من (Mohd, et al., 2015; Abdioglu, 2016)، إلا أنه يختلف مع نظرية المفاضلة الساكنة ودراسة كل من (Borhanuddin & Ching, 2014; Megginson, et al., 2011) التي خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، كما يختلف مع دراسة (Hassan, et al., 2013) التي خلصت إلى عدم وجود علاقة معنوية بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

كما قد ترجع العلاقة الطردية بين الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى تأثير فرض تقارب المصالح الذي يشير إلى أن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية يؤدي إلى زيادة دوافع الإدارة لارتفاع قيمة الشركة وزيادة ثروة المساهمين، مما يساعد على تقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين من خلال الاحتفاظ بالنقدية أو استغلالها في مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة وما يستتبعه من ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ويتفق ذلك مع دراسة كل من (Mohd, et al., 2015; Roy, 2018)، إلا أنه يختلف مع دراسة كل من (Sheikh & Khan, 2015; Abdioglu, 2016) التي خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

بينما لوحظ وجود علاقة ارتباط عكسية بين الملكية الأجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية وذلك عند مستوى ١% بمعامل ارتباط (-٠.٦٨٧)، وقد ترجع العلاقة العكسية بين الملكية الأجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى أن ارتفاع نسبة الملكية الأجنبية يؤدي إلى زيادة دوافع المستثمرين الأجانب لتحقيق العوائد المرتفعة من إدارة أصول الشركة وما يستتبعه من انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية نظراً لانخفاض العائد المتحقق من النقدية مقارنة بالأصول

الأخرى، ويتفق ذلك مع نتائج دراسة كل من (Safdar, 2017; Roy, 2018)، إلا أنه يختلف مع دراسة كل من (Megginson, et al., 2014; Vo, 2018) التي أشارت إلى وجود علاقة طردية بين الملكية الأجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. كما لوحظ وجود علاقة ارتباط طردية بين النفقات الرأسمالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية وذلك عند مستوى ٥% بمعامل ارتباط (٠.٣٤٨)، وقد ترجع العلاقة الطردية بين النفقات الرأسمالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى أن ارتفاع نسبة النفقات الرأسمالية يؤدي إلى ميل الشركات للاحتفاظ بمزيد من النقدية لتغطية متطلبات النفقات الرأسمالية، وتجنب تكاليف المعاملات الناتجة عن ارتفاع تكاليف مصادر التمويل الخارجية، ويتفق ذلك مع نظرية المفاضلة الساكنة ودراسة كل من (Wasiuzzaman, 2014; Tayem, 2017)، إلا أنه يختلف مع نظرية تسلسل مصادر التمويل ودراسة كل من (Borhanuddin & Ching, 2011; Bick, et al., 2018) التي توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين النفقات الرأسمالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

في حين لوحظ وجود علاقة ارتباط عكسية بين كل من (الرافعة المالية، الملكية المؤسسية، تركيز الملكية، وصافي راس المال العامل) ومستوى الاحتفاظ بالنقدية وذلك عند مستوى ٥% بمعاملات ارتباط (-٠.٤٥٥، -٠.٤٤٣، -٠.٤١٦، -٠.٣٩٦) على الترتيب، وقد ترجع العلاقة العكسية بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى التفاعل العكسي للرافعة المالية مع التغيرات في مصادر التمويل الداخلية، كما يؤدي ارتفاع نسبة المديونية إلى زيادة الدور الرقابي للدائنين والحد من السلوك الانتهازي للإدارة ومن ثم انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن أن الرافعة المالية يمكن استخدامها كبديل عن الاحتفاظ بالنقدية، ويتفق ذلك مع نظرية تسلسل مصادر التمويل، نظرية الوكالة، ونظرية التدفق النقدي الحر، كما يتفق مع نتائج دراسة

كل من (Habib & Hasan, 2017; Bick, et al., 2018)، إلا أنه يختلف مع نظرية المفاضلة الساكنة ودراسة كل من (HamidUllah, et al., 2014; Sheikh & Khan, 2015) التي توصلت إلى وجود علاقة طردية بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

كما قد ترجع العلاقة العكسية بين الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى تأثير فرض الرقابة الفعالة الذي يشير إلى توافر الامكانيات لدى هيئات الاستثمار للرقابة الفعالة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة، وبالتالي يؤدي ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية إلى الرقابة الفعالة من جانب هيئات الاستثمار والزام الإدارة بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين بدلاً من الاحتفاظ بالنقدية مما يؤدي إلى انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ويتفق ذلك مع دراسة كل من (Ozkan & Ozkan, 2004; Megginson, et al., 2014)، إلا أنه يختلف مع دراسة (Roy, 2018) التي توصلت إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

في حين ترجع العلاقة العكسية بين تركيز الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى تأثير فرض الرقابة الفعالة حيث يتوافر لدى كبار المساهمين القدرة على الرقابة والتأثير على قرارات الإدارة والزامها بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين أو القيام بمشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة مما يؤدي إلى انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ويتفق ذلك مع دراسة كل من (Guney, et al., 2007; HamidUllah, et al., 2014)، إلا أنه يختلف مع دراسة كل من (Masood & Shah, 2014; Zahedi, et al., 2015) التي خلصت إلى وجود علاقة طردية بين نسبة تركيز الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

أما العلاقة العكسية بين صافى رأس المال العامل ومستوى الاحتفاظ بالنقدية فقد ترجع إلى أن ارتفاع نسبة صافى رأس المال العامل يعكس توافر بدائل من الأصول المتداولة التي يمكن تحويلها بسهولة إلى نقدية واستخدامها كبديل عن النقدية وما يستتبعه من انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ويتفق ذلك مع نظرية المفاضلة الساكنة ودراسة كل من (Cheung, 2016; Bick, et al.,) (2018)، إلا أنه يختلف مع دراسة كل من (Sheikh & Khan, 2015; Habib &) (2017) (Hasan, 2017) التي توصلت إلى وجود علاقة طردية بين صافى رأس المال العامل ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

في حين لوحظ عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين كل من (تشتت الملكية، والتوزيعات النقدية المدفوعة) ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض معدل التغيير لتلك العوامل بالنسبة للشركات محل الدراسة.

كما يوضح الجدول رقم (٨) اختلاف المساهمة النسبية للعوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث تراوحت بين (٠.٦٢%، ٤٧.٢٠%) مما يشير إلى وجود تباين واضح بينها، حيث لوحظ ارتفاع درجة المساهمة النسبية لكل من (الملكية الأجنبية، حجم الشركة، والملكية الإدارية) التي بلغت (٤٧.٢٠%، ٣٠.٨٠%، ٢٧.٢٥%)، بينما كان كل من (الرافعة المالية، الملكية المؤسسية، تركيز الملكية، صافى رأس المال العامل، والنفقات الراسمالية) على درجة مساهمة نسبية متوسطة بلغت (٢٠.٧٠%، ١٩.٦٢%، ١٧.٣١%، ١٥.٦٨%، ١٢.١١%) على الترتيب، في حين كان كل من (تشتت الملكية، والتوزيعات النقدية المدفوعة) على درجة مساهمة نسبية منخفضة بلغت (٣.٥٧%، ٠.٦٢%) على الترتيب، وقد يرجع ذلك إلى عدم معنوية معامل الارتباط بين هذين العاملين ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

يتبين مما سبق أنه يمكن رفض الفرض الأول القائل بأنه "لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية" حيث أثبتت الدراسة وجود ثمانية عوامل ترتبط ارتباطاً معنوياً بمستوى الاحتفاظ بالنقدية وهي (الملكية الأجنبية، حجم الشركة، الملكية الإدارية، الرافعة المالية، الملكية المؤسسية، تركيز الملكية، صافي رأس المال العامل، والنفقات الراسمالية) مما يشير إلى أهمية الاعتماد على هذه العوامل في تقدير مستوى الاحتفاظ بالنقدية بدقة عالية.

٤- اختبار مدى تأثير أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية

لاختبار مدى تأثير أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية يتم التحقق من مدى صحة الفرض الثانى القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لأنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية"، وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار المرحلى Stepwise Regression لتحديد أهم العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية لغرض صياغة نموذج مكون من أهم العوامل التى يمكن من خلالها تقدير مستوى الاحتفاظ بالنقدية بدقة عالية، ويمكن توضيح نتائج تحليل الانحدار المرحلى لأهم العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال الجدول رقم (٩) التالى:

جدول رقم (٩)

نتائج تحليل الانحدار المرحلي لأهم العوامل المؤثرة
على مستوى الاحتفاظ بالنقدية

الترتيب	المعنوية	الخطأ القياسي	معامل الانحدار	المتغير	رمز المتغير
١	٠.٠١١	٠.٠٠٠	٠.٠٠١	الملكية الإدارية	X ₁
٢	٠.٠٠٠	٠.٠٠٦	٠.٠٢٩	حجم الشركة	X ₆
٣	٠.٠٤٤	٠.٠٦٠	٠.٠٦٨-	صافي رأس المال العامل	X ₉
٤	٠.٠٠٠	٠.٠٠٠	٠.٠٠٣-	الملكية الأجنبية	X ₅
٥	٠.٠٢٠	٠.٠٠١	٠.٠٠٢-	الملكية المؤسسية	X ₂
٦	٠.٠٤٢	٠.٠٠١	٠.٠٠١-	تركز الملكية	X ₃
٧	٠.٠١٨	٠.٠٤٥	٠.١١٨-	الرافعة المالية	X ₇
٠.٥٣٤				الثابت	
مقاييس تقييم دقة تقدير مستوى الاحتفاظ بالنقدية					
٠.٧٩٨				معامل الارتباط المتعدد (R)	
% ٦٣.٧				معامل التحديد (R ²)	
% ٥٨.٨				معامل التحديد المعدل (R ² adj.)	
(٢٩٧,٧)				درجات الحرية (df)	
**١٣.٠١٧				F المحسوبة	
٢.٦٩				F الجدولية	
٠.٠٠٠				المعنوية (sig.)	

** معنوي عند مستوى ١%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (٩) لوحظ أن تحليل الانحدار المرحلي قام بتحديد أهم العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية التي لا يوجد بينها ارتباط ذاتي لبناء النموذج وهي (الملكية الإدارية، حجم الشركة، صافي رأس المال العامل، الملكية الأجنبية، الملكية المؤسسية، تركيز الملكية، والرافعة المالية)، وقد يرجع ذلك إلى زيادة التغيرات الخاصة بتلك العوامل من شركة إلى أخرى خلال فترة الدراسة وما يستتبعه من زيادة المساهمة النسبية لها في تقدير مستوى الاحتفاظ بالنقدية، كما استبعد تحليل الانحدار المرحلي كل من (تشتت الملكية، التوزيعات النقدية المدفوعة، والنفقات الراسمالية) وذلك لعدم وجود ارتباط قوى ومعنوى مع مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض معدل التغير الخاص بتلك المتغيرات من شركة إلى أخرى خلال فترة الدراسة وما يستتبعه من ضعف المساهمة النسبية لها في تقدير مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ويمكن صياغة نموذج الانحدار بين العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية كما يلي:

$$Y = 0.534 + 0.001 X_1 + 0.029 X_6 - 0.068 X_9 - 0.003 X_5 \\ - 0.002 X_2 - 0.001 X_3 - 0.118 X_7$$

كما يتبين من نتائج تقييم دقة نموذج الانحدار المرحلي على تقدير مستوى الاحتفاظ بالنقدية أن قيمة معامل الارتباط المتعدد بلغت (٠.٧٩٨) والمساهمة النسبية لها بلغت (٦٣.٧%)، وقد يرجع ذلك إلى زيادة التغيرات في العوامل التي تم اختيارها في تحليل الانحدار المرحلي خلال فترة الدراسة والمتمثلة في (الملكية الإدارية، حجم الشركة، صافي رأس المال العامل، الملكية الأجنبية، الملكية المؤسسية، تركيز الملكية، والرافعة المالية)، كما لوحظ تقارب قيمة معامل التحديد التي بلغت (٦٣.٧%) مع قيمة معامل التحديد المعدل التي

بلغت (٥٨.٨%) مما يشير إلى أن حجم عينة الدراسة كان مناسباً للاعتماد عليه في تحليل النتائج وتعميمها، فضلاً عن دقة النموذج واستقلالية العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، كما بلغت قيمة F المحسوبة (١٣.٠١٧) وهي أكبر من قيمة F الجدولية التي بلغت (٢.٦٩) عند مستوى ١%، مما يشير إلى أنه يمكن رفض الفرض الثاني القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لأنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية"، حيث أثبتت الدراسة أن هناك سبعة عوامل أساسية تؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وبالتالي يمكن الاعتماد عليها في صياغة نموذج لتقدير مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٥- اختبار مدى الاختلاف بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصري حول

مستوى الاحتفاظ بالنقدية

لفحص الفروق المعنوية بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصري محل الدراسة حول مستوى الاحتفاظ بالنقدية يتم التحقق من مدى صحة الفرض الثالث القائل بأنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصري حول مستوى الاحتفاظ بالنقدية"، وقد اعتمدت الدراسة على اختبار Kruskal-wallis لمقارنة مستوى الاحتفاظ بالنقدية بين قطاعات سوق الأوراق المالية محل الدراسة، فإذا كانت قيمة معنوية الاختبار (Sig.) أقل من (٠.٠٥) فهذا يشير إلى وجود فروق معنوية بين قطاعات سوق الأوراق المالية حول مستوى الاحتفاظ بالنقدية (بالانت، ٢٠٠٦)، ويمكن توضيح نتائج الفروق المعنوية بين قطاعات سوق الأوراق المالية حول مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال الجدول رقم (١٠) التالي:

جدول رقم (١٠)

نتائج الفروق المعنوية بين القطاعات حول مستوى الاحتفاظ بالنقدية

ترتيب القطاعات حسب رتب المتوسط الحسابي	المعنوية (Sig.)	كا ^٢	رتب المتوسط الحسابي	اسم القطاع
٦	٠.٠٠٠٠	٤٧.٩٩٧	٣٤.٤٠	الرعاية الصحية والأدوية
٥			٤١.٦٠	الأغذية والمشروبات
٨			٣١.٠٠	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
١			٤٩.٠٠	الاتصالات
٤			٤٣.٤٠	الكيمائيات
٩			٢٨.٦٠	الغاز والبتترول
١٣			١٠.٦٠	العقارات
١٥			٧.٥٠	الموارد الأساسية
١٢			٢٠.٤٠	المنتجات المنزلية والشخصية
٢			٤٦.٨٠	المرافق
١١			٢٢.٨٠	التشييد ومواد البناء
١٠			٢٥.٣٠	موزعون وتجارة تجزئة
١٤			٨.٨٠	الإعلام
٣			٤٥.٤٠	السياحة والترفيهية
٧			٣٣.٧٠	التكنولوجيا

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (١٠) لوحظ أن قيمة معنوية الاختبار بلغت (٠.٠٠٠) وهي أقل من (٠.٠٠٥) مما يشير إلى وجود فروق معنوية بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصرى حول مستوى الاحتفاظ بالنقدية وذلك عند قيمة (كا^٢) بلغت (٤٧.٩٩٧)، ويتضح ذلك من اتساع مدى رتب المتوسط الحسابي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية بين قطاعات سوق الأوراق المالية التي تراوحت بين الحد الأدنى والحد الأعلى (٧.٥٠، ٤٩.٠٠) على الترتيب.

وبفحص رتب المتوسط الحسابي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية لوحظ أن رتب المتوسط الحسابي لقطاعات (الاتصالات، المرافق، السياحة والترفيه، الكيمائيات، الأغذية والمشروبات، الرعاية الصحية والأدوية، التكنولوجيا،

خدمات ومنتجات صناعية وسيارات، الغاز والبتروول، موزعون وتجارة تجزئة، التشييد ومواد البناء، المنتجات المنزلية والشخصية، العقارات، الاعلام، والموارد الأساسية) بلغت (٤٩.٠٠، ٤٦.٨٠، ٤٥.٤٠، ٤٣.٤٠، ٤١.٦٠، ٣٤.٤٠، ٣٣.٧٠، ٣١.٠٠، ٢٨.٦٠، ٢٥.٣٠، ٢٢.٨٠، ٢٠.٤٠، ١٠.٦٠، ٨.٨٠، ٧.٥٠) على الترتيب، مما يشير إلى اختلاف رتب المتوسط الحسابي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية بين قطاعات سوق الأوراق المالية وما يستتبعه من وجود فروق معنوية بين قطاعات سوق الأوراق المالية حول مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

يتبين مما سبق أنه يمكن رفض الفرض الثالث القائل بأنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصري حول مستوى الاحتفاظ بالنقدية"، حيث خلصت نتائج الدراسة إلى وجود فروق معنوية بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصري حول مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

ثانى عشر: نتائج الدراسة

استهدفت الدراسة تحديد أثر أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية بغرض انخفاض مشاكل الوكالة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة واستغلالها للنقدية المحتفظ بها من جانب الشركات المقيدة والمتداول أسهمها فى سوق الأوراق المالية المصري مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة الشركات وزيادة ثروة المساهمين، ويمكن تحقيق هذا الهدف من خلال دراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين أنماط هياكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، اختبار تأثير أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن فحص مدى الاختلاف بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصري حول مستوى الاحتفاظ

بالنقدية، وفي ضوء ذلك توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج يمكن تناولها على النحو التالي:

١. اختلاف متوسط مستوى الاحتفاظ بالنقدية بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصرى الذى تراوح بين (٠.٠١١، ٠.١٨٩)، حيث لوحظ ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية فى قطاعات (الاتصالات، المرافق، السياحة والترفيه، الكيماويات، الأغذية والمشروبات، الرعاية الصحية والأدوية، والتكنولوجيا) بمتوسط (٠.١٨٩، ٠.١٣٩، ٠.١٣٧، ٠.١٣٤، ٠.١٢٠، ٠.٠٩٧، ٠.٠٩٥) على الترتيب، بينما لوحظ انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية فى قطاعات (خدمات ومنتجات صناعية وسيارات، الغاز والبتروول، موزعون وتجارة تجزئة، التشييد ومواد البناء، المنتجات المنزلية والشخصية، العقارات، الاعلام، والموارد الأساسية) بمتوسط (٠.٠٨٥، ٠.٠٨٢، ٠.٠٦٧، ٠.٠٤٥، ٠.٠٤٢، ٠.٠٢٧، ٠.٠٢٤، ٠.٠١١) على الترتيب.

٢. ارتفاع متوسط الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، تركيز الملكية، الملكية الأجنبية، حجم الشركات، الرافعة المالية، التوزيعات النقدية المدفوعة، والنفقات الراسمالية للشركات محل الدراسة المقيدة فى سوق الأوراق المالية المصرى حيث بلغ (١٢.٢٥، ٨.٩٩، ٤٦.٣٠، ٧.٧٣، ٢٢.٨٨، ٠.٥٣، ١.٣١، ٢.٠٣) على الترتيب، حيث لوحظ ارتفاع متوسط تلك المتغيرات لشركات العينة عن الشركات المقيدة فى العديد من أسواق الأوراق المالية الأخرى.

٣. انخفاض متوسط تشتت الملكية، وصافى رأس المال العامل للشركات محل الدراسة المقيدة فى سوق الأوراق المالية المصرى حيث بلغ (٤٨.١٠،

٠.٠٠٨) على الترتيب، حيث لوحظ انخفاض متوسط تشتت الملكية، وصافى رأس المال العامل لشركات العينة عن الشركات المقيدة فى العديد من أسواق الأوراق المالية الأخرى.

٤. وجود علاقة ارتباط طردية ومعنوية بين كل من (حجم الشركة، الملكية الإدارية، والنفقات الراسمالية) ومستوى الاحتفاظ بالنقدية بمعاملات ارتباط بلغت (٠.٠٥٥٥، ٠.٠٥٢٢، ٠.٣٤٨) على الترتيب، فضلاً عن وجود علاقة ارتباط عكسية ومعنوية بين كل من (الملكية الأجنبية، الرافعة المالية، الملكية المؤسسية، تركيز الملكية، وصافى رأس المال العامل) ومستوى الاحتفاظ بالنقدية بمعاملات ارتباط بلغت (-٠.٦٨٧، -٠.٤٥٥، -٠.٤٤٣، -٠.٤١٦، -٠.٣٩٦) على الترتيب، مما يشير إلى أهمية الاعتماد على هذه العوامل فى تقدير مستوى الاحتفاظ بالنقدية بدقة عالية.

٥. امكانية تقدير مستوى الاحتفاظ بالنقدية اعتماداً على سبعة عوامل أساسية تؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وتتمثل تلك العوامل فى (الملكية الإدارية، حجم الشركة، صافى رأس المال العامل، الملكية الأجنبية، الملكية المؤسسية، تركيز الملكية، والرافعة المالية) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط المتعدد لها (٠.٧٩٨) عند مستوى معنوية ١%.

٦. وجود فروق معنوية بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصرى حول مستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث بلغت قيمة معنوية الاختبار (٠.٠٠٠)، كما بلغت قيمة كا^٢ (٤٧.٩٩٧)، فضلاً عن اختلاف رتب المتوسط الحسابى لمستوى الاحتفاظ بالنقدية بين قطاعات سوق الأوراق المالية حيث كان قطاع الاتصالات أعلى مستوى للاحتفاظ بالنقدية، بينما كان قطاع الموارد الأساسية أدنى مستوى للاحتفاظ بالنقدية حيث بلغت رتب المتوسط الحسابى (٤٩.٠٠، ٧.٥٠) على الترتيب.

ثالث عشر: توصيات الدراسة

فى ضوء النتائج التى توصلت إليها الدراسة فإنه يمكن تقديم مجموعة من التوصيات التالية:

١. ضرورة اهتمام الشركات المقيدة فى سوق الأوراق المالية المصرى بتقدير مستوى الاحتفاظ بالنقدية اعتماداً على أهم العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية والتى تتمثل فى الملكية الإدارية، حجم الشركة، صافى رأس المال العامل، الملكية الأجنبية، الملكية المؤسسية، تركيز الملكية، والرافعة المالية، مما يساعد على ترشيد اتخاذ القرارات المستقبلية المرتبطة بمستوى الاحتفاظ بالنقدية.
٢. وضع حدود لنسب أنماط هياكل الملكية للشركات المقيدة فى سوق الأوراق المالية المصرى، مع ضرورة الالتزام بالإفصاح عن تلك النسب للاتفاق مع متطلبات المنظمات المهنية وحماية مصالح كافة الأطراف ذوى العلاقة.
٣. تشجيع الإدارة على امتلاك أسهم داخل الشركة لزيادة دوافعها لارتفاع قيمة الشركة مما يساعد على تقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين والحد من مشاكل الوكالة وانخفاض تكاليفها.
٤. قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بمتابعة كافة المستجدات واصدارات المنظمات المهنية لتفعيل دور أنماط هياكل الملكية فى حوكمة الشركات وتحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية مما يساعد على انخفاض مشاكل الوكالة والحد من السلوك الانتهازى للإدارة واستغلالها للنقدية المحتفظ بها.
٥. تفعيل الدور الرقابى لسوق الأوراق المالية المصرى للتحقق من التزام الشركات بالإفصاح عن معلومات هيكل الملكية مما يؤدى إلى تحسين

جودة الإفصاح عن أنماط هياكل الملكية وما يستتبعه من انخفاض عدم تماثل المعلومات.

٦. وضع حدود لمستوى الاحتفاظ بالنقدية داخل قطاعات سوق الأوراق المالية المصرى التى تعمل على تحقيق التوازن بين المنافع والتكاليف الحدية وتراعى طبيعة نشاط كل قطاع ومدى خضوعه للمعايير والاشتراطات القانونية لمستوى الاحتفاظ بالنقدية، مما يساهم فى تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية وحماية مصالح كافة الأطراف ذوى العلاقة.

٧. العمل على زيادة الوعى لدى معدى ومستخدمى التقارير المالية بأهمية الإفصاح عن معلومات هيكل الملكية من خلال عقد الدورات التدريبية حول أهمية الإفصاح عن هيكل الملكية وأثر ذلك على تفعيل دور هيكل الملكية فى حوكمة الشركات، قرار تقدير المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية، وحماية مصالح الأطراف ذوى العلاقة.

رابع عشر: مجالات الدراسة المستقبلية

فى ضوء ما توصلت إليه نتائج الدراسة يمكن اقتراح العديد من المجالات التى تمثل اساساً لدراسات مستقبلية والتى تتمثل فى التالى:

١. دراسة أثر آليات حوكمة الشركات الأخرى مثل لجنة المراجعة، خصائص مجلس الإدارة، ونظام الرقابة الداخلية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
٢. اختبار أثر تصنيف أنماط هياكل الملكية حسب طبيعة الملكية التى تتمثل فى الملكية المحلية والملكية الأجنبية، الملكية العامة والملكية الخاصة، فضلاً عن الملكية المؤسسية والملكية الفردية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٣. دراسة وتحليل محددات الإفصاح عن أنماط هياكل الملكية في بيئة الأعمال المصرية.
٤. فحص أثر أنماط هياكل الملكية على حساسية التغير في النقدية للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري.
٥. إجراء المزيد من الدراسات في القطاعات المالية مثل قطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية بغرض التعرف على مدى الاختلاف بين تلك القطاعات حول أثر أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- البورصة المصرية، (٢٠١٨).
متاح على: <http://www.egx.com.eg>
- الهيئة العامة للرقابة المالية، (٢٠١٦)، "الدليل المصرى لحوكمة الشركات"، مركز المديرين المصرى، أغسطس.
- _____، (٢٠١٧)، "قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية"، قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٣٠ لسنة ٢٠٠٢م وفقاً لآخر تعديل في مايو ٢٠١٧م.
- أبو خزانه، إيهاب محمد، (٢٠١٤)، "القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية وأثر هيكل الملكية عليها بالشركات المدرجة المصرية"، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثالث، ص ٤٣٣-٣٩٣.
- بالانت، جولى، (٢٠٠٦)، "التحليل الإحصائى باستخدام برنامج SPSS"، ترجمة: خالد العامرى، دار الفاروق، القاهرة.
- بلال، السيد حسن سالم، (٢٠١٧)، "العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبى*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد الواحد والعشرون، العدد الرابع، ديسمبر، ص ص ٢٠٠-٢٤٨.
- **جمعية المجمع العربى للمحاسبين القانونيين**، (٢٠١٥)، المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، معيار المحاسبة الدولى رقم ٢٤، "الإفصاح عن الأطراف ذوى العلاقة".

- سليمان، محمد مصطفى، (٢٠٠٦)، "حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري - دراسة مقارنة"، الدار الجامعية، الاسكندرية.
- عثمان، محمد أحمد عبدالعزيز، (٢٠١٦)، "دراسة إختبارية للعلاقة بين تقارير أداء الإستدامة والأداء المالي والإقتصادي للشركات المساهمة المصرية من منظور تأثير تنوع سمات وخصائص أعضاء مجلس الإدارة وهيكل الملكية"، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل*، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثالث، سبتمبر، ص ص ٢٦٩-٣٣٤.
- عفيفي، هلال عبدالفتاح السيد، (٢٠١١)، "العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح دراسة اختبارية في البيئة المصرية"، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل*، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثاني، ص ص ١٥٧-٢٤٣.
- _____، (٢٠١٥)، "أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المساهمة المصرية- دراسة اختبارية"، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنصورة، المجلد التاسع والثلاثون، العدد الرابع، ص ص ٥١-١١٨.
- وزارة الاستثمار، (٢٠١٥)، معايير المحاسبة المصرية، معيار المحاسبة المصري رقم ١٥، "الإفصاح عن الأطراف ذوى العلاقة".

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Abdioglu, N., (2016), "Managerial Ownership and Corporate Cash Holdings: Insights from an Emerging Market", **Business and Economics Research Journal**, Vol. 7, No. 2, PP. 29-41.
- Almeida, H., Campello, M. & Weisbach, M., (2004), "The Cash Flow Sensitivity of Cash", **The Journal of Finance**, Vol. 59, No. 4, PP. 1777-1804.
- Al-Najjar, B., (2013), "The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Some Emerging Markets", **International Business Review**, Vol. 22, PP. 77-88.
- ——— & Belghitar, Y., (2011), "Corporate Cash Holdings and Dividend Payments: Evidence from Simultaneous Analysis", **Managerial and Decision Economics**, Vol. 32, No. 4, November, PP. 231-241.
- Alves, S., (2012), "Ownership Structure and Earnings Management: Evidence from Portugal" **Australasian Accounting Business and Finance Journal**, Vol. 6, No. 1, PP. 57-74.
- Azinfar, K. & Shiraseb, Z., (2016), "An Investigation into the Impact of Ownership Structure on the Level of Cash Holdings in the Companies Accepted in Tehran Stock Exchange Market", **Marketing and Branding Research**, Vol. 3, PP. 194-205.
- Bao, S. & Lewellyn, K., (2017), "Ownership Structure and Earnings Management in Emerging Markets— An Institutionalized Agency Perspective", **International Business Review**, Vol. 26, PP. 828-838.
- Basheer, S., (2003), **Your Guide to the Statistical Program SPSS**, Tenth Edition, Arab Institute for Training and Research in Statistics, Iraq.
- Bates, T., Kahle, K. & Stulz, R., (2009), "Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash Than They Used to? ", **The Journal of Finance**, Vol. 64, No. 5, October, PP. 1985-2021.
- Bick, P., Orlova, S. & Sun, L., (2018), "Fair Value Accounting and Corporate Cash Holdings", **Advances in Accounting**, Vol. 40, PP. 98-110.
- Bigelli, M. & Sánchez-Vidal, J., (2012), "Cash Holdings in Private Firms", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 36, No. 1, PP. 26-35.

- Borhanuddin, R. & Ching, P., (2011), "Cash Holdings, Leverage, Ownership Concentration and Board Independence: Evidence from Malaysia", **Malaysian Accounting Review**, Vol. 10, No. 1, PP. 63–88.
- Boyle, G. & Guthrie, G., (2003), "Investment, Uncertainty and Liquidity", **The Journal of Finance**, Vol. 58, No. 5, PP. 2143–2166.
- Chang, C., Kao, L. & Chen, H., (2018), "How Does Real Earnings Management Affect the Value of Cash Holdings? Comparisons between Information and Agency Perspectives", **Pacific–Basin Finance Journal**, Vol. 51, PP. 47–64.
- Cheung, A., (2016), "Corporate Social Responsibility and Corporate Cash Holdings", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 37, PP. 412–430.
- Cullinan, C., Wang, F., Wang, P. & Zhang, J., (2012), "Ownership Structure and Accounting Conservatism in China", **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, Vol. 21, PP. 1–16.
- Denis, D. & McConnell, J., (2003), "International Corporate Governance", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 38, No. 1, March, PP. 1–36.
- Dharmastuti, C. & Wahyudi, S., (2013), "The Effectivity of Internal and External Corporate Governance Mechanisms Towards Corporate Performance", **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol. 4, No. 4, PP. 132–140.
- Dittmar, A. & Mahrt–Smith, J., (2007), "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings", **Journal of Financial Economics**, Vol. 83, No. 3, March, PP. 599–634.
- _____ & Servaes, H., (2003), "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 38, No. 1, March, PP. 111–133.
- Dobler, M. & Luckner, M., (2018), "Risk Disclosures, Governance and Ownership: Evidence from German Non–Listed Firms", **Corporate Ownership & Control**, Vol. 15, No. 4, Summer, PP. 46–57.
- El–Zayat, A., (2018), "**The Impact of Accounting Conservatism on the Level and Value of Cash Holding**", Master Thesis, Faculty of Commerce, Zagazig University.

- 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**, Vol. 56, PP. 238–252.
- Fazlzadeh, a., Mohammadzadeh, P. & Hendi, A., (2008), "The Examination of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance in Listed Firms of Tehran Stock Exchange Based on the Type of the Industry ", **Quarterly Journal of Securities Exchange**, Vol. 2, No. 7, PP. 5–33.
- Ferreira, M. & Vilela, A., (2004), "Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries", **European Financial Management**, Vol. 10, No. 2, PP. 295–319.
- Foley, C., Hartzell, J., Titman, S. & Twite, G., (2007), "Why Do Frms Hold So Much Cash? A Tax–Based Explanation", **Journal of Financial Economics**, Vol. 86, No. 3, December PP. 579–607.
- Garanina, T. & Kaikova, E., (2016), "Corporate Governance Mechanisms and Agency Costs: Cross–Country Analysis", **Corporate Governance**, Vol. 16, No. 2, PP. 347–360.
- Gill, A. & Shah, C., (2012), "Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada", **International Journal of Economics and Finance**, Vol. 4, No. 1, January, PP. 70–79.
- Gujarati, D., (2004), **"Basic Econometrics"**, Fourth Edition, New York, the McGraw–Hill Companies.
- Guney, Y., Ozkan, A. & Ozkan, N., (2007), "International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings", **Journal of Multinational Financial Management**, Vol. 17, No. 1, February, PP. 45–60.
- Habib, A. & Hasan, M., (2017), "Social Capital and Corporate Cash Holdings", **International Review of Economics and Finance**, Vol. 52, PP. 1–20.
- HamidUllah, H., Rehman, S., Saeed, G. & Zeb, A., (2014), "Corporate Ownership Structure and Firm Excess Cash Holdings: Evidenced from Emerging Markets, Pakistan", **Abasyn Journal of Social Sciences**, Vol. 7, No. 2, PP. 229–244.
- Han, S. & Qiu, J., (2007), "Corporate Precautionary Cash Holdings", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 13, No. 1, March, PP. 43–57.

- Harris, M. & Raviv, A., (1990), "Capital Structure and the Information Role of Debt", **The Journal of Finance**, Vol. 45, No.2, June, PP. 321–349.
- Hassan, H., Rezaei, F. & Anaraki, N., (2013), "Investigating the Financial Determinants of Corporate Cash Holdings in Tehran Stock Exchange", **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business**, Vol. 5, No. 6, PP. 92–106.
- He, W. & Kyaw, N., (2018), "Ownership Structure and Investment Decisions of Chinese SOEs", **Research in International Business and Finance**, Vol. 43, PP. 48–57.
- Islam, S., (2012), "Manufacturing Firms' Cash Holding Determinants: Evidence from Bangladesh" **International Journal of Business and Management**, Vol. 7, No. 6, March, PP. 172–184.
- Jani, E., Hoesli, M. & Bender, A., (2004), "Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts", **Working Paper**, July, PP. 1–30.
Available at: <https://ssrn.com/abstract=563863>
- Jensen, M., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", **The American Economic Review**, Vol. 76, No. 2, May, PP. 323–329.
- Jensen, M., (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems" **The Journal of Finance**, Vol. 48, No. 3, July, PP. 831–880.
- Jensen, M. & Meckling, W., (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership structure", **Journal of Financial Economics**, Vol. 3, No. 4, October, PP. 305–360.
- John, T., (1993), "Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage, and Costs of Financial Distress" **Financial Management**, Vol. 22, No. 3, Autumn, PP. 91–100.
- Kang, Y. & Kim, B., (2012), "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from the Chinese Corporate Reform Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from the Chinese Corporate Reform", **China Economic Review**, Vol. 23, PP. 471–481.

- Keynes, J., (1936), "**The General Theory of Employment, Interest and Money**", Palgrave Macmillan, London.
- Kusnadi, Y., Yang, Z. & Zhou, Y., (2015), "Institutional Development, State Ownership, and Corporate Cash Holdings: Evidence from China", **Journal of Business Research**, Vol. 68, PP. 351–359.
- Masood, A. & Shah, A., (2014), "Corporate Governance and Cash Holdings in Listed Non–Financial Firms of Pakistan", **Business Review**, Vol. 9, No. 2, July – December , PP. 48–73.
- Mat Nor, F. & Sulong, Z., (2007), "The Interaction Effect of Ownership Structure and Board Governance on Dividends: Evidence from Malaysian Listed Frms", **Capital Markets Review**, Vol. 15, No. 1&2, PP. 73–101.
- Meca, E. & Ballesta, J., (2011), "Ownership Structure and Forecast Accuracy in Spain", **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, Vol. 20, PP. 73–82.
- Megginson, W., Ullah, B. & Wei, Z., (2014), "State Ownership, Soft–Budget Constraints, and Cash Holdings: Evidence from China’s Privatized Firms ", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 48, PP. 276–291.
- Mohd, K., Latif, R. & Saleh, I., (2015), "Institutional Ownership and Cash Holding", **Indian Journal of Science and Technology**, Vol. 8, No. 32, November, PP. 1–6.
- Myers, S., (1984), "The Capital Structure Puzzle", **The Journal of Finance**, Vol. 39, No. 3, July, PP. 574–592.
- ——— & Majluf, N., (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", **Journal of Financial Economics**, Vol. 13, No. 2, PP. 187–221.
- ——— & Rajan, R., (1998), "The Paradox of Liquidity", **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 113, No. 3, August, PP. 733–771.
- Nagata, K. & Nguyen, P., (2017), "Ownership Structure and Disclosure Quality: Evidence from Management Forecasts Revisions in Japan", **Journal of Accounting and Public Policy**, Vol. 36, PP. 451–467.
- Nikolov, B. & Whited, T., (2011), "Agency Conflicts and Cash: Estimates from a Structural Model", **Working paper**, University of Rochester.

- O'Brien, R., (2007), "A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors", **Quality & Quantity**, Vol. 41, No. 5, October, PP. 673–690.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. & Williamson, R., (1999), "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", **Journal of Financial Economics**, Vol. 52, No. 1, April, PP. 3–46.
- **Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)**, (2004), "Principles of Corporate Governance", P.P. 1–69.
- Ozkan, A. & Ozkan, N., (2004), "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 28, No. 9, September, PP. 2103–2134.
- Paniagua, J., Rivelles, R. & Sapena, J., (2018), "Corporate Governance and Financial Performance: The Role of Ownership and Board Structure", **Journal of Business Research**, Vol. 89, PP. 229–234.
- Phan, H., Nguyen, N., Nguyen, H. & Hegde, s., (2019), "Policy Uncertainty and Firm Cash Holdings", **Journal of Business Research**, Vol. 95, PP. 71–82.
- Roy, A., (2018), "Corporate Governance and Cash Holdings in Indian Firms" **Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis**, Vol. 99, June, PP. 93–119.
- Safdar, M., (2017), "**Impact of Ownership Structure on Cash Holding and Debt Maturity Structure**", Master Thesis, Faculty of Management & Social Sciences, Capital University of Science and Technology, Islamabad, Pakistan, February.
- Sánchez, J. & Yurdagul, E., (2013), "Why Are Corporations Holding So Much Cash?", **The Regional Economist**, Vol. 21, No. 1, January, PP. 5–8.
- Seifert, B. & Gonenc, H., (2018), "The Effect of Country and Firm– Level Governance on Cash Management", **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**, Vol. 52, PP. 1–16.
- Sheikh, N. & Khan, M., (2015), "The Impact of Board Attributes and Insider Ownership on Corporate Cash Holdings: Evidence from Pakistan", **Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences**, Vol. 9, No. 1, PP.52–68.

- Sher, G., (2014), "Cashing in for Growth: Corporate Cash Holdings as an Opportunity for Investment in Japan ", **IMF Working Paper, International Monetary Fund**, PP. 1–34.
- Stretcher, R. & Johnson, S., (2011), "Capital structure: professional management guidance", **Managerial Finance**, Vol. 37, No. 8, August, PP. 788–804.
- Stulz, R., (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", **Journal of Financial Economics**, Vol. 26, No.1, July, PP. 3–27.
- Sun, J., Ding, L., Guo, J. & Li, Y., (2016), "Ownership, Capital Structure and Financing Decision: Evidence from the UK", **The British Accounting Review**, Vol. 48, PP. 448–463.
- Tayem, G., (2017), "The Determinants of Corporate Cash Holdings: The Case of a Small Emerging Market", **International Journal of Financial Research**, Vol. 8, No. 1, PP. 143–154.
- Vo, X., (2018), "Foreign Ownership and Corporate Cash Holdings in Emerging Markets", **International Review of Finance**, Vol. 18, No. 2, PP. 297–303.
- Wasiuzzaman, S., (2014), "Analysis of Corporate Cash Holdings of Firms in Malaysia", **Journal of Asia Business Studies**, Vol. 8, No. 2, PP. 118–135.
- Xu, W., Wang, K. & Anandarajan, A., (2012), "Quality of Reported Earnings by Chinese Firms: The Influence of Ownership Structure", **Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting**, Vol. 28, PP. 193–199.
- Younas, Z., Klein, C. & Zwergel, B., (2017), "The Effects of Ownership Concentration on Sustainability: A Case of Listed Firms from USA, UK and Germany", **Corporate Ownership & Control**, Vol. 14, No. 3, Spring, PP. 113–121.
- Zahedi, J., Talebi, E. & Aval, S., (2015), "Ownership Concentration, Cash Holding and Firm Value", **International Journal of Management, Accounting and Economics**, Vol. 2, No. 8, August, PP. 902–912.