

## تأثير جودة الأرباح والملكية العائلية على النقدية المحتفظ بها بالتطبيق على الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري

د. ياسر سعيد قنديل\*

### ملخص

يهدف هذا البحث إلى دراسة تأثير كل من جودة الأرباح والملكية العائلية على مقدار النقدية المحتفظ بها في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري. ولتحقيق هذا الهدف قام الباحث باشتقاق فرضي البحث من خلال استعراض الدراسات التي تناولت تأثير جودة الأرباح على مقدار النقدية المحتفظ بها، وكذلك الدراسات التي تناولت تأثير الملكية العائلية على مقدار النقدية المحتفظ بها. وقد تم اختبار هذين الفرضين من خلال إجراء دراسة تطبيقية باستخدام بيانات عينة مكونة من ٦٠ شركة من الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من عام ٢٠١٤ إلى عام ٢٠١٨. وقد روعي في عينة الدراسة أن يكون نصفها ينتمي للشركات العائلية والنصف الآخر للشركات غير العائلية.

وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد، وقياس النقدية المحتفظ بها وفقاً لمؤشرين؛ المؤشر الأول نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول، والمؤشر الثاني نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول بدون النقدية وما في حكمها، وحساب القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية كمؤشر عكسي لجودة الأرباح من باستخدام نموذج جونز المعدل، توصلت الدراسة إلى أن نتائج نموذجي الانحدار وفقاً للمؤشرين كانت متقاربة إلى حد كبير. إذ توصلت الدراسة إلى أنه يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للاستحقاقات الاختيارية على النقدية المحتفظ بها، ويعني هذا أن هناك تأثيراً عكسياً ومعنوياً لجودة الأرباح على النقدية المحتفظ بها، أي أن زيادة جودة الأرباح تقلل من مقدار النقدية المحتفظ بها، بما يشير إلى قبول فرض الدراسة الأول. كما توصلت الدراسة إلى أن الملكية العائلية تؤثر تأثيراً إيجابياً ومعنوياً على النقدية المحتفظ بها، أي أن الشركات العائلية تحتفظ بقدر من النقدية أكبر من الشركات غير العائلية، بما يشير إلى قبول فرض الدراسة الثاني، وقد تم تدعيم هذه النتيجة من خلال إجراء اختبار  $t$  للفرق بين متوسط النقدية المحتفظ بها في الشركات العائلية، ومتوسط النقدية المحتفظ بها في الشركات غير العائلية. كما توصلت الدراسة إلى أن كلاً من، حجم الشركة، ودرجة الرفع المالي، وصافي رأس المال العامل لهم تأثير عكسي ومعنوي على النقدية المحتفظ بها، بينما كان للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية تأثيراً إيجابياً ومعنوياً على النقدية المحتفظ بها، في حين أن ربحية الشركة والمقاسة بمعدل العائد على الأصول ليس لها تأثيراً معنوياً على النقدية المحتفظ بها.

\* مدرس المحاسبة والمراجعة بكلية التجارة - جامعة الإسكندرية

## **The effect of earnings quality and family ownership on cash holding: with application on companies listed on the Egyptian Stock Market**

### **Abstract**

The aim of this research is to study the effect of earnings quality and family ownership on cash holding in companies listed on the Egyptian Stock Market. To achieve this objective, the researcher derived the hypotheses of the research by reviewing the previous studies on the effect of earnings quality on cash holding, as well as, the previous studies on the effect of family ownership on cash holding. To test the hypotheses, an empirical study has been conducted using sample data of 60 companies listed on the Egyptian Stock Market during the period from 2014 to 2018. Half of the companies included in the sample belong to family companies and the other half to non-family companies.

Using the multiple regression analysis and measuring the cash holding by two indicators; the first one was the ratio of cash and cash equivalents to total assets, and the second indicator was the ratio of cash and cash equivalent to total assets without cash and cash equivalent, in addition to calculate the absolute value of discretionary accrual as an inverse measure of the earnings quality through the modified Jones model, the study found that the results of the regression model according to the two indicators are very close. The study found that there is a positive and significant effect of the discretionary accrual on the cash holding, this means that there is an adverse and significant effect of earnings quality on cash holding. This in turn indicates accepting the first research hypothesis. The study found that there is a positive and significant effect of family ownership on cash holding. This means that family companies hold a greater amount of cash than non-family companies, and in turn indicates accepting the second research hypothesis, this result was supported by conducting t test for the difference between the cash holding in family companies and the cash holding in non-family companies. The study also found that the company size, the degree of leverage, and net working capital have an adverse and significant effect on the cash holding, whereas cash flows from operating activities have a positive and significant effect on the cash holding, while and the ROA has no significant effect on the cash holding.

## ١. مقدمة ومشكلة البحث

تُعتبر النقدية من أهم عناصر الاصول المتداولة، والتي يترتب على الفشل في إدارتها مواجهة الشركات للعديد من المشاكل والصعوبات. ولا شك أن تراكم النقدية في الشركات ليست بالعملية العشوائية ولكنها جزء هام من السياسة النقدية لتلك الشركات، حيث كان يُنظر في الماضي إلى الاحتفاظ بالنقدية على أنه ناتج عن الزيادة في التدفقات النقدية للشركات، إلا أن الدراسات الحديثة مثل دراسة Bates et al. (2009) قد أوضحت أن هناك اتجاهًا متزايداً لاحتفاظ الشركات بالنقدية، وأن هذا الاتجاه في الواقع ناتج عن قرار استراتيجي، لان النقدية المحتفظ بها تساعد الشركات في التغلب على مشكلة نقص التمويل الخارجي، أو مشكلة نقص التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية بما يُسهل من تمويل الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، ويجعل الشركة في وضع مالي أكثر قوة.

ويمكن الاستدلال على تزايد احتفاظ الشركات بالنقدية في السنوات الأخيرة من خلال تضاعف نسبة النقدية المحتفظ بها إلى إجمالي الاصول في الشركات الامريكية من عام ١٩٨٠ إلى عام ٢٠٠٦، حيث كانت النسبة ١٠,٥% ثم وصلت إلى ٢٣% (Bates et al., 2009). كما أوضح البنك الفيدرالي الامريكي بأن النقدية المحتفظ بها في الشركات الامريكية (مع استبعاد شركات قطاع المرافق) قد نمت بمعدل ١٠% سنوياً خلال الفترة من عام ١٩٩٥ إلى عام ٢٠١٠ حيث زادت من ١,٢ تريليون دولار إلى حوالي ٥ تريليون دولار (Powell, 2018). وفي سنة ٢٠١٥ احتفظت الشركات الامريكية المدرجة في سوق المال بنقدية واستثمارات قصيرة الاجل تعادل ٢٥,٢% من إجمالي الاصول (Chang et al., 2018). وطبقاً لبنك فرنسا، فإن النقدية المحتفظ بها في الشركات غير المالية الفرنسية قد ارتفعت من ٢٠٠ بليون يورو إلى ٣٨٠ بليون يورو خلال الفترة من عام ٢٠٠٨ إلى الربع الاول من عام ٢٠١٤، أي ارتفعت من ١٠% إلى ١٨% من إجمالي الناتج القومي (Derouiche et al., 2018). وعلى المستوى العالمي، وطبقاً لقاعدة بيانات World Scope، فإن النقدية المحتفظ بها إلى إجمالي الاصول في ٤٥ دولة قد زادت من ٩% في عام ١٩٩٥ إلى أكثر من ١٧% في عام ٢٠٠٤ (Powell, 2018). كما أوضحت دراسة Charoenwong et al. (2014) والتي اجريت على ٤٧ دولة أن الشركات في نصف دول العينة تحتفظ بنقدية ومعادلاتها بنسبة أكبر من ١٥% من إجمالي الأصول.

ومن الملاحظ أن الزيادة في النقدية المحتفظ بها في الشركات ظاهرة منطقية وخاصة في السنوات الاخيرة، لان أغلب الشركات بعد الازمة المالية العالمية قد بدأت تتبع سياسة استثمار أكثر تحفظاً واتجهت للاحتفاظ بقدر أكبر من الأرصدة النقدية لمواجهة حالات عدم التأكد، وصدمة السيولة غير المتوقعة. ومما لا شك فيه، فإن الاحتفاظ بالنقدية يعتبر سلاحاً ذو حدين، فمن ناحية يسمح للشركات باستغلال الفرص الاستثمارية المربحة، وسداد الديون من الاموال الداخلية دون الحاجة إلى الحصول على الأموال من المصادر الخارجية. ومن ناحية اخرى فإن توافر قدر كبير من النقدية المحتفظ بها لدى الشركة يمكن أن يكون له آثار سلبية في حالة استخدام المديرين لتلك النقدية في تحقيق منافع خاصة على حساب مصلحة المساهمين (Chung et al., 2015). ولذلك يوجه العديد من أصحاب المصلحة مثل حملة الاسهم، والمقرضين، والمراجعين اهتماماً كبيراً بعنصر النقدية لتقييم مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المختلفة، ومواجهة حالات التقلبات غير المتوقعة في التدفقات النقدية (Bick et al., 2018).

ونتيجة لأهمية عنصر النقدية فقد ركز العديد من الأبحاث والدراسات في مجالي المحاسبة والتمويل على محاولة معرفة محددات احتفاظ الشركات بقدر كبير من النقدية (e.g., Opler et al., 1999 ; Ozkan and Ozkan, 2004 ; Bates et al., 2009; Gill and Shah, 2012; Al-Najjar, 2013; Aftab et al. 2018) . وقد توصلت تلك الدراسات إلى العديد من المحددات مثل حجم الشركة، وفرص النمو، والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، والرفع المالي، وتوزيعات الارباح المدفوعة، والانفاق الاستثماري. وعلى الرغم من أهمية تلك المحددات، إلا أن هناك محددات أخرى لا تزال محل جدل في الأدب المحاسبي ولم تحظ بالاهتمام الكافي وخاصة في الدول النامية مثل جودة الارباح، وهيكل الملكية وبصفة خاصة الملكية العائلية.

وفيما يخص جودة الارباح، فإننا نجد أن العلاقة بين النقدية المحتفظ بها وجودة الارباح تكون هامة جداً من منظور النقدية، ومن منظور جودة الارباح، لان زيادة النقدية المحتفظ بها يمكن أن تؤدي إلى زيادة مشكلة الوكالة بين الملاك والادارة. إذ أن النقدية بما تتصف به من سيولة مرتفعة يمكن أن تستخدمها الادارة لتحقيق منافع خاصة على حساب مصلحة حملة الاسهم. ولاشك أن زيادة مشكلة الوكالة سوف ينعكس بصورة سلبية على قيمة الشركة، وتزداد حدة هذه المشكلة مع زيادة عدم تماثل المعلومات. وتعتبر دقة التقارير المالية هي

أحد المحددات الهامة لعدم تماثل المعلومات. وقد أشار العديد من الدراسات السابقة (e.g., Leuz and Verrecchia, 2000; Bushman and Smith, 2001) إلى أن زيادة جودة التقارير المالية تنعكس على تخفيض عدم تماثل المعلومات الناتج عن الخطر الاخلاقي والاختيار المعاكس. وقد استخدم العديد من الدراسات السابقة جودة الارباح كمؤشر لدقة التقارير المالية (e.g., Francis et al., 2005; Ball and Shivakumar, 2008) حيث أن زيادة جودة الارباح تولد الثقة بين أصحاب المصلحة وتخفف من عواقب عدم تماثل المعلومات (Francis et al., 2004, 2005). وعلى الجانب الاخر، فإن انخفاض جودة الارباح يؤدي إلى حالة من عدم التأكد حول السلامة المالية للشركة، ويلقي بظلال من الشك حول إدارة الارباح. وقد توصلت الدراسات السابقة إلى نتائج متباينة بشأن تأثير جودة الارباح على مقدار النقدية المحتفظ بها. فقد توصل بعض الدراسات (e.g., García-Teruel et al., 2009 ; Sun et al., 2012 ; Taghavi and Javanmard, 2013 ; Shin et al., 2018 ; Derouiche et al., 2018 ; Farinha et al., 2018) إلى أن زيادة جودة الارباح تخفف من مقدار النقدية المحتفظ بها، نظراً لأن زيادة جودة الارباح تخفف من عدم تماثل المعلومات، بما يؤدي إلى هيكل أصول أكثر كفاءة، واحتفاظ الشركة بقدر أقل من النقدية نظراً لإمكانية حصولها على التمويل الخارجي من المقرضين بسهولة وبتكلفة منخفضة. بينما توصلت دراسة Greiner (2017) إلى أن زيادة جودة الارباح تؤدي إلى زيادة مقدار النقدية المحتفظ بها، في حين توصلت دراسة (Chang et al., 2018) ، ودراسة (Mokhtari et al., 2012) إلى أن جودة الارباح كمقياس عكسي لإدارة الارباح من خلال الاستحقاقات الاختيارية لا يؤثر على مقدار النقدية المحتفظ بها.

وفيما يتعلق بهيكل الملكية، وبصفة خاصة الملكية العائلية، نجد أن الشركات العائلية تمثل أكثر من ٧٠% من الشركات، وتُسهَم بنحو ٥٠% من فرص التوظيف على المستوى العالمي. ففي الاتحاد الاوروبي يوجد حوالي ١٧ مليون شركة عائلية توظف ١٠٠ مليون فرد، وتمثل ٦٠% من قطاع الاعمال في أوروبا (Lozano and Durán, 2017)، كما تمثل الشركات العائلية حوالي ٩٥% من الشركات العاملة في الدول العربية والشرق الاوسط (المليجي، ٢٠١٠). ونظراً لأن الشركات العائلية يكون لها توجهات وأهداف تختلف عن الشركات غير العائلية، لذلك فإنها في سعيها نحو الحفاظ على سيطرة العائلة على الشركة

باعتبارها إرث لأفراد العائلة في المستقبل يمكن أن تحتفظ بالنقدية بصورة تختلف عن الشركات غير العائلية. وقد توصلت الدراسات السابقة إلى نتائج متباينة بشأن تأثير الملكية العائلية على مقدار النقدية المحتفظ بها. فقد توصل بعض الدراسات (e.g., Portal and Basso, 2015; Liu et al. 2015; Durán et al., 2016 ;Lozano and Durán, 2017) إلى أن الشركات العائلية تحتفظ بقدر من النقدية أعلى من الشركات غير العائلية، في حين توصلت مجموعة أخرى من الدراسات ( Liu, 2011; Sheikh and Khan, ) (e.g., 2015) إلى أن الشركات العائلية تحتفظ بقدر من النقدية أقل من الشركات غير العائلية.

يتضح مما سبق أن الدراسات السابقة لم تصل إلى نتيجة حاسمة بشأن تأثير كل من جودة الارباح والملكية العائلية على مستوى النقدية المحتفظ بها. إذ توصل البعض إلى أن جودة الارباح والملكية العائلية لهما تأثير إيجابي على مستوى النقدية المحتفظ بها، في حين توصل البعض الآخر إلى أن جودة الارباح والملكية العائلية لهما تأثير عكسي على مستوى النقدية المحتفظ بها، أو ليس لهما تأثير، بما يشير إلى أن تلك القضية لا تزال قضية جدلية تحتاج إلى مزيد من البحوث. وبالتالي يمكن تلخيص مشكلة هذا البحث في محاولة الإجابة على التساؤلات التالية :-

١. ما هو تأثير جودة الارباح على مستوى النقدية المحتفظ بها؟ وهل زيادة جودة الارباح تؤدي إلى تأثير إيجابي أم سلبي على النقدية المحتفظ بها؟
٢. ما هو تأثير الملكية العائلية على مستوى النقدية المحتفظ بها؟ وهل تحتفظ الشركات العائلية بقدر من النقدية أكبر، أم أقل من الشركات غير العائلية؟

## ٢. هدف البحث

يهدف هذا البحث إلى دراسة تأثير كل من جودة الارباح، والملكية العائلية على النقدية المحتفظ بها في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري.

## ٣. أهمية البحث

تتبع أهمية البحث من الجوانب التالية :-

١. تُسهم نتائج الدراسة الحالية في حسم الجدل بشأن دور جودة الارباح في تخفيض عدم تماثل المعلومات، وتأثير ذلك على إدارة النقدية، ومن ثم توفير رؤية مفيدة وذات قيمة للمديرين والمستثمرين والمقرضين والباحثين. إذ يهتم المديرون بتأثير جودة الارباح على ادارة النقدية ومن ثم على كفاءة الاستثمار، أما المستثمرون والمقرضون فإنهم يُضَمنون جودة الارباح كعامل هام في معدل الخصم، وفي شروط المديونية. وبالنسبة للباحثين فإنها توفر دليلاً تجريبياً بشأن الآثار الاقتصادية لجودة الارباح على إدارة النقدية.
٢. تُسهم نتائج الدراسة الحالية في حسم الجدل بشأن تأثير الملكية العائلية على مقدار النقدية المحتفظ بها، نظراً لتعارض نتائج الدراسات السابقة.
٣. تُسهم هذه الدراسة في فهم سياسة الاحتفاظ بالنقدية في أسواق المال الناشئة، لأن أغلب الدراسات السابقة تم إجراؤها في أسواق المال المتقدمة، مع إجراء عدد قليل جداً من تلك الدراسات في أسواق المال الناشئة.
٤. ندرت الدراسات التي تمت في البيئة المصرية على تأثير كل من جودة الارباح، والملكية العائلية على النقدية المحتفظ بها، حيث لا توجد دراسة منشورة في حدود علم الباحث تناولت تأثير المتغيرين معاً على النقدية المحتفظ بها. إذ ركزت دراسة بلال (٢٠١٧) على تأثير جودة الارباح على النقدية المحتفظ بها، في حين ركزت دراسة السيد (٢٠١٨) على تأثير أنماط هياكل الملكية (الملكية الادارية، والملكية المؤسسية، والملكية الاجنبية، وتشنت أو تركز الملكية) على مستوى النقدية المحتفظ بها، ولم تتطرق بصورة مباشرة إلى تأثير الملكية العائلية وغير العائلية على النقدية المحتفظ بها.

#### ٤. حدود البحث

يركز البحث الحالي على دراسة تأثير كل من جودة الارباح والملكية العائلية على مقدار أو مستوى النقدية المحتفظ بها، وبالتالي لا يمتد إلى دراسة التأثير على قيمة النقدية المحتفظ بها. كما تقتصر الدراسة التطبيقية على الشركات غير المالية التي تنتمي لعدة قطاعات في سوق الأوراق المالية المصري، وبالتالي لا تشمل البنوك وشركات الخدمات المالية، نظراً لاختلاف طبيعة نشاطهما عن الشركات غير المالية. كما أن النقدية المحتفظ بها لدى البنوك والمؤسسات المالية تخضع لاعتبارات واشتراطات قانونية ومحددات تختلف عن الشركات غير المالية.

## ٥. منهج البحث

يتطلب بناء الإطار النظري لهذا البحث قيام الباحث باستقراء العديد من الدراسات السابقة المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية، وكذلك الدراسات السابقة المتعلقة بتأثير جودة الأرباح والملكية العائلية على النقدية المحتفظ بها. ومن خلال هذا الاستقراء وبناء الإطار النظري للبحث سيقوم الباحث باشتقاق فرضي البحث. ثم بعد ذلك سيقوم الباحث باختبار فرضي البحث من خلال إجراء دراسة تطبيقية على بيانات عينة من الشركات غير المالية المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري. وسوف يتم قياس متغيرات الدراسة من خلال معلومات القوائم والتقارير المالية السنوية لتلك الشركات والمنشورة على المواقع الإلكترونية للشركات، أو على موقع مباشر.

وسيتم تنظيم ما تبقى من البحث من خلال استعراض الدراسات السابقة، ثم يلي ذلك تقييم للدراسات السابقة واشتقاق فرضي البحث، يلي ذلك عرض الدراسة التطبيقية ونتائجها. وأخيراً سيتم عرض خلاصة البحث ونتائجه وتوصياته.

## ٦. الدراسات السابقة

يتناول الباحث في هذا الجزء الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث، والتي يمكن تبويبها من حيث مجالات اهتمامها إلى ما يلي :-

٦-١ النقدية المحتفظ بها: التعريف والدوافع والنظريات المفسرة لاحتفاظ الشركات بالنقدية

٦-٢ الدراسات التي تناولت جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها.

٦-٣ الدراسات التي تناولت الشركات العائلية والنقدية المحتفظ بها.

٦-١ النقدية المحتفظ بها: التعريف والدوافع والنظريات المفسرة لاحتفاظ الشركات بالنقدية

تعتبر النقدية من أهم عناصر الأصول. ويعتمد قياس العديد من عناصر القوائم المالية من إيرادات ومصروفات وأصول والتزامات على التدفقات النقدية سواء الفعلية أو المتوقعة في المستقبل. وفي ظل وجود سوق مال كفاء يكون من السهل بالنسبة لمديري الشركات تمويل جميع المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة من النقدية المتاحة. كما أن النقدية المتبقية بعد تمويل المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة يتم توزيعها على الملاك (المساهمين) في صورة توزيعات أرباح، نظراً لسهولة الوصول لمصادر التمويل

الخارجية (Pinkowitz et al., 2006)، وبالتالي لا توجد أهمية لاحتفاظ الشركات بالنقدية. ولكن إذا نظرنا إلى الواقع العملي لوجدنا أن توافر سوق كفاء غير موجود نظراً لوجود قيود على التمويل، وارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، ولذلك تحتفظ الشركات بقدر كاف من النقدية حتى لا تضطر إلى اللجوء للتمويل الخارجي ذي التكلفة المرتفعة (Supar et al., 2018) وهناك العديد من الاسباب التي تجعل التمويل الخارجي مرتفع التكلفة، والتي من أهمها تكاليف المعاملات، وتكاليف الوكالة، وعدم تماثل المعلومات (Myres and Majluf, 1984). وفيما يلي نستعرض تعريف النقدية وما في حكمها، والدوافع المختلفة لاحتفاظ الشركات بالنقدية، وكذلك النظريات التي تفسر احتفاظ الشركات بالنقدية.

#### ٦-١-١ تعريف النقدية وما في حكمها

تُعرف النقدية وفقاً لمعيار المحاسبة المصري رقم (٤)، ومعيار المحاسبة الدولي رقم (٧)، بأنها تتضمن النقدية بالصندوق والودائع تحت الطلب. أما ما في حكم النقدية فإنه يشمل الاستثمارات قصيرة الأجل وعالية السيولة، والتي يمكن تحويلها بسهولة إلى مبالغ نقدية محددة، ويكون تعرضها لمخاطر التغير في القيمة ضئيلاً. ولذلك عادة ما يمكن وصف استثمار ما بأنه في حكم النقدية عندما يكون تاريخ استحقاق الاستثمار قصير الأجل، ويمكن القول بأنه ثلاثة أشهر أو أقل من تاريخ الاقتناء. وتستبعد الاستثمارات في الأسهم من البنود التي في حكم النقدية ما لم تكن في جوهرها في حكم النقدية مثل حالة الأسهم الممتازة التي يتم اقتناؤها قبل فترة قصيرة من تاريخ استردادها، حيث يكون لها تاريخ استرداد محدد.

#### ٦-١-٢ دوافع الاحتفاظ بالنقدية

رغم أن المستوى الأمثل للنقدية المحتفظ بها يتحدد وفقاً للنظرية النيوكلاسيكية من خلال التوازن بين الإيراد الحدي والتكلفة الحدية للنقدية المحتفظ بها (Cai et al., 2016)، إلا أن هناك العديد من الدوافع لاحتفاظ الشركات بالنقدية. إذ يرى Keynes (1936) أن هناك ثلاثة دوافع لاحتفاظ الشركات بالنقدية ألا وهو دافع المعاملات، ودافع التحوط من أي تقلبات غير متوقعة، ودافع المضاربة (نقلاً عن دراسة حداد، ٢٠١٧، دراسة Sheikh and Khan, 2015). وقد أضافت دراسة Jensen (1986) دافع الوكالة، كما أضافت دراسة Bates et al. (2009)، Foley et al. (2007) دافع الضرائب إلى دوافع الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية. وفيما يلي نستعرض تلك الدوافع:-

## ٦-١-٢-١ دافع المعاملات

يُشير دافع المعاملات إلى احتفاظ الشركة بالنقدية لتمويل العمليات التشغيلية في الأجل القصير، مثال ذلك شراء المواد الخام، وسداد المرتبات ومصاريف التشغيل، وسداد أي التزامات ناتجة عن نشاط الشركة العادي. وتُشير نظريات التمويل إلى أن الطلب على النقدية يُشتق من تحمل الشركة لتكاليف معاملات لتحويل الاصول غير النقدية إلى نقدية (Yoshinaga, 2015). ومن الملاحظ أن احتفاظ الشركة بالنقدية لغرض المعاملات قد يرتبط بحجم الشركة، وطبيعة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، حيث يُرجح Bates et al. (2009) ارتباط دافع المعاملات باقتصاديات الحجم. إذ يرى هؤلاء الكتاب أن الشركات الكبيرة تحتفظ بقدر من النقدية لغرض المعاملات أقل من الشركات الصغيرة. ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات الصغيرة ربما تجد صعوبة في التمويل الخارجي فضلاً عن ارتفاع تكلفتها، ومن ثم تقوم بزيادة مقدار النقدية المحتفظ بها. كما أن بعض الشركات يمكنها تخفيض النقدية المحتفظ بها للمعاملات من خلال تخفيض المدى الزمني بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، وزيادة دقة التزامن بين النقدية الداخلة والخارجة، وخاصة في الشركات التي لديها استقرار في التدفقات النقدية (حداد، ٢٠١٧).

## ٦-١-٢-٢ دافع التحوط

يُشير دافع التحوط إلى احتفاظ الشركات بالنقدية كهامش أمان لتأمين تمويل الفرص الاستثمارية. فعندما يكون التمويل الخارجي أكثر تكلفة، فإن الشركات تحتفظ بقدر من النقدية حتى تستطيع مقابلة تقلبات التدفقات النقدية، وفرص الاستثمار المتاحة (Myers and Majluf, 1984). وقد أيدت دراسة (Opler et al. 1999) دافع التحوط، حيث الشركات التي تواجه صعوبات في التمويل الخارجي تحتفظ بقدر من النقدية كاحتياطي لمواجهة احتمال نقص التمويل اللازم للاستثمارات المستقبلية، بما يُخفف من احتمالات الاستثمار الأقل من اللازم، وخاصة عندما تعاني الشركة من قيود مالية. وقد توصلت دراسة (Bates et al. 2009) إلى أن دافع التحوط يلعب دوراً هاماً في الاحتفاظ بالنقدية في الشركات الأمريكية.

## ٦-١-٢-٣ دافع المضاربة

يُشير دافع المضاربة إلى احتفاظ الشركات بالنقدية بغرض الاستفادة من الفرص الاستثمارية التي قد تظهر في المستقبل وتحقيق منافع غير متوقعة (Sheikh and Khan, 2015). إذ تمكن الأرصدة النقدية المحتفظ بها من اقتناص الشركة لفرص الاستثمار المستقبلية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة دون اللجوء إلى السوق الخارجي لتمويل تلك الفرص.

#### ٦-١-٢-٤ دافع الوكالة

يُشير دافع الوكالة إلى أن تعارض المصالح بين المديرين والملاك يؤثر على مقدار النقدية المحتفظ بها، حيث عندما يواجه المديرين بحالة نقص فرص الاستثمار ذات صافي القيمة الحالية الموجبة فإنهم يحتفظوا بالنقدية بدلاً من دفعها للمساهمين في صورة توزيعات أرباح (Jensen, 1986). وقد أشارت دراسة (Dittmar et al. 2003) إلى أن هناك اختلافات بين الدول بالنسبة للاحتفاظ بالنقدية، حيث تحتفظ الشركات التي تعمل في دول لديها حماية للمستثمر، أي تكون تكاليف الوكالة بها منخفضة، بقدر من النقدية أقل من الشركات التي تعمل في دول لديها حماية أقل للمستثمر. إذ أنه في الدول التي بها حماية أكبر للمستثمر يقوم الاسهم بالضغط على الإدارة للتخلص من النقدية في صورة استثمارات، أو توزيعات أرباح مما يخفض من النقدية المحتفظ بها.

#### ٦-١-٢-٥ دافع الضرائب

يتعلق هذا الدافع بإعادة إيرادات الشركات التابعة الأجنبية إلى أوطانها من الشركات متعددة الجنسيات (مليجي ، ٢٠١٨). وتشير دراسة (Foley et al. 2007) إلى أن الأرباح الأجنبية للشركات الأمريكية متعددة الجنسيات في اليابان تخضع للضرائب في أمريكا أو اليابان، ولكن العبء الضريبي يمكن تأجيله إلى أن يتم تحويل الأرباح. ولذلك فإن الشركات متعددة الجنسيات يمكنها تخفيض معدل الضريبة الفعال من خلال الاحتفاظ بالنقدية خارج الحدود. وكلما زاد معدل الضريبة كلما زادت النقدية المحتفظ بها.

#### ٦-١-٣ النظرية التي تفسر احتفاظ الشركات بالنقدية

يوجد العديد من النظريات التي حاولت تفسير احتفاظ الشركات بالنقدية. ومن أهم تلك النظريات، نظرية المقايضة الساكنة، ونظرية ترتيب الأولويات، ونظرية التدفقات النقدية الحرة، ونظرية الوكالة. وسنتناول فيما يلي تلك النظريات بشيء من التفصيل.

### ١-٣-١-٦ نظرية المقايضة الساكنة Static Trade-off Theory

تقوم نظرية المقايضة الساكنة في تفسيرها لاحتفاظ الشركات بالنقدية على افتراض أن الشركات تحدد المستوى الأمثل من النقدية المحتفظ بها من خلال المقارنة بين التكاليف الحدية والمنافع الحدية للنقدية المحتفظ بها (Dittmar et al., 2003). وقد قدمت الدراسات السابقة العديد من المنافع للاحتفاظ بالنقدية، والتي من أهمها أن النقدية المحتفظ بها تعمل كآلية أو احتياطي لمقابلة تقلبات التدفقات النقدية في المستقبل بما يعطي مرونة للمديرين في قرارات الاستثمار (Harford, 1999; García-Teruel, and Martínez-Solano, 2008). كما تسمح للشركات بتبني الفرص الاستثمارية حتى لو كانت تعاني من قيود مالية، فضلاً عن تخفيض الاعباء التي تتحملها الشركة إذا لجأت إلى التمويل الخارجي أو لتسييل أصول قائمة (Ferreira and Vilela, 2004).

وعلى الرغم من العديد من المنافع المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية إلا أنه يرتبط بها أيضاً العديد من التكاليف، حيث تتمثل التكلفة الاساسية في تكلفة الفرصة البديلة المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية (Ferreira and Vilela, 2004). إذ تفقد الشركة العائد المتوقع لو تم استثمار تلك الاموال المحتفظ بها. وكذلك تتحمل الشركة لتكاليف أخرى تتمثل في زيادة مشاكل الوكالة بين المديرين والملاك، وبين الملاك بعضهم البعض. فقد أوضح العديد من الدراسات ان زيادة النقدية المحتفظ بها تسمح للمديرين الانتهازيين بالاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، أو انفاق موارد الشركة لتحقيق مصلحتهم الخاصة حتى ولو كانت على حساب مصلحة الملاك (Dittmar and Mahrt-Smith, 2007; Pinkowitz et al., 2006)

### ١-٣-٢ نظرية ترتيب الاولويات Pecking Order Theory

تُشير نظرية ترتيب الاولويات إلى أنه لا يوجد مستوى أمثل للنقدية المحتفظ بها. وتعتمد في تفسيرها لاحتفاظ الشركات بالنقدية والاختيار بين مصادر التمويل على عدم تماثل المعلومات (السيد، ٢٠١٨). إذ تشير دراسة (Myers and Majluf (1984 إلى أنه لتدنية تكاليف عدم تماثل المعلومات، وتكاليف التمويل فإن الشركة يجب أن تبدأ بتمويل الاستثمارات أولاً من المصادر الداخلية؛ حيث تعتبر الارباح المحتجزة البديل المفضل لدى أغلب المديرين لعدم تأثرها بعدم تماثل المعلومات، ثم يتم التمويل من القروض، وأخيراً من

خلال اصدار أسهم رأس مال جديدة. ولذلك غالباً ما يفضل المديرون تراكم النقدية والاحتفاظ بأرصدة نقدية لتجنب الاعتماد على التمويل الخارجي نتيجة عدم تماثل المعلومات، فضلاً عن فقد العديد من الفرص الاستثمارية الموجبة في حالة وجود قصور في مصادر التمويل الداخلية (عفيفي ، ٢٠١٥ ; Myers and Majluf, 1984).

### ٦-١-٣-٣ نظرية التدفقات النقدية الحرة Free Cash Flow Theory

تقترح نظرية Jensen (1986) للتدفقات النقدية الحرة بأن المديرين يكون لديهم دافع للاحتفاظ بأرصدة نقدية للتحكم في قرارات الاستثمار، لأن وجود نقدية متاحة للاستثمار يجعل المديرين لا يحتاجون إلى التمويل الخارجي وما يرتبط به من تقديم معلومات تفصيلية إلى سوق المال عن المشروعات الاستثمارية للشركة. كما تسمح النقدية المحتفظ بها للمديرين بالاستثمار في مشروعات تخدم مصالحهم الخاصة رغم أنها قد لا تكون في مصلحة المستثمرين مما يؤثر سلبياً على ثروة حملة الاسهم (Ferreira and Vilela, 2004). وقد أيد العديد من الدراسات أن زيادة النقدية المحتفظ بها للمديرين الانتهازيين بالاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، أو انفاق موارد الشركة لتحقيق مصالحهم الخاصة حتى ولو كانت على حساب مصلحة الملاك (Dittmar and Mahrt-Smith, 2007; Pinkowitz et al., 2006).

ولذلك يرى Opler et al. (1999) أن نظرية التدفقات النقدية الحرة قد قدمت ثلاثة أسباب لتفسير احتفاظ الادارة بأرصدة زائدة من النقدية، والتي تمثلت في عدم رغبة الادارة في دفع توزيعات أرباح للملاك، وتفضيلها للاحتفاظ بالنقدية داخل الشركة، وتجنب المخاطر المرتبطة بظروف عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، وأخيراً فإن النقدية الزائدة تسمح للإدارة بتحقيق أهدافها الخاصة حتى لو كان على حساب الملاك.

### ٦-١-٣-٤ نظرية الوكالة Agency Theory

تتمثل الفرضية الاساسية في نظرية الوكالة في أن الفصل بين الملكية والادارة يؤدي إلى تضارب محتمل في المصالح بين الاصيل والوكيل مما يؤدي إلى تكاليف وكالة مرتفعة مثل تكاليف الرقابة، وتكاليف الاقتراض (Jensen, 1986). ولذلك، غالباً ما يسعى الوكيل إلى تعظيم مصلحته الخاصة حتى ولو كانت على حساب مصلحة الأصيل من خلال الاحتفاظ

بالنقدية أو توجيهها إلى الاستثمارات حتى ولو كانت ذات صافي قيمة حالية سالبة بدلاً من دفعها في صورة توزيعات إلى المساهمين.

وقد قدمت دراسة (Harford et al. (2008) ثلاثة فروض لتفسير العلاقة بين تعارضات الوكالة والنقدية المحتفظ بها:-

#### • فرض المرونة Flexibility Hypothesis

وفقاً لفرض المرونة، يفضل المديرون من أصحاب المصالح الذاتية، المرونة والتحرر من قيود سوق المال. وعندما يكون هناك مفاضلة بين زيادة الاستثمارات الحالية، والمرونة المستقبلية فإن هؤلاء المديرين يفضلون المرونة. وبالتالي، عندما يكون لدى الشركة زيادة في التدفقات النقدية فإن المديرين غالباً لا يستثمرونها بالكامل مفضلين الاحتفاظ بقدر كبير من الاحتياطات النقدية. وكلما كانت رقابة حملة الاسهم على المديرين ضعيفة، كلما زادت النقدية المحتفظ بها. وبالتالي يتوقع فرض المرونة وجود علاقة ايجابية بين تعارضات الوكالة والنقدية المحتفظ بها.

#### • فرض الإنفاق Spending Hypothesis

وفقاً لفرض الانفاق، يفضل المديرون من أصحاب المصالح الذاتية التوسع في الشركة وإنفاق أي زيادة في التدفقات النقدية المتاحة. وفي حالة تراكم أي احتياطات نقدية، فإنهم يبحثون عن استحواذات أو أي وسيلة اخرى لسرعة توظيف تلك النقدية الزائدة. وبصفة عامة فإنهم يفضلون الاستثمار في الوقت الحاضر عن الاستثمار في المستقبل. وبالتالي يتوقع فرض الانفاق وجود علاقة عكسية بين تعارضات الوكالة والنقدية المحتفظ بها.

#### • فرض قوة حملة الاسهم Shareholder Power Hypothesis

يُشير فرض قوة حملة الاسهم إلى أن حملة الأسهم الذين لديهم رقابة فعالة على المديرين يمكن أن يسمحوا باحتفاظ المديرين بقدر كبير من النقدية للتغلب على مشكلة الاستثمار الأقل من اللازم والنتائج عن زيادة تكلفة التمويل الخارجي بسبب عدم كفاءة سوق المال. ولذلك يواجه المساهمون العديد من المفاضلات لتحديد مقدار السيولة التي يجب أن تكون تحت تصرف الإدارة، واحتمالات الاستثمار الأقل من اللازم الناتج عن عدم تماثل

المعلومات بين المديرين ومقدمي التمويل. وبالتالي يتوقع فرض قوة حملة الأسهم وجود علاقة عكسية بين تعارضات الوكالة والنقدية المحتفظ بها.

ويرى الباحث أنه على الرغم من أن نظرية الوكالة قد ركزت على تعارض المصالح بين الإدارة والملاك إلا أن هناك تعارضات أخرى في المصالح قد تؤثر على النقدية المحتفظ بها. إذ تشير دراسة (Steijvers and Niskanen, 2013) إلى أن تعارض المصالح بين المساهمين والمقرضين يؤدي إلى زيادة في تكاليف الاقتراض، ولذلك تسعى الإدارة إلى زيادة النقدية المحتفظ بها حتى تستطيع الدخول في الفرص الاستثمارية المتاحة من خلال الاموال الداخلية دون الحاجة إلى الاقتراض لتجنب رقابة المقرضين. كما أضافت دراسة Liu et al. (2015) بعداً آخر لتعارض المصالح، ألا وهو تعارض المصالح بين الاكثية المسيطرة، والأقلية من حملة الأسهم، وكيف يؤثر ذلك التعارض على مقدار النقدية المحتفظ بها. إذ أوضحت الدراسة أن الفئة المسيطرة لا تستخدم النقدية الزائدة في الاستثمار أو في توزيعات الأرباح، ولكن تستخدمها لتحقيق منافع خاصة للمسيطرين من خلال معاملات جانبية مثل القروض الداخلية. كما أن دوافع حملة الاسهم المسيطرين للاحتفاظ بالنقدية لغرض تحويلها إليهم تعتمد على مدى تعارض المصالح، ومدى حدة مشاكل الوكالة بين حملة الاسهم المسيطرين والاقلية من حملة الاسهم.

ويتفق الباحث مع ما توصلت له دراسة السيد (٢٠١٨) من أن النظريات التي تفسر الاحتفاظ بالنقدية تختلف فيما بينها في تفسير دوافع الاحتفاظ بالنقدية. فعلى سبيل المثال، ركزت نظرية المقايضة الساكنة على دافع المعاملات، ودافع التحوط، بينما ركزت نظرية ترتيب الأولويات على دافع التحوط، ودافع المضاربة، في حين ركزت نظرية التدفق النقدي الحر على دافع التحوط، ودافع الوكالة، وأخيراً فقد ركزت نظرية الوكالة على دافع الوكالة. وبالتالي، لا توجد نظرية شاملة لتفسير كل دوافع الاحتفاظ بالنقدية، ولكن يمكن تحقيق التكامل بين تلك النظريات لتفسير دوافع احتفاظ الشركات بالنقدية.

## ٦-٢ الدراسات التي تناولت جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها

تستمد جودة الأرباح أهميتها من أهمية الربح، والذي يساعد في اتخاذ العديد من القرارات الخاصة بالأطراف ذات العلاقة. ومن الملاحظ أنه لا يوجد مفهوم محدد لجودة الأرباح. ويشير (Dechow and Schrand, 2004) إلى أن مفهوم جودة الأرباح يختلف تبعاً

لاختلاف مستخدمي القوائم المالية، حيث يرى المحللون الماليون ووسائل الاعلام المالية أن وجود بنود غير عادية في الأرباح الموضح عنها أو وجود نقص في الشفافية يؤدي إلى انخفاض جودة الأرباح، في حين يرى واضعو المعايير، والجهات التنظيمية، والمراجعين أن الأرباح تكون ذات جودة مرتفعة إذا تم قياسها والافصاح عنها بما يتفق مع المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، بينما يرى الدائنون أن الأرباح تكون ذات جودة مرتفعة إذا كان من السهل تحويلها إلى تدفقات نقدية. ومن جهة أخرى، يرى (Shin et al. (2018 أن التعريف المفاهيمي لجودة الأرباح يركز على مدى الدقة التي تعكس بها الأرباح المحاسبية المعلومات عن التدفقات النقدية المتوقعة. إذ أنه عندما تكون الأرباح ذات جودة مرتفعة فإنها تكون أكثر تمثيلاً للتدفقات النقدية المستقبلية. ويعني هذا أن جودة الأرباح المرتفعة تُسهل من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية من خلال المعلومات المحاسبية. ويتفق هذا التعريف مع المفهوم الذي قدمته دراسة (Dechow and Dichev (2002 والذي أوضح أن جودة الأرباح تساعد في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية. وكلما كانت الأرباح أكثر جودة، كلما كانت أكثر تعبيراً عن التدفقات النقدية المستقبلية. ويستند المفهوم السابقان لجودة الأرباح على ما اشارت إليه دراسة (Sloan (1996 من أن الأرباح الأكثر جودة هي التي تعتمد على التدفقات النقدية أكثر من اعتمادها على المستحقات، نظراً لأن الادارة يمكنها استغلال المرونة المحاسبية في التلاعب برقم الربح من خلال المستحقات. ولذلك يشير العديد من الباحثين إلى جودة الأرباح بخلو الأرباح من ممارسات إدارة الأرباح (أحمد، ٢٠١٢؛ Francis et al., 2004 Dechow and Dichev, 2002). ومن ناحية اخرى، تشير دراسة (Dechow et al. (2010 إلى أن الأرباح تكون ذات جودة مرتفعة إذا كانت تقدم معلومات أكثر دقة عن الاداء المالي للشركة، بحيث تكون ملائمة لاتخاذ القرارات.

ونظراً لأنه يصعب قياس جودة الأرباح بصورة مباشرة، لذلك فإن هناك العديد من المؤشرات التي يمكن استخدامها لقياس جودة الأرباح، والتي بعضها مؤشرات محاسبية تعتمد على بيانات القوائم المالية، والبعض الاخر مؤشرات سوقية تعتمد على علاقة الأرباح بأسعار الاسهم. ونظراً لأن الافتراض الأساسي الذي تُبنى عليه المؤشرات السوقية هو افتراض كفاءة السوق، والذي يصعب تحقيقه في الواقع العملي، لذلك فإن المؤشرات المحاسبية كانت هي الأكثر تطبيقاً في العديد من الدراسات السابقة (Sun et al., 2012). وتعتمد بعض المؤشرات المحاسبية على مقياس مدى ثبات الأرباح، مثل نموذج Francis et

(2004).al، في حين أن أغلب المؤشرات المحاسبية لقياس جودة الارباح تعتمد على مؤشرات إدارة الارباح، حيث يمكن قياس جودة الارباح من خلال مدى خلو الارباح من ممارسات إدارة الارباح، والتي يتم اكتشافها سواء من خلال نماذج الاستحقاقات، والاستحقاقات الاختيارية مثل نموذج (1991) Jones أو نموذج Jones المعدل من قبل دراسة (1995) Dechow et al. ، ودراسة (2005) Kothari et al. ، أو نموذج (2002) Dechow and Dichev ، أو من خلال نماذج إدارة الارباح باستخدام الانشطة الحقيقية مثل نموذج (2006) Roychowdhury ، ونموذج (2008) Cohen et al. .

وقد تناول العديد من الدراسات السابقة تأثير جودة الارباح على النقدية المحتفظ بها في الشركات. وقد تنوعت تلك الدراسات في استخدامها لمؤشرات جودة الارباح ما بين جودة الاستحقاقات، والاستحقاقات الاختيارية، وإدارة الارباح باستخدام الانشطة الحقيقية. ومن الملاحظ أن أغلب تلك الدراسات قد تم اجراؤها في الدول المتقدمة، والقليل منها قد تم اجراؤه في الدول النامية أو الأقل تقدماً. وسوف نستعرض أهم تلك الدراسات بقليل من التفصيل.

فقد هدفت دراسة (2009) García-Teruel et al. إلى إختبار تأثير جودة الارباح على النقدية المحتفظ بها، واستخدمت الدراسة جودة الاستحقاقات كمؤشر لجودة الارباح. وباستخدام بيانات لعينة من الشركات الاسبانية عن الفترة من عام ١٩٩٥ حتى عام ٢٠٠١، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:-

١. تحتفظ الشركات ذات جودة الارباح المرتفعة بقدر أقل من النقدية مقارنة بالشركات ذات جودة الارباح المنخفضة، حيث تخفض جودة الارباح من عدم تماثل المعلومات بما يؤدي إلى وجود هيكل أصول أكثر كفاءة، ومن ثم تحتفظ الشركة بقدر أقل من النقدية نظراً لإمكانية حصولها على التمويل الخارجي من المقرضين بسهولة، وبتكلفة منخفضة.
٢. بالنسبة لتأثير المتغيرات الرقابية، فقد كان هناك علاقة ايجابية ومعنوية بين النقدية المحتفظ بها وكل من الديون طويلة الاجل، ومقدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية، في حين كان هناك علاقة عكسية ومعنوية بين النقدية المحتفظ بها وكل من الاقتراض من البنوك، والرفع المالي، والاصول السائلة الاخرى، في حين لم تكن هناك علاقة معنوية بين النقدية المحتفظ بها وكل من فرص النمو، وحجم الشركة.

أما دراسة (Sun et al. (2012) فقد ركزت على اختبار تأثير جودة الارباح على كل من مقدار وقيمة النقدية المحتفظ بها، وقد استخدمت الدراسة أربعة مقاييس لقياس جودة الارباح وهي جودة الاستحقاقات، والاستحقاقات الاختيارية، والاستحقاقات غير العادية، وتقلب الارباح. وباستخدام بيانات عينة من الشركات الامريكية الكبرى خلال الفترة من عام ١٩٨٠ إلى عام ٢٠٠٥، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:-

١. توجد علاقة عكسية بين جودة الارباح ومقدار النقدية المحتفظ بها، حيث يؤدي انخفاض جودة الارباح إلى زيادة مقدار النقدية المحتفظ بها.
٢. توجد علاقة ايجابية ومعنوية بين جودة الارباح وقيمة النقدية المحتفظ بها، حيث يؤدي انخفاض جودة الارباح إلى انخفاض قيمة النقدية المحتفظ بها.
٣. بالنسبة لتأثير المتغيرات الرقابية، فقد وجد أن هناك علاقة عكسية بين كل من حجم الشركة، وصافي رأس المال العامل، والانفاق الاستثماري، والرفع المالي، وتوزيعات الارباح والنقدية المحتفظ بها. في حين كان هناك علاقة ايجابية بين كل من نسبة القيمة السوقية للشركة إلى قيمتها الدفترية، والتدفق النقدي من الانشطة التشغيلية، ومصاريف البحوث والتطوير والنقدية المحتفظ بها.
٤. توجد علاقة ايجابية بين جودة الارباح وقيمة الشركة، حيث يؤدي انخفاض جودة الارباح إلى انخفاض قيمة الشركة. وقد فسرت الدراسة تلك النتيجة بأن الأثر السلبي لانخفاض جودة الارباح على قيمة النقدية المحتفظ بها، ومن ثم على قيمة الشركة يكون أكبر من الاثر الايجابي لانخفاض جودة الارباح على مقدار النقدية المحتفظ بها، ومن ثم على قيمة الشركة.

وتناولت دراسة (Hasanzadeh et al. (2012) تأثير جودة الارباح على مستوى النقدية المحتفظ بها في الشركات الايرانية. وقد تم قياس جودة الارباح من خلال مقياس ثبات الارباح، والذي تم قياسه باستخدام مؤشرين، وهما صافي الربح، والربح التشغيلي. وباستخدام بيانات عينة من الشركات غير المالية المدرجة ببورصة طهران للأوراق المالية خلال الفترة من عام ٢٠٠٣ إلى عام ٢٠١٠، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:-

١. أن جودة الارباح اعتماداً على صافي الربح كان لها تأثيراً عكسياً على النقدية المحتفظ بها، بما يعني أن الشركات ذات جودة الارباح المرتفعة تحتفظ بقدر أقل من النقدية، لأن

حملة الأسهم يتقون في الشركات التي لديها ثبات أعلى في الأرباح، وبالتالي لا تهتم بالاحتفاظ بقدر كبير من النقدية. بينما لم يكن لجودة الأرباح اعتماداً على الربح التشغيلي تأثيراً على النقدية المحتفظ بها.

٢. بالنسبة لتأثير المتغيرات الوسيطة، فقد وجدت الدراسة أن حجم الشركة ليس له تأثير على النقدية المحتفظ بها في الشركات ذات جودة الأرباح المرتفعة، في حين أن حجم الشركة له تأثير إيجابي ومعنوي على النقدية المحتفظ بها في الشركات ذات جودة الأرباح المنخفضة. ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات الكبيرة ذات جودة الأرباح المنخفضة تتجه للاحتفاظ بالنقدية بقدر أكبر من الشركات الصغيرة. أما بالنسبة لنمو المبيعات، فقد توصلت الدراسة إلى أنه ليس له تأثير إيجابي ومعنوي على النقدية المحتفظ بها في الشركات ذات جودة الأرباح المنخفضة، في حين كان له تأثير عكسي ومعنوي على النقدية المحتفظ بها في الشركات ذات جودة الأرباح المرتفعة. أما بالنسبة للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، فقد وجدت الدراسة أن لها تأثير إيجابي ومعنوي على النقدية المحتفظ بها في جميع الشركات سواء ذات جودة الأرباح المنخفضة أو المنخفضة، حيث تفضل الشركات ذات التدفقات النقدية المرتفعة الاعتماد على مواردها الذاتية الداخلية بدلاً من الاعتماد على التمويل الخارجي.

أما دراسة (Mokhtari et al. (2012) فقد ركزت على اختبار تأثير جودة الاستحقاقات كمؤشر لجودة الأرباح على مقدار النقدية المحتفظ بها في الشركات الإيرانية. وباستخدام بيانات عينة من الشركات الإيرانية المدرجة ببورصة طهران عن الفترة من عام ٢٠٠٣ إلى عام ٢٠٠٩، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية :-

١. توجد علاقة عكسية ومعنوية بين جودة الاستحقاقات ومقدار النقدية المحتفظ بها، حيث يؤدي انخفاض جودة الاستحقاقات إلى زيادة مقدار النقدية المحتفظ بها.
٢. بالنسبة لتأثير كل من جودة الاستحقاقات الاختيارية، وغير الاختيارية على مقدار النقدية المحتفظ بها، فقد وجدت الدراسة أن هناك علاقة عكسية ومعنوية بين جودة الاستحقاقات غير الاختيارية ومقدار النقدية المحتفظ بها، بينما لا يوجد تأثير لجودة الاستحقاقات الاختيارية على مقدار النقدية المحتفظ بها، ويعني هذا أن المديرين لا يؤثرون على النقدية المحتفظ بها من خلال الاختيارات المحاسبية أو السلوك الانتهازي.

٣. بالنسبة للمتغيرات الرقابية، فقد وجد أن هناك علاقة ايجابية ومعنوية بين مقدار النقدية المحتفظ بها وكل من حجم الشركة، والاقتراض من البنوك، وتكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقدية، في حين لا توجد علاقة معنوية بين النقدية المحتفظ بها وكل من الرفع المالي، والقدرة على توليد تدفقات نقدية، وتوزيعات الارباح، وهيكل استحقاق الديون، والعسر المالي.

وفي دراسة مشابهة لدراسة (Mokhtari et al. (2012)، فقد هدفت دراسة Taghavi and Javanmard (2013) إلى اختبار تأثير جودة الاستحقاقات كمؤشر لإدارة الارباح على النقدية المحتفظ بها في الشركات الايرانية. وباستخدام بيانات عينة من الشركات الايرانية المدرجة ببورصة طهران عن الفترة من عام ٢٠٠١ إلى عام ٢٠١١، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية :-

١. توجد علاقة عكسية ومعنوية بين جودة الاستحقاقات ومقدار النقدية المحتفظ بها، حيث يؤدي انخفاض جودة الاستحقاقات إلى زيادة مقدار النقدية المحتفظ بها. ذلك لان زيادة الجودة تقلل من عدم تماثل المعلومات بما يؤدي إلى هيكل أكثر كفاءة للأصول ومستوى أقل من النقدية.

٢. بالنسبة للمتغيرات الرقابية، فقد كانت هناك علاقة ايجابية ومعنوية بين مقدار النقدية المحتفظ بها وكل من حجم الشركة، والعسر المالي، في حين كانت هناك علاقة عكسية ومعنوية بين مقدار النقدية المحتفظ بها وكل من الاصول السائلة، والاقتراض من البنوك. بينما لم توجد علاقة معنوية بين النقدية المحتفظ بها وكل من الرفع المالي، والقدرة على توليد تدفقات نقدية، وتوزيعات الارباح وهيكل استحقاق الديون، وفرص النمو، وتكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقدية.

ولاختبار تأثير جودة الارباح على النقدية المحتفظ بها في بيئة الأعمال المصرية، اعتمدت دراسة بلال (٢٠١٧) على بيانات عينة من الشركات المدرجة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٣ إلى عام ٢٠١٥، وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:-

١. توجد علاقة عكسية ومعنوية بين جودة الأرباح مقاسة بالاستحقاقات الاختيارية ومقدار النقدية المحتفظ بها، حيث يؤدي انخفاض جودة الارباح إلى زيادة مقدار النقدية المحتفظ

بها. وبتصنيف شركات العينة إلى شركات ذات استحقاقات اختيارية موجبة، وأخرى ذات استحقاقات سالبة، وإجراء التحليل عليها، توصلت الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة عكسية ومعنوية بين جودة الأرباح، ومقدار النقدية المحتفظ بها سواء في الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية الموجبة أو السالبة.

٢. بالنسبة للمتغيرات الرقابية، فقد وجد أن هناك علاقة ايجابية ومعنوية بين مقدار النقدية المحتفظ بها وكل من ربحية الشركة، والندفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، والتوزيعات النقدية. في حين كانت هناك علاقة عكسية ومعنوية بين مقدار النقدية المحتفظ بها وحجم الشركة، بينما لا توجد علاقة معنوية بين النقدية المحتفظ بها والرفع المالي.

وباستخدام إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية كمؤشر لجودة الأرباح، فقد ركزت دراسة (Greiner 2017) على اختبار تأثير إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية على الاحتفاظ بالنقدية، وبصورة أكثر تحديداً، فقد ركزت الدراسة على تأثير التخفيضات في المصروفات الاختيارية (مثل مصروفات الدعاية والاعلان، ومصروفات البحوث والتطوير) كإحدى آليات إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية على الاحتفاظ بالنقدية. كما اختبرت الدراسة أيضاً تأثير إدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات على النقدية المحتفظ بها. وباستخدام بيانات عينة من الشركات الأمريكية عن الفترة من عام ١٩٨٧ إلى عام ٢٠١٤ ، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:-

١. توجد علاقة ايجابية ومعنوية بين إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية والاحتفاظ بالنقدية، ويعني هذا أن التخفيض في المصروفات الاختيارية وما يتبعه من زيادة في الدخل يرتبط بصورة معنوية مع زيادة النقدية المحتفظ بها لمقابلة النفقات التشغيلية والاستثمارية.

٢. تكون العلاقة بين التخفيض في المصروفات الاختيارية والزيادة في النقدية المحتفظ بها أقوى في الشركات ذات نظام الحوكمة الضعيف مقارنة بالشركات ذات نظام الحوكمة القوي، بما يشير إلى أن جودة الحوكمة تحد من الآثار غير المرغوبة لإدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية.

٣. تنفق الشركات التي تقوم بالإدارة الحقيقية للأرباح من خلال تخفيض المصروفات الاختيارية ولديها نظام حوكمة ضعيف قدراً أكبر من النقدية على قرارات الاستثمارات،

والتي غالباً قد لا تتسم بالكفاءة، ولكنها تحقق المصالح الذاتية للمديرين مقارنة بالشركات ذات نظام الحوكمة الجيد. ويشير ذلك إلى دور الحوكمة في الحد من السلوك الانتهازي للمديرين.

٤. توجد علاقة عكسية ومعنوية بين الاستحقاقات الاختيارية كمقياس عكسي لجودة الارباح والنقدية المحتفظ بها، أي أن زيادة جودة الارباح تؤدي إلى زيادة النقدية المحتفظ بها.

ومن ناحية أخرى، فقد تناولت دراسة (Chang et al. (2018 تأثير إدارة الارباح من خلال الانشطة الحقيقية على قيمة النقدية المحتفظ بها من منظورين، هما منظور عدم تماثل المعلومات والذي يفترض أن العلاقة بين إدارة الارباح من خلال الانشطة الحقيقية وقيمة النقدية المحتفظ بها علاقة ايجابية؛ حيث تستخدم الشركة إدارة الارباح الحقيقية لتخفيض عدم تماثل المعلومات وإرسال إشارات موجبة لأطراف الخارجية بشأن الاداء المستقبلي للشركة، ومن ثم تحتفظ بالنقدية اللازمة لتوفير التمويل لفرص الاستثمار المستقبلية. أما المنظور الثاني فهو منظور الوكالة، والذي يفترض أن العلاقة بين إدارة الارباح من خلال الانشطة الحقيقية وقيمة النقدية المحتفظ بها علاقة عكسية؛ حيث تستخدم الشركة إدارة الارباح الحقيقية لتحقيق منافع خاصة على حساب حملة الاسهم. كما اختبرت الدراسة أيضاً تأثير إدارة الارباح من خلال الاستحقاقات على مقدار وقيمة النقدية المحتفظ بها. وباستخدام بيانات عينة من الشركات الامريكية خلال الفترة من عام ١٩٨٩ إلى عام ٢٠١٤، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:-

١. أن إدارة الارباح من خلال الانشطة الحقيقية كان لها تأثير عكسي ومعنوي على قيمة النقدية المحتفظ بها. أي أن إدارة الارباح من خلال الانشطة الحقيقية تخفض من القيمة الحدية للنقدية المحتفظ بها، وهو ما يدعم منظور الوكالة عن منظور عدم تماثل المعلومات.

٢. أن إدارة الارباح من خلال الانشطة الحقيقية كان لها تأثير عكسي ومعنوي على قيمة النقدية المحتفظ بها في الشركات التي لديها فائض نقدي مقارنة بالشركات التي ليس لديها فائض نقدي، وكذلك في الشركات التي تعاني من قيود مالية مقارنة بالشركات التي لا تعاني من قيود مالية.

٣. لا تؤثر إدارة الارباح من خلال الاستحقاقات على مقدار النقدية المحتفظ بها، أو على قيمة النقدية المحتفظ بها.

أما دراسة (Derouiche et al. (2018) فقد ركزت على اختبار تأثير جودة الاستحقاقات والقيود المالية على النقدية المحتفظ بها في الشركات الفرنسية، وباستخدام بيانات عينة من الشركات الفرنسية المدرجة ببورصة يورونكست باريس Euronext Paris عن الفترة من عام ٢٠٠٠ إلى عام ٢٠١٥، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:-

١. أن النقدية المحتفظ بها مكون هام من مكونات الأصول في الشركات الفرنسية. كما ان الاحتفاظ بالنقدية يتأثر بالقطاع الصناعي الذي تنتمي اليه الشركة، حيث كان قطاع صناعة الادوية هو الأعلى في الاحتفاظ بالنقدية نظراً لزيادة مصاريف البحوث والتطوير في شركات ذلك القطاع.

٢. توجد علاقة ايجابية ومعنوية بين الاستحقاقات الاختيارية والاحتفاظ بالنقدية، بما يعني أن الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية المرتفعة (ذات جودة الأرباح المنخفضة) تحتفظ بقدر أكبر من النقدية.

٣. بالنسبة للمتغيرات الرقابية، وجدت الدراسة أن هناك علاقة ايجابية ومعنوية بين النقدية المحتفظ بها وكل من مصاريف البحوث والتطوير، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (فرص النمو). كما كان هناك علاقة عكسية ومعنوية بين النقدية المحتفظ بها وكل من الانفاق الاستثماري، وصافي رأس المال العامل، ونسبة الرفع المالي. أما باقي المتغيرات، وهي توزيعات الأرباح، وحجم الشركة، والتدفقات النقدية الحرة فوجدت الدراسة أنها غير معنوية.

٤. فيما يخص دور القيود المالية في علاقة جودة الأرباح بالنقدية المحتفظ بها، فقد وجدت الدراسة أن الشركات ذات جودة الأرباح المنخفضة والمقيدة مالياً تحتفظ بقدر أكبر من النقدية مقارنة بالشركات ذات جودة الأرباح المنخفضة وغير مقيدة مالياً، حيث تزيد القيود المالية من درجة عدم التماثل الناتجة عن انخفاض جودة الأرباح.

واهتمت دراسة (Farinha et al.(2018) باختبار تأثير جودة الأرباح على النقدية المحتفظ بها في الشركات البريطانية، وما إذا كانت تلك العلاقة سوف تختلف بين الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الرئيسي، وتلك المدرجة في سوق الأوراق المالية الموازي، بالإضافة إلى ما إذا كانت تلك العلاقة تختلف أيضاً بين الشركات التي تحقق ربحاً وتلك التي تحقق خسارة. وباستخدام بيانات عينة من الشركات المدرجة في السوق الرئيسي وفي

السوق الموازي عن الفترة من عام ١٩٩٨ حتى عام ٢٠١٥، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:-

١. أن جودة الارباح كان لها تأثير عكسي ومعنوي على النقدية المحتفظ بها في الشركات سواء المدرجة في السوق الرئيسي أو في السوق الموازي، ولكن كان تأثير جودة الارباح على الاحتفاظ بالنقدية في السوق الرئيسي أكبر من تأثيرها في السوق الموازي. ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات التي تعمل في السوق الموازي تحتفظ بأرصدة نقدية أكبر من الشركات التي تعمل في السوق الرئيسي بصفة عامة، نظراً لانخفاض مقدرة الشركات المدرجة في السوق الموازي في الحصول على التمويل من المصادر الخارجية، مما يُضعف من تأثير جودة الارباح على النقدية المحتفظ بها.

٢. أن جودة الارباح كان لها تأثير عكسي ومعنوي على النقدية المحتفظ بها في الشركات التي تحقق أرباحاً، وليس لها تأثير معنوي على النقدية المحتفظ بها في الشركات التي تحقق خسائر، وذلك على مستوى جميع الشركات في السوقين معاً. وبمقارنة النتائج بين الشركات المدرجة في السوق الرئيسي مع تلك المدرجة في السوق الموازي وجدت الدراسة أن النتائج تسير في نفس الاتجاه.

٣. بالنسبة للمتغيرات الرقابية، فقد وجدت الدراسة أن هناك علاقة ايجابية ومعنوية بين النقدية المحتفظ بها وكل من مصاريف البحوث والتطوير، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (فرص النمو). في حين كان هناك علاقة عكسية ومعنوية بين النقدية المحتفظ بها وكل من توزيعات الارباح، وحجم الشركة، والتدفقات النقدية الحرة، والاصول السائلة الاخرى، وخطر التعثر المالي.

ومن جهة أخرى فقد ركزت دراسة Shin et al. (2018) على اختبار تأثير جودة الارباح على النقدية المحتفظ بها، وتأثير ذلك على قيمة الشركة، وباستخدام بيانات عينة من الشركات الكورية المدرجة ببورصة الاوراق المالية عن الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٤، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:-

١. تحتفظ الشركات ذات جودة الارباح المنخفضة بقدر أكبر من النقدية حتى تستطيع تمويل مشروعاتها الاستثمارية. وقد فسرت الدراسة تأثير انخفاض جودة الارباح على زيادة النقدية المحتفظ بها من خلال زيادة عدم تماثل المعلومات.

٢. يؤدي زيادة النقدية المحتفظ بها إلى انخفاض قيمة الشركة، نظراً لأن حملة الاسهم يفترضون ان الادارة تسيئ استخدام الفائض النقدي من خلال تحقيق منافع خاصة على حساب مصلحة حملة الاسهم. كما أن انخفاض جودة الأرباح يُفاقم من مشكلة عدم تماثل المعلومات ويؤدي إلى تقييم خاطئ لأسعار أسهم الشركة مما يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة.

٣. أن التداخل بين جودة الأرباح والنقدية الزائدة المحتفظ بها كان له تأثير عكسي على قيمة الشركة، بما يشير إلى أن التأثير العكسي للنقدية المحتفظ بها على قيمة الشركة يكون أكبر في الشركات ذات جودة الأرباح المنخفضة مقارنة بالشركات ذات جودة الأرباح المرتفعة.

٤. بالنسبة للمتغيرات الرقابية، فقد وجد أن هناك علاقة عكسية ومعنوية بين النقدية المحتفظ بها وكل من حجم الشركة، والرفع المالي، وتوزيعات الأرباح، والانفاق الاستثماري، وصافي رأس المال العامل. بينما كان هناك علاقة ايجابية ومعنوية بين النقدية المحتفظ بها والتدفقات النقدية من الانشطة الاستثمارية والتمويلية.

### ٦-٣ الدراسات التي تناولت الشركات العائلية والنقدية المحتفظ بها

تقوم الشركات العائلية بدور هام في دعم الاقتصاد العالمي بصفة عامة، والاقتصاد المصري بصفة خاصة، حيث تحتل الشركات العائلية مكانة كبيرة في اقتصاديات العديد من دول العالم. كما تُعد الشركات العائلية المصدر الرئيسي للنتائج المحلي الاجمالي، وتوفير فرص العمل في العديد من دول العالم. فقد أسهمت الشركات العائلية الأمريكية، على سبيل المثال، في تحقيق ما بين ٤٠% إلى ٦٠% من الناتج المحلي الإجمالي، وتوفير حوالي ٨٠% من الوظائف خلال العقدين الاخيرين (زيدان، ٢٠١١). كما أن العديد من الشركات الكبيرة والهامة في المجتمع كانت في الأصل شركات عائلية. وعلى الرغم من أهمية الشركات العائلية، إلا أنه لا يوجد تعريف علمي محدد لها، وأن أغلب التعريفات المتداولة ما هي إلا اجتهادات من الباحثين. إذ يرى علي وشحاته (٢٠١٧) أن هناك مدخلين لتحديد الشركات العائلية وهما ؛ الملكية و/ أو الإدارة، وأن الدراسات السابقة تختلف فيما بينها حول نسبة ملكية العائلة أو عدد أفراد العائلة المشاركين في إدارة الشركة. في حين تشير دراسة المليجي (٢٠١٠) إلى أنه يمكن النظر إلى الشركات العائلية من منظورين؛ المنظور الأول، وهو المنظور الضيق، والذي يُعرف الشركات العائلية بأنها الشركات المملوكة والتي يتم

إدارتها من خلال المؤسسين أو عائلاتهم، حيث تكون غالبية الاسهم مملوكة للعائلة المسيطرة. أما المنظور الثاني، فهو المنظور الواسع، والذي يُعرف الشركات العائلية بأنها تلك التي تتسم بتأثير جوهري لأعضاء العائلة بصورة لا تتناسب مع الاسهم المملوكة لهم، وبالتالي يتم السيطرة على تلك الشركات من خلال الملكية، أو الادارة، أو كلاهما.

ويرى (Cheng 2014) أن هناك شكلين من تعارض المصالح في الشركات العائلية، أولهما وهو تعارض المصالح التقليدي بين حملة الاسهم والادارة. وهذا الشكل يكون محدوداً في الشركات العائلية نظراً لأنه غالباً ما تكون العائلة المالكة مسيطرة على مجلس الادارة سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة. أما الشكل الثاني من تعارض المصالح فهو تعارض المصالح بين الاكثريه والاقلييه من حملة الاسهم، حيث تحاول الاكثريه من حملة الأسهم تحقيق مصالحها الخاصة على حساب مصالح الاقلييه. ويظهر هذا النوع من تعارض المصالح بصورة واضحة في الشركات العائلية.

ونظراً لأن الشركات العائلية تختلف عن الشركات غير العائلية من حيث هيكل الملكية والادارة، والأهداف، ومشاكل الوكالة لذلك فإنه يتوقع أن يختلف الاحتفاظ بالنقدية بين الشركات العائلية وغير العائلية، وهذا ما دفع الباحثين إلى التركيز على هيكل الملكية العائلية كأحد محددات الاحتفاظ بالنقدية في الشركات، ودراسة تأثير الشركات العائلية على مقدار النقدية المحتفظ بها. ومن الملاحظ أن أغلب تلك الدراسات قد أُجريت في الدول المتقدمة، والقليل منها قد تم إجراؤه في الدول النامية أو الأقل تقدماً، وسوف نستعرض أهم تلك الدراسات بقليل من التفصيل.

فقد هدفت دراسة (Liu 2011) إلى اختبار تأثير الملكية العائلية على الاحتفاظ بالنقدية، ومحددات تلك العلاقة، وكيفية تأثير الملكية العائلية على قيمة النقدية المحتفظ بها. وباستخدام بيانات عينة من الشركات الامريكية خلال الفترة من عام ١٩٩٩ إلى عام ٢٠٠٤، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:-

١. أن الملكية العائلية لها تأثير عكسي ومعنوي على الاحتفاظ بالنقدية، حيث تحتفظ الشركات العائلية بقدر من النقدية أقل من الشركات غير العائلية. وقد قدمت الدراسة تفسيرين للعلاقة العكسية: التفسير الاول وهو افتراض التجنب، والذي يعتمد على أن أفراد العائلة يكون لديهم حافز لتجنب وجود فائض نقدي حتى لا يلفت انتباه باقي

المساهمين ويطالبون بتوزيعات أرباح. أما التفسير الثاني فهو افتراض الانفاق، والذي يعتمد على أن أفراد العائلة وخاصة المؤسس يقوم بإنفاق أي مبالغ زائدة بصورة فورية في أنشطة ومشروعات تعود بالنفع على العائلة، وقد لا تعود بالنفع على باقي حملة الاسهم.

٢. بالنسبة لتأثير حجم الشركة على علاقة الملكية العائلية بالنقدية المحتفظ، وجدت الدراسة أن الشركات العائلية سواء الصغيرة أو الكبيرة تحتفظ بقدر من النقدية أقل من الشركات غير العائلية.

٣. بالنسبة لتأثير عمر الشركة على علاقة الملكية العائلية بالنقدية المحتفظ، وجدت الدراسة أن الشركات العائلية سواء الناشئة أو القديمة تحتفظ بقدر من النقدية أقل من الشركات غير العائلية.

٤. بالنسبة لتأثير الملكية العائلية على قيمة النقدية المحتفظ بها من منظور حملة الاسهم؛ حيث يعطي حملة الاسهم قيمة حدية مرتفعة للنقدية المحتفظ بها في ظل افتراض التجنب، لانهم يتوقعون أن النقدية المحتفظ بها سوف تعود عليهم بالنفع من خلال توزيعات الارباح، بينما يعطى حملة الاسهم قيمة حدية منخفضة للنقدية المحتفظ بها في ظل افتراض الانفاق، لأنهم يتوقعون أن النقدية المحتفظ بها سوف يتم انفاقها في مشروعات تحقق النفع لأفراد العائلة وقد لا تعود بالنفع عليهم. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الملكية العائلية والقيمة الحدية للتدفقات النقدية، وبالتالي فإن النتائج كانت أكثر اتساقاً مع افتراض الانفاق، بما يشير إلى أن الشركات العائلية تقوم بإنفاق النقدية الزائدة بصورة سريعة.

وتناولت دراسة (Steijversa and Niskanen (2013) تأثير إدارة الشركات العائلية على الاحتفاظ بالنقدية، وكيف أن اختلاف طبيعة هيكل الملكية (مشتتة أو مركزة) يمكن أن يتوسط تأثير إدارة الشركة العائلية على الاحتفاظ بالنقدية من منظور نظرية الوكالة. وباستخدام بيانات عينة من الشركات العائلية الامريكية الخاصة غير المدرجة في سوق الاوراق المالية، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية :-

١. يحتفظ المدير التنفيذي من الجيل الثالث (الاحفاد) بقدر أكبر من النقدية مقارنة بأن يكون المدير التنفيذي هو المؤسس، وذلك لزيادة تعارض المصالح المحتمل بين المدير وحملة الاسهم. إذ يضع المدير التنفيذي مصلحة أسرته الصغيرة قبل مصلحة

العائلة، بالإضافة إلى زيادة تعارض المصالح المحتمل بين حملة الاسهم والمقرضين، حيث أن المقرضين وبصفة خاصة البنوك يرون أن الحفيد أقل تأهيلاً وأنه قد حصل على منصب المدير التنفيذي من خلال العلاقات العائلية مما يؤدي إلى شروط إقراض غير ملائمة، ومن ثم يحتفظ المدير التنفيذي بقدر أكبر من النقدية.

٢. يكون التأثير الايجابي للمدير التنفيذي من الجيل الثالث (الاحفاد) على الاحتفاظ بالنقدية أكبر في حالة زيادة تركيز الملكية سواء من خلال مقياس عدد الملاك، أو نسبة الملكية.

٣. يحتفظ المدير التنفيذي من خارج العائلة بقدر أكبر من النقدية مقارنة بالمدير التنفيذي من العائلة. ويمكن تفسير ذلك بأن تأثير زيادة التعارض بين حملة الاسهم والمدير التنفيذي (نظراً لعدم اتساق المصالح بين حملة الاسهم والمدير التنفيذي من خارج العائلة) تفوق انخفاض التعارض بين حملة الاسهم والمقرضين (لان البنوك ترى أن المدير من خارج العائلة يكون أكثر مهنية)، ولذلك يحتفظ المدير التنفيذي بقدر أكبر من النقدية حتى يستطيع الاستثمار في الفرص الاستثمارية المتاحة دون اللجوء لمصادر التمويل الخارجية مع تجنب تكاليف التمويل المرتفعة.

٤. يكون التأثير الايجابي للمدير التنفيذي من خارج العائلة على الاحتفاظ بالنقدية أكبر في حالة زيادة تركيز الملكية سواء من خلال مقياس عدد الملاك أو نسبة الملكية.

٥. بالنسبة لتأثير المتغيرات الرقابية، فقد وجدت الدراسة أن حجم الشركة، والاصول السائلة، والعسر المالي، وعلاقات الشركة بالمؤسسات المالية أو البنوك لها تأثير عكسي ومعنوي على الاحتفاظ بالنقدية. في حين أن الاقتراض أو الرفع المالي له تأثير معنوي غير خطي، حيث في البداية يكون الاقتراض بديلاً للنقدية، وبالتالي تحتفظ الشركة بقدر أقل من النقدية، ثم بعد ذلك عند المستويات المرتفعة من الاقتراض يصعب الحصول على تمويل إضافي من خلال الاقتراض، وبالتالي تزيد الشركة من النقدية المحتفظ بها. أما فرص النمو فلم يكن لها تأثير معنوي على الاحتفاظ بالنقدية.

أما دراسة (Portal and Basso (2015) فقد ركزت على اختبار تأثير الشركات العائلية على أداء الشركات، وعلى سياساتها المالية من خلال تأثيرها على كل من الهيكل المالي

للشركة، والاحتفاظ بالنقدية، وتوزيعات الارباح. وقد فرقت الدراسة بين ثلاثة أنماط للشركات العائلية اعتماداً على مدى سيطرة وتدخل العائلة في إدارة الشركة، وهي، السيطرة العائلية؛ وذلك عندما يكون شخص أو مجموعة من الأشخاص من عائلة واحدة ويمتلكون ٥٠% أو أكثر من الاسهم التي لها حق التصويت، والادارة العائلية؛ حيث يكون أحد أفراد العائلة هو المدير التنفيذي للشركة، أو رئيس مجلس الإدارة، وأخيراً الادارة العائلية بواسطة المؤسس؛ وذلك عندما يكون المؤسس هو المدير التنفيذي أو رئيس مجلس الادارة. وباستخدام بيانات عينة من الشركات العائلية وغير العائلية البرازيلية عن الفترة من عام ٢٠٠٥ إلى عام ٢٠١٢، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:-

١. أن السيطرة العائلية والادارة العائلية للشركات يكون لهما تأثير عكسي على الأداء، بينما يتوقف تأثيرهما على السياسات المالية، على طبيعة العلاقات العائلية، ومدى تدخل أفراد العائلة في الادارة، حيث يكون للسيطرة العائلية تأثيراً إيجابياً على مقدار النقدية المحتفظ بها، وتأثيراً عكسياً على مقدار القروض طويلة الأجل، وليس لها تأثير على توزيعات الأرباح، ويعني هذا أن السيطرة العائلية تجعل ادارة الشركة أكثر تجنباً للمخاطر المالية للحفاظ على سيطرة العائلة على الشركة. أما الادارة العائلية فلها تأثير عكسي على مقدار النقدية المحتفظ بها، وتأثير إيجابي على مقدار القروض طويلة الأجل، وتوزيعات الارباح.

٢. أن إدارة الشركة بواسطة مؤسسها يكون لها تأثير إيجابي على مقدار القروض طويلة الأجل، وتأثير عكسي على توزيعات الارباح، وليس لها تأثير على مقدار النقدية المحتفظ بها. أي أن إدارة الشركة العائلية بواسطة المؤسس يجعلها أكثر تقبلاً للمخاطر المالية.

وعلى الجانب الاخر فقد تناولت دراسة (Liu et al. (2015) تأثير الملكية العائلية على النقدية المحتفظ بها من بُعد آخر، ألا وهو تعارض المصالح بين الاكثريّة المسيطرة والأقلية من حملة الأسهم، وكيف يؤثر ذلك التعارض على مقدار النقدية المحتفظ بها. وباستخدام بيانات عينة من الشركات الخاصة العائلية وغير العائلية المدرجة في بورصتي شنغهاي وشينزن خلال الفترة من عام ٢٠٠٤ إلى عام ٢٠١١، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:-

١. تحتفظ الشركات ذات السيطرة العائلية المرتفعة بقدر أكبر من النقدية مقارنة بالشركات غير العائلية. وقد فسرت الدراسة ذلك بأن الفئة المسيطرة لا تستخدم تلك النقدية الزائدة في الاستثمار أو توزيعات الارباح، ولكن تستخدمها لتحقيق منافع خاصة للمسيطرين من خلال معاملات جانبية مثل القروض الداخلية. كما أن دوافع حملة الاسهم المسيطرين للاحتفاظ بالنقدية بهدف تحويلها إليهم تعتمد على مدى تعارض المصالح، ومدى حدة مشاكل الوكالة بين حملة الاسهم المسيطرين والاقلية من حملة الاسهم، والتي انخفضت بصورة كبيرة بعد التعديلات الاخيرة التي طبقتها الصين، وسمحت بتداول أسهم المسيطرين، بما أدى إلى وجود توافق في المصالح بين حملة الاسهم المسيطرين والاقلية، والتي انعكست على تخفيض العلاقة الايجابية بين زيادة حقوق السيطرة والاحتفاظ بالنقدية.

٢. تتفاوت قوة العلاقة بين حقوق السيطرة والنقدية المحتفظ بها بين الشركات تبعاً للعلاقات السياسية والاجتماعية للمؤسس، فضلاً عن مدى تدخل المؤسس في ادارة الشركة. إذ توصلت الدراسة إلى أن العلاقة الايجابية تكون أضعف في حالة إذا كان المؤسس عضواً في الغرفة التجارية، نظراً لأنه يحاول الحفاظ على علاقاته ومكانته الاجتماعية. وعلى النقيض من ذلك، تكون العلاقة الايجابية أقوى في حالة إذا كان المؤسس له علاقات سياسية (نظراً لان تلك العلاقات تقلل من احتمال تعرضه للمساءلة القانونية)، أو في حالة تدخله في الادارة بصورة كبيرة، نظراً لزيادة حدة تعارض المصالح، وزيادة مشاكل الوكالة.

واستهدفت دراسة (Boubaker et al. (2015) إختبار تأثير السيطرة العائلية على قيمة النقدية المحتفظ بها، وباستخدام بيانات عينة من الشركات الفرنسية المدرجة ببورصة الاوراق المالية خلال الفترة من عام ١٩٩٨ إلى عام ٢٠٠٧. وقد توصلت الدراسة إلى أن المستثمرين يُقيمون النقدية المحتفظ بها في الشركات العائلية بصورة أقل مقارنة بالشركات غير العائلية، وهو ما يشير إلى قلق المستثمرين من سوء استخدام النقدية الزائدة من قبل الاسرة المسيطرة على الشركة. كما أن تقييم النقدية المحتفظ بها يكون أقل عندما يكون أفراد العائلة المسيطرين متواجدين في الادارة، ويحاولون إحكام سيطرتهم على الشركة حيث لا يتوقع المستثمرون كفاءة استخدام النقدية.

وقد ركزت دراسة (Sheikh and Khan (2015) على اختبار تأثير خصائص مجلس الادارة والملكية العائلية على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات غير المالية المدرجة بسوق الاوراق المالية الباكستاني، وباستخدام بيانات عينة من الشركات المدرجة في بورصة كراتشي خلال الفترة من عام ٢٠٠٨ إلى عام ٢٠١٢، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:-

١. ترتبط خصائص مجلس الادارة مثل الدور المزدوج للمدير التنفيذي، وحجم مجلس الادارة، واستقلال اعضاء مجلس الادارة بصورة عكسية مع النقدية المحتفظ بها، ولكن استقلال اعضاء مجلس الادارة هو المتغير الوحيد المعنوي. ويشير ذلك إلى ان المديرين المستقلين في مجلس الادارة يضغطون على المديرين التنفيذيين للاحتفاظ بالنقدية لدعم عملياتهم اليومية، ولتلبية مطالبهم التعاقدية في الوقت المناسب لتجنب مشاكل نقص السيولة النقدية.
٢. ترتبط الملكية العائلية بصورة عكسية ومعنوية بالاحتفاظ بالنقدية ويعني هذا أن الشركات العائلية تحتفظ فقط بالقدر الضروري من النقدية اللازمة لاحتياجاتها التشغيلية، بينما ترتبط الملكية غير العائلية بصورة ايجابية ومعنوية مع الاحتفاظ بالنقدية، وهو ما يعني أن الشركات غير العائلية تفضل الاحتفاظ بقدر كبير من النقدية للاستفادة من أي فرص استثمارية قد تظهر في المستقبل.

ولاختبار تأثير السيطرة العائلية على الاحتفاظ بالنقدية في دول أوروبا الغربية، وكيفية تأثير تقلبات الارباح، وتقلبات التدفقات النقدية، والقيود المالية على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات العائلية، فقد اعتمدت دراسة (Durán et al. (2016) على بيانات عينة من الشركات العائلية وغير العائلية في عدة دول من أوروبا الغربية خلال الفترة من عام ٢٠٠٠ إلى عام ٢٠٠٩، وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:-

١. يكون للسيطرة العائلية تأثير إيجابي ومعنوي على النقدية المحتفظ بها. أي أن الشركات العائلية تحتفظ بقدر من النقدية أكبر من الشركات غير العائلية، ويدعم هذا دافع التحوط للاحتفاظ بالنقدية، حيث أن الشركات العائلية غالباً ما تكون متجنبه للخطر، ومن ثم فإنها تحتفظ بقدر أكبر من النقدية حتى تتجنب مشاكل السيولة المستقبلية، ولضمان الحفاظ على السيطرة العائلية على الشركة للأجيال القادمة.

٢. تكون النقدية المحتفظ بها في الشركات العائلية أقل حساسية لتقلبات التدفق النقدي مقارنة بالشركات غير العائلية. ويرجع ذلك إلى أن مخاطر تقلبات التدفق النقدي يتم أخذها في الحسبان في القرارات التشغيلية في الشركات العائلية، بالإضافة إلى أن الشركات العائلية غالباً ما تعمل في صناعات ذات تقلبات محدودة.

٣. يكون تأثير القيود المالية على الاحتفاظ بالنقدية إيجابياً سواء في الشركات العائلية أو غير العائلية. ولكن النقدية المحتفظ بها في الشركات العائلية تكون أكثر تأثراً بالقيود المالية. أي أن الشركات العائلية التي تعاني من القيود المالية تحتفظ بنقدية أكبر من الشركات غير العائلية التي تعاني من القيود المالية. وقد أرجعت الدراسة ذلك إلى أن الشركات العائلية لا تفضل الحصول على تمويل خارجي، ومن ثم فإن الاحتفاظ بالنقدية يعتبر سياسة استراتيجية أكثر من اعتباره أداة لمقابلة العجز المستقبلي في السيولة. كما أن الشركات العائلية غالباً ما تكون صغيرة الحجم، وبالتالي تعاني من صعوبة التمويل الخارجي من خلال الاقتراض.

ومن ناحية أخرى فقد تناولت دراسة (Lozano and Durán (2017) العلاقة بين السيطرة العائلية والسيولة، وما إذا كانت السيطرة العائلية تزيد أو تخفض من سرعة وكفاءة الوصول للمستوى الأمثل من النقدية مقارنة بالشركات غير العائلية. كما تناولت الدراسة أيضاً تحديد ما إذا كان عمر الشركة، والقيود المالية، وحماية المستثمر ذات تأثير على تلك العلاقة. وباستخدام بيانات عينة من الشركات العائلية وغير العائلية في ١٦ دولة أوروبية عن الفترة من عام ٢٠٠٠ إلى عام ٢٠٠٩، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:-

١. يكون لدى الشركات العائلية مستوى مستهدف من النقدية بصفة عامة أعلى من الشركات غير العائلية. كما أن سرعة وصول الشركات العائلية إلى المستوى الأمثل للنقدية تكون أكبر من الشركات غير العائلية، نظراً لاتجاه ادارة الشركات العائلية لتجنب المخاطر. ولذلك تكون أكثر حرصاً على توفير الموارد المالية للحفاظ على استمرارية الشركة للأجيال القادمة.

٢. تقوم الشركات العائلية الناشئة بالوصول إلى المستوى الأمثل للنقدية بصورة أسرع من الشركات العائلية القديمة، لأن المؤسس في الشركات الناشئة يكون أكثر نشاطاً، ويحاول توفير الموارد اللازمة لتمويل المشروعات والفرص الاستثمارية، في

- حين أنه إذا كانت الشركة تدار من خلال الاجيال التالية فإنه يكون لديهم رغبة في الاستفادة من الموارد بصورة فورية، ومن ثم يقوموا بتقليل تراكم النقدية المحتفظ بها.
٣. تقوم الشركات العائلية التي تعاني من القيود المالية بالوصول إلى المستوى الامثل للنقدية بصورة أسرع من الشركات العائلية التي لا تعاني من قيود مالية.
٤. تقوم الشركات العائلية التي تعمل في بيئة تتسم بحماية قوية للمستثمر بالوصول إلى المستوى الامثل للنقدية بصورة أسرع من الشركات العائلية التي تعمل في بيئة تتسم بحماية ضعيفة للمستثمر. ورغم أن الاحتفاظ بالنقدية في الدول ذات الحماية القوية للمستثمر يكون أقل الا أن الوصول إلى المستوى الامثل يكون أسرع. وقد فسرت الدراسة ذلك بأن النقدية الاقل المحتفظ بها تسهل من سرعة الوصول إلى المستوى الامثل للنقدية المحتفظ بها.
٥. بالنسبة للمتغيرات الرقابية، وجدت الدراسة أن النقدية المحتفظ بها ترتبط بصورة ايجابية ومعنوية مع كل من التدفق النقدي، وتقلب التدفق النقدي، وقيمة الشركة، وبصورة عكسية ومعنوية مع كل من حجم الشركة، ورأس المال العامل، والديون قصيرة الاجل.

#### ٧. تقييم الدراسات السابقة واشتقاق فرضي البحث

يتناول الباحث في هذا الجزء تقييم الدراسات السابقة، واشتقاق فرضي البحث من خلال محورين، حيث يركز المحور الأول على تقييم للدراسات السابقة التي تناولت تأثير جودة الأرباح على النقدية المحتفظ بها، في حين يركز المحور الثاني على تقييم للدراسات السابقة التي تناولت تأثير الشركات العائلية على النقدية المحتفظ بها.

#### ٧-١ تقييم الدراسات التي تناولت تأثير جودة الأرباح على النقدية المحتفظ بها

تعتبر الارباح من أهم الأرقام التي يركز عليها الاطراف ذات العلاقة بالشركة نظراً لاعتمادهم على رقم الربح في اتخاذ العديد من القرارات. وقد أدى انهيار العديد من الشركات العالمية في مطلع القرن الحادي والعشرين؛ نتيجة لتدخلات الادارة في التأثير على رقم الارباح، إلى زيادة الاهتمام بموضوع جودة الارباح. ولذلك تناول العديد من الدراسات السابقة جودة الأرباح كأحد محددات احتفاظ الشركات بالنقدية. ومن الملاحظ أن هذه الدراسات قد استخدمت مؤشرات مختلفة لقياس جودة الارباح، حيث ركز معظم تلك الدراسات على جودة

الاستحقاقات، والاستحقاقات الاختيارية، كمقياس لجودة الأرباح (e.g., García-Teruel et al., 2009 ; Mokhtari et al. 2012 ; Taghavi and Javanmard ,2013 ; Shin et al. ,2018 ; Derouiche et al. ,2018 ; Farinha et al., 2018) ، في حين ركزت دراسات أخرى على إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية كميّاس عكسي لجودة الأرباح (e.g, Greiner ,2017 ; Chang et al. ,2018)، بينما ركزت دراسة (2012) Hasanzadeh et al. على ثبات الأرباح كمؤشر لجودة الأرباح. وقد توصلت تلك الدراسات إلى نتائج متباينة بشأن تأثير جودة الأرباح على النقدية المحتفظ بها. فقد توصل بعض الدراسات (e.g.,García-Teruel et al., 2009 ; Sun et al.,2012 ; Taghavi and Javanmard ,2013 ; Shin et al. ,2018 ; Derouiche et al. ,2018 ; Farinha et al., 2018) إلى وجود تأثير عكسي لجودة الأرباح على النقدية المحتفظ بها، بما يعني أن زيادة جودة الأرباح تقلل من مقدار النقدية المحتفظ بها. بينما توصلت دراسة (2017) Greiner إلى وجود تأثير إيجابي لجودة الأرباح على النقدية المحتفظ بها، بما يشير إلى أن زيادة جودة الأرباح تؤدي إلى زيادة مقدار النقدية المحتفظ بها. أما دراسة (2018) Chang et al. ودراسة Mokhtari et al. (2012) فقد توصلتا إلى أن جودة الأرباح كميّاس عكسي لإدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات الاختيارية لا يؤثر على مقدار النقدية المحتفظ بها.

ويُرجح الباحث وجود تأثير عكسي لجودة الأرباح على مقدار النقدية المحتفظ بها، نظراً لأن زيادة جودة الأرباح ترسل إشارات إيجابية عن الشركة للأطراف الخارجية، وتخفف من عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة ومقدمي التمويل بما يؤدي إلى تحسين شروط المديونية، وبالتالي يكون من السهل وصول الشركة إلى مصادر التمويل وبأقل تكلفة. كما أن زيادة جودة الأرباح، ومن خلال تخفيضها لعدم تماثل المعلومات بين المساهمين والمديرين، تزيد من مقدرة حملة الأسهم على مراقبة المديرين، ومن ثم تحسن من إدارة النقدية بالشركة (García-Teruel et al., 2009)، وبالتالي لا تحتاج الشركة للاحتفاظ بقدر كبير من النقدية. وعلى الجانب الآخر فإن انخفاض جودة الأرباح يُلقي بظلال من الشك حول سلامة، ودقة التقارير المالية للشركة، ويجعل من الصعوبة تقدير التدفقات النقدية المستقبلية اعتماداً على الأرقام المحاسبية، مما يؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات بين الشركة ومقدمي التمويل، ومن ثم زيادة تكاليف التمويل، مما يدفع الشركة للاحتفاظ بقدر أكبر من

النقدية لمقابلة العمليات التشغيلية وقرارات الاستثمار. وبالتالي يمكن صياغة فرض الدراسة الأول في صورته البديلة كما يلي:-

**الفرض الأول : تؤثر جودة الارباح تأثيراً عكسياً على مقدار النقدية المحتفظ بها.**

**٢-٧ تقييم الدراسات التي تناولت تأثير الشركات العائلية على النقدية المحتفظ بها**

تقوم الشركات العائلية بدور رئيسي في نمو اقتصاديات الدول المختلفة لما لها من دور في تقديم السلع والخدمات، وتوفير فرص العمل. وتعد الشركات العائلية المصدر الرئيسي للنتائج القومي المحلي لمعظم دول العالم. ونظراً لأن الشركات العائلية يكون لها توجهات وأهداف تختلف عن الشركات غير العائلية، لذلك فإنه من المتوقع أن يختلف الاحتفاظ بالنقدية بين الشركات العائلية وغير العائلية، وهو ما دفع الباحثين إلى التركيز على هيكل الملكية العائلية كأحد محددات الاحتفاظ بالنقدية في الشركات، ودراسة تأثير الملكية العائلية على مقدار النقدية المحتفظ بها. وعلى الرغم من أهمية الشركات العائلية في اقتصاديات العديد من الدول كما سبق الإشارة إليه، إلا أنها لم تحظ بالاهتمام الكافي من جانب الدراسات السابقة التي تناولت محددات الاحتفاظ بالنقدية، حيث كانت هذه الدراسات محدودة إلى حد ما. كما أن أغلب تلك الدراسات قد تم إجراؤها في الدول المتقدمة، والقليل منها قد تم إجراؤه في الدول النامية أو الأقل تقدماً. وقد توصلت تلك الدراسات إلى نتائج متباينة بشأن تأثير الشركات العائلية على مقدار النقدية المحتفظ بها. فقد توصل بعض الدراسات (e.g., Lozano and Durán, 2017; Portal and Basso, 2015; Liu et al., 2015; Durán et al., 2016) إلى أن الشركات العائلية تحتفظ بقدر من النقدية أعلى من الشركات غير العائلية، في حين توصل البعض الآخر من الدراسات (Sheikh et al., 2015; Liu, 2011; and Khan, 2015) إلى أن الشركات العائلية تحتفظ بقدر من النقدية أقل من الشركات غير العائلية.

ويُرجح الباحث احتفاظ الشركات العائلية بقدر من النقدية أكبر من الشركات غير العائلية، نظراً لأن الشركات العائلية غالباً ما تسعى للحفاظ على الشركة، وضمان استمرارها للأجيال القادمة. ولذلك فغالباً ما تكون متجنبه للخطر، وبالتالي تحتفظ بقدر كبير من النقدية لمواجهة احتمالات نقص السيولة المستقبلية. كما أن زيادة تعارض المصالح بين المساهمين والمقرضين في الشركات العائلية؛ لعدم ثقة المقرضين في مديري الشركات العائلية، لتوقعهم

بأنهم حصلوا على هذا المنصب لكونهم أعضاء في العائلة، أو محابة لأحد أفراد العائلة، بما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي. ولذلك تحتفظ إدارة الشركة العائلية بقدر أكبر من النقدية حتى تستطيع الاستثمار في الفرص الاستثمارية المتاحة دون اللجوء لمصادر التمويل الخارجية، مع تجنب تكاليف التمويل المرتفعة. وبالتالي يمكن صياغة فرض الدراسة الثاني في صورته البديلة كما يلي:-

**الفرض الثاني : تؤثر الملكية العائلية تأثيراً إيجابياً ومعنوياً على مقدار النقدية المحتفظ بها.**

#### ٨. الدراسة التطبيقية

لتحقيق هدف هذا البحث، سوف يقوم الباحث بإجراء الدراسة التطبيقية على عينة من الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري. وبالتالي، سيتم التعرض في الجزء التالي لهدف الدراسة التطبيقية، ومجتمع وعينة الدراسة، وطريقة جمع البيانات، وكيفية قياس متغيرات الدراسة، ونموذج الدراسة، والتحليل الإحصائي، وأخيراً نتائج الدراسة.

#### ٨-١ هدف الدراسة التطبيقية

تهدف الدراسة التطبيقية إلى اختبار فرضي البحث، واللذان قام الباحث باشتقاقهما في الشق النظري من البحث، وذلك لتحديد مدى تأثير كلٍ من جودة الأرباح والملكية العائلية على النقدية المحتفظ بها في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري.

#### ٨-٢ مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المصرية المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري سواء في البورصة الرئيسية أو بورصة النيل خلال الفترة من عام ٢٠١٤ حتى عام ٢٠١٨. وقد تم اختيار هذه الفترة على أساس أن الفترة من عام ٢٠١١ إلى عام ٢٠١٣ قد شهدت حالة من عدم الاستقرار نتيجة أحداث ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١، ومن ثم قد تؤثر على دقة نتائج الدراسة. وقد تم اختيار عينة تحكومية مكونة من ٣٠ شركة عائلية و ٣٠ شركة غير عائلية. وقد روعي في اختيار هذه الشركات ما يلي:-

أ- ألا تنتمي إلى قطاع البنوك أو قطاع الخدمات المالية، نظراً لخضوع الشركات في هذين القطاعين لقواعد إفصاح تختلف عن الشركات غير المالية. كما أن النقدية

- المحتفظ بها في البنوك والمؤسسات المالية تخضع لاعتبارات واشتراطات قانونية ومحددات تختلف عن الشركات غير المالية.
- ب- أن تكون العملة المستخدمة في إعداد القوائم المالية لشركات العينة هي الجنية المصري.
- ج- أن تتوافر لها جميع البيانات اللازمة لقياس المتغيرات خلال فترة الدراسة.
- د- أن تكون الشركة مقيدة في البورصة خلال فترة الدراسة.
- وقد نتج عن ذلك عدد ٢٤٠ مشاهدة ( ٦٠ شركة × ٤ سنوات)، منها ١٢٠ مشاهدة تخص الشركات العائلية، و ١٢٠ مشاهدة اخرى تخص الشركات غير العائلية موزعة على القطاعات الاقتصادية المختلفة. ويوضح الجدول رقم (١) شركات العينة مصنفة وفقاً للقطاعات التي تنتمي اليها.

#### جدول رقم (١) توزيع شركات العينة وفقاً للقطاعات

القطاع	الشركات العائلية		الشركات غير العائلية		اجمالي الشركات	
	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة
الأغذية والمشروبات	٥	%١٦,٦	٣	%١٠	٨	%١٣,٣
التشييد والبناء	٣	%١٠	٥	%١٦,٦	٨	%١٣,٣
الرعاية الصحية والأدوية	٢	%٦,٧	٤	%١٣,٣	٦	%١٠
السياحة والترفيه	٢	%٦,٧	١	%٣,٤	٣	%٥
العقارات	٥	%١٦,٦	٤	%١٣,٣	٩	%١٥
الكيمائيات	٣	%١٠	٤	%١٣,٣	٧	%١١,٧
الغاز والبترو	-	-	١	%٣,٤	١	%١,٧
الموارد الأساسية	٢	%٦,٧	٢	%٦,٧	٤	%٦,٧
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٧	%٢٣,٣	٣	%١٠	١٠	%١٦,٦
منتجات منزلية وشخصية	١	%٣,٤	٣	%١٠	٤	%٦,٧
الإجمالي	٣٠	%١٠٠	٣٠	%١٠٠	٦٠	%١٠٠

يتضح من الجدول السابق أن قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات هو القطاع الأكثر تمثيلاً في عينة الشركات العائلية، بنسبة قدرها ٢٣,٣%، وكذلك في عينة إجمالي الشركات بنسبة قدرها ١٦,٦%، في حين أن قطاع التشييد والبناء هو القطاع الأكثر تمثيلاً في عينة الشركات غير العائلية بنسبة قدرها ١٦,٦%. أما قطاع الغاز والبتروك فهو القطاع الأقل تمثيلاً حيث أنه غير ممثل في عينة الشركات العائلية في حين بلغت نسبته ٣,٤% في عينة الشركات غير العائلية و١,٧% في عينة إجمالي الشركات.

### ٣-٨ طريقة جمع البيانات

تم الحصول على بيانات الدراسة من خلال القوائم والتقارير المالية المنشورة لشركات العينة، والتي تم الوصول إليها من خلال المواقع الإلكترونية للشركات، وموقع مباشر، وكذلك من خلال موقع البورصة المصرية.

### ٤-٨ قياس متغيرات الدراسة

يتكون نموذج الدراسة من متغير تابع، ويتمثل في مقدار النقدية المحتفظ بها، ومتغيرين مستقلين، وهما جودة الارباح، والملكية العائلية، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الرقابية. وفيما يلي توصيف لمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها :-

### ١-٤-٨ المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع في مقدار النقدية المحتفظ بها. وقد تباينت الدراسات السابقة في استخدامها لمؤشرات النقدية المحتفظ بها، حيث اعتمد بعض الدراسات على استخدام مؤشر واحد للاحتفاظ بالنقدية من خلال قسمة النقدية وما في حكمها على إجمالي الأصول، مثل دراسة بلال، ٢٠١٧؛ سليم، ٢٠١٧؛ السيد، ٢٠١٨؛ Ozkan and Ozkan, 2004; Sun et al. 2012; Liu et al., 2015; أو من خلال قسمة النقدية وما في حكمها على إجمالي الأصول بدون النقدية وما في حكمها، مثل دراسة مليجي، ٢٠١٨؛ Opler et al. 1999; Greiner, 2017; Derouiche et al. 2018 Supar et al. 2018. في حين اعتمدت مجموعة أخرى من الدراسات على استخدام المؤشرين السابقين معاً، مثل دراسة عفيفي، ٢٠١٥؛ هجرس، ٢٠١٨؛ García-Teruel et al. 2009; Taghavi and Javanmard, 2013; Chung et al., 2015 ، واتساقاً مع

المجموعة الأخيرة من الدراسات فقد اعتمد الباحث على استخدام المؤشرين معاً، حيث المؤشر الاول (Cash1) النقدية وما في حكمها مقسومة على إجمالي الأصول، والمؤشر الثاني (Cash2) النقدية وما في حكمها مقسومة على إجمالي الأصول بدون النقدية وما في حكمها.

#### ٨-٤-٢ المتغيران المستقلان

#### ٨-٤-٢-١ جودة الأرباح

هناك العديد من المؤشرات المستخدمة لقياس جودة الأرباح، إلا أن العديد من الدراسات السابقة (e.g., García-Teruel et al. 2009; Mokhtari et al., 2012 ; Taghavi and Javanmard ,2013 ; Shin et al., 2018 ; Derouiche et al. ,2018 ; Farinha et al., 2018) قد ركز على جودة الاستحقاقات، أو الاستحقاقات الاختيارية كمؤشر لجودة الأرباح اعتماداً على ما توصلت له دراسة (Dechow (1994، ودراسة (Subramanyam (1996 من أن الاستحقاقات تساعد في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية من خلال الأرباح المحاسبية. وبالتالي فإن الاستحقاقات غير الجيدة تؤدي إلى صعوبة تقدير التدفقات النقدية المستقبلية من خلال الأرباح المحاسبية.

ونظراً لأن الاستحقاقات يمكن تقسيمها إلى استحقاقات غير اختيارية Nondiscretionary Accruals وتمثل المستوى المتوقع (العادي) من الاستحقاقات، والذي تفرضه طبيعة نشاط الشركة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها الشركة دون تدخل من الإدارة، واستحقاقات اختيارية Discretionary Accruals وتمثل الجزء غير المتوقع (غير العادي) من الاستحقاقات والذي يرجع إلى تدخل أو تحكم الإدارة، مثل تدخل الإدارة بتعديل شروط منح الائتمان لزيادة أو تخفيض المبيعات الآجلة (كساب، ٢٠٠٨؛ بلال، ٢٠١٧). لذلك فقد استخدمت دراسة (Jones (1991 الاستحقاقات الاختيارية كمؤشر لجودة الأرباح. وعلى الرغم من أن نموذج (Jones (1991 يعتبر من أهم النماذج المستخدمة لقياس الاستحقاقات الاختيارية، ومن ثم جودة الأرباح إلا أنه تم انتقاده على أساس أنه افترض أن جميع الإيرادات تمثل استحقاقات غير اختيارية، رغم أن الإيرادات قد

تتضمن جزءاً آجلاً يمكن أن تتحكم فيه الإدارة من خلال تعديل شروط منح الائتمان بما يؤثر على المبيعات الآجلة ورصيد المدينين. ولذلك قامت دراسة (Dechow et al. (1995) بإدخال تعديل على نموذج Jones (1991) وذلك بخصم التغير في المدينين من التغير في الإيرادات لاستبعاد الجزء الذي يمكن أن تستغله الإدارة للتلاعب في الأرباح. وقد أُطلق على نموذج Dechow et al. (1995) نموذج Jones المعدل.

وقد اعتمد العديد من الدراسات السابقة (مثل دراسة محمود، ٢٠١٠؛ اسماعيل، ٢٠١٥؛ فودة، ٢٠١٧؛ محمد، ٢٠١٨؛ نويجي، ٢٠١٨؛ Shin et al., 2018) على نموذج Dechow et al. (1995) لقياس جودة الأرباح، ولذلك سوف يقوم الباحث بتطبيق نموذج Dechow et al. (1995) أو نموذج Jones المعدل لقياس جودة الأرباح وفقاً للخطوات التالية:-

#### ١. حساب إجمالي الاستحقاقات (TAC)

يتم حساب إجمالي الاستحقاقات من خلال مدخل التدفقات النقدية بالفرق بين صافي الدخل قبل العناصر غير العادية والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية كما يلي:-

$$TAC_{it} = IBX_{it} - CFO_{it} \quad \text{معادلة رقم (١)}$$

حيث:

$TAC_{it}$  إجمالي الاستحقاقات للشركة  $i$  في نهاية السنة  $t$ .

$IBX_{it}$  صافي الدخل قبل العناصر غير العادية للشركة  $i$  عن السنة  $t$ .

$CFO_{it}$  التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة  $i$  عن السنة  $t$ .

#### ٢. حساب الاستحقاقات الاختيارية (DAC)

يتم الوصول إلى الاستحقاقات الاختيارية من خلال نموذج الانحدار الخطي لإجمالي الاستحقاقات وفقاً لنموذج Dechow et al. (1995)، حيث يمثل الجزء المفسر من نموذج الانحدار الاستحقاقات غير الاختيارية، أما الجزء غير المفسر من النموذج فيمثل الاستحقاقات الاختيارية.

$$TAC_{it}/A_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 (1/A_{it-1}) + \beta_2 (\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}) / A_{it-1}$$

$$\text{معادلة رقم (٢)} \quad + \beta_3 (PPE_{it} / A_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

حيث:

- $A_{it-1}$  إجمالي أصول الشركة  $i$  في نهاية السنة  $t-1$  أو في بداية السنة  $t$ .
- $\Delta REV_{it}$  التغير في إيرادات الشركة  $i$  ويحسب بالفرق بين إيرادات السنة  $t$  وإيرادات السنة  $t-1$ .
- $\Delta AR_{it}$  التغير في حسابات المدينين وأوراق القبض للشركة  $i$  ويحسب بالفرق بين رصيد صافي المدينين وأوراق القبض في نهاية السنة  $t$  وفي نهاية السنة  $t-1$ .
- $PPE_{it}$  العقارات والآلات والمعدات (الأصول الثابتة) للشركة  $i$  في نهاية السنة  $t$ .
- $\beta_0$  الجزء الثابت في معادلة الانحدار.
- $\beta_1, \beta_2$  معاملات نموذج الانحدار.
- $\beta_3$
- $\varepsilon_{it}$  الخطأ العشوائي، ويمثل القيمة المتبقية، والتي تعبر عن الاستحقاقات الاختيارية للشركة  $i$  في نهاية السنة  $t$  ( $DAC_{it}$ )

ويمكن الوصول إلى الاستحقاقات الاختيارية أيضاً من خلال استخدام معاملات الانحدار المقدر في المعادلة السابقة لتقدير قيمة الاستحقاقات غير الاختيارية كما يلي :-

$$NDAC_{it} / A_{it-1} = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 (1 / A_{it-1}) + \hat{\beta}_2 (\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}) / A_{it-1}$$

$$\text{معادلة رقم (٣)} \quad + \hat{\beta}_3 (PPE_{it} / A_{it-1})$$

ثم يتم خصم قيمة الاستحقاقات غير الاختيارية المقدر في المعادلة رقم (٣) من إجمالي الاستحقاقات في المعادلة رقم (١) للوصول إلى الاستحقاقات الاختيارية كما يلي :-

$$\text{معادلة رقم (٤)} \quad DAC_{it} / A_{it-1} = TAC_{it} / A_{it-1} - NDAC_{it} / A_{it-1}$$

(٤)

ونظراً لأن مجرد وجود استحقاقات اختيارية سواءً أكانت موجبة أو سالبة يعد دليلاً على إدارة الأرباح، لذلك سوف يتم استخدام القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية ( $Abs(DAC_{it})$ )

كمقياس عكسي لجودة الارباح كما تم في الدراسات السابقة (رضوان وآخرون، ٢٠١٧؛ بلال، ٢٠١٧؛ (e.g., Shin et al., 2018).

#### ٨-٤-٢ الملكية العائلية

اتساقاً مع العديد من الدراسات السابقة (الصمادي، ٢٠١٥؛ نويجي، ٢٠١٨؛ Liu et al., 2015 Sheikh and Khan, 2015) فقد تم تحديد الشركات العائلية وفقاً لنسبة الملكية، وهي أن تمتلك العائلة ٢٠% فأكثر من أسهم الشركة سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة خلال فترة الدراسة.

#### ٨-٤-٣ المتغيرات الرقابية

قد لا تتأثر النقدية المحتفظ بها بالكامل بجودة الارباح والملكية العائلية، ولكن قد تتأثر بمجموعة من المتغيرات الأخرى، والتي يجب إضافتها كمتغيرات رقابية في نموذج البحث. لذلك قام الباحث بإضافة مجموعة من المتغيرات الرقابية في ضوء الدراسات السابقة (e.g., García-Teruel et al., 2009 ; Mokhtari et al. 2012 ; Taghavi and Javanmard ,2013 ; Shin et al.,2018 (بلال، ٢٠١٧؛ مليجي، ٢٠١٨؛ Derouiche et al.,2018; Farinha et al., 2018 ويوضح الجدول رقم (٢) المتغيرات الرقابية وكيفية قياسها، وكذلك الرموز المستخدمة بالنسبة لكل متغير.

#### جدول رقم (٢) مقاييس ورموز المتغيرات الرقابية

الرمز	المقياس	المتغير
SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	حجم الشركة
LEV	إجمالي الالتزامات / إجمالي الأصول	درجة الرفع المالي
CFO	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية / إجمالي الأصول	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية
NWC	(الأصول المتداولة بدون النقدية وما في حكمها - الالتزامات المتداولة) / إجمالي الأصول	صافي رأس المال العامل
ROA	معدل العائد على الأصول ( صافي الربح / إجمالي الأصول )	درجة الربحية

## ٨-٥ نموذج الدراسة التطبيقية

تم صياغة نموذج انحدار متعدد يعكس تأثير الاستحقاقات الاختيارية (مقياس عكسي لجودة الارباح)، والملكية العائلية، ومجموعة المتغيرات الرقابية على النقدية المحتفظ بها كما يلي :-

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Abs (DAC_{i,t}) + \beta_2 Family_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} +$$

$$\beta_5 NWC_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{معادلة رقم (٥)}$$

حيث :-

: $CASH_{i,t}$	: النقدية المحتفظ بها في الشركة ا في نهاية السنة t.
: $Abs (DAC_{i,t})$	: القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية للشركة ا في نهاية السنة t.
: $Family_{i,t}$	: الملكية العائلية للشركة ا في السنة t ( يأخذ المتغير القيمة ١ في حالة الشركة العائلية، والقيمة صفر في حالة الشركة غير العائلية).
: $SIZE_{i,t}$	: حجم الشركة ا في نهاية السنة t.
: $LEV_{i,t}$	: درجة الرفع المالي للشركة ا في نهاية السنة t.
: $NWC_{i,t}$	: صافي رأس المال العامل للشركة ا في نهاية السنة t.
: $CFO_{i,t}$	: التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة ا عن السنة t.
: $ROA_{i,t}$	: معدل العائد على الاستثمار ( درجة الربحية ) للشركة ا عن السنة t.
: $\beta_0$	: الجزء الثابت في نموذج الانحدار.
: $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$	: معاملات نموذج الانحدار.
: $\varepsilon_{i,t}$	: الخطأ العشوائي للشركة ا للسنة t.

## ٨-٦ التحليل الإحصائي المستخدم

اعتمد الباحث في التحليل الإحصائي على حزمة البرامج الإحصائية SPSS إصدار ٢٣، وذلك لإجراء تحليل الانحدار المتعدد لقياس الاستحقاقات الاختيارية، وكذلك لاختبار فرضي الدراسة، حيث تم إجراء تحليل الانحدار على مستوى جميع الشركات العائلية وغير العائلية. كما اعتمد الباحث أيضاً على حزمة البرامج الإحصائية Minitab إصدار ١٩، وذلك لإجراء اختبار t للفرق بين متوسطين في اتجاه واحد كتحليل إضافي لاختبار فرض الدراسة الثاني.

#### ٧-٨ نتائج الدراسة التطبيقية

سيتم عرض نتائج الدراسة التطبيقية من خلال استعراض الاحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة، ثم بعد ذلك يتم عرض نتائج اختبار فرضي الدراسة باستخدام تحليل الانحدار المتعدد، وأخيراً سيتم عرض نتائج الاختبار الإضافي لفرض الدراسة الثاني باستخدام اختبار t للفرق بين متوسطين.

#### ١-٧-٨ الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (٣) الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة، حيث يوضح كلاً من المتوسط، والانحراف المعياري، والحد الأدنى، والحد الأقصى لقيم متغيرات الدراسة.

#### جدول رقم (٣) الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغير	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الانحراف المعياري
النقدية المحفوظ بها (CASH <sub>1</sub> )	٠,٠٠٠٣٠٠	٠,٤٣٢٨٠٠	٠,٠٦٤٧٨٦٦٧	٠,٠٦٦٤٧٨٩
النقدية المحفوظ بها (CASH <sub>2</sub> )	٠,٠٠٠٣٠٠	٠,٧٦٣١٠٠	٠,٠٧٥٩٣٦٦٧	٠,٠٩٥٩٥٥٧
الاستحقاقات الاختيارية (DAC)	٠,٠٠٠٧٧٦	٠,٦٣٢١٤٦	٠,٠٨٨٥٠٥٤٠	٠,١٠٠٠٩٧٩
الملكية العائلية (FAMILY)	٠,٠٠٠٠٠٠	١,٠٠٠٠٠٠	٠,٥٠٠٠٠٠	٠,٥٠١٠٤٤٩
حجم الشركة (SIZE)	٦,٩٣٢٩٤١	١٠,٩٨٣٥٠٧	٨,٦٩٦٢٠٦٩٧	٠,٨٣٧٥٠٢١
درجة الرفع المالي (LEV)	٠,٠٠٤٦٢١	١,٩٤٩٥٨٤	٠,٤٥٩٩٦٤٢٣	٠,٢٥٧٧٣١٦
صافي رأس المال العامل (NWC)	٠,٨٩٨٢٠٥-	٠,٧٣١٠٧٢	٠,١٦٦٧١٩٧٣	٠,٢٢٠١٥١٢
(CFO) التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	٠,٤٣١٨٠٢-	٠,٤٦٩٣٣٢	٠,٠٣٤٨١٥١٨	٠,١٢١٢٩١٣
ربحية الشركة (ROA)	٠,٤٧٨٧٠٠-	٠,٤٨٢٨٠٠	٠,٠٤٩٨٧٧٩٢	٠,١٢٣٣٧٧١

يتضح من الجدول السابق وجود تفاوت بين الشركات فيما يتعلق بالنقدية المحتفظ بها وفقاً للمؤشر الثاني (CASH<sub>2</sub>) بدرجة أكبر من المؤشر الأول (CASH<sub>1</sub>) ، حيث كان الحد الأدنى لنسبة النقدية المحتفظ بها وفقاً للمؤشر الأول ٠,٠٠٠٣ ، والحد الأقصى ٠,٤٣٢٨ ، في حين بلغ الحد الأدنى لنسبة النقدية المحتفظ بها وفقاً للمؤشر الثاني ٠,٠٠٠٣ ، والحد الأقصى ٠,٧٦٣١ . كما بلغ متوسط نسب النقدية المحتفظ بها وفقاً للمؤشر الأول ٦,٥% من إجمالي الأصول، ووفقاً للمؤشر الثاني ٧,٦% من إجمالي الأصول بدون النقدية وما في حكمها، وتعتبر هذه النسب متقاربة إلى حد ما مع نسب الاحتفاظ بالنقدية في بعض الدراسات السابقة التي أجريت في البيئة المصرية، حيث بلغ متوسط نسبة الاحتفاظ بالنقدية ٩% في دراسة السيد (٢٠١٨) و ١١% في دراسة بلال (٢٠١٧).

كما يتضح من الجدول رقم (٣) وجود تفاوت كبير بين الشركات فيما يتعلق بالاستحقاقات الاختيارية كمقياس عكسي لجودة الأرباح، حيث كان الحد الأدنى ٠,٠٠٠٧٧٦ ، والحد الأقصى ٠,٦٣٢١٤٦ ، بمتوسط قدره ٠,٠٨٨٥٠٥٤ ، وانحراف معياري ٠,١٠٠٠٩٧٦ . أما فيما يتعلق بالملكية العائلية فقد بلغ الحد الأدنى ٠,٠٠ ، والحد الأقصى ١ بمتوسط قدره ٠,٥ ، وهذا يعتبر منطقياً حيث أن هذا المتغير يأخذ القيمة ١ للشركات العائلية وصفر للشركات غير العائلية، فضلاً عن أن نصف شركات عينة الدراسة تنتمي للشركات العائلية، والنصف الآخر ينتمي للشركات غير العائلية. وبالنسبة لباقي المتغيرات، وهي عمر الشركة، ودرجة الرفع المالي، وصافي رأس المال العامل، والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، وربحية الشركة، فيتضح أيضاً وجود تفاوت كبير بين الحد الأقصى والحد الأدنى وهو ما يعتبر منطقياً نظراً لأن شركات العينة تنتمي لقطاعات صناعية مختلفة.

#### ٧-٢-٨ اختبار فرضي الدراسة باستخدام تحليل الانحدار المتعدد

تم اختبار فرضي الدراسة والمتعلقان بتأثير كلٍ من جودة الأرباح والملكية العائلية على مقدار النقدية المحتفظ بها في الشركات باستخدام تحليل الانحدار المتعدد. وقد تم إجراء تحليل الانحدار وفقاً لمؤشري النقدية المحتفظ بها (CASH1) و (CASH2)، حيث تم إجراء تحليل الانحدار على أساس أن المتغير التابع (CASH1) والذي تظهر نتائجه بالجدول رقم (٤) ، ثم تم إعادة تحليل الانحدار على أساس أن المتغير التابع (CASH2) والذي تظهر نتائجه بالجدول رقم (٥).

## جدول رقم (٤) نتائج تحليل الانحدار المتعدد وفقاً للمؤشر الأول (CASH1)

معامل VIF	مستوى المعنوية	إحصائية اختبار t	معامل الانحدار	المتغيرات
١,٠٦٨	٠,٠٢٤	٢,٢٧٢	٠,٠٨٩	الاستحقاقات الاختيارية (DAC)
١,٠٨٢	٠,٠٠٤	٢,٩٠٨	٠,٠٢٣	الملكية العائلية (FAMILY)
١,٤٠٤	٠,٠٠٠	٤,٠٣٧-	٠,٠٢٢-	حجم الشركة (SIZE)
١,٦١٢	٠,٠١٩	٢,٣٦٠-	٠,٠٤٤-	درجة الرفع المالي (LEV)
١,٤٦١	٠,٠٠٧	٢,٧٠٢-	٠,٠٥٦-	صافي رأس المال العامل (NWC)
١,٦٢٢	٠,٠٠٠	٣,٧٩٨	٠,١٥٢	(CFO) التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية
٢,٠١٦	٠,٤٧٦	٠,٧١٣	٠,٠٣١	ربحية الشركة (ROA)
معامل التحديد المعدل للنموذج $R^2 (adj.) = ٢١,٩\%$ إحصائية اختبار F للنموذج = ١٠,٥٩٧ مستوى المعنوية للنموذج = ٠,٠٠٠				

ويُظهر الجدول رقم (٤) النتائج التالية :-

١. بلغ معامل التحديد المعدل للنموذج  $R^2 (adj.) = ٢١,٩\%$  والذي يشير إلى أن متغيرات النموذج تُفسر ٢١,٩% من التغيرات في المتغير التابع. كما يُظهر الجدول أن النموذج كان معنوياً، حيث بلغت قيمة F ١٠,٥٩٧ بمستوى معنوية ٠,٠٠٠ وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول وقدره ٥%.
٢. لا يوجد ارتباط خطي متعدد Multicollinearity بين متغيرات النموذج وبعضها البعض، حيث كانت قيمة معامل تضخيم التباين Variance Inflation Factor (VIF) لمتغيرات النموذج أقل من ١٠.
٣. يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للاستحقاقات الاختيارية (كمقياس عكسي لجودة الارباح) على النقدية المحتفظ بها، حيث بلغ معامل الانحدار لها ٠,٠٨٩ بمستوى معنوية ٠,٠٢٤ وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول وقدره ٥%. ويعني هذا أن هناك تأثيراً عكسياً ومعنوياً لجودة الأرباح على النقدية المحتفظ بها، أي أن زيادة جودة الارباح تقلل من مقدار النقدية المحتفظ بها، مما يعني قبول فرض الدراسة الأولى. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه العديد من الدراسات السابقة Taghavi and al., 2012; 2013;

(e.g., Garcia et al., 2009; Sun et al.; Shin et al., 2018; Javanmard Derouiche et al., 2018; Farinha et al., 2018). ويمكن تفسير ذلك بأن انخفاض جودة الارباح يرسل إشارات سلبية عن الشركة للأطراف الخارجية، ومن ثم يُزيد من عدم تماثل المعلومات، ومن تعارض المصالح بين الشركة ومقدمي التمويل مما يؤدي إلى زيادة تكاليف التمويل الخارجي. ولذلك تتجه الشركة للاعتماد على مصادر التمويل الداخلي، حيث تقوم بالاحتفاظ بقدر أكبر من النقدية لمقابلة العمليات التشغيلية، والاستثمارات المستقبلية حتى لا تتعرض لفقد فرص استثمارية ذات صافي قيمة عالية موجبة في حالة وجود قصور في مصادر التمويل الداخلية. ويتفق ذلك التفسير مع نظرية ترتيب الأولويات والتي تشير إلى أن الشركة يجب أن تبدأ بتمويل الفرص الاستثمارية أولاً من المصادر الداخلية، ثم من المصادر الخارجية (Myers and Majluf, 1984). وفي المقابل نجد ان زيادة جودة الارباح ترسل إشارات إيجابية عن الشركة للأطراف الخارجية، وتخفف من عدم تماثل المعلومات بين ادارة الشركة ومقدمي التمويل بما يؤدي إلى سهولة وصول الشركة إلى مصادر التمويل الخارجية وبأقل تكلفة، مما يحسن من شروط المديونية. كما أن زيادة جودة الارباح، ومن خلال تقليلها لعدم تماثل المعلومات بين المساهمين والمديرين تُزيد من مقدرة حملة الاسهم على مراقبة المديرين، وبالتالي تقلل من تعارض المصالح بين المساهمين والمديرين، وتحد من الاختيار العكسي بما يؤدي إلى تحسين كفاءة إدارة النقدية (García-Teruel et al., 2009)، ومن ثم لا تحتاج الشركة للاحتفاظ بقدر كبير من النقدية.

٤. تؤثر الملكية العائلية تأثيراً إيجابياً ومعنوياً على النقدية المحتفظ بها، حيث بلغ معامل الانحدار لها ٠,٠٢٣، بمستوى معنوية ٠,٠٠٤، وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول وقدره ٥%. أي أن الشركات العائلية تحتفظ بقدر من النقدية أكبر من الشركات غير العائلية، مما يعني قبول فرض الدراسة الثاني. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه العديد من الدراسات السابقة (e.g., Portal and Basso, 2015; Liu et al., 2017; Lozano and Durán, 2016; Durán et al., 2015). ويمكن تفسير ذلك بأن ادارة الشركات العائلية غالباً ما تكون متجنبية للخطر، وتسعى نحو الحفاظ على سيطرة العائلة على الشركة لضمان استمرار الشركة للأجيال القادمة، لذلك

غالباً ما تحتفظ بقدر كبير من النقدية لمواجهة احتمالات نقص السيولة المستقبلية. ويتفق هذا التفسير مع دافع التحوط كما سبق الإشارة إليه، حيث تعتبر النقدية المحتفظ بها آلية هامة لتجنب أي مخاطر للإفلاس، والتأكيد على أن جميع الفرص الاستثمارية المربحة قد تم أخذها في الحسبان. كما أن الشركات العائلية غالباً ما تواجه بمشكلة عدم ثقة المقرضين في مديري الشركات العائلية لانهم يتوقعون بأنهم قد حصلوا على هذا المنصب لكونهم أعضاء في العائلة، أو محاباة لأحد أفراد العائلة، بما يؤدي إلى شروط مديونية غير مناسبة، ومن ثم ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، مما يدفع إدارة الشركات العائلية لأن تحتفظ بقدر أكبر من النقدية حتى تستطيع الاستثمار في الفرص الاستثمارية المتاحة دون اللجوء لمصادر التمويل الخارجية، وتجنب تكاليف التمويل المرتفعة. كما يتفق الباحث مع التفسير الذي قدمته دراسة (Liu et al. (2015) بأن الشركات العائلية يكون لديها حالة خاصة من تعارض المصالح، ألا وهو تعارض المصالح بين الاكثريّة المسيطرة والأقليّة من حملة الاسهم بما يدفع حملة الاسهم المسيطرين للاحتفاظ بقدر أكبر من النقدية لتحقيق منافعهم الخاصة، لأن النقدية والاصول السائلة يمكن من خلالها تحقيق المنافع الخاصة، وبتكلفة أقل مقارنة بالاصول الأخرى. وبالتالي فهي تقدم فرصة لحملة الاسهم المسيطرين لتحويل تلك النقدية إليهم من خلال معاملات جانبية مثل القروض الداخلية.

٥. بالنسبة للمتغيرات الرقابية، نجد أن **حجم الشركة** كان له تأثيراً عكسياً ومعنوياً على النقدية المحتفظ بها، أي أن الشركات صغيرة الحجم تحتفظ بقدر من النقدية أكبر من الشركات كبيرة الحجم. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه العديد من الدراسات السابقة (e.g., Sun et al. 2012; بلال، ٢٠١٧ ; Chung et al., 2018 ; Shin et al., 2018 ; Farinha et al., 2015 ; ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات الصغيرة يكون لديها عدم تماثل معلومات أكبر من الشركات الكبيرة مما يعني ارتفاع تكاليف التمويل الخارجي. كما اوضح (Bates et al. (2009) أن علاقة النقدية بحجم الشركة غالباً ما ترتبط باقتصاديات الحجم ولذلك تحتفظ الشركات الكبيرة بقدر أقل من النقدية. أما **درجة الرفع المالي** فقد كان لها تأثير عكسي ومعنوي على النقدية المحتفظ بها، أي أن الشركات ذات الرفع المالي المرتفع تحتفظ بقدر من النقدية أقل من الشركات ذات درجة الرفع المالي المنخفض. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه العديد من

الدراسات السابقة (e.g., García-Teruel et al., 2009; Sun et al., 2012; Chung et al., 2015 ; Derouiche et al., 2018 ; Shin et al., 2018). ويمكن تفسير ذلك بأن زيادة نسبة الديون يُزيد من الدور الرقابي للدائنين بما يُحد من السلوك الانتهازي للإدارة مما يدفعها إلى التخلص من أي نقدية زائدة Ferreira (and Vilela, 2004). كما تتفق تلك النتيجة مع نظرية ترتيب الأولويات، حيث لا تتجه الشركة إلى مصادر التمويل الخارجية إلا بعد استنفاد مصادر التمويل الداخلية، ومن ثم فإن زيادة الاقتراض ترتبط بنقص في النقدية المتاحة. كما كان لصافي رأس المال العامل تأثيراً عكسياً ومعنوياً على النقدية المحتفظ بها، أي أن الشركات ذات صافي رأس المال العامل المرتفع تحتفظ بقدر من النقدية أقل من الشركات ذات صافي رأس المال العامل المنخفض. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه العديد من الدراسات السابقة (e.g., Sun et al., 2012; Chung et al., 2015 ; Derouiche et al., 2018 ; Shin et al., 2018). ويمكن تفسير ذلك بأن زيادة صافي رأس المال العامل تعني توافر بدائل للنقدية بما يؤدي إلى انخفاض النقدية المحتفظ بها. أما التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية فكان لها تأثيراً إيجابياً ومعنوياً على النقدية المحتفظ بها، حيث أن الشركات ذات التدفقات النقدية التشغيلية المرتفعة تحتفظ بقدر من النقدية أكبر من الشركات ذات التدفقات النقدية التشغيلية المنخفضة. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه العديد من الدراسات السابقة (بلال، ٢٠١٧؛ مليجي، ٢٠١٨، Sun et al., 2012; e.g.). ويمكن تفسير ذلك في إطار نظرية ترتيب الأولويات، حيث تفضل الشركات مصادر التمويل الداخلية قبل اللجوء للمصادر الخارجية، وخاصة عند زيادة تكاليف التمويل. وبالتالي فإن الشركات التي لديها تدفقات نقدية كبيرة تكون أكثر احتمالاً لتراكم النقدية لتفادي مشاكل نقص السيولة، أو مشاكل تقلبات الارباح في المستقبل. وعلى عكس ما توصلت إليه دراسة بلال (٢٠١٧)، ودراسة (Al-Najjar and Clark (2017)، نجد أن ربحية الشركة من خلال معدل العائد على الاصول ليس لها تأثير معنوي على النقدية المحتفظ بها. ويمكن تفسير ذلك بزيادة اعتماد الشركات على عمليات البيع الآجل، ومن ثم فإن زيادة الارباح قد لا تترجم إلى زيادة في النقدية في الأجل القصير.

#### جدول رقم (٥) نتائج تحليل الانحدار المتعدد وفقاً للمؤشر الثاني (CASH2)

المتغيرات	معامل الانحدار	إحصائية اختبار t	مستوى المعنوية	معامل VIF
الاستحقاقات (DAC) الاختيارية	٠,١٤٥	٢,٥٤٥	٠,٠١٢	١,٠٦٨
الملكية العائلية (FAMILY)	٠,٠٣١	٢,٦٦٨	٠,٠٠٨	١,٠٨٢
حجم الشركة (SIZE)	٠,٠٣٢-	٤,٠٦٣-	٠,٠٠٠	١,٤٠٤
درجة الرفع المالي (LEV)	٠,٠٥٧-	٢,١٠٠-	٠,٠٣٧	١,٦١٢
صافي رأس المال العامل (NWC)	٠,٠٧٦-	٢,٥٠٢-	٠,٠١٣	١,٤٦١
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (CFO)	٠,٢٢٤	٣,٨٧٤	٠,٠٠٠	١,٦٢٢
ربحية الشركة (ROA)	٠,٠٢٦	٠,٤١٧	٠,٦٧٧	٢,٠١٦
<p>معامل التحديد المعدل للنموذج <math>R^2 (adj.) = ٢١\%</math>  إحصائية اختبار F للنموذج = <math>١٠,٠٧٩</math>  مستوى المعنوية للنموذج = <math>٠,٠٠٠٠</math></p>				

ويُظهر الجدول رقم (٥) النتائج التالية :-

١. بلغ معامل التحديد المعدل للنموذج  $R^2 (adj.) = ٢١\%$  والذي يشير إلى أن متغيرات النموذج تُفسر ٢١% من التغيرات في المتغير التابع. كما يُظهر الجدول أن النموذج كان معنوياً، حيث بلغت قيمة F  $١٠,٠٧٩$  بمستوى معنوية  $٠,٠٠٠٠$  وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول وقدره  $٥\%$ .
٢. لا يوجد ارتباط خطي متعدد Multicollinearity بين متغيرات النموذج وبعضها البعض، حيث كانت قيمة معامل تضخيم التباين Variance Inflation Factor (VIF) لمتغيرات النموذج أقل من ١٠.
٣. يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للاستحقاقات الاختيارية (كمقياس عكسي لجودة الأرباح) على النقدية المحتفظ بها، حيث بلغ معامل الانحدار لها  $٠,١٤٥$  بمستوى معنوية  $٠,٠١٢$ ، وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول وقدره  $٥\%$ . ويعني هذا أن هناك تأثيراً عكسياً ومعنوياً لجودة الأرباح على النقدية المحتفظ بها، مما يعني قبول فرض الدراسة

الأول كما في النموذج الاول.

٤. تؤثر الملكية العائلية تأثيراً إيجابياً ومعنوياً على النقدية المحتفظ بها، حيث بلغ معامل الانحدار لها ٠,٠٣١ بمستوى معنوية ٠,٠٠٨، وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول وقدره ٥%. مما يعني قبول فرض الدراسة الثاني كما في النموذج الاول.

٥. بالنسبة للمتغيرات الرقابية، نجد أن النتائج كانت متقاربة إلى حد كبير مع النموذج الأول، حيث كان كل من حجم الشركة، ودرجة الرفع المالي، وصافي رأس المال العامل ذوي تأثير عكسي ومعنوي على النقدية المحتفظ بها، أما التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية فكان لها تأثيراً إيجابياً ومعنوياً على النقدية المحتفظ بها، في حين أن ربحية الشركة من خلال معدل العائد على الاصول فلم يكن لها أي تأثير معنوي على النقدية المحتفظ بها.

٨-٧-٣ الاختبار الاضافي لفرض الدراسة الثاني باستخدام اختبار t للفرق بين متوسطين\*

قام الباحث بإجراء اختبار اضافي لفرض الدراسة الثاني باستخدام اختبار t للفرق بين متوسطين، وذلك للتحقق من مدى قبول الفرض المتعلق بأن الملكية العائلية تؤثر تأثيراً إيجابياً ومعنوياً على مقدار النقدية المحتفظ بها. بمعنى أن النقدية المحتفظ بها في الشركات العائلية تزيد بصورة معنوية عن النقدية المحتفظ بها في الشركات غير العائلية. وقد تم حساب الفرق على أساس النقدية المحتفظ بها في الشركات العائلية مخصوماً منها النقدية المحتفظ بها في الشركات غير العائلية. وقد تم إجراء اختبار t حيث كان :-

فرض العدم : الفرق بين المتوسطين  $\geq$  صفر

(النقدية المحتفظ بها في الشركات العائلية  $\geq$  النقدية المحتفظ بها في الشركات غير العائلية)

الفرض البديل : الفرق بين المتوسطين  $<$  صفر

(النقدية المحتفظ بها في الشركات العائلية  $<$  النقدية المحتفظ بها في الشركات غير العائلية)

\* يمكن الرجوع إلى ملحق البحث رقم (٢) للتعرف على تفاصيل اختبار t

وبإجراء الاختبار على النقدية المتحفظ بها والمقاسة وفقاً للمؤشر الاول (CASH<sub>1</sub>)، نجد أن متوسط نسبة النقدية المحتفظ بها في الشركات العائلية قد بلغ ٠,٠٧٨٥ من اجمالي

الاصول، بينما قد بلغ ٠,٠٥١٠ من اجمالي الاصول في الشركات غير العائلية. وباختبار معنوية الفرق بين المتوسطين، توصلت الدراسة إلى أن الفرق كان معنوياً، حيث بلغت احصائية اختبار  $t$  ٣,٢٧ بمستوى معنوية قدره ٠,٠٠١، وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول ٥%، مما يعنى عدم قبول فرض العدم، وقبول الفرض البديل بأن الفرق بين المتوسطين < صفر، ويعني هذا أن النقدية المحتفظ بها في الشركات العائلية كانت أكبر من النقدية المحتفظ بها في الشركات غير العائلية، بما يشير إلى أن الملكية العائلية تؤثر تأثيراً إيجابياً ومعنوياً على مقدار النقدية المحتفظ بها، وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه الباحث في تحليل الانحدار المتعدد بما يُدعم قبول فرض الدراسة الثاني.

وبتكرار الاختبار وفقاً للمؤشر الثاني للنقدية المحتفظ بها ( $CASH_2$ )، توصلت الدراسة أيضاً إلى قبول فرض الدراسة الثاني، إذ بلغ متوسط نسبة النقدية المحتفظ بها في الشركات العائلية ٠,٠٩٥ من اجمالي الاصول بدون النقدية وما في حكمها، بينما في الشركات العائلية قد بلغ ٠,٠٥٧١ وباختبار معنوية الفرق بين المتوسطين، توصلت الدراسة إلى أن الفرق كان معنوياً، حيث بلغت احصائية اختبار  $t$  ٣,٠٩ بمستوى معنوية قدره ٠,٠٠١، وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول ٥% مما يعنى عدم قبول فرض العدم وقبول الفرض البديل.

## ٩. خلاصة البحث ونتائجه وتوصياته

هدف البحث إلى دراسة تأثير كل من جودة الارباح والملكية العائلية على مقدار النقدية المحتفظ بها في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري. ولذلك، قام الباحث في البداية باستعراض للنقدية المحتفظ بها من حيث التعريف، والدوافع، والنظريات المفسرة لاحتفاظ الشركات بالنقدية. وقد خلص الباحث إلى أن هناك العديد من الدوافع لاحتفاظ الشركات بالنقدية، والتي تتمثل في دافع المعاملات، ودافع التحوط، ودافع المضاربة، ودافع الوكالة، ودافع الضرائب. كما خلص الباحث إلى أن هناك العديد من النظريات التي حاولت تفسير احتفاظ الشركات بالنقدية، والتي من أهمها، نظرية المقايضة الساكنة، ونظرية ترتيب الأولويات، ونظرية التدفقات النقدية الحرة، وأخيراً نظرية الوكالة. وقد خلص الباحث إلى أن هذه النظريات تختلف فيما بينها في تفسير دوافع الاحتفاظ بالنقدية، وبالتالي لا توجد نظرية شاملة لتفسير كل دوافع الاحتفاظ بالنقدية، ولكن يمكن تحقيق التكامل بين تلك النظريات لتفسير دوافع احتفاظ الشركات بالنقدية.

وباستعراض الدراسات التي تناولت تأثير جودة الارباح على النقدية المحتفظ بها، والدراسات التي تناولت تأثير الملكية العائلية على النقدية المحتفظ بها، خلص الباحث إلى أن الدراسات السابقة لم تصل إلى نتيجة حاسمة بشأن تأثير كل من جودة الارباح والملكية العائلية على مقدار النقدية المحتفظ بها. إذ توصل البعض إلى أن جودة الارباح والملكية العائلية لهما تأثير إيجابي على مقدار النقدية المحتفظ بها، في حين توصل البعض الآخر إلى أن جودة الارباح والملكية العائلية لهما تأثير عكسي على مقدار النقدية المحتفظ بها، أو ليس لهما تأثير.

واستناداً إلى الدراسات السابقة، قام الباحث باشتقاق فرضي البحث اللذان تم اختبارهما من خلال بيانات عينة مكونة من ٦٠ شركة من الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من عام ٢٠١٤ إلى عام ٢٠١٨. وقد روعي في عينة الدراسة أن يكون نصفها ينتمي للشركات العائلية والنصف الآخر للشركات غير العائلية. وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد وقياس النقدية المحتفظ بها وفقاً لمؤشرين وهما؛ نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول، ونسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول بدون النقدية وما في حكمها، مع قياس الاستحقاقات الاختيارية كمؤشر عكسي لجودة الارباح من خلال نموذج جونز المعدل، توصلت الدراسة إلى أن نتائج نموذجي الانحدار وفقاً للمؤشرين كانت متقاربة إلى حد كبير، حيث توصلت إلى النتائج التالية :-

١. يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للاستحقاقات الاختيارية على النقدية المحتفظ بها. ويعني هذا أن هناك تأثيراً عكسياً ومعنوياً لجودة الأرباح على النقدية المحتفظ بها، أي أن زيادة جودة الارباح تقلل من مقدار النقدية المحتفظ بها، مما يعني قبول فرض الدراسة الأول. ويمكن تفسير ذلك بأن زيادة جودة الارباح تُرسل إشارات إيجابية عن الشركة للأطراف الخارجية، وتخفف من عدم تماثل المعلومات بين ادارة الشركة، ومقدمي التمويل بما يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل الخارجي، وتحسين شروط المديونية. كما تزيد جودة الارباح من مقدرة حملة الاسهم على مراقبة المديرين، بما يؤدي إلى تحسين كفاءة إدارة النقدية، ومن ثم لا تحتاج الشركة للاحتفاظ بقدر كبير من النقدية.
٢. تؤثر الملكية العائلية تأثيراً إيجابياً ومعنوياً على النقدية المحتفظ بها، حيث تحتفظ الشركات العائلية بقدر من النقدية أكبر من الشركات غير العائلية، وتجدر الإشارة إلى أنه قد تم تدعيم هذه النتيجة من خلال إجراء اختبار t للفرق بين متوسط النقدية المحتفظ

بها في الشركات العائلية، ومتوسط النقدية المحتفظ بها في الشركات غير العائلية، مما يعني قبول فرض الدراسة الثاني. ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن ادارة الشركات العائلية غالباً ما تكون متجنبه للخطر، وتسعى نحو الحفاظ على سيطرة العائلة على الشركة لضمان استمرار الشركة للأجيال القادمة، وبالتالي تحتفظ بقدر كبير من النقدية لمواجهة احتمالات نقص السيولة المستقبلية. كما أن الشركات العائلية غالباً ما تواجه بمشكلة عدم ثقة المقرضين في مديري الشركات العائلية لانهم يتوقعون أنهم حصلوا على هذا المنصب لكونهم أعضاء في العائلة أو محاباة لأحد أفراد العائلة، بما يؤدي إلى شروط مديونية غير مناسبة ومن ثم ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، مما يدفع إدارة الشركات العائلية لأن تحتفظ بقدر أكبر من النقدية حتى تستطيع الاستثمار في الفرص الاستثمارية المتاحة دون اللجوء لمصادر التمويل الخارجية، وتجنب تكاليف التمويل المرتفعة.

٣. بالنسبة للمتغيرات الرقابية، توصلت الدراسة إلى أن كلاً من حجم الشركة، ودرجة الرفع المالي، وصافي رأس المال العامل، لهم تأثير عكسي ومعنوي على النقدية المحتفظ بها، أما التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية فكان لها تأثيراً إيجابياً ومعنوياً على النقدية المحتفظ بها، في حين أن ربحية الشركة من خلال معدل العائد على الاصول فلم يكن لها تأثير معنوي على النقدية المحتفظ بها.

وفي ضوء ما قام الباحث بعرضه في الجزء النظري من هذا البحث، وما توصل إليه من

نتائج في الجزء التطبيقي يوصي الباحث بالآتي:-

١. ضرورة اهتمام الشركات بإدارة النقدية، ومحاولة الوصول إلى المستوى الامثل للنقدية المحتفظ بها حتى لا تواجه بمشكلة نقص النقدية المتاحة، ومن ثم فقد الفرص الاستثمارية، أو بمشكلة نقدية زائدة غير مستغلة ذات تكلفة فرصة بديلة مرتفعة.
٢. تحديد الجهات المعنية، مثل هيئة الرقابة المالية، معدلات استرشاديه للنقدية المحتفظ بها في كل قطاع من قطاعات سوق الاوراق المالية بما يؤدي إلى انخفاض مشاكل الوكالة، والحد من السلوك الانتهازي للإدارة، ومن ثم حماية مصالح الاطراف ذات العلاقة.
٣. توجيه اهتمام الجهات المعنية بالاستثمار إلى المزيد من تبسيط الاجراءات التنظيمية والقانونية للاستثمار لجذب المزيد من الاستثمارات بما ينعكس على تخفيض تراكم النقدية في الشركات.

٤. ضرورة إجراء المزيد من البحوث المستقبلية مثل:-
- دراسة تأثير الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة.
  - دراسة تأثير أنماط هياكل الملكية على قيمة النقدية المحتفظ بها.
  - دراسة تأثير ممارسات التحفظ المحاسبي على الاحتفاظ بالنقدية.
  - تكرار نفس الدراسة الحالية ولكن باستخدام مقاييس أخرى لجودة الأرباح مثل استمرارية الأرباح أو جودة الاستحقاقات.

## مراجع البحث

## أولاً : المراجع باللغة العربية

١. أحمد، سامح محمد رياض (٢٠١٢). أثر جودة المراجعة في جودة الأرباح وانعكاساتها على التوزيعات النقدية في الشركات المساهمة المصرية. *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، عمادة البحث العلمي - الجامعة الأردنية* ، ٨ (٤) : ٧٣٦-٧٦١.
٢. اسماعيل، عصام عبد المنعم (٢٠١٥). أثر حجم الشركة على ممارسات إدارة الأرباح : دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، *مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة - جامعة طنطا* ، العدد الثاني : ٦٤٤-٦٨١.
٣. السيد، محمد صابر حمودة (٢٠١٨). أثر أنماط هيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة - جامعة عين شمس* ، ٢٢ (٤): ١٤٤٣-١٥٢٣.
٤. الصمادي، محمد حسين على (٢٠١٥). العوامل المؤثرة على الإفصاح الاختياري لدى الشركات العائلية المساهمة العامة الصناعية الاردنية، *رسالة ماجستير غير منشورة* ، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية - جامعة اليرموك.
٥. المليجي، هشام حسن عواد (٢٠١٠). أثر هيكل الملكية المركزة على المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية بالتطبيق على الشركات العائلية في مصر. *المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية* ، *كلية التجارة وإدارة الأعمال - جامعة حلوان* ، ٢٤ (٤) : ١٣-٥٩.
٦. بلال، السيد حسن سالم (٢٠١٧). العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها : دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة - جامعة عين شمس* ، ٢١ (٤) : ٢٠٠-٢٤٨.
٧. حداد، رويده حنا إبراهيم (٢٠١٧). أثر الحاكمية المؤسسية وهيكل الملكية على مستوي الاحتفاظ بالنقدية وانعكاسها على قيمة الشركة : دراسة ميدانية على الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان. *رسالة دكتوراه غير منشورة* ، *كلية الدراسات العليا - جامعة العلوم الاسلامية العالمية الاردن*.
٨. رضوان، عباس أحمد، والغندور، مصطفى عطية، وسليمان، السيد حسن صديق (٢٠١٧). تركز سوق المراجعة وأثره على جودة الأرباح المحاسبية : دراسة تطبيقية في سوق المراجعة المصري. *المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة - جامعة المنصورة* ، ٤١ (٢) : ٢٥٩-٢٩٤.

٩. زيدان، عمرو علاء الدين (٢٠١١). الشركات العائلية المصرية (١) دراسة ميدانية للخصائص المميزة والدلالات الاستراتيجية. *المجلة العربية للعلوم الإدارية* ، (١٨) ٣ : ٣٩٣-٤٣٤.
١٠. سليم، احمد سليم محمد (٢٠١٧). العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية والمسئولية الاجتماعية للشركات : دراسة تطبيقية. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة - جامعة عين شمس* ، ٢١ (٢) : ٦١٠-٦٤٧.
١١. عفيفي، هلال عبد الفتاح السيد (٢٠١٥). أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المساهمة المصرية : دراسة اختبارية. *المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة - جامعة المنصورة* ، ٣٩ (٤) : ٥١-١١٨.
١٢. علي، عبد الوهاب نصر وشحاته، شحاته السيد (٢٠١٧). أثر طبيعة الملكية والخصائص التشغيلية للشركات على مستوى التحفظ المحاسبي بالقوائم المالية : دراسة تطبيقية مقارنة على الشركات العائلية وغير العائلية المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة - جامعة الإسكندرية* ، (٥٤) ١ : ١-٥٥.
١٣. كساب، ياسر السيد (٢٠٠٨). تقدير مدى تأثير الإدارة في الأرباح المحاسبية المنشورة باستخدام أساس الاستحقاق ودوافعها ورد فعل السوق: نموذج مقترح ودراسة ميدانية، *رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة- جامعة طنطا*.
١٤. محمد، احمد سليم (٢٠١٨). علاقة المراجعة المشتركة والمراجعة المزدوجة بجودة الأرباح: دراسة تطبيقية. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة - جامعة عين شمس* ، ٢٢ (١) : ٨٦٨-٩٠٣.
١٥. محمود، محمد أحمد حنفي (٢٠١٠). دراسة أثر ظاهرة إدارة الأرباح على جودة القوائم المالية - مع دراسة تطبيقية. *رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة - جامعة الإسكندرية*.
١٦. مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم (٢٠١٨). تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة - جامعة عين شمس* ، ٢٢ (٤) : ٣٣٠-٤٠١.
١٧. نويجي، حازم محفوظ محمد (٢٠١٨). أثر الخصائص التشغيلية للشركات على جودة تقاريرها المالية: دراسة تطبيقية على الشركات العائلية المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة - جامعة عين شمس* ، ٢٢ (٢) : ١٤٤٠-١٥٠١.
١٨. هجرس، سارة أبو بكر سالم (٢٠١٨). قياس أثر التحفظ المحاسبي والاحتفاظ بالأرصدة النقدية على قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية. *رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة - جامعة القاهرة*.

١٩. وزارة الاستثمار (٢٠١٥). معايير المحاسبة المصرية ، معيار رقم ٤ ، قوائم التدفقات النقدية.

ثانياً : المواقع الالكترونية

١. موقع مباشر <https://www.mubasher.info/countries/eg>

٢. موقع البورصة المصرية <http://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx>

ثالثاً : المراجع باللغة الإنجليزية

1. Aftab, U., Javid, A. Y., and Akhter, W. (2018). The determinants of cash holdings around different regions of the world. *Business and Economic Review*, 10(2), 151-181.
2. Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International Business Review*, 22(1), 77-88.
3. Al-Najjar, B., and Clark, E. (2017). Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. *Research in International Business and Finance*, 39, 1-12.
4. Ball, R., and Shivakumar, L. (2008). Earnings quality at initial public offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 324-349.
5. Bates, T. W., Kahle, K. M., and Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
6. Bick, P., Orlova, S., and Sun, L. (2018). Fair value accounting and corporate cash holdings. *Advances in Accounting*, (40), 98-110.
7. Boubaker, S., Derouiche, I., and Hassen, M. (2015). Family control and the value of cash holdings. *Journal of Applied Business Research*, 31(2), 647-661.
8. Bushman, R. M., and Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333.
9. Cai, W., Zeng, C. C., Lee, E., and Ozkan, N. (2016). Do business groups affect corporate cash holdings? Evidence from a transition economy. *China Journal of Accounting Research*, 9(1), 1-24.

10. Chang, C. C., Kao, L. H., and Chen, H. Y. (2018). How does real earnings management affect the value of cash holdings? Comparisons between information and agency perspectives. *Pacific-Basin Finance Journal*, (51), 47-64.
11. Charoenwong, C., Chong, B. S., and Yang, Y. C. (2014). Asset liquidity and stock liquidity: international evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(3-4), 435-468.
12. Cheng, Q. (2014). Family firm research—A review. *China Journal of Accounting Research*, 7(3), 149-163.
13. Chung, K. H., Kim, J. C., Kim, Y. S., and Zhang, H. (2015). Information asymmetry and corporate cash holdings. *Journal of Business Finance and Accounting*, 42(9-10), 1341-1377.
14. Cohen, D. A., Dey, A., and Lys, T. Z. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review*, 83(3), 757-787.
15. Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), 3-42.
16. Dechow, P. M., and Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(s-1), 35-59.
17. Dechow, P. M., and Schrand, C. M. (2004). Earnings quality. *The Research Foundation of CFA Institute*. <http://csinvesting.org/wp-content/uploads/2015/04/Defining-Earnings-Quality-CFA-Publication.pdf>
18. Dechow, P. M., Sloan, R. G., and Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
19. Dechow, P., Ge, W., and Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344-401.
20. Derouiche, I., Jemai, K., and Mansali, H. (2018). Accruals quality, financial constraints and corporate cash holdings. *The 2018*

- International Conference of the African Federation of Operational Research Societies- Tunisia* [http://afros.tdasociety.org/wp-content/uploads/2018/06/AFROS\\_2018\\_paper\\_126.pdf](http://afros.tdasociety.org/wp-content/uploads/2018/06/AFROS_2018_paper_126.pdf).
21. Dittmar, A., and Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634.
  22. Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., and Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(1), 111-133.
  23. Durán, R. F., Lozano, M. B., and Yaman, S. (2016). Is family control relevant for corporate cash holding policy?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(9-10), 1325-1360.
  24. Farinha, J., Mateus, C., and Soares, N. (2018). Cash holdings and earnings quality: evidence from the Main and Alternative UK markets. *International Review of Financial Analysis*, 56, 238-252.
  25. Ferreira, M. A., and Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
  26. Foley, C. F., Hartzell, J. C., Titman, S., and Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of Financial Economics*, 86(3), 579-607.
  27. Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., and Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.
  28. Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., and Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327.
  29. García-Teruel, P. J., and Martínez-Solano, P. (2008). On the determinants of SME cash holdings: Evidence from Spain. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(1-2), 127-149.
  30. García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P., and Sánchez-Ballesta, J. P. (2009). Accruals quality and corporate cash holdings. *Accounting and Finance*, 49(1), 95-115.

31. Gill, A., and Shah, C. (2012). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 70-79.
32. Greiner, A. J. (2017). An examination of real activities management and corporate cash holdings. *Advances in Accounting*, 39, 79-90.
33. Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997.
34. Harford, J., Mansi, S. A., and Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535-555.
35. Hasanzadeh, R., B., Kangarluei S., J., and Soleimani ,F. (2012). The effects of the earnings quality on cash holding in listed companies at Tehran Stock Exchange (TSE). *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 6(13): 104-110.
36. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
37. Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
38. Kothari, S. P., Leone, A. J., and Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.
39. Leuz, C., and R. Verrecchia, (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91-124.
40. Liu, Q., Luo, T., and Tian, G. G. (2015). Family control and corporate cash holdings: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 31, 220-245.
41. Liu, Y. (2011). Founding family ownership and cash holdings. *Journal of Financial Research*, 34(2), 279-294.
42. Lozano, M. B., and Durán, R. F. (2017). Family control and adjustment to the optimal level of cash holding. *The European Journal of Finance*, 23(3), 266-295.
43. Mokhtari, B., Kangarlouei, S. J., and Motavassel, M. (2012). The Investigation of the relationship between accruals quality and corporate

- cash holdings in firms listed in Tehran Stock Exchange (TSE). *Journal of Management Research*, 4(3), 120-132.
44. Myers, S. C., and Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
45. Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.
46. Ozkan, A., and Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103–2134.
47. Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.
48. Portal, M. T., and Basso, L. C. (2015). The effect of family control and management on performance, capital structure, cash holding, and cash dividends. *Corporate Ownership and Control*, 13(1), 1134-1149.
49. Powell, G. E. (2018). The financial determinants of corporate cash holdings for Indonesian firms . *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(1), 1-12.
50. Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370.
51. Sheikh, N. A., and Khan, M. I. (2015). The impact of board attributes and insider ownership on corporate cash holdings: Evidence from Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences (PJCSS)*, 9(1), 52-68.
52. Shin, M., Kim, S., Shin, J., and Lee, J. (2018). Earnings quality effect on corporate excess cash holdings and their marginal value. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(4), 901-920.
53. Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?. *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.

54. Steijvers, T., and Niskanen, M. (2013). The determinants of cash holdings in private family firms. *Accounting & Finance*, 53(2), 537-560.
55. Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), 249-281.
56. Sun, Q., Yung, K., and Rahman, H. (2012). Earnings quality and corporate cash holdings. *Accounting and Finance*, 52(2), 543-571.
57. Supar, S. J. B., Bujang, I., and Hakim, T. A. (2018). Effect of cash holding towards firm's efficiency: Moderating effect of earning quality. *In Proceedings of the 2nd Advances in Business Research International Conference* (pp. 123-133). Springer, Singapore.
58. Taghavi, S. A. M., and Javanmard, A. (2013). The effects of earning management on corporate cash holdings: Empirical evidence from Iran. *Shiraz Journal of System Management*, 1(2), 95-119.
59. Yoshinaga, Y. (2015). The relation between cash holdings and earnings persistence. *The International Journal of Accounting and Business Society*, 23(2), 59-69.

## ملاحق البحث

## ملحق رقم ( ١ )

## شركات عينة الدراسة مصنفة وفقاً للقطاعات

الشركات غير العائلية	الشركات العائلية	القطاع
الاسماعلية الوطنية للصناعات الغذائية.	جبهة للصناعات الغذائية.	الأغذية والمشروبات
الشرقية الوطنية للأمن الغذائي.	اجواء للصناعات الغذائية.	
الصناعات الغذائية العربية (دومتي).	القاهرة للزيوت والصابون.	
	يونيفرت للصناعات الغذائية.	
	عبور لاند للصناعات الغذائية.	
البويات والصناعات الكيماوية (باكين).	الحديثة للمواد العازلة.	التشييد والبناء
المصرية لتطوير صناعة البناء.	دلنا للإنشاء والتعمير.	
النصر للأعمال المدنية.	الشركة العربية للخزف.	
ليسيكو مصر.		
مصر للاسمنت - قنا.		
اكتوير فارما.	الاسكندرية للخدمات الطبية (المركز الطبي الجديد).	الرعاية الصحية والأدوية
الاسكندرية للأدوية والصناعات الكيماوية.	سبأ الدولية للأدوية والصناعات الكيماوية.	
العربية للأدوية والصناعات الكيماوية.		
النيل للأدوية والصناعات الكيماوية.		
المصرية للمنتجات السياحية.	بيراميذا للفنادق والقرى السياحية.	السياحة والترفيه
	عبر المحيطات للسياحة.	
المجموعة المصرية العقارية.	العبور للاستثمار العقاري.	العقارات
مدينة نصر للإسكان والتعمير.	مجموعة طلعت مصطفى القابضة.	
مصر الجديدة للإسكان والتعمير.	بالم هيلز للتعمير.	
ميناء للاستثمار السياحي والعقاري.	يونوبيا للاستثمار العقاري والسياحي.	
	مرسيليا للاستثمار العقاري.	
أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية.	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات.	الكيماويات
المالية والصناعية المصرية.	الدولية للأسمدة والكيماويات.	
سماد مصر (ايجيفرت).	فيركم مصر للأسمدة والكيماويات.	
سيدي كرير للبتروكيماويات.		

الغاز والبترول	-----	الاسكندرية للزيوت المعدنية(أموك).
الموارد الأساسية	الالومنيوم العربية.	العامة للورق - راكتا.
	مصر انتركونتينتال لصناعة الجرانيت والرخام.	مصر للألومنيوم.
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	الصناعات الهندسية والمعمارية للإنشاء والتعمير.	الاسكندرية لتداول الحاويات والبضائع.
	السويدي الكتريك.	الاهرام للطباعة والتغليف.
	دلتا للطباعة والتغليف.	المصرية لخدمات النقل والتجارة.
	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة والتغليف.	
	غبور اوتو.	
	الدولية للتج الجاف.	
	فارونك لأنظمة التحكم والاتصالات.	
منتجات منزلية وشخصية	النساجون الشرقيون.	العامة لمنتجات الخزف والصيني.
		العربية وبلقارا للغزل والنسيج.
		النيل لحلج الاقطان.

## ملحق رقم ( ٢ )

## نتائج التحليل الإحصائي

## Descriptives

## Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CASH1	240	.000300	.432800	.06478667	.066478945
CASH2	240	.000300	.763100	.07593667	.095955746
DAC	240	.000776	.632146	.08850540	.100097963
FAMILY	240	.000000	1.000000	.50000000	.501044933
SIZE	240	6.932941	10.983507	8.69620697	.837502078
LEV	240	.004621	1.949584	.45996423	.257731572
NWC	240	-.898205	.731072	.16671973	.220151228
CFO	240	-.431802	.469332	.03481518	.121291276
ROA	240	-.478700	.482800	.04987792	.123377134
Valid N (listwise)	240				

الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة

## Regression

نتائج تحليل الانحدار المتعدد وفقاً للمؤشر الأول (CASH<sub>1</sub>)Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ROA, DAC, FAMILY, SIZE, NWC, LEV, CFO <sup>b</sup>		. Enter

a. Dependent Variable: CASH1

b. All requested variables entered.

## Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.492 <sup>a</sup>	.242	.219	.058734914

a. Predictors: (Constant), ROA, DAC, FAMILY, SIZE, NWC, LEV, CFO

ANOVA<sup>a</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
-------	----------------	----	-------------	---	------

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.257	.045		5.673	.000		
DAC	.089	.039	.134	2.272	.024	.936	1.068
FAMILY	.023	.008	.173	2.908	.004	.925	1.082

1	Regression	.256	7	.037	10.597	.000 <sup>b</sup>
	Residual	.800	232	.003		
	Total	1.056	239			

a. Dependent Variable: CASH1

b. Predictors: (Constant), ROA, DAC, FAMILY, SIZE, NWC, LEV, CFO

SIZE	-.022-	.005	-.273-	-4.037-	.000	.712	1.404
LEV	-.044-	.019	-.171-	-2.360-	.019	.620	1.612
NWC	-.056-	.021	-.187-	-2.702-	.007	.684	1.461
CFO	.152	.040	.276	3.798	.000	.616	1.622
ROA	.031	.044	.058	.713	.476	.496	2.016

a. Dependent Variable: CASH1

### Regression (CASH<sub>2</sub>) تحليل الانحدار المتعدد وفقاً للمؤشر الثاني

#### Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ROA, DAC, FAMILY, SIZE, NWC, LEV, CFO <sup>b</sup>		. Enter

a. Dependent Variable: CASH2

b. All requested variables entered.

#### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.483 <sup>a</sup>	.233	.210	.085284626

a. Predictors: (Constant), ROA, DAC, FAMILY, SIZE, NWC, LEV, CFO

#### ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.513	7	.073	10.079	.000 <sup>b</sup>
	Residual	1.687	232	.007		
	Total	2.201	239			

a. Dependent Variable: CASH2

b. Predictors: (Constant), ROA, DAC, FAMILY, SIZE, NWC, LEV, CFO

### Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.353	.066		5.371	.000		
DAC	.145	.057	.151	2.545	.012	.936	1.068
FAMILY	.031	.011	.160	2.668	.008	.925	1.082
SIZE	-.032-	.008	-.277-	-4.063-	.000	.712	1.404
LEV	-.057-	.027	-.153-	-2.100-	.037	.620	1.612
NWC	-.076-	.030	-.174-	-2.502-	.013	.684	1.461
CFO	.224	.058	.284	3.874	.000	.616	1.622
ROA	.026	.063	.034	.417	.677	.496	2.016

a. Dependent Variable: CASH2

اختبار t للفرق بين متوسطين على أساس المؤشر الاول للنقدية (CASH<sub>1</sub>)

### Method

$\mu_1$ : mean of FAMILY

$\mu_2$ : mean of NON FAMILY

Difference:  $\mu_1 - \mu_2$

### Descriptive Statistics

Sample	N	Mean	StDev	SE Mean
FAMILY	120	0.0785	0.0764	0.0070
NON FAMILY	120	0.0510	0.0515	0.0047

### Estimation for Difference

<b>Difference</b>	<b>95% Lower Bound for Difference</b>
0.02752	0.01362

**Test**Null hypothesis  $H_0: \mu_1 - \mu_2 = 0$ Alternative hypothesis  $H_1: \mu_1 - \mu_2 > 0$ 

<b>T-Value</b>	<b>DF</b>	<b>P-Value</b>
3.27	208	0.001

اختبار t للفرق بين متوسطين على أساس المؤشر الثاني للنقدية (CASH<sub>2</sub>)**Method** $\mu_1$ : mean of FAMILY $\mu_2$ : mean of NON FAMILYDifference:  $\mu_1 - \mu_2$ **Estimation for Difference**

<b>Difference</b>	<b>95% Lower Bound for Difference</b>
0.0376	0.0175

**Descriptive Statistics**

<b>Sample</b>	<b>N</b>	<b>Mean</b>	<b>StDev</b>	<b>SE Mean</b>
FAMILY	120	0.095	0.118	0.011
NON FAMILY	120	0.0571	0.0623	0.0057

**Test**Null hypothesis  $H_0: \mu_1 - \mu_2 = 0$ Alternative hypothesis  $H_1: \mu_1 - \mu_2 > 0$ 

<b>T-Value</b>	<b>DF</b>	<b>P-Value</b>
3.09	180	0.001