

تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة "دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"

دكتورة / ريم محمد محمود عبد المنعم

مدرس المحاسبة بالمعهد العالى للعلوم الادارية

بلبيس - شرقية

ملخص الدراسة

تستهدف هذه الدراسة اختبار اتجاه وقوة ودلالة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة من جهة ، واختبار تأثير هيكل الملكية (معبراً عنها بالملكية الادارية ، الملكية المؤسسية ، الملكية الاجنبية) عند ادخالها كمتغير منظم لتلك العلاقة من جهة أخرى . وذلك على عينة قوامها ١٢٠ شركة مساهمة مصرية مقيدة فى بورصة الأوراق المالية المصرية ، وتنتمى إلى خمسة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالى ، خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام ٢٠١٧ حتى عام ٢٠١٩ . وقد اعتمدت الدراسة لاختبار الفروض البحثية على تحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات باستخدام نموذج الآثار الثابتة. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن هناك علاقة سلبية وذات دلالة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات محل الدراسة . كما قدمت الدراسة دليلاً احصائياً فى ظل وجود دوافع لدى الشركات للاحتفاظ بالنقدية ، على وجود تأثير سلبى ذو دلالة معنوية لهيكل الملكية معبراً عنها بالملكية الادارية على العلاقة السلبية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات محل الدراسة . كذلك قدمت الدراسة دليلاً احصائياً فى ظل وجود دوافع لدى الشركات للاحتفاظ بالنقدية ، على وجود تأثير ايجابى ذو دلالة معنوية لهيكل الملكية (معبراً عنها بالملكية المؤسسية ، الملكية الاجنبية) على العلاقة السلبية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات محل الدراسة .

الكلمات الدالة : هيكل الملكية، الاحتفاظ بالنقدية ، قيمة الشركة .

The Effect of Ownership Structure on the Relationship Between the Level of Cash Holdings and Firm Value *Empirical Study on the Egyptian Listed Companies*

Abstract

This study aimed to test the relationship between the level of cash holdings and the firm value , in addition to test the effect of the ownership structure was measured by (managerial ownership ,institutional ownership , foreign ownership) when introduced as moderator variables to this relationship , using 120 non-financial companies listed in the Egyptian stock exchange, and covering different 15 sectors, over the period of 2017 to 2019 . fixed effects Model (FEM) , regression model was adopted to test the research hypotheses .the study concluded to several findings , most important of which that a negative significant relationship between the level of cash holdings and the firm value .the study also provided a statistical evidence of the existence in the presence of companies motivation to hold cash , a negative significant effect of the ownership structure was measured by (managerial ownership) on the negative relationship between the level of cash holdings and the firm value . and in the presence of companies motivation to hold cash , a positive significant effect of the ownership structure was measured by (managerial ownership ,institutional ownership , foreign ownership) on the negative relationship between the level of cash holdings and the firm value .

Kay wards : Ownership Structure , Cash Holdings , Firm Value.

١- مقدمة :

يعد قرار الاحتفاظ بالنقدية (Cash Holding) من أهم القرارات المالية التي تتخذها إدارة الشركة ، حيث تلعب النقدية المحفوظ بها دورا هاما ومحوريا في مواجهة الأزمات والمخاطر المالية (Al - Amri et al, 2015) . ويقصد بالاحتفاظ بالنقدية : تكوين الشركات لأرصدة نقدية متراكمة تزيد عن الاحتياجات التقليدية ، بالقدر المناسب الذي يحدث التوازن بين الإيراد الحدي والتكلفة الحدية لهذه النقدية (Cai et al, 2016) . وتعتبر النقدية من أكثر الحسابات خطورة نظراً لارتباطها بالعديد من المعاملات المحاسبية ، فضلاً عن سهولة استغلالها مقارنة بالأصول الأخرى ، ومن ثم فإنها ذات أهمية كبيرة بالنسبة للعديد من أصحاب المصالح في الشركة ، وذلك لتقييم مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها طويلة الأجل ، وتوزيعات الأرباح ، ومواجهة مخاطر التقلبات غير المتوقعة والتحوط منها ، واستغلال الفرص الاستثمارية (Bick et al, 2018) . وبالتالي فإن الشركات تقوم بالاحتفاظ بالنقدية للاستخدام طويل الأجل ، وليس للاستخدام قصير الأجل ، أو أداء عملياتها التجارية اليومية ، فهذا أمر حتمي لاستمرار وبقاء الشركات (سليم ، ٢٠١٧) .

ولقد عرف معيار المحاسبة المصري رقم (٤) ، النقدية وما في حكمها ، حيث النقدية تتضمن النقدية بالصندوق والودائع تحت الطلب ، والنقدية وما في حكمها تتمثل في الاستثمارات قصيرة الأجل وعالية السيولة والتي يمكن تحويلها بسهولة إلى مبالغ نقدية محددة، والتي يكون تعرضها لمخاطر التغير في قيمتها ضئيلاً (معايير المحاسبة المصرية، ٢٠١٥)

ونتيجة للأهمية التي حظى بها الاحتفاظ بالنقدية خلال العقدین الماضيين ، فقد حاولت العديد من الدراسات استكشاف الدوافع التي تجعل الشركات تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية ، وقد تمثلت هذه الدوافع فيما يلي :

● **دافع المعاملات (Transaction Motive)**، تحتفظ الشركات بالنقدية لتخفيض تكاليف المعاملات المرتبطة بالحصول على مصادر التمويل الخارجية ، أو تجنب

التخلص من الأصول وبيعها نتيجة الحاجة الملحة والعاجلة للنقدية (Keynes,1936,Opler et al ,1999,Gu,2017).

● **دافع الوقاية (Precautionary Motive)** ، تتجه الشركات للاحتفاظ بالنقدية لتأمين التمويل اللازم للفرص الاستثمارية خاصة عندما يكون التمويل الخارجي مرتفع التكلفة ، ولمواجهة التقلبات غير المتوقعة ، ولضمان وجود فرص استثمار مربحة للشركات بدلاً من ضياع هذه الفرص بسبب الافتقار إلى النقدية (Keynes , 1936 , Rizeanu , 2011, Sheikh and Khan , 2015)

● **دافع المضاربة (The Speculative Motive)** ، تميل الشركات إلى الاحتفاظ بالأرصدة النقدية لتوفير السيولة بهدف اغتنام واستغلال الفرص الاستثمارية المربحة التي قد تحدث في المستقبل (Sheikh and Khan , 2015,Ozkan) and Ozkan,2004, Opler et al ,1999 .

● **دافع الوكالة (Agency Motive)** ، حيث يشير دافع الوكالة إلى ارتفاع مستوى النقدية المحتفظ بها في الشركات التي تعاني من ارتفاع مشاكل الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين الإدارة والملاك (Dittmar et al ,2003 , Dittmar and Mahrt-smith,2007) . وتفضل الإدارة (المديرين) الاحتفاظ بالنقدية عن توزيع الأرباح على المساهمين ، مما يساعد الإدارة على التحكم في القرارات الاستثمارية للشركة ، وتحقيق مصالحها الشخصية على حساب الملاك (Magerakis, 2015; Loncan and Calderia, 2014; Al Zoubi, 2013).

● **دافع الضرائب (The Tax Motive)** ، وفقاً لدافع الضرائب تقوم الشركات متعددة الجنسيات بالاحتفاظ بالنقدية ، حيث تحقق هذه الشركات أرباحاً أجنبية تستحق عليها ضرائب مرتفعة في دولة الشركة الأم ، ويكون معدل الضرائب في البلد التابعة أقل ، وبالتالي تفضل هذه الشركات الاحتفاظ بالنقدية في البلد التابعة لانخفاض معدل الضريبة بها بدلاً من إعادة تلك الأموال إلى الشركة الأم وتحمل الضرائب المرتفعة (Wu, 2017; Pinkowitz et al., 2016) . أى تقوم

الشركات بتحويل الأصول الأجنبية إلى نقدية تجنباً للضرائب المرتفعة الناتجة عن إعادة العوائد الأجنبية ، مما يؤدي إلى انخفاض العبء الضريبي (Bates et al,2009,Sanchez and Yurdagul,2013) .

إلا أن هناك تكاليف ناتجة عن الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية ، تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة التي تعبر عن العائد المتوقع الحصول عليه من استثمار النقدية المحتفظ بها في المشروعات ذات القيمة الحالية الموجبة ، والتي تحقق معدلات ربحية مرتفعة (Sher,2014) ، بالإضافة إلى الأعباء الضريبية المتوقعة للأرصدة النقدية المحتفظ بها (Bigelli and Sanchez-Vidal,2012) ، وبالتالي تعمل الشركات على تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية وفقاً لنظرية المفاضلة الساكنة ، من خلال تحقيق التوازن بين المنافع الناتجة عن الاحتفاظ بالنقدية والتكاليف الحدية المرتبطة بها (Dittmar et al,2003) ، وذلك بهدف تحقيق مزايا قد تكسيها ثقة المستثمرين والمقرضين والمساهمين ، وغيرهم من أصحاب المصالح الأخرى ، حيث أن الشركات التي لديها أرصدة مرتفعة من النقدية ، ولديها ادارة حسنة النية في استغلال هذه النقدية بكفاءة ، فإن ذلك ينعكس بشكل إيجابي على قيمة الشركات ، كما يوفر تراكم النقدية بالشركة العديد من فرص النمو مقارنة بالشركات المنافسة ، حيث يساعد الشركة على تمويل صفقاتها الاستثمارية المتوقعة دون الحاجة الى مصادر التمويل الخارجية التي تنسم بارتفاع تكاليفها ومخاطرها ، مما يؤدي الى تعظيم قيمة الشركة ، كما تسعى الشركات إلى الاحتفاظ بالنقدية بهدف تقليل مخاطر تذبذب التدفقات (حسين ، ٢٠١٩) .

ولقد أثار مفهوم الاحتفاظ بالنقدية اهتمام العديد من الباحثين ، نظراً لارتفاع مستويات النقدية المحتفظ بها في الكثير من الشركات على مستوى دول العالم . (Dittmar and Mahrt-smith,2007, Bates et al,2009, Al- Najjar And Belghitar,2011,Seifert and Gonenc,2018,El-Zayat,2018,Phan et al ,2019) . حيث يؤدي ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية في ظل انفصال الملكية عن الادارة إلى اثاره مشاكل الوكالة ، وزيادة السلوك الانتهازي للإدارة ، وقيام

الإدارة باتخاذ القرارات التي تحقق مصالحها الشخصية على حساب مصالح الملاك ، نظرا لسهولة التصرف فيها باعتبارها أسهل الأصول التي يمكن استغلالها وتحويلها الى منافع شخصية من قبل الإدارة بعيدا عن مصالح الملاك (Opler et al 1999 , Konig ,2015 ,Garanina and Kaikova,2016) ، مما يؤثر بشكل سلبي على قيمة الشركة ، كما أن تراكم النقدية بالشركة قد يترتب عليها الاستثمار في مشاريع غير مجدية ، مما يؤدي الى انخفاض قيمة الشركة (حسوبة و عمارة ، ٢٠١٩) .

إن انفصال الملكية عن الإدارة يعطى الإدارة حرية التصرف والقيام بعمليات من شأنها تحويل الثروة من طرف الى طرف آخر بما يفيد مصالحها الشخصية (حداد ، ٢٠١٧) ، حيث تتمثل مشاكل الوكالة فى قيام المديرين بتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصالح الملاك ، ويرجع ذلك لعدم قدره الملاك على مراقبة جميع أنشطة المديرين وتقييم أدائهم ، وبالتالي فإن الحوكمة الجيدة تعتبر أحد الأساليب التي تساهم وتساعد على تخفيف مشاكل الوكالة ، وتحقيق تقارب المصالح بين الإدارة والملاك ، والحد من السلوك الانتهازي للإدارة واستغلالها السيء لنقدية الشركة ، حيث تساعد الملاك على مراقبة أداء المديرين ، وتضمن قيام المديرين بتطبيق سياسات للاحتفاظ بالنقدية تتوافق مع تعظيم ثروة الملاك ، مما يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة (سليمان ، ٢٠٠٦ ، عفيفى ، ٢٠١٥ ، 2012 ، Anedebrhan ، Dittmar et al,2003) . وللتخفيف من سلوك الشركات الانتهازي في استغلالها للنقدية المحفوظ بها ، تقوم بعض الشركات بتوافق المصالح بين الإدارة والملاك من خلال زيادة ملكية الإدارة (Jensen ,1993) .

٢- مشكلة الدراسة :

إن الاحتفاظ بالنقدية سلاح ذو حدين فقد يكون له أثر ايجابي على قيمة الشركة أو أثر سلبي ، حيث أن انخفاض مستوى النقدية عن المستوى المناسب قد يفقد الشركة استغلال الفرص الاستثمارية المربحة، والتي قد تتاح للشركة فى وقت تفتقر فيه للمستوى الكافى من النقدية ، أو قد يعرض الشركة إلى مشاكل عدم الوفاء بالالتزامات

طويلة الأجل ، مما يؤدي الى تعثر الشركة مالياً وتكبدها خسائر مالية كبيرة . وفي ضوء نظرية الوكالة فإن عدم الاحتفاظ بالمستوى المناسب من النقدية وراء العديد من مشاكل الوكالة . ومن ناحية أخرى فإن احتفاظ الشركة بنقدية زائدة عن حاجتها ، قد يؤدي الى تعطيل النقدية وعدم استغلالها بالشكل الأمثل ، والذي قد يكون مكلفاً لعدم تحقيق أى عائد من وراء هذه النقدية ، مما ينعكس ذلك بشكل سلبي على أداء وقيمة الشركة . كما أن تراكم الأرصدة النقدية بالشركة قد يترتب عليه استثمارها في مشاريع غير مربحة لا تكون في مصلحة الشركة ، مما يؤدي الى انخفاض قيمة الشركة . أما الاحتفاظ بالنقدية في ظل انفصال الملكية عن الإدارة وعدم تماثل المعلومات ، فقد يزيد من مشاكل الوكالة وتضارب المصالح بين الإدارة والملاك ، وذلك اذا أساءت الإدارة استغلال النقدية ، واستخدمتها بشكل خاطئ لتحقيق مصالحها الخاصة على حساب مصلحة الملاك ، والذي ينعكس سلبيا على قيمة الشركة (حداد ، ٢٠١٧ ، حسوبة و عمارة ، ٢٠١٩) .

وللحد من مشاكل الوكالة بشكل عام والناجئة عن الاحتفاظ بالنقدية بشكل خاص ، يجب أن يكون هناك حوكمة قوية بالشركة ، حيث يؤدي تطبيق آليات الحوكمة إلى توافق المصالح بين الادارة والملاك ، والحد من السلوك الانتهازي للإدارة ، وتعظيم ثروة الملاك ، مما ينعكس ذلك بشكل ايجابي على قيمة الشركة (Greiner 2013, Anedeberhan , 2012, Louis et al , 2012) .

ويلعب هيكل الملكية باعتباره أحد آليات الحوكمة دورا هاما في ضبط سلوك الإدارة والرقابة على قراراتها المتعلقة بمستوى الاحتفاظ بالنقدية ، كما يساهم هيكل الملكية في تخفيف مشاكل الوكالة وانخفاضها ، وزيادة الدور الرقابي للملاك على تصرفات الادارة (Dharmastuti and Wahyudi,2013) ، إلا أن تفعيل دور هيكل الملكية ، وتحقيق الرقابة على سلوك الادارة وتصرفاتها يعتمد على نوع هيكل الملكية ، حيث أوضحت نتائج العديد من الدراسات (على سبيل المثال Jensen,1993,Matnor and Sulong,2017) أن ارتفاع نسبة الأسهم المملوكة للإدارة (الملكية الادارية) يؤدي إلى انخفاض مشاكل الوكالة ، وزيادة تقارب

المصالح بين الإدارة والملاك . كما أوضحت دراسة (Alves,2012) أن الملكية المؤسسية لها أهمية كبيرة في الشركات ، وذلك لتوافر الامكانيات في هيئات الاستثمار للرقابة على الادارة والحد من السلوك الانتهازي لها ، مما يشير إلى أهمية أنواع هياكل الملكية في تفعيل دور هيكل الملكية باعتباره احد آليات حوكمة الشركات .

كما يلعب هيكل الملكية دوراً هاماً في تحديد مستوى النقدية المحتفظ بها ، حيث بينت دراسة (Luo and Hachiya , 2005) أن الملكية الادارية تلعب دورا هاما في مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وأن الملكية الأجنبية تتواجد في الشركات التي تحقق معدلات مرتفعة من الربحية ، وتحفظ بمستويات مرتفعة من النقدية ، كما أسفرت نتائج دراسة (Azinfar and Shiraseb,2016) عن ارتباط الملكية الادارية بالمستويات المرتفعة من النقدية المحتفظ بها ، بينما أظهرت نتائج دراسة (Mohd et al,2015) أهمية الملكية الادارية والملكية المؤسسية في تحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، مما يشير إلى أهمية نوع هيكل الملكية في تحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية .

ولقد قامت دراسات عديدة باختبار أثر هيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وتحديد طبيعة العلاقة بينهما ، الا أنها لم تسفر عن نتائج حاسمة وشابها التناقض والتعارض ، حيث أشارت نتائج دراسة (Mohd et al,2015) إلى وجود علاقة ايجابية بين الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وعلاقة سلبية بين الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية . بينما خلصت نتائج دراسة (Kusnadi et al 2015) ، إلى وجود علاقة ايجابية بين الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية . في حين توصلت نتائج دراسة (Abdioglu , 2016) إلى وجود علاقة سلبية بين الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية . أما دراسة (Vo ,2018) فقد أظهرت نتائجها أن هناك تأثير ايجابي للملكية الادارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية .

كما قامت العديد من الدراسات باختبار أثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة ، وتحديد طبيعة العلاقة بينهما ، إلا أنها لم تسفر أيضاً عن نتائج حاسمة ، بل شابها التناقص والتباين الكبير، حيث أشارت نتائج دراسة (Feyzi el al , 2013) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة . بينما أظهرت نتائج دراسة (Nguyen et al , 2016) أن هناك علاقة غير خطية عكسية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة. كما توصلت نتائج دراسة (Asante et al , 2018) إلى وجود علاقة ايجابية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة . فى حين خلصت نتائج دراسة (Anton and Nucu, 2019) عن وجود مستوى مثالى من الاحتفاظ بالنقدية ، والذي من شأنه تعظيم قيمة الشركة .

وهناك ندرة فى الدراسات التى تناولت أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، حيث أظهرت دراسة (Sumiati ، 2020) أن انخفاض الملكية الإدارية يقوى ويعزز العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، ولقد اقتصرت بعض الدراسات (مثل : حداد ، ٢٠١٧ ، السيد ، ٢٠١٨ ، Abdiloglu, 2016 , Mohd et al , 2015) على علاقة هيكل الملكية بمستوى الاحتفاظ بالنقدية ، بينما اقتصر البعض الاخر من الدراسات على سبيل المثال (حداد ، ٢٠١٧ ، (Zahedi et al, 2015 , Sheikh and Khan, 2015) على علاقة هيكل الملكية بقيمة الشركة وقد أجريت معظم هذه الدراسات على بيانات أجنبية تختلف خصائصها اختلافا جذريا عن خصائص البيئة المصرية .

ونتيجة لإمكانية وجود علاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة من ناحية ، ووجود تأثير لهيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة من ناحية أخرى ، وذلك فى الشركات المساهمة المصرية ، فقد كان هذا هو الباعث الاساسى الذى دفع الباحثة إلى لقاء الضوء على هذا الموضوع من خلال هذه الدراسة ، ومن ثم تثير مشكلة الدراسة العديد من التساؤلات التى تعكس جوهر المشكلة ، والتي سوف تقوم الباحثة بدراستها بغية التوصل الى نتائج يمكن الاستفادة منها على المستوى العملى فى بيئة الاعمال المصرية ، وتمثل هذه التساؤلات فى الآتى :

- هل هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية ؟ واذا ما وجدت تلك العلاقة ، فما هي اتجاهها وقوتها ودلالاتها؟.
- هل هناك تأثير ذو دلالة معنوية لهيكل الملكية عند ادخاله كمتغير منظم للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية ؟ واذا ما وجد هذا التأثير ، فما هو اتجاهه وقوته ودلالته؟.

٣- أهداف الدراسة :

في ضوء مشكلة الدراسة ، تسعى الدراسة إلى تحقيق الهدف الرئيسي التالي :
دراسة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية ، فضلا عن دراسة تأثير هيكل الملكية عند ادخاله على تلك العلاقة كمتغير منظم ، ووصولاً الى تحقيق الهدف ، تسعى الدراسة الحالية إلى تحقيق الأهداف الفرعية التالية :

- اختبار اتجاه وقوة و دلالة العلاقة الارتباطية التأثيرية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية الممثلة في عينة الدراسة .
- اختبار اتجاه وقوة ودلالة تأثير هيكل الملكية (معبرا عنه بالملكية الادارية ، الملكية المؤسسية ، الملكية الاجنبية) على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية الممثلة في عينة الدراسة .

٤- أهمية الدراسة :

- ترجع أهمية الدراسة إلى عدة عوامل واعتبارات لعل من أهمها ما يلي :
- تستمد الدراسة الحالية أهميتها من خلال كونها امتدادا للدراسات السابقة التي تناولت العلاقة المتذبذبة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، حيث تسعى الدراسة الحالية إلى استجلاء العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة .

- تعد الدراسة مساهمة في الأدبيات السابقة التي تستخدم نظريات عديدة لتفسير دوافع الاحتفاظ بالنقدية مثل : نظرية المفاضلة الساكنة ، نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل ، نظرية التدفق النقدى الحر، نظرية الوكالة .
- تسعى الدراسة الحالية إلى تضييق الفجوة البحثية في الفكر المحاسبى من خلال تقديمها دليلاً عملياً من بيئة الأعمال المصرية ، عن تأثير سياسة الاحتفاظ بالنقدية (كأحد سياسات التحفظ المالى) على قيمة الشركات المساهمة المصرية من ناحية ، وتأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية الممثلة في عينة الدراسة من ناحية أخرى .
- إمكانية استفادة الجهات المعنية المهمة بمجال الدراسة الحالية من نتائج الدراسة والاستفادة منها في الحياة العملية .
- إن وجود ندرة في الدراسات التي تمت في البيئة المصرية عن تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات يضىء أهمية على الدراسة الحالية .
- التأكيد على أهمية هيكل الملكية كأحد آليات الحوكمة ، والتي تلعب دوراً حيوياً في تفعيل الحوكمة ، مما يؤدي إلى انخفاض مشاكل الوكالة ، وتقارب المصالح بين الإدارة والملاك ، والرقابة الفعالة على تصرفات الإدارة والحد من سلوكها الانتهازي ، والاستخدام الأمثل للنقدية .
- توجيه اهتمام أصحاب المصالح بالشركات نحو أهم أنواع هيكل الملكية التي تؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، مما يؤدي إلى ترشيد عملية اتخاذ القرار ، وتعظيم قيمة الشركة ، وزيادة ثروة الملاك .
- تقدير مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال صياغة نموذج مقترح مكون من أهم العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، مما يساعد الشركات على اتخاذ القرارات الرشيدة المرتبطة بمستوى الاحتفاظ بالنقدية .

٥- نظريات الاحتفاظ بالنقدية

أصبح مفهوم الاحتفاظ بالنقدية وتحديد المستوى الأمثل للنقدية المحتفظ بها من الموضوعات التي أثارت اهتمام العديد من الباحثين ، ومن القرارات الهامة التي تؤثر على قيمة الشركة ، لذا فقد بذلت العديد من الدراسات جهوداً كبيرة في الكشف عن مجموعة من النظريات الحاكمة والمفسرة لدوافع الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية ، وتحديد أهم العوامل المحددة لمستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وتتمثل أهم هذه النظريات فيما يلي :

أ- نظرية المقايضة : Trade Off Theory

قدمت نظرية المقايضة تفسيراً لتحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية ، حيث تفترض هذه النظرية أن هناك مستوى أمثل للنقدية المحتفظ بها تسعى الشركة لتحقيقه من خلال الموازنة بين التكاليف الحدية والمنافع الحدية المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية ، وذلك بهدف تعظيم قيمة الشركة (ابراهيم ، ٢٠١٨ ، Kariuki et al , 2015) . كما تبنى نظرية المقايضة على أن هناك دافعين أساسيين لاحتفاظ الشركات بالنقدية هما : دافع المعاملة و دافع الوقاية أو الحماية (Opler et al, 1999 , Al- Najjar and Clark, 2017) ، ويقترح دافع المعاملة أن الشركات تتجه نحو الاحتفاظ بالنقدية بهدف تخفيض تكاليف معاملات التمويل ، حيث أن زيادة الاعتماد على التمويل الخارجي قد يكون مكلفاً كثيراً عن الاحتفاظ بالنقدية ، أو بهدف توفير تكاليف المعاملات المرتبطة باستخدام النقدية دون الحاجة الى تصفية الأصول وبيعها نتيجة الحاجة الملحة الى النقدية ، أى بهدف توفير تكاليف معاملات تحويل بدائل النقدية الى نقدية (Guizani, 2017) (Keynes ,1936) . بينما يقترح دافع الوقاية أو الحماية من المخاطر ، حيث أن الشركات تميل الى الاحتفاظ بالنقدية لضمان تمويل الفرص الاستثمارية المتوقعة ذات صافي القيمة الحالية الموجبة ، بدلا من فقدانها بسبب الاقتار إلى النقدية ، أو فقدانها عندما تكون مصادر التمويل الخارجي غير متوفرة أو مرتفعة التكلفة (Dao & Maggi,2018,Lin et al ,2018,Chenxi,2016,Lu et al

,2016,Al-Dhumari and Ismail,2015,Al-Najjar and Belghitar,2011
أى أن الشركة تستخدم أرصدها واحتياطاتها النقدية المحتفظ بها لتعويض قصور
النقدية فى المستقبل (Rizeanu ، 2011) .

**ووفقا لوجهة نظر (Ferreira and Vilela ، 2004) تتمثل منافع الاحتفاظ
بالنقدية فى الاتى :**

- ١ . تخفض من احتمالية تعرض الشركة لضغوط مالية أو تعثر مالى ، حيث يعتبر
الاحتفاظ بالنقدية بمثابة صمام أمان لمواجهة أى طوارئ أو أزمات مالية أو
خسائر وتقلبات غير متوقعة ، أو القيود على التمويل الخارجى .
 - ٢ . سهولة تطبيق السياسات الاستثمارية المثلى فى حالة صعوبة الحصول على
مصادر التمويل الخارجية أو ارتفاع تكاليفها .
 - ٣ . تساعد الشركة على مواصلتها السعى نحو تمويل الصفقات الاستثمارية الناجحة .
 - ٤ . تخفض من تكاليف الحصول على التمويل الخارجى ، أو من التكاليف المتعلقة
بتصفية وبيع الأصول الموجودة لتسييلها .
- بينما تتمثل تكاليف الاحتفاظ بالنقدية فى الآتى :**

- ١ . تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال الناتجة عن انخفاض العائد على النقدية مقارنة
بالاستثمارات الأخرى التى لها نفس المخاطر (Gill and Shah,2012) .
- ٢ . التكاليف الناتجة عن العيوب الضريبية المحتملة للنقدية المحتفظ بها
(Bigelli and Sanchez- Vidal,2012) .

ب- نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل (POT) Peckine Order Theory :

تفترض هذه النظرية أنه لا يوجد مستوى أمثل للاحتفاظ بالنقدية
(Myers, 1984 , Myers& Majluf, 1984) ، وذلك نتيجة اختلاف أولويات
المديرين والملاك بشأن تكاليف ومنافع الاحتفاظ بالنقدية (Lin et al ، 2012) ،

حيث أن النقدية يمكن استخدامها كحاجز بين الأرباح المحتجزة والاحتياجات الاستثمارية (Loncan and Caldira ، 2014) .

وتعتمد هذه النظرية في تفسير الاحتفاظ بالنقدية والمفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة على عدم تماثل المعلومات ، حيث يتم الاعتماد على مصادر التمويل الأقل حساسية لعدم تماثل المعلومات، نظراً لوجود علاقة ايجابية بين تكلفة مصادر التمويل وعدم تماثل المعلومات (Al-Najjar,2013) . وقد ساهمت دراسة (Myers,1984) ودراسة (Myers and Majluf,1984) في وضع فروض نظرية تسلسل مصادر التمويل ، حيث أوضحت الدراستين أن اختلاف تكلفة مصادر التمويل يرجع إلى عدم تماثل المعلومات ، مما يؤثر على قرار الاختيار بين مصادر التمويل المختلفة .

كما تقترح هذه النظرية أن الشركات ترتب استخدام أدوات (مصادر) التمويل حسب الأولوية ، حيث يمثل التمويل الداخلي الأولوية الأولى من خلال استخدام الأرباح المحتجزة والنقدية المحتفظ بها ، نظراً لعدم تأثيرها بمشكلة عدم تماثل المعلومات ، كما أنها توفر حرية أكبر لاستخدامها ، ثم يليه في الأولوية التمويل الخارجي من خلال الاقتراض والمتمثل في الديون ، وذلك في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية لتلبية الاحتياجات التمويلية ، ثم الاعتماد على حقوق الملكية من خلال اصدار أسهم جديدة ، وذلك في حالة عدم كفاية الأرباح المحتجزة والديون لتلبية الاحتياجات التمويلية ، ومن ثم تحدد هذه الأولويات مدى الحاجة إلى الاحتفاظ بالنقدية ، وذلك في ظل ظروف سوق تقل فيه القيود المالية

(Al- Najjar and Clark,2017, Kariuki et al,2015, Al- Najjar,2014, Uyar and Kuzey,2014, Al- Najjar and belghitar,2011, Myers and Majluf,1984) .

إن تسلسل مصادر التمويل يرجع إلى اختلاف تكلفة هذه المصادر نتيجة لعدم تماثل المعلومات ، مما يؤدي إلى تفضيل الشركات لمصادر التمويل الأقل حساسية لعدم تماثل المعلومات ومحاولة تجنب اللجوء إلى اصدار الأسهم الأكثر حساسية لعدم تماثل المعلومات والاعتماد عليها كبديل أخير للتمويل (السيد ، ٢٠١٨) .

وفي ظل هذه النظرية ، فان رصيد (مستوى) النقدية يتحدد نتيجة لقرارات التمويل والاستثمار في الشركة ، فعندما ترتفع التدفقات النقدية التشغيلية ، فان الشركة تستخدمها في تمويل الاستثمارات الجديدة ، وسداد الديون ، ودفع توزيعات الأرباح للمساهمين ، والاحتفاظ بالمزيد من الأرصدة النقدية ، وعندما تكون الأرباح المحتجزة غير كافية لتمويل استثمارات الشركة الجديدة ، فإن الشركة تستخدم الأرصدة النقدية المتراكمة التي تم الاحتفاظ بها ، واذا لزم الأمر تصدر ديونا جديدة ، وفي حالة انخفاض قدرة الشركة على خدمة الدين ، فإنها تقوم بإصدار أوراق مالية ، وتبعا لذلك من المتوقع أن يتأثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Ferrira and Vilel , 2004 , Al-Najjar and Belghitar , 2011, Chenxi, 2016, Guizani,2017) .

وقد أشارت دراسة (Boyle and Guthrie ,2003) إلى ضرورة ارتفاع الاحتياطيّات النقدية في الشركات ، وذلك لتجنب الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية ذات المخاطر والتكاليف المرتفعة ، والاعتماد على مصادر التمويل الداخلية في الحصول على فرص استثمارية مجدية ، مما يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة وزيادة ثروة الملاك.

ج - نظرية التدفق النقدي الحر Free Cash Flow Theory :

تشير هذه النظرية إلى وجود تعارض في المصالح بين الإدارة والملاك حول السياسة النقدية للشركة ، كما تفترض هذه النظرية أن ارتفاع مستوى النقدية المحتفظ بها في الشركات قد يرجع الى دافع الوكالة Agency Motive ، ففي حالة تحقق التدفق النقدي الحر يكون النزاع حول كيفية تحفيز الإدارة لإجراء توزيعات نقدية للمساهمين بدلاً من الاستثمار بمعدل أقل من تكلفة رأس المال (Jensen,1986) ، حيث أن الإدارة تميل الى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية بهدف تحقيق مصالحها الخاصة ، وذلك من خلال الاستثمار في صفقات استثمارية غير مجدية اقتصادياً ، أو ذات صافي قيمة حالية سالبة ، والتي من وجهة نظرهم تخدم منافعهم الشخصية دون التعرض للرقابة المرتبطة بالتمويل الخارجي ، مما يؤثر سلباً على كفاءة قرارات الاستثمار ، فضلاً عن تدهور قيمة الشركة وانخفاض ثروات المساهمين

وارتفاع تكاليف الوكالة (سليم ، ٢٠١٧ ، Asante – Darko et al ,2018 ، Shin et al ,2017, Huang et al,2014, Martinez - Sola et al,2013, (Saddour,2006, Jensen,1986 .

وقد عرف (Jensen ، 1986) التدفق النقدي الحر بأنه الفائض من التدفقات النقدية بعد تمويل جميع المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة ، كما أشار (Jensen ، 1986) أن نظرية التدفق النقدي الحر ترتبط بشكل كبير مع مشكلة الوكالة ، وتتفاقم هذه المشكلة في الشركات التي يزداد فيها حجم التدفق النقدي الحر، حيث أن تضارب المصالح بين الإدارة والملاك تنشأ نتيجة اعتقاد الملاك بأن الإدارة تستغل النقدية لتحقيق مصالحها الشخصية على حساب مصالح الملاك ، ووافق في ذلك (Datta and Jia ، 2014 ، Ozkan and Ozkan ، 2004 ، Harford ،1999) .

وتجدر الإشارة الى وجود طرق عديدة للحد من مشكلة الوكالة وتضارب المصالح بين الإدارة والملاك الناتجة عن التدفق النقدي الحر، حيث تتمثل الطريقة الأولى في حوكمة الشركات ، وقد أشارت دراسة (Dittmar et al,2003) إلى أن الحوكمة الجيدة تؤدي إلى الحد من استغلال الإدارة للاحتياطي النقدية في تحقيق مصالحها الذاتية على حساب الملاك ، وقيام الإدارة بإجراء توزيعات نقدية للمساهمين ، وذلك لتخفيض الأرصدة النقدية بالشركة ، وارسال اشارات ايجابية عن الشركة ، مما يعظم من قيمة الشركة وثروة الملاك . أما الطريقة الثانية فتتمثل في الاعتماد على التمويل الخارجي ، ولقد أوضح (Jensen ، 1986) ، أن الاعتماد على التمويل الخارجي " الدين " يحد من مشاكل الوكالة الناتجة عن التدفق النقدي الحر ، حيث تصبح الشركة مراقبة من قبل المقرضين ، وذلك لأن الدين يعتبر التزاما على الشركة يجب سداه في تاريخ استحقاقه ، وقد اتفقت دراسة (Stretcher and Johnson,2011) مع ما سبق ، حيث أوضحت أن الاعتماد على التمويل الخارجي (الدين) يؤدي إلى تخفيض تعارض المصالح من خلال الحد من التدفق النقدي الحر ، والعمل بكفاءة أكبر لخدمة الدين . كما أكد (Easterbrook ، 1984) على أن توجه الشركات

بشكل مستمر إلى أسواق المال يسهم في انضباط الإدارة ورقابة سلوكها الانتهازي . بينما تتمثل الطريقة الثالثة في توزيع الأرباح على المساهمين كونها تخفض النقدية التي تقع تحت سيطرة الإدارة ، أى قيام الإدارة بدفع النقدية في شكل توزيعات ، وقد وفرت نظرية التدفق النقدي الحر ثلاث أسباب لتفسير احتفاظ الإدارة بمستويات مرتفعة من النقدية أو تحمل تكلفة الوكالة (Opler et al ، 1999) :

١ . تجنب المخاطر ، حيث تميل الإدارة الكارهة للمخاطر نحو الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية ، للوقاية والحماية من الظروف الطارئة والمفاجئة التي يمكن أن تحدث في المستقبل .

٢ . تتجه الإدارة الى تراكم أرصدة النقدية لتساعد نفسها على تحقيق أهداف خاصة بها ، أو لكي تسمح لنفسها بالقيام بتمويل صفقات استثمارية لا يكون السوق على استعداد لتمويلها .

٣ . أن الإدارة ربما تميل الى تراكم النقدية بسبب أنها لا ترغب في القيام بدفع توزيعات المساهمين ، وتفضل الاحتفاظ بالنقدية داخل الشركة .

Agence Theorie

د- نظرية الوكالة

يعد آدم سميث (smith , 1826) أول من اهتم بمشاكل الوكالة ، حيث فسرها بأنها نتيجة الفصل بين الملكية والإدارة . وتنشأ مشاكل الوكالة من العلاقات التعاقدية التي تحكم أطراف عقد الوكالة (الموكل والوكيل) ، والتي تقوم على أساس الفصل بين الملكية والإدارة . وتتفاقم هذه المشاكل في ظل عدم تماثل المعلومات التي تولد حالة مرتفعة من عدم التأكد ، حيث تستخدم الإدارة المعلومات المتاحة لها التي تعلمها ولا يعلمها الملاك في تحقيق أهدافها الخاصة ، والتي قد تتعارض مع مصلحة الملاك التي تتمثل في تعظيم قيمة الشركة وزيادة ثروتهم (Deegan and Unerman , 2011) فكل طرف في تلك العلاقة يحاول تعظيم ثروته الخاصة على حساب مصلحة الطرف الآخر ، وبالتالي يحدث تعارض المصالح بين الإدارة والملاك ،

مما يحمل الشركة بتكاليف الوكالة ، ويؤثر سلباً على قيمة الشركة (Jensen and Meckling , 1976) .

وفقاً لأدب الوكالة ، تعتبر مشاكل الوكالة أحد العوامل المحددة لمستوى الاحتفاظ بالنقدية (Dittmar et al,2003, Azinfar and Shiraseb,2016) ، حيث أن انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية يؤثر ايجابياً على مشكلة الوكالة ، ولقد أشارت دراسة (Garanina And Kaikova , 2016) إلى أن انخفاض مستوى النقدية قد يقلل من السلوك الانتهازي الذي تسلكه الإدارة في استغلال واستخدام تلك النقدية بشكل سيء ، واتخاذ قرارات لا تتماشى مع مصالح الملاك . أما المستويات المرتفعة من النقدية المحفوظ بها فإنها توفر للمديرين حرية أكبر في التصرف في هذه النقدية ، ولقد أوضحت دراسة (Papaioannou et al , 1992) أن الإدارة تميل إلى الاتجاه نحو الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية ، وذلك للحصول على مزايا إضافية وتحقيق منافع شخصية ، كما بينت دراسة (Myers and Rajan ، 1998) أن الإدارة تفضل الحصول على منافعها الخاصة من خلال النقدية المحفوظ بها وليس من خلال بيع الأصول أو تصفيتها لتسييلها . أما دراسة (Jensen , 1986) ، فقد أظهرت أن المديرين يفضلون الاحتفاظ بالنقدية بدلاً من دفع التوزيعات النقدية للمساهمين ، وقد أيدت دراسة (Opler et al , 1999) ما سبق ، حيث أوضحت أن المديرين يفضلون الاحتفاظ بالنقدية بدلاً من زيادة المدفوعات للمساهمين . بينما أشارت دراسة (Jensen and Meckling , 1976) إلى أن ارتفاع مستوى النقدية المحفوظ بها في الشركة قد يدفع الإدارة إلى الإفراط في المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية السالبة على حساب مصالح الملاك .

وبالتالي فإن تعارض المصالح بين الإدارة والملاك ربما ينشأ في حالة احتفاظ الشركة بمستويات مرتفعة من النقدية (Jensen and Mecklin , 1976) ، وتشير نظرية الوكالة إلى أن الإدارة تفضل الاحتفاظ بالنقدية بدلاً من دفع التوزيعات النقدية للمساهمين ، حيث أن تحويل النقدية إلى منافع ذاتية يكون أسهل للإدارة عند الحصول على منافع من خلال بيع الأصول الموجودة بالشركة لتسييلها

(Myers and Rajan , 1998) ، كما أوضحت (Dittmar el al, 2003) أن مشاكل الوكالة تعتبر محدد هاما لاحتفاظ الشركات بالنقدية .

تستنتج الباحثة مما سبق ، أن هناك اختلاف بين تلك النظريات حول دوافع الاحتفاظ بالنقدية ، وأنه لا يوجد اتفاق من قبل الاكاديميين والباحثين على نظرية محددة وشاملة تحظى بالاتفاق المحاسبي في تفسيرها لسلوك ودوافع الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية ، بل اختلفت النظريات عند تبنيها تفسيرات لتلك الدوافع ، حيث ركزت نظرية المقايضة على دافعي المعاملات والوقاية أو الحماية ، وركزت نظرية ترتيب الأولويات على دافع التحوط ضد المخاطر(الدافع الوقائي) ، بينما ركزت نظرية التدفق النقدي الحر على دافعي التحوط ضد المخاطر(الوقائي) ومشاكل الوكالة ، في حين ركزت نظرية الوكالة على دافع تخفيف مشاكل الوكالة وخفض تكاليفها .

وبعد تعرض الباحثة في هذا الجزء من الدراسة لأهم النظريات التي طورت أو التي يمكن تطويعها لتفسير دوافع الاحتفاظ بالنقدية ، والتي يمكن أن تشكل كذلك أساساً للدراسات لتحليله عن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، سوف تقوم الباحثة في الجزء التالي من الدراسة بالتعرض للعلاقة بين هيكل الملكية والاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات .

٦- العلاقة بين هيكل الملكية والاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة :

١/٦ العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة :

يقع على عاتق الإدارة مسئولية تعظيم قيمة الشركة وثروته الملاك ، وذلك من خلال محصلة من القرارات المختلفة التي تتخذها الإدارة سواء كانت قرارات تمويلية أو استثمارية أو قرار الاحتفاظ بالنقدية وغيرها من القرارات الهامة (حداد ، ٢٠١٧) ، وتوفر النقدية للشركات حائط صد ضد أزمات السيولة المستقبلية غير المتوقعة ، حيث تلعب الأرصدة النقدية المحتفظ بها دوراً حيوياً وهاماً في تأمين السيولة النقدية بالشركات ، وذلك في ظل عدم وجود توازنات في السوق (عفيفي ، ٢٠١٥) . فضلا عن ذلك فإن الشركات التي تمتلك احتياطي نقدي كبير

تكون أكثر احتمالاً لتعظيم قيمتها السوقية وتحسين أدائها ، حيث توفر الأرصدة النقدية المحتفظ بها للشركات الكثير من فرص النمو مقارنة بالمنافسين ، وتساعد الشركات على الاستثمار فى مشروعات ذات صافى قيمة عالية موجبه دون الاعتماد على مصادر التمويل الخارجى ذات التكاليف والمخاطر المرتفعة (Fresard , 2010 , Horioka & Terada – Hagiwara, 2013) . فضلاً عن ذلك فإن الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية يعمل على تقليل مخاطر تذبذب التدفقات النقدية عندما تصبح التدفقات المستقبلية أكثر خطورة (Bates et al, 2009) ، ويشير ما سبق إلى وجود علاقة ايجابية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة .

كما تسعى الشركات إلى تحقيق التوازن بين تكاليف الاحتفاظ بالنقدية والمنافع الناتجة عنها ، وذلك بهدف الوصول إلى المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية ، والذي يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة (Nguyen et al , 2017) ، مما يشير الى وجود علاقة غير خطية (مقعرة) بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة . أما فى حالة استخدام الادارة للنقدية المحتفظ بها بطريقة سيئة واستغلالها فى تحقيق مصالحها الخاصة على حساب مصالح الملاك ، فإن هذا يؤدي إلى تفاقم مشاكل الوكالة الناتجة عن تعارض المصالح وما يصاحبها من ارتفاع تكاليف الوكالة ، مما يؤثر بشكل سلبي على قيمة الشركة ، وهو ما يشير الى وجود علاقة سلبية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة .

٢/٦ العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية وانعكاساتها على قيمة الشركة

أدى التطور فى أشكال الوحدات الاقتصادية ، وانتقال ملكيتها من مشروعات فردية لشركات مساهمة إلى اختلاف تركيبه الملاك ، حيث يتكون رأس مال الشركات المساهمة من اسهم يمتلكها عدد كبير من المساهمين ، وبالتالي فإن هيكل الملكية يعبر عن هوية المساهمين فى الشركة فضلا عن نسب ملكية هؤلاء المساهمين الذين يسعون إلى تحقيق مصالح وأهداف متباينة فيما بينهم (حداد ، ٢٠١٧ ، Denis and Mc Connell , 2003 , Shleifer and Vishny , 1986) .

وتلعب أنواع هياكل الملكية دوراً هاماً وحيوياً في التأثير على قرارات الإدارة ، وتحديد مستويات النقدية المحتفظ بها (Azinfar and Shiraseb , 2016) ، ويمكن تناول أهم أنواع هياكل الملكية وطبيعية علاقتها بمستوى الاحتفاظ بالنقدية فيما يلي :

أ- الملكية الادارية :

تعبر الملكية الادارية عن نسب الأسهم المملوكة من قبل الادارة (Abdioglu ، 2016) ، وهناك اختلاف حول طبيعة العلاقة بين الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية . ففي حالة وجود ادارة حسنة النية ، ولديها الرغبة في توافق المصالح بينها وبين الملاك ، فان ارتفاع نسبة الملكية الادارية يحفز الادارة على الاستخدام الأمثل لموارد الشركة وعدم اهدارها أو اساءة استعمالها ، كما يؤدي إلى زيادة دوافع الادارة في تعظيم قيمة الشركة وزيادة ثروة الملاك وانخفاض مشاكل الوكالة وما يتبعها من انخفاض تكاليف الوكالة الناتجة عن تعارض المصالح بين الادارة والملاك ، وذلك من خلال استخدام النقدية المحتفظ بها بكفاءة وفعالية ، واستغلالها في مشروعات استثمارية مربحة ، مما يؤدي إلى ارتفاع الأرصدة النقدية المحتفظ بها ، ويؤثر بشكل ايجابي على أداء وقيمة الشركة . وقد اتفقت العديد من الدراسات مثل (السيد ، ٢٠١٨ ، Roy , 2018 , Mohd et al, 2015) مع ما سبق ، حيث توصلت هذه الدراسات إلى وجود علاقة ايجابية ومعنوية بين الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية .

أما عندما يكون هناك ادارة سيئة النية ليس لديها الرغبة في توافق المصالح بينها وبين الملاك ، فإن ارتفاع نسبة الملكية الادارية يؤدي إلى صعوبة السيطرة على الادارة وعدم احكام الرقابة عليها ، مما يزيد من فرص الادارة للقيام بالسلوك الانتهازي واستغلال الأرصدة النقدية المحتفظ به لتحقيق مصالحها الخاصة على حساب مصالح الملاك ، مما يؤدي إلى انخفاض مستويات النقدية المحتفظ بها ، ويؤثر بشكل سلبي على أداء وقيمة الشركة . وقد اتفقت العديد من الدراسات (Abdioglu , 2016 , Sheikh and khan , 2015) على ما سبق ، حيث

خلصت نتائج هذه الدراسات إلى وجود علاقة سلبية بين الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية .

ب- الملكية المؤسسية :

تشير الملكية المؤسسية إلى نسب الأسهم المملوكة من خلال المؤسسات مثل البنوك ، شركات التأمين ، صناديق الاستثمار ، وصناديق التقاعد والمعاشات (Nagata and Nguyen , 2017) . وهناك اختلاف حول طبيعة العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، حيث تعتمد طبيعة العلاقة على الفترة الزمنية للاستثمارات . ففي حالة الاستثمارات طويلة الأجل تميل مؤسسات الاستثمار إلى الرقابة الفعالة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة في استخدام النقدية المحتفظ بها لتحقيق أهدافها الخاصة على حساب مصالح الملاك (السيد ، ٢٠١٨ ، Alves , 2012) مما ينعكس ذلك بشكل ايجابي على قيمة الشركة ، وبالتالي يؤدي ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية الى زيادة الدور الرقابي الفعال لمؤسسات الاستثمار والزام الادارة التي تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين بدلا من الاحتفاظ بها ، مما يؤدي إلى انخفاض مستويات النقدية المحتفظ بها ، وهو ما يشير إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية (السيد ، ٢٠١٨) . وقد أيدت نتائج دراستي (Ozkan and Ozkan , 2004 , Megginson et al , 2014) ما سبق ، حيث توصلت تلك الدراسات إلى وجود علاقة عكسية بين الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية .

أما في حالة الاستثمارات قصيرة الاجل التي تتم بغرض المتاجرة ، فتكون الملكية المؤسسية غير قادرة على تحقيق الرقابة الفعالة على الادارة ، حيث تميل مؤسسات الاستثمار إلى بيع أسهم الشركات ذات مستوى الأداء الضعيف عن القيام بإنفاق الموارد في الرقابة وتحسين الأداء ، ومن ثم انخفاض قدرة مؤسسات الاستثمار على الرقابة الفعالة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة (السيد ، ٢٠١٨ ، Alves , 2012) ، مما ينعكس ذلك سلبيا على قيمة الشركة . وبالتالي فإن ارتفاع

نسبة الملكية المؤسسية يؤدي الى ضعف الرقابة الفعالة من جانب مؤسسات الاستثمار وعدم قدرتها على الزام الادارة بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين ، مما يشير إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية (السيد ، ٢٠١٨) . وقد اتفقت نتائج دراسة (Roy , 2018) مع ما سبق ، حيث خلصت الى وجود علاقة طردية بين الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية .

ج - الملكية الأجنبية :

تعبر الملكية الاجنبية عن نسبة الأسهم المملوكة من جانب المستثمرين الأجانب (Vo , 2018) . وهناك اختلاف حول طبيعة العلاقة بين الملكية الأجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، حيث أن الملكية الأجنبية تهدف إلى الحصول على الفوائد التي تعتمد على مدى كفاءة الادارة في ادارة أصول الشركة . وبما أن النقدية أقل الأصول في تحقيق العوائد ، فإنه من المتوقع أن تخفض الملكية الأجنبية من مستويات النقدية المحتفظ بها (Luo & Hachiya, 2005) ، وبالتالي فإن ارتفاع نسبة الملكية الأجنبية يؤدي الى زيادة دوافع المستثمرين الأجانب إلى تحقيق عوائد مرتفعة من ادارة أصول الشركة بخلاف النقدية ، حيث يفضل المستثمرون الأجانب الاحتفاظ بمستويات منخفضة من النقدية نظرا لانخفاض العائد المتوقع من ادارة النقدية مقارنة بالأصول الأخرى في الشركة (Roy , 2018 , Safdar, 2017) ، كما يؤدي ارتفاع نسبة الملكية الأجنبية إلى زيادة قدرة المستثمرين الأجانب على الزام ادارة الشركة باتباع السياسات النقدية واتخاذ القرارات التي من شأنها خفض الأرصدة النقدية المحتفظ بها (Safdar , 2017) ، مما يشير إلى وجود علاقة عكسية بين الملكية الاجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية .

ومن جهة نظر أخرى ، فإن الشركات المساهمة تهدف إلى دفع عجلة النمو الاقتصادي وجذب الاستثمارات الأجنبية ورفع مستويات الأداء وتعظيم قيمة الشركات ، وذلك من خلال توافر الأرصدة النقدية المحتفظ بها التي تساعد الشركات على الاستثمار في مشروعات مربحة ، مما يؤدي الى زيادة ثقة المستثمرين الأجانب في هذه الشركات ، حيث أنهم يفضلون الاستثمار في شركات تحقق معدلات مرتفعة

من الربحية . وبالتالي فان ارتفاع نسبة الملكية الأجنبية يؤدي الى زيادة دوافع ادارة الشركة على الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية ، وذلك لاستخدامها في تمويل المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة ، مما يشير إلى وجود علاقة ايجابية بين الملكية الأجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وقد أيدت نتائج دراسة كل من (Megginson et al , 2014 , Vo , 2018) ما سبق ، حيث خلصت الدراستان إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الملكية الاجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، فضلا عن ذلك فإن الملكية الأجنبية لها تأثير ايجابي على قيمة الشركة ، حيث أن المستثمرون الأجانب يعملون على تخفيض تكاليف الوكالة الناتجة عن تعارض المصالح بين الادارة والملاك ، ولديهم القدرة على الرقابة الفعالة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة ، مما يعظم من قيمة الشركة ، وبالتالي فإن هناك علاقة ايجابية بين الملكية الاجنبية وقيمة الشركة (Ahmed and Lwaski , 2015) (Mishra , 2014) .

مما سبق يمكن القول بأن هيكل الملكية يلعب دوراً حيوياً في احكام الرقابة على الشركات ، كما يؤثر تأثير جوهريا على كل من مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة وأن الملكية الادارية والمؤسسية والأجنبية من أهم العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، والتي تساعد على ترشيد اتخاذ القرارات المستقبلية المرتبطة بمستوى الاحتفاظ بالنقدية .

وبعد الانتهاء من توفير التأسيس النظري للتأثيرات المحتملة لهيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وانعكاساتها على قيمة الشركة ، تقوم الباحثة في الجزء التالي من الدراسة باستعراض أهم الدراسات السابقة التي تم اجراؤها على المستوى الاختباري بشأن تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، بما يسهم في تطوير فروض الدراسة الحالية .

٧- الدراسات السابقة وتطوير فروض الدراسة

تتطرق الباحثة في هذا الجزء من الدراسة إلى أهم الاسهامات العلمية التي قدمتها الدراسات السابقة التي اهتمت بدراسة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وكذلك الدراسات التي اهتمت بدراسة تأثير هيكل الملكية عند ادخالها كمتغير منظم لتلك العلاقة ، وذلك بهدف دعم الدراسات التحليلية التي تم عرضها في الجزء السابق بدراسات اختبارية عن العلاقات بين متغيرات الدراسة بما يسهم في تطوير فروض الدراسة والإجابة عن أسئلتها ، وذلك على النحو التالي :

١/٧ الدراسات التي اهتمت بدراسة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة :

بمراجعة الدراسات التي اهتمت بتلك العلاقة ، توصلت الباحثة الى أن هذه الدراسات قد أخذت في دراستها وتحليلها واختبارها لتلك العلاقة وجهات نظر مختلفة يشوبها التعارض والتناقض ، فعلى عينة مكونة من ٣٨٩ شركة غير مالية باستراليا ، خلال الفترة الزمنية من عام ١٩٩٥ حتى عام ٢٠١٠ ، اختبرت دراسة (Ameer , 2012) العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة . أما دراسة (Martinez - Sola et al , 2013) ، فقد اهتمت باختبار أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة ، ومعرفة المستوى المثالي للنقدية الذي يعظم من قيمة الشركة ، والتحقق من أثر الانحراف عن المستوى المثالي للنقدية على قيمة الشركة ، وذلك لعينه بلغ حجمها ٤٧٢ شركة صناعية عامة أمريكية ، خلال الفترة الزمنية ٢٠٠١ – ٢٠٠٧ ، وقد توصلت الدراسة إلى وجود مستوى مثالي للاحتفاظ بالنقدية يعظم من قيمة الشركة ، ويختلف بين الشركات وفقا لفرص النمو المحتملة ، والدخول إلى أسواق رأس المال وحجم الشركة ونسبة المديونية ، كما بينت الدراسة أن الانحراف عن المستوى المثالي للنقدية يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة .

وعلى عينة قوامها ٢٦١ شركة مدرجة في بورصة كراتشي خلال الفترة الممتدة من عام ٢٠٠٣ إلى عام ٢٠٠٨ ، كشفت نتائج دراسة (Azmat, 2014) أن المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية يحدث عندما تتعادل التكلفة الحدية مع المنفعة الحدية ، والتي تزداد عنده قيمة الشركة ، كما أظهرت نتائج الدراسة أن الانحراف عن المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية له أثر سلبي على قيمة الشركة . كما استهدفت دراسة (Cao and Chen , 2014) اختبار أثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة ، وذلك على عينة من الشركات الصناعية الصينية بلغ حجمها ٢٢٦١ شركة ، خلال الفترة الزمنية ٢٠١٠ - ٢٠١٣ ، وقد أسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة ايجابية ومعنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، كما لم تتوصل الدراسة إلى تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية نظرا لكبر حجم العينة ، وأظهرت نتائج الدراسة أن الشركات الصينية تميل إلى الاحتفاظ بالنقدية ، وأرجعت الدراسة السبب في ذلك الى عدم كفاءة سوق التمويل الصينى ، حيث أن الشركات الصينية لديها قيود تمويلية تجعلها غير قادرة على تمويل المشروعات ذات صافى القيمة الحالية الموجبة ، مما يجعل النقدية أكثر أهمية وقيمة للشركات الصينية ، وبينت الدراسة ايضاً أن تأثير مشكلة الوكالة الناتجة عن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية يكون ضئيل على قيمة الشركة ، نظرا لتركز ملكية الشركات الصينية الكبير ، والذي يسمح للملاك (المساهمين) فرض مزيد من السيطرة والرقابة على الشركة . وكذلك فحصت دراسة (Nhan and Ha, 2016) تأثير مستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة ، وذلك على عينة مكونة من ٦٥٠ شركة مدرجة في بورصة فيتنام ، خلال الفترة الزمنية ٢٠٠٨ - ٢٠١٥ ، وقد كشفت نتائج الدراسة عن أن الاحتفاظ بالنقدية يؤثر على قيمة الشركة في شكل مقلوب على شكل حرف U ، وأن هناك مستوى مثالي للاحتفاظ بالنقدية ، وأن الانحراف عن هذا المستوى المثالي يؤدي إلى تدينه قيمة الشركة .

وعلى عينه من الشركات الصناعية الأمريكية ، خلال الفترة الممتدة من عام ١٩٩٩ إلى عام ٢٠١٥ ، بحثت دراسة (Zhang and Ling , 2016) ، فى تأثير الاحتفاظ النقدى على قيمة الشركة ، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن هناك مستوى أمثل للاحتفاظ بالنقدية يعظم من قيمة الشركة ، وأن الانحراف عن هذا المستوى يؤدي إلى تدنية قيمة الشركة ، كما بينت الدراسة أن هناك علاقة ايجابية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وأن هذا المستوى المثالى يختلف بين الشركات تبعاً لفرص النمو وحجم الشركة ومعدلات الربحية وتغيرات النقدية . أما دراسة (Ullah and Kamal , 2018) فقد سعت إلى التحقيق من تأثير الاحتفاظ بالنقدية على ثروة المساهمين ، وذلك على عينة من الشركات المسجلة فى بورصة باكستان بلغ حجمها ١٨٠ شركة ، خلال الفترة الزمنية ٢٠٠٦ - ٢٠١٤ ، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين الاحتفاظ بالنقدية وثروة المساهمين ، وأن الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين . كما أسفرت نتائج دراسة (Asante et al , 2018) عن وجود علاقة إيجابية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وذلك على عينة من الشركات المدرجة فى بورصة غانا ، وأن هذه الشركات تميل إلى الاحتفاظ بالنقدية لأغراض السيولة .

وعلى عينة حجمها ٧١٩ شركة بولندية ، خلال الفترة الزمنية ٢٠٠٧ - ٢٠١٦ ، هدفت دراسة (Anton and Nucu , 2019) إلى التحقق من أثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة ، وقد أسفرت نتائج الدراسة عن وجود مستوى مثالى من الاحتفاظ بالنقدية ، والذى من شأنه تعظيم قيمة الشركة ، وأن الانحراف عن هذا المستوى المثالى من الاحتفاظ بالنقدية سوف يؤدي إلى تدنية قيمة الشركة ، وأن هناك علاقة مقعرة (معكوسة) على شكل حرف U بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة . أما دراسة (حسين ، ٢٠١٩) ، فقد قدمت دليلاً احصائياً على وجود علاقة ارتباط موجبه وذات دلالة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركة ، حيث هدفت الدراسة إلى التحقق من تأثير جودة المستحقات وخطر الضوائق المالية على العلاقة بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة

الصناعية ، وذلك على عينة قوامها ٥٢ شركة مساهمة صناعية مقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية ، خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام ٢٠١٢ حتى عام ٢٠١٨ .

وهناك تدفق آخر من الدراسات اختبر العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، فعلى عينة مكونة من ١٤٠ شركة مساهمة مصرية خلال الفترة الزمنية الممتدة من ٢٠١٥ حتى ٢٠١٧ ، استهدفت دراسة (مليجي ، ٢٠١٨) تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والافصاح عن المسؤولية الاجتماعية والتجنب الضريبي ، ومدى انعكاس هذه العلاقة على قيمة الشركة ، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى انخفاض مستوى الاحتياطات النقدية المحتفظ بها في الشركات المصرية محل الدراسة ، وارتباطه بعلاقة موجبة ومعنوية بكل من الافصاح بها عن المسؤولية الاجتماعية والتجنب الضريبي ، بينما يرتبط بعلاقة سالبة ومعنوية بقيمة الشركة ، كما توصلت دراسة (Sheikh and Khan , 2016) إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة احصائية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وأن احتفاظ الشركة بالنقدية له تأثير سلبي على قيمة الشركة ، وذلك على عينة مكونة من ١٨٩ شركة غير ماليه مسجلة في بورصة كراتشي بباكستان ، خلال الفترة الممتدة من عام ٢٠٠٨ حتى عام ٢٠١٢ . كذلك وجدت دراسة (Nguyen et al , 2016) أن هناك علاقة غير خطية عكسية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وذلك على عينة من الشركات الفيتنامية بلغ حجمها ٦٦٩ شركة غير ماليه ، خلال الفترة من عام ٢٠٠٨ الى عام ٢٠١٣ . أما دراسة (Feyzi et al , 2013) ، فقد أجريت على عينة مكونة من ٩٢ شركة مسجلة في بورصة طهران ، خلال الفترة الممتدة من عام ٢٠٠٤ حتى عام ٢٠١٠ ، وقد توصلت الدراسة إلى نتيجة هامة مؤداها أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية ليس له أثر معنوي على قيمة الشركة . وتدعم دراسة (Moghaddam and Abbaspour , 2015) نتيجة دراسة (Feyzi et al , 2013) ، وذلك على عينة قوامها ٥٠ شركة مدرجة في

بورصة طهران ، خلال ٢٠٠٨ - ٢٠١٢ ، حيث أظهرت الدراسة عدم وجود علاقة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة .

٢/٧ الدراسات التي اهتمت بدراسة تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة

يدخل ضمن اهتمامات الدراسة الحالية ، اختبار أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة . وبمراجعة أهم الدراسات المهمة بهذه العلاقة ، اكتشفت الباحثة أن هناك ندرة في الدراسات السابقة التي تناولت هذا التأثير بشكل مباشر ، حيث اقتصر بعض الدراسات على دراسة علاقة هيكل الملكية بمستوى الاحتفاظ بالنقدية ، بينما اقتصر عدد آخر من الدراسات على دراسة علاقة هيكل الملكية بقيمة الشركة ، وقد أجريت معظم هذه الدراسات على بيانات أجنبية لدول متقدمة تختلف خصائصها اختلافاً جذرياً عن خصائص الدول النامية ، والتي من بينها مصر ، وهذا ما دعى الباحثة إلى دراسة واختبار هذا التأثير في البيئة المصرية ، ففي دراسة حديثه استهدفت اختبار أثر هيكل الملكية على العلاقة بين الاحتفاظ النقدية وقيمة الشركة ، وذلك على عينة من الشركات الإندونيسية بلغ حجمها ٨٣ شركة ، خلال الفترة الزمنية ٢٠١٥ - ٢٠١٧ . توصلت دراسة (Sumiati , 2020) إلى نتيجة هامة مؤداها أن انخفاض نسبة الملكية الادارية يقوى ويعزز العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، والعكس صحيح ، وفسرت الدراسة ذلك بأن ارتفاع نسبة الملكية الادارية يحفز الادارة على انتهاج السلوك الانتهازي واستغلال النقدية المحتفظ بها بشكل خاطئ لتحقيق أهدافها ومصالحها الشخصية على حساب مصلحة الملاك ، مما يؤدي إلى تدنية قيمة الشركة ، وأيضاً قيام المديرين بالاستثمار في مشاريع ذات قيمة حاليه سالبه ، مما يعكس ذلك سلبياً على قيمة الشركة . كما تؤدي زيادة نسبة الملكية الادارية إلى انخفاض الرقابة الداخلية بالشركة .

وعلى عینه قوامها ٩٦ شركة صناعية وخدمية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الزمنية ٢٠١٢ - ٢٠١٤ ، بحثت دراسة (حداد ، ٢٠١٧) في أثر حوكمة الشركات وهيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وأثر مستوى الاحتفاظ النقدي على قيمة الشركة ، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر ذو دلالة إحصائية لحوكمة الشركات وهيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، حيث بينت الدراسة وجود علاقة ايجابية ومعنوية بين الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية بينما أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية ومعنوية بين الملكية الأجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، كما أوضحت الدراسة أن هناك علاقة ايجابية ومعنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وأخيرا أوضحت الدراسة أن هناك أثر ايجابي ذو دلالة إحصائية للملكية المؤسسية على قيمة الشركة ، وأثر سلبي ذو دلالة إحصائية للأجنبية على قيمة الشركة .

أما دراسة (Luo and Hachiya , 2005) ، فقد هدفت إلى اختبار أثر هيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وأثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة ، وذلك على عینه من الشركات اليابانية المسجلة في بورصة طوكيو ، خلال الفترة الزمنية ١٩٨٩ - ٢٠٠٢ ، وقد بنيت نتائج الدراسة أن هناك علاقة عكسية بين الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، حيث كلما زادت نسبة الملكية الادارية احتفظت الشركة بمستويات نقدية أقل ، كما بينت نتائج الدراسة وجود علاقة ايجابية بين الملكية الأجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، حيث كلما زادت نسبة الملكية الأجنبية احتفظت الشركة بمستويات نقدية أعلى . وأرجعت الدراسة السبب في ذلك إلى ميل المستثمرين الأجانب واتجاههم نحو الشركات التي تحقق معدلات ربحية مرتفعة ، وتحفظ بمستويات مرتفعة من النقدية ، وبينت الدراسة أيضا أن مشكلة الوكالة وتعارض المصالح بين الادارة والملاك يؤثران سلبا على قيمة الشركة ، كما بينت نتائج الدراسة أن هناك علاقة سلبية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وأن احتفاظ الشركة بالنقدية يؤثر سلباً على قيمة الشركة ، الا أن هذا التأثير يقل كلما زادت نسبة الملكية الادارية .

وهناك تدفق آخر من الدراسات اختبر العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، فقد توصلت دراسة (Massod and Shah , 2014) إلى وجود علاقة سلبية بين الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، ووجود علاقة ايجابية بين الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وذلك على عينة حجمها ٣٠٩ شركة مسجلة في بورصة كراتشي خلال الفترة الزمنية ٢٠٠٢ - ٢٠١٠ . وعلى عينة قوامها ٧٢٥ شركة مسجلة في بورصة الأوراق بمالية بماليزيا ، خلال الفترة ٢٠٠٨ - ٢٠١٠ ، توصلت دراسة (Mohd et al , 2015) إلى أن هناك علاقة ايجابية بين الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، فضلا عن وجود علاقة عكسية بين الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية .

وعلى نفس السياق ، أجريت دراسة (Sheikh and khan , 2015) على عينة مكونة من ١٨٩ شركة مسجلة في بورصة الاوراق المالية بكراتشي في باكستان خلال الفترة من ٢٠٠٨ - ٢٠١٢ ، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي للملكية الادارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية . وعلى عينة مكونة من ٩٧٤٣ مشاهدة لمجموعة من الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية الصينية ، خلال الفترة من ١٩٩٩ - ٢٠٠٧ ، كما أظهرت نتائج دراسة (Kusnadi et al , 2015) وجود تأثيراً ايجابياً للملكية المؤسسية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية . وجاءت دراسة (Azinfar and Shirseb , 2016) كمحاولة لتقييم أثر هيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك على عينة قوامها ٩٦ شركة مسجلة في بورصة طهران ، خلال فترة ٢٠٠٤ - ٢٠١٣ ، وقد كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة ايجابية ومعنوية بين هيكل الملكية معبرا عنها (بالملكية الادارية والملكية المؤسسية والملكية الأجنبية) ومستوى الاحتفاظ بالنقدية .

أما دراسة (Abdioglu , 2016) ، فقد هدفت الى التحقق من أثر الملكية الادارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٨١ شركة مدرجة في بورصة اسطنبول بتركيا ، خلال الفترة ٢٠٠٥ - ٢٠١٣ ، وأظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة معنوية بين الملكية الادارية ومستوى

الاحتفاظ بالنقدية ، فعند مستوى معين من الملكية الادارية تحتفظ ادارة الشركة بمستويات نقدية أقل ، بينما يزداد مستوى الاحتفاظ بالنقدية مع زيادة نسبة الملكية الادارية ، حيث تميل الادارة إلى تحقيق مصالحها الشخصية على حساب مصلحة الملاك. أما الدراسة التي قام بها (Vo , 2018) ، فقد استهدفت فحص العلاقة بين الملكية الأجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وأجريت الدراسة على عينة مكونة من ١٠٦٠ مشاهدة لمجموعة من الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية بفيتنام خلال الفترة الزمنية ٢٠٠٧ - ٢٠١٥ ، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي للملكية الادارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية . وجاءت دراسة (السيد ، ٢٠١٨) كمحاولة لاختبار تأثير أنماط هيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، ودراسة وتحليل طبيعية العلاقة بينهما ، وذلك على عينة حجمها ٦١ شركة مساهمة مصرية خلال الفترة ٢٠١٣ - ٢٠١٧ ، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة طردية بين الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، فضلا عن وجود علاقة عكسية بين كل من الملكية المؤسسية والملكية الأجنبية و مستوى الاحتفاظ بالنقدية .

وهناك دراسات تعرضت للعلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة ، فعلى عينة بلغت ١٨٩ شركة مسجلة ببورصة كراتشي بباكستان ، خلال الفترة ٢٠٠٨ - ٢٠١٢ ، توصلت دراسة (Sheikh and khan , 2015) إلى وجود علاقة سلبية بين الملكية الادارية وقيمة الشركة ، وأن الملكية الادارية لها أثر سلبي ذو دلالة احصائية على قيمة الشركة . أما دراسة (Zahedi et al , 2015) ، فقد اختبرت أثر الملكية الادارية على قيمة الشركة ، وذلك على عينة من الشركات المسجلة في بورصة طهران ، خلال الفترة ٢٠٠٥ - ٢٠١٤ ، وأظهرت الدراسة أن الملكية الادارية ليس لها أثر معنوي على قيمة الشركة . كما أسفرت نتائج دراسة (Feyzi et al , 2013) عن عدم وجود علاقة معنوية بين هيكل الملكية وقيمة الشركة .

التعليق على الدراسات السابقة :

فى ضوء ما انتهت اليه الدراسات السابقة ، ومن خلال مراجعة وتحليل الدراسات المتعلقة بمجال الدراسة ، تكشف للباحثة الآتى :

١ . محدودية فى الدراسات السابقة المهمة بدراسة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة خاصة فى البيئة المصرية .

٢ . شابت نتائج تلك الدراسات التناقض والاختلاف ، هذا بالإضافة الى أن معظم الدراسات أجريت فى بيئات أجنبية تختلف فى خصائصها وسماتها وطبيعتها القانونية والاقتصادية والثقافية عن خصائص بيئة الاعمال المصرية كأحد اقتصاديات الدول النامية .

٣ . لم تنال وتحظى دراسة العلاقة التأثيرية لهيكل الملكية عند ادخاله كمتغير منظم لتلك العلاقة الارتباطية (العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة) بقدر مناسب من الاهتمام من جانب الدراسات المحاسبية العربية بصفة عامة ، والدراسات المحاسبية المصرية بصفة خاصة ، بل أغفلت الأدبيات المحاسبية العربية قياس وتحليل وتفسير أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة (فى حدود علم الباحثة واطلاعها) .

وفى ضوء ما سبق يظهر جليا وجود فجوة بحثية لم يتم التطرق إليها حتى الآن ، وقد أخذت الباحثة على عاتقها البحث فى هذه المشكلة ، من خلال اختبار هذه العلاقات فى بيئة الاعمال المصرية ، بهدف تقديم الأدلة التفسيرية عن اتجاه وقوة ودلالة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وذلك لعينه من الشركات المساهمة المصرية ، خلال الفترة الزمنية ٢٠١٧ - ٢٠١٩ ، ثم دراسة أثر هيكل الملكية كمتغير منظم لتلك العلاقة السابق ذكرها .

٣/٧ تطوير فروض الدراسة

أ- العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة :

يعد التناقص أو التعارض هو السمة الأساسية التي تكتنف نتائج الدراسات السابقة التي تم إجراؤها بهدف التحقق من طبيعية العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة. فمن ناحية ، توصل عدد من الدراسات السابقة (Ameer ، 2012 ، Asante el al ، 2018 ، Ullah and Kamal ، 2018) إلى أن هناك علاقة ايجابية وذو دلالة احصائية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وفسرت الدراسات السابقة طردية العلاقة السابقة ، بأن الشركة التي تمتلك أرصدة نقدية مرتفعة تستخدمها في أغراض المعاملات ، ولديها ادارة فعالة لأنشطة النقدية وحسنة النية في ادارة واستخدام هذه النقدية بكفاءة ، وتتسم بمرونة مالية تعبر عن قدرتها على تطوير وضعها المالي ، ولديها القدرة على سداد التزاماتها المالية ، فإن ذلك ينعكس ايجابيا على قيمة الشركة ، وهو ما يتوافق مع دافع المعاملات وفقا لنظريه المقايضة ، كما توفر المستويات المرتفعة من النقدية المحتفظ بها الكثير من فرص النمو مقارنة بالمنافسين ، مما يساعد الشركة على استمرارها في السعي نحو تمويل الصفقات الاستثمارية المتوقعة ذات صافي القيمة الحالية الموجبة دون اللجوء إلى الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية (الديون) ذات المخاطر والتكاليف المرتفعة ، مما يؤدي الى تعظيم قيمة الشركة ، وهو ما يتوافق مع نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل ، كما تحتفظ الشركة بالأرصدة النقدية بهدف تقليل مخاطر تذبذب التدفقات النقدية ، وهم ما يتوافق مع دافع الحماية أو الوقاية من المخاطر وفقا لنظرية المقايضة .

ومن ناحية أخرى ، توصلت دراسات (Martinez - Sola et al ، 2013 ، Nhan and Ha ، 2016 ، Zhang and Ling ، 2016، Anton and Nucu، 2014 ، Azmat ، 2019) إلى وجود علاقة مقعرة (Concave Relationship) بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة عند المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية ، حيث أن الشركات تسعى إلى تحقيق التعادل بين تكاليف الاحتفاظ بالنقدية وبين المنافع المترتبة

على الاحتفاظ بالنقدية ، وذلك بهدف الوصول إلى المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية ، مما يعظم من قيمة الشركة . وهو ما يتوافق مع نظرية المقايضة . وفي حالة الانحراف عن المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية ، فإن هذا يؤدي الى تدنيه قيمة الشركة ويؤثر سلبا عليها .

كما توصل عدد من الدراسات السابقة مثل : (مليجي ، ٢٠١٨ ، ، 2016 Nguyen et al , 2016 Sheikh and khan) إلى وجود علاقة سلبية وذات دلالة احصائية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وقد فسرت الدراسات تلك العلاقة العكسية بأن الشركات التي تحتفظ بمستوى مرتفع من النقدية ، تكون أكثر عرضة لقيام الإدارة باستخدام النقدية المحتفظ بها استخداماً سيئاً لتحقيق أغراضها وأهدافها الخاصة على حساب مصلحة ملاك الشركة ، مما يؤدي إلى تعارض المصالح وتفاقم مشاكل الوكالة ، التي تنعكس بدورها سلبيا على قيمة الشركة ، كما أن تراكم النقدية بالشركة يساعد الإدارة على اتخاذ قرارات بتمويل صفقات استثمارية قد لا تكون ذات جدوى اقتصاديه ، والتي من شأنها أن تؤدي إلى تدنية قيمة الشركة . وتتفق وجهة النظر السابقة مع دافع الوكالة وفقاً لنظرية التدفق النقدى الحر، حيث أن الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية يشجع المديرين على اتباع السلوك الانتهازي فى استخدام موارد الشركة ، واستغلالها بشكل خاطئ ، وذلك لتحقيق مصالحهم وأغراضهم الخاصة على حساب مصالح الملاك والأطراف ذات العلاقة بالشركة ، مما يؤدي الى ارتفاع تكاليف الوكالة ، وتدنيه ثروات المساهمين ، وانخفاض كفاءة وفعالية قرارات الاستثمار ، والذى من شأنه ينعكس ويؤثر سلبا على قيمة الشركة .

وبرغم النتائج السابقة ، توجد دراسات سابقة مثل : (Feyzi et al , 2013) ومoghaddam and Abbaspour , 2015) اختبرت العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وأخفقت فى التوصل إلى علاقة معنوية بينهما ، كما توصلت هذه الدراسات الى أن تدنيه أو تعظيم قيمة الشركة لا يرتبط بشكل مباشر بمستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وذلك لعدم وجود مستوى مثالى للاحتفاظ بالنقدية فى

الشركات ، وهو ما يتفق مع نظرية أولويات مصادر التمويل ، حيث تفترض هذه النظرية عدم وجود مستوى مثالي للاحتفاظ بالنقدية في الشركات .

وفي ضوء التحليل السابق للدراسات التي اهتمت باختبار العلاقة بين مستوى الاحتفاظ النقدية وقيمة الشركة ، تبين للباحثة أن الجدل مازال مستمراً حول اتجاه تلك العلاقة الغير المستقرة ، مما يحتاج الى مزيد من البحث والدراسة لتحليل وتفسير أسباب هذا الاختلاف والتناقص ، مما يقلل من الجدل المثار حول تلك العلاقة ، ويمكن صياغة الفرض الأول للدراسة الحالية على النحو التالي :

" توجد علاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة "

ب- تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة :
من خلال مراجعة وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية على سبيل المثال (حداد ، ٢٠١٧ ، Luo & Hachiya , 2005 , Massod&Shah , 2014 , Mohd et al 2015 , Abdioglu, 2016 , Azinfar & Shirseb , 2016) توصلت الباحثة إلى أن تلك الدراسات أظهرت أن هناك علاقة معنوية بين هيكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وأن هيكل الملكية يؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. كما أظهرت دراسة (Sumiati , 2020) أن هيكل الملكية معبراً عنه بنسبة الملكية الادارية يؤثر على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة . ومن خلال مراجعة وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة (حداد ، ٢٠١٧ , Sheik and khan , 2015) ، توصلت الباحثة إلى أن تلك الدراسات أظهرت أن هناك علاقة معنوية بين هيكل الملكية وقيمة الشركة ، وأن هيكل الملكية يؤثر على قيمة الشركة ، بينما أظهرت دراسة (Zahedi et al , 2015) عدم وجود علاقة معنوية بين هيكل الملكية معبراً عنه بنسبة الملكية الادارية وقيمة الشركة ، وقد اتفقت نتيجة دراسة (Feyzi et al , 2013) مع نتيجة دراسة (Zahedi et al , 2015) .

وفقا للسياق السابق ، يمكن استنتاج أن تعظيم أو تدينه قيمة الشركة لا يرجع بشكل مباشر إلى التغيير في مستوى الاحتفاظ بالنقدية بل يرجع أيضا إلى هيكل الملكية الذي يؤثر في مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، مما ينعكس ذلك الأثر على قيمة الشركة . وفي ضوء التحليل السابق للدراسات المهمة بأثر هيكل الملكية على الاحتفاظ ، وقيمة الشركة ، يمكن صياغته الفرص الثانى للدراسة الحالية كما يلي :

"يؤثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة"

وينبثق من هذا الفرض الفروض الفرعية التالية :

- أ - تؤثر الملكية الإدارية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة .
 - ب- تؤثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة .
 - ج - تؤثر الملكية الأجنبية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة .
- وبعد توفير دعم اختبارى أسهم في تطوير فروض الدراسة الحالية ، تقوم الباحثة في الجزء التالى من الدراسة بتصميم الدراسة وصياغة النموذج الملائم لاختبار تلك الفروض .

٨- تصميم الدراسة

١/٨ مجتمع وعينة الدراسة :

يتمثل مجتمع الدراسة الحالية في الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية فى الفترة بين عامى (٢٠١٧ - ٢٠١٩) ، وذلك بعد استبعاد قطاعى البنوك وشركات الخدمات المالية بخلاف البنوك ، وذلك لتحقيق نوع من التجانس بين شركات العينة ، نظرا لاختلاف طبيعية عملها وتقاريرها المالية وسياساتها التمويلية عن نظيرتها فى الشركات غير المالية ، وخاصة فيما يتعلق بمتطلبات الاحتفاظ بالنقدية ، الأمر الذى يخلق صعوبة بشأن القابلية للمقارنة نتيجة الاختلافات فى الضوابط والقوانين المنظمة .

تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتياط بالنقدية وقيمة الشركة" دراسة /تجريبية ...

د/ ريم محمد محمود عبد المنعم

وقد انتهت الباحثة إلى اختيار عينة من الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية يبلغ حجمها (١٢٠) شركة موزعة على (١٥) قطاعاً اقتصادياً ، وبما يعادل ٦٩ % ، ٧٠ % ، ٧١ % تقريباً من اجمالي عدد الشركات المساهمة المقيدة المتاح سحب عينة الدراسة الحالية منها خلال السنوات الثلاث فترة الدراسة على التوالي ، والمتبقية بعد استبعاد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية بخلاف البنوك . ويوضح الجدول رقم (١) العينة النهائية للدراسة الحالية مصنفه وفقاً للتوزيع القطاعي للبورصة المصرية .

جدول رقم (١)
التصنيف القطاعي لشركات عينة الدراسة

السنوات وعدد الشركات			عدد المشاهدات	القطاع
٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧		
عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات		
١٨	١٨	١٨	٥٤	الأغذية والمشروبات
١٧	١٧	١٧	٥١	التشييد ومواد البناء
١٧	١٧	١٧	٥١	العقارات
١٢	١٢	١٢	٣٦	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
١١	١١	١١	٣٣	الرعاية الصحية والأدوية
١١	١١	١١	٣٣	السياحة والترفيه
١٠	١٠	١٠	٣٠	المنتجات المنزلية والشخصية
٧	٧	٧	٢١	الكيمويات
٦	٦	٦	١٨	الموارد الأساسية
٤	٤	٤	١٢	موزعون وتجارة تجزئة
٢	٢	٢	٦	التكنولوجيا
٢	٢	٢	٦	الغاز والبتترول
١	١	١	٣	الاتصالات
١	١	١	٣	الاعلام
١	١	١	٣	المرافق
١٢٠	١٢٠	١٢٠	٣٦٠	الاجمالي
٢١٨	٢٢٠	٢٢٢	عدد الشركات المقيدة بالبورصة المصرية	
٥٠	٤٩	٤٧	عدد الشركات المالية المقيدة بالبورصة	
١٦٨	١٧١	١٧٥	عدد الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة	
٧١%	٧٠%	٦٩%	نسبة عدد شركات العينة إلى عدد الشركات غير المالية المتاح سحب العينة منه	

وقد اعتمدت الباحثة في الحصول على كافة البيانات الخاصة بشركات العينة واللازمة لإتمام الدراسة الحالية ، على مصدرين أساسيين ، هما : شركة مصر لنشر المعلومات ، وموقع البورصة المصرية بما يحتويه من تقارير افصاح الزامية تعدها الشركات المساهمة المقيدة طبقا لقواعد القيد .

٢/٨ صياغة نموذج الدراسة :

تمثلت أهداف الدراسة الحالية في دراسة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة (الفرض الأول) ، ودراسة تأثير هيكل الملكية كمتغير منظم يؤثر ادخاله على نموذج الانحدار الممثل للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، ومن ثم اتجاه وقوة ودلالة هذه العلاقة (الفرض الثاني) .

أ- العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة .

سوف تعتمد الباحثة بشأن اختبار الفرض الأول للدراسة الحالية على نموذج الانحدار الخطى المتعدد **Multiple Linear Regression Model** ، والذي يبنى على أن قيمة الشركة تعد دالة في كل من الاحتفاظ بالنقدية والمتغيرات الضابطة ، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية :

قيمة الشركة = دالة (الاحتفاظ بالنقدية + المتغيرات الضابطة)

وبذلك يمكن صياغة النموذج الأول للدراسة الحالية على النحو التالي :

$$FVALUE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 PROF_{it} + \beta_5 INVGO_{it} + \beta_6 CFO_{it} + e_{it} \dots\dots\dots (1)$$

حيث أن :

- $FVALUE_{it}$: قيمة الشركة (i) في الفترة (t) .
 $CASH_{it}$: مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركة (i) في الفترة (t) .
 $SIZE_{it}$: حجم الشركة (i) في الفترة (t) .
 LEV_{it} : الرافعة المالية للشركة (i) في الفترة (t) .

- PROF_{it} : ربحية الشركة (i) في الفترة (t) .
- INVGO_{it} : فرص نمو الاستثمار للشركة (i) في الفترة (t) .
- CFO_{it} : التدفقات النقدية التشغيلية للشركة (i) في الفترة (t) .
- β₀ : ثابت الانحدار .
- β₁ : معامل الانحدار لمتغير مستوى الاحتفاظ بالنقدية .
- β₂ -β₆ : معاملات الانحدار للمتغيرات الضابطة .
- e_{it} : المتبقى احصائياً من تقدير النموذج (الخطأ العشوائي) .

ب - تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة
يتوقع الفرض الثاني من الدراسة الحالية ، أن هناك تأثير لهيكل الملكية (معبراً عنه بالملكية الادارية ، الملكية المؤسسية ، والملكية الأجنبية) على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، ولذلك تقوم الدراسة الحالية باختبار ادخال هيكل الملكية كمتغير منظم لعلاقة الانحدار الممتلة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وبالتالي يمكن صياغة النموذج الثاني للدراسة الحالية في شكل معادلات انحدار على النحو التالي :

$$FVALUE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{it} + \beta_2 MOWN_{it} + \beta_3 IOWN_{it} + \beta_4 FOWN_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 PROF_{it} + \beta_8 INVGO_{it} + \beta_9 CFO_{it} + e_{it} \dots (2)$$

$$FVALUE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{it} + \beta_2 MOWN_{it} + \beta_3 CASH_{it} * MOWN_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 PROF_{it} + \beta_7 INVGO_{it} + \beta_8 CFO_{it} + e_{it} \dots (3)$$

$$FVALUE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{it} + \beta_2 IOWN_{it} + \beta_3 CASH_{it} * IOWN_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 PROF_{it} + \beta_7 INVGO_{it} + \beta_8 CFO_{it} + e_{it} \dots (4)$$

$$FVALUE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{it} + \beta_2 FOWN_{it} + \beta_3 CASH_{it} * FOWN_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 PROF_{it} + \beta_7 INVGO_{it} + \beta_8 CFO_{it} + e_{it} \dots (5)$$

حيث أن :

- $FVALUE_{it}$: قيمة الشركة (i) في الفترة (t) .
- $CASH_{it}$: مستوى الاحتياط بالنقدية في الشركة (i) في الفترة (t) .
- $MOWN_{it}$: هيكل الملكية معبراً عنه بالملكية الادارية في الشركة (i) في الفترة (t) .
- $IOWN_{it}$: هيكل الملكية معبراً عنه بالملكية المؤسسية في الشركة (i) في الفترة (t) .
- $FOWN_{it}$: هيكل الملكية معبراً عنه بالملكية الأجنبية في الشركة (i) في الفترة (t) .
- $CASH_{it} * MOWN_{it}$: متغير تفاعلي يعبر عن ادخال هيكل الملكية معبراً عنه بالملكية الادارية على علاقة الانحدار للشركة (i) في الفترة (t)
- $CASH_{it} * IOWN_{it}$: متغير تفاعلي يعبر عن ادخال هيكل الملكية معبراً عنه بالملكية المؤسسية على علاقة الانحدار للشركة (i) في الفترة (t)
- $CASH_{it} * FOWN_{it}$: متغير تفاعلي يعبر عن ادخال هيكل الملكية معبراً عنه بالملكية الأجنبية على علاقة الانحدار للشركة (i) في الفترة (t) .
- $SIZE_{it}$: حجم الشركة (i) في الفترة (t) .
- LEV_{it} : الرافعة المالية للشركة (i) في الفترة (t) .
- $PROF_{it}$: ربحية الشركة (i) في الفترة (t) .
- $INVGO_{it}$: فرص نمو الاستثمار للشركة (i) في الفترة (t) .
- CFO_{it} : التدفقات النقدية التشغيلية للشركة (i) في الفترة (t) .
- β_0 : الحد الثابت في نماذج الانحدار .
- $\beta_1 - \beta_4$: معاملات الانحدار للمتغيرات المفسرة في الانحدار رقم ٢ .
- $\beta_5 - \beta_9$: معاملات الانحدار للمتغيرات الضابطة في الانحدار رقم ٢ .
- $\beta_1 - \beta_3$: معاملات الانحدار للمتغيرات المفسرة في الانحدارات رقم ٣، ٤، ٥ .

تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة " دراسة /تجريبية ...

د/ ريم محمد محمود عبد المنعم

$\beta_4 - \beta_8$: معاملات الانحدار للمتغيرات الضابطة في الانحدارات رقم ٣،٤،٥ .

e_{it} : المتبقي احصائياً من تقدير النموذج (الخطأ العشوائى) .
٣/٨ التعريف الاجرائى لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (٢) وصفاً لمتغيرات الدراسة الحالية والتعريف الاجرائى لها ، حيث يتم قياس قيمة الشركة ، مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، والمتغيرات الضابطة على النحو التالى :

جدول رقم (٢)

التعريفات الاجرائية لمتغيرات الدراسة

مصدر البيانات	الدراسة	التعريف الاجرائى للمتغيرات	المتغيرات	
			اسم المتغير	رمز المتغير
المتغير التابع				
التقرير المالى السنوى للشركة	(Luo and Hachiy , 2005) (Ameer , 2012) (Martinez - Sola et al , 2013)	يتم حساب قيمة الشركة من خلال نسبة توبين كيو $Q-Ratio_{it}$ والتي يتم قياسها بنسبة القيمة السوقية لأصول الشركة (i) في نهاية الفترة (t) إلى قيمتها الدفترية، ويتم حسابها من خلال المعادلة التالية : (القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة الدفترية للالتزامات) ÷ القيمة الدفترية لإجمالي الأصول ، حيث أن القيمة السوقية لحقوق الملكية = سعر السهم نهاية العام × عدد الأسهم العادية المكتتب فيها .	FVALUE _{it}	قيمة الشركة
المتغير المستقل				
التقرير المالى السنوى للشركة	Opler et al 1999) (Uyar and Kuzey,2014) (Huang et al ,2015) (Hasanzadeh et al,2015)	يتم حساب الأرصدة النقدية المحتفظ بها من خلال قسمة النقدية وما في حكمها للشركة (i) على اجمالى أصولها في نهاية الفترة (t)	CASH _{it}	مستوى الاحتفاظ بالنقدية

تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة" دراسة /تجريبية ...

د/ ريم محمد محمود عبد المنعم

المتغير المنظم (هيكل الملكية)				
تقرير الأفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين المعدة وفقاً لأحكام المادة (٤٠)	(Luo and Hachiya , 2005) (السيد، ٢٠١٩)	نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة في أسهم الشركة .	MOWN _{it}	الملكية الادارية
		نسبة الأسهم المملوكة من قبل المؤسسات مثل : البنوك ، شركات التأمين ، صناديق الاستثمار ، صناديق المعاشات .	IOWN _{it}	الملكية المؤسسية
		نسبة الأسهم المملوكة من قبل الأجانب في أسهم الشركة .	FOWN _{it}	الملكية الاجنبية
المتغيرات التفاعلية				
التقرير المالي وتقرير الأفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين المعدة وفقاً لأحكام المادة ٤٠	(Sumiati , 2020)	التأثير المشترك للعلاقة بين هيكل الملكية (معبراً عنه بالملكية الادارية) ومستوى الاحتفاظ بالنقدية	CASH _{it} * MOWN _{it}	التأثير المشترك للعلاقة بين هيكل الملكية (معبراً عنه بالملكية الادارية ، الملكية المؤسسية ، والملكية الاجنبية) ومستوى الاحتفاظ بالنقدية
		التأثير المشترك للعلاقة بين هيكل الملكية (معبراً عنه بالملكية المؤسسية) ومستوى الاحتفاظ بالنقدية	CASH _{it} * IOWN _{it}	
		التأثير المشترك للعلاقة بين هيكل الملكية (معبراً عنه بالملكية الاجنبية) ومستوى الاحتفاظ بالنقدية	CASH _{it} * FOWN _{it}	
المتغيرات الضابطة				
التقرير المالي السنوي للشركة	Ullah and Kamal,2018	اللوغار يتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة (i) في نهاية الفترة (t)	SIZE _{it}	حجم الشركة
	Asante ، 2018 el al	نسبة اجمالي الالتزامات الى اجمالي أصول الشركة (i) في نهاية الفترة (t)	LEV _{it}	الرافعة المالية
	(Subanidja et al , 2016) (Ullah and Kamal,2018) (Rosikah et al ,2018)	يتم قياسها من خلال معدل العائد على الأصول للشركة (i) خلال الفترة (t) ، والذي يتم حسابه من خلال المعادلة التالية : صافي الأصول بعد الضرائب ÷ متوسط اجمالي الاصول خلال الفترة .	PROF _{it}	ربحية الشركة

تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة" دراسة /تجريبية ...

د/ ريم محمد محمود عبد المنعم

(Al-dhamari and Ismail,2015) (Gill and Mathur,2011)	يتم قياسه من خلال نسبة التغير في المبيعات كمؤشر لنمو الفرص الاستثمارية للشركة	INVGO _{it}	فرص نمو الاستثمار
Derouiche et al ,2018	صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية في آخر الفترة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في آخر الفترة .	CFO _{it}	التدفقات النقدية التشغيلية

٤/٨ مبررات اضافة المتغيرات الضابطة الى نماذج الدراسة :

تبحث الدراسة الحالية تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة . ولأغراض التحكم وضبط تأثير بعض المتغيرات الحاكمة الأخرى على تلك العلاقة ، قامت الباحثة بتضمين نماذج الانحدار المقترحة بالدراسة الحالية والممثلة لتلك العلاقة ببعض من هذه المتغيرات ، والتي من المتوقع أن يكون لها تأثيرا على قيمة الشركات المساهمة المصرية محل الدراسة ، مع العلم بأن هذه المتغيرات الضابطة - وهو ما اصطلح على تسميتها في البحوث والدراسات الامبريقيه - لا تدخل ضمن نطاق أو مجال الدراسة الحالية .

وبمراجعة أهم الدراسات السابقة المهمة والمتعلقة بمجال الدراسة ، توصلت الباحثة إلى أن هناك بعض المتغيرات الضابطة التي قد تؤثر تأثيرا جوهريا على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات محل الدراسة ، بخلاف المتغيرات المفسرة الأخرى بالدراسة الحالية ، وهو الأمر الذي أدى إلى أخذ هذه المتغيرات بعين الاعتبار عند دراسة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، ودراسة تأثير هيكل الملكية على تلك العلاقة . وفيما يلي المتغيرات الضابطة التي استخدمتها الدراسة الحالية :

أ- حجم الشركة (Company Size) :

تتمتع الشركات كبيرة الحجم بمزايا اقتصادية الحجم الكبير في جميع الأنشطة ، فضلا عن تمتعها بتوافر امكانيات وكوادر ادارية ذات كفاءة وخبرة مرتفعة مقارنة

بمثيلاتها من الشركات صغيرة الحجم ، وهذا يساعدها على تحقيق مزايا نسبيه فى العديد من المجالات، مما يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة (Buzzell et al , 1975) ، ولقد أظهرت دراسة (Feyzi et al , 2013) أن لحجم الشركة أثر ايجابي على قيمة الشركة . ومن ناحية أخرى ، يرى (Jensen , 1986) أن حجم الشركة يستخدم كمؤشر على مشاكل الوكالة الناتجة عن تعارض المصالح بين الادارة والملاك حيث يميل المديرين إلى زيادة حجم الشركة ، وذلك لاكتساب المزيد من السلطة عندما تكون قيمة الأصول الخاضعة لسيطرتهم أكبر . وقد تؤدي هذه الزيادة فى الحجم إلى انخفاض قدرة الادارة على الرقابة فى الأنشطة التشغيلية والاستراتيجية للشركة ، مما يؤثر سلبا على قيمة الشركة . وقد أظهرت دراسة (Sheikh and khan , 2016) ، أن حجم الشركة له أثر سلبي على قيمة الشركة ، وأن هناك علاقة عكسية بين حجم الشركة وقيمتها .

ولقد تناولت نظريات الاحتفاظ بالنقدية والعديد من الدراسات السابقة العلاقة بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، إلا أنها اختلفت فيما بينها حول طبيعة هذه العلاقة . فمن ناحية ، توصل عدد من الدراسات السابقة على سبيل المثال:

(Borhanuddin and Ching ,2011, Al-Najjar and Belghitar ,2011)

,Kim et al ,2011, Ali and Yousaf, 2012, Gill and Shan,2012

,Gao et al ,2013,Megginson et al ,2014,Bick et al ,2018,Mihal et al , 2018) إلى وجود علاقة عكسية بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وأن مستوى الاحتفاظ بالنقدية ينخفض مع زيادة حجم الشركة ، وهذا يتفق مع نظرية المقايضة . حيث أشارت نظرية المقايضة إلى أن الشركات صغيرة الحجم قد تواجه قيوداً مالية أكثر صرامة ، وتكون أكثر عرضه لحدوث مشاكل مالية (تعثر مالى) مقارنة بمثيلاتها من الشركات كبيرة الحجم ، كما أنها تعاني من الدخول إلى أسواق الأوراق المالية والحصول على مصادر التمويل الخارجى بتكاليف مرتفعة ، وهو ما يبرر اتجاه الشركات صغيرة الحجم إلى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية مقارنة بالشركات كبيرة الحجم التى تتميز بعدم خضوعها لقيود مالية وقدرتها على الدخول

إلى أسواق الأوراق المالية ، والحصول على مصادر التمويل الخارجى بأقل التكاليف ، كما تتمتع باستفادتها من اقتصاديات الحجم ، وتنوع أنشطتها ، وقدرتها على تخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات ، كما يمكنها بسهولة استخدام المجال السياسى لصالحها ، وبالتالي فإن الشركات كبيرة الحجم تحتفظ بمستويات منخفضة من النقدية مقارنة بالشركات صغيرة الحجم (Dittmar et al ,2003).

وعلى النقيض من ذلك ، توصل عدد آخر من الدراسات السابقة مثل دراسات (Guizani, 2017, Abdioglu, 2016, Ali et al,2016, kariuki et al,2015, Islam,2012) إلى وجود علاقة طردية بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وأن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يرتفع مع زيادة حجم الشركة وهذا يتفق مع نظرية ترتيب الأولويات ونظرية التدفق النقدى الحر ونظرية الوكالة ، حيث أشارت هذه النظريات إلى أن زيادة حجم الشركة وما يصاحبه من ارتفاع نفقاتها التشغيلية يؤدي إلى ارتفاع مستويات النقدية المحتفظ بها ، وذلك بهدف توفير تكاليف المعاملات المتعلقة باستخدام النقدية للوفاء بالتزاماتها المختلفة فى تاريخ استحقاقها ، والمحافظة على المستوى المرتفع لجودة العمليات وفرص الاستثمار . كما أن الشركات كبيرة الحجم تتميز بارتفاع حجم التدفق النقدى الحر الذى يؤدي إلى ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية مقارنة بالشركات صغيرة الحجم (Hamidullah et al ,2014).

فى حين توصلت العديد من الدراسات السابقة مثل (Beuselinck and Du, 2017, Chireka and Fakoya 2017, Mohd et al,2015, Uyar and Kuzey,2014, Wasiuzzaman,2014, Al Najjar,2013, Hassan et al, 2014) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية .

ب- الرافعة المالية (Leverage)

تعبر الرافعة المالية عن نسبة الديون التى يتم الاعتماد عليها فى تمويل استثمارات الشركة ، وتستخدم كمقياس لقياس مدى قدرة الشركة على سداد

التزاماتها المالية فى تاريخ الاستحقاق (Kusnadi et al, 2015) ، ولقد تناولت نظريات الاحتفاظ بالنقدية والعديد من الدراسات السابقة العلاقة بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، إلا أنها اختلفت فيما بينها حول طبيعة هذه العلاقة . فمن ناحية ، توصلت العديد من الدراسات (Al-Najjar and Belghitar , 2011, Borhanuddin and Ching,2011,Sun et al , 2012, Ali and Yousaf,2012 , Belghitar 2013, Uyar and and khan , kuzey,2014,Wasiuzzaman,2014 , Islam,2012, Massod and Shah ,2014,Ali et al,2016, Beuselinck and Du,2017,Guizani,2017,Habib and Hasan,2017,Bick et al 2018,Mihal et al ,2018,) إلى وجود علاقة عكسية بين الرافعة المالية والاحتفاظ بالنقدية ، وأن الشركات فى ظل المستويات المنخفضة من الديون تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية ، أى أن كلما قلت قدرة الشركات فى الحصول على التمويل الخارجى (الدين) كبديل عن الاحتفاظ بالنقدية كلما لجأت إلى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية . وهذا يتفق مع نظرية تسلسل مصادر التمويل ، حيث أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى التفاعل العكسى للرافعة المالية مع التغيرات التى تحدث فى مصادر التمويل الداخلية ، ففى حالة وجود فائض نقدي ، فإنه يستخدم فى توفير السيولة النقدية أو سداد الديون . أما فى حالة وجود عجز نقدي ، فإنه يتم استنفاد الاحتياطيات النقدية أو الاعتماد على الديون (Tayem,2017) ، كما يؤدي ارتفاع نسبة المديونية إلى زيادة الدور الرقابى للدائنين ، والحد من السلوك الانتهازى للإدارة ، ومن ثم انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Ferreira and Vilela,2004) ، كما أن الرافعة المالية تعكس مدى قدرة الشركة فى الحصول على الديون ، حيث يتم الاعتماد على الديون كبديل عن الاحتفاظ بالنقدية (John,1993) ، كما يعد الاعتماد على التمويل الخارجى أحد الأساليب التى تلجأ إليها الشركة للحصول على النقدية فى حالة عجز النقدية بها (Ozkan and Ozkan ,2004) .

وخلافا لما سبق ، فقد توصل عدد من الدراسات (Gill and shah ، 2012 ، Hamidullah et al ,2014,Sheikh and kariuki et al ، 2015 ، Khan,2015) إلى وجود علاقة ايجابية بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، ويرجع السبب فى ذلك الى أن عند زيادة الديون بالشركات والتي يصاحبها ارتفاع فى تكلفة الأموال تزداد احتمالات تعرض تلك الشركات الى المخاطر المالية ، ولأغراض التحوط والحماية من هذه المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها الشركات فى ظل المستويات المرتفعة من الديون ، فإنها تتجه الى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية بدلا من اللجوء الى أسواق المال مرتفعة التكاليف . وهذا يتفق مع نظرية المفاضلة الساكنة (المقايضة) ، حيث أشارت هذه النظرية إلى احتياج الشركات ذات المديونية المرتفعة إلى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية ، وذلك بغية الحد من احتمال حدوث مخاطر التعثر المالى أو الإفلاس (Safdar,2017) . بينما توصلت دراسات (Chireka and Fakoya , 2017 , Kim et al ,2011,Al-Najjar,2013) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية .

كما أظهرت نتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة نتائج متباينة. فمن ناحية ، توصلت دراستى (Singh and Bansal , 2016 , Dada and Ghazali , 2016) ، إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة ، ومن ناحية أخرى توصلت دراسة (Salim and yadav ، 2012) إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة ، وعلى نحو مماثل توصلت دراسة (Ebrati et al ، 2013) إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة . بينما اخفقت دراسة (Feyzi et al ، 2013) فى التوصل إلى وجود علاقة معنوية بين الرافعة المالية وقيمة الشركة وأن الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ النقدية ليس لهما أثر على قيمة الشركة .

ج - أداء (ربحية) الشركة (Profitability)

احتل هدف تعظيم الأرباح مكانة كبيرة فى تقييم الأداء المالى للشركات ، كما يعد

أحد الأهداف الرئيسية التي تسعى الشركات إلى تحقيقها ، ويرتبط ارتباطا وثيقا بالمالك . حيث تعكس ربحية الشركة مدى قدرة ونجاح ادارة الشركة على استخدام موارد الشركة التي أوكل إليها أمر ادارتها بكفاءة وفاعلية من أجل تحقيق أرباح (أبو العز ، ٢٠٠٧) . وبالتالي فان تعظيم الأرباح هو أهم مؤشرات الأداء المالى للشركات ، وذلك لأن ارتفاع مستويات الربحية يؤدي الى زيادة القوة الإيرادية للأموال المستثمرة بارتفاع معدل العائد المحقق على هذه الأموال ، ومن ثم ارتفاع قيمة الشركات (حميد ، ٢٠٠١ ، أبو سالم وعلوان ، ٢٠١٧) . وتعتبر معدلات الربحية أحد محددات الاحتفاظ بالنقدية ، حيث أظهرت دراسة (الرفاعي، ٢٠١٢) أن هناك علاقة سلبية بين الربحية والسيولة النقدية . بينما توصلت دراسات(Al Najjar , 2013 , Mohd et al , 2015, Bick,et al ,2018, Bokpin et al , 2011) إلى وجود علاقة ايجابية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وربحية الشركة ، وهو ما يتفق مع نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل ، حيث أن النقدية هي نتاج الأنشطة الاستثمارية والتمويلية ، وبالتالي فان الشركات التي تتعاطم فيها مستويات الأرباح تكون أكثر قدرة على الوفاء بالتزاماتها فى المواعيد المحددة ، والاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية ، بينما الشركات التي تتخفف فيها مستويات الأرباح ، تكون أقل قدرة على تمويل مشروعاتها من خلال التمويل الداخلى ، مما يجعلها تلجأ إلى الاعتماد على التمويل الخارجى (الديون) فى تمويل مشروعاتها ، كما تحتفظ الشركات الأقل ربحية بمستويات منخفضة من النقدية (Ferreir and Vilela ,2004 , Al-Najjar and Belghitar , 2011) . (Dittamr et al , 2003) .

د- فرص النمو (Growth Opportunities) :

اتفقت نظريتي المقايضة وترتيب الأولويات فيما بينهما حول طردية العلاقة بين فرص النمو ومستويات الاحتفاظ النقدية ، حيث تلقى الشركات التي تتمتع بفرص نمو استثمارية جيدة وذات صافى قيمة حاليه موجبة قبولا كبيرا فى سوق الأوراق المالية ، مما ينعكس ذلك ايجابيا على قيمة هذه الشركات (EL kinawy & Stater , 2007) .

ويؤدي عجز النقدية إلى اعتماد الشركات في تمويل مشروعاتها الاستثمارية على التمويل الخارجي (الديون) الأكثر مخاطر وتكلفة ، أو التخلي عن تلك المشروعات الاستثمارية الربحة مما يسبب حدوث خسائر كبيرة . ولتجنب مثل هذه التكاليف والخسائر ، فإن الشركات التي تتمتع بفرص استثماريه عالية الجودة وبحاجة إلى الاستثمار تميل إلى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية لضمان القدرة على تمويل الاستثمارات المستقبلية والحفاظ على مراكزها التنافسية في الصناعة . كما ترتبط فرص النمو ارتباطاً وثيقاً بارتفاع تكاليف الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين الادارة والملاك ، حيث قد تحتفظ الادارة بالنقدية لأغراض ذاتية خاصة (Guizani , 2017 , Opler et al , 1999) ، ولقد اتفقت دراسات عديدة مثل

(Wasiuzzaman, 2014, Gao et al,2013, Ali and Yousaf ,2012)

مع نظريتي المقايضة وترتيب الأولويات ، حيث خلصت هذه الدراسات إلى وجود علاقة طردية بين فرصة النمو ومستوى الاحتفاظ النقدية .

وعلى النقيض لما سبق ، توصلت دراسة (Gill and Shan , 2012) إلى وجود علاقة سلبية بين فرص النمو ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وهو ما يتفق مع نظرية التدفق النقدي الحر التي افترضت أن الشركات التي لا تتمتع بفرص نمو استثماريه تميل إلى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية . بينما أخفقت العديد من الدراسات على سبيل المثال (Beuselinck and Du, 2017 ,Chireka , and Fakoya, 2017, kariuki et al,2015,Uyar andKuzey,2014 , Islam,2012) في التوصل الى وجود علاقة معنوية بين فرص النمو ومستوى الاحتفاظ بالنقدية .

هـ - التدفقات النقدية التشغيلية (Cash Flows Operation) :

تعد التدفقات النقدية مصدراً رئيسياً للسيولة النقدية وأحد بدائل النقدية الهامة ، ومن أفضل مقاييس الصحة المالية للشركة Company' s Financial Health ، واتساقاً

مع نظرية ترتيب الأولويات ، فإن الشركات التي يتوافر لديها تدفقات نقدية كبيرة ، وارتفاع في تكاليف التمويل في ظل عدم تماثل المعلومات ، تفضل الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية بدلاً من مصادر التمويل الخارجية ، وبالتالي تميل هذه الشركات إلى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية ، ويتفق ذلك مع توصلت إليه دراسات (Powell , 2018 , Beuselinck and Du , 2017,Guizani,2017) Wasiuzzaman , 2014 , Morais&Silva , 2013 , Ali&Yousaf , 2012 Gill & Shan, 2011 , Sun et al , 2012 , 2009, Bates et al ,Harford Oper et at , 1999 , Ferreira & Vilela , 2004 , et al 2008) في أن هناك علاقة ايجابية بين التدفقات النقدية التشغيلية ومستوى الاحتفاظ النقدية ، حيث أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يرتفع ارتفاعاً ملحوظاً مع زيادة التدفقات التشغيلية . كما وجدت دراسة (Farinha et al ,2018) أن التدفق النقدي يمكن رؤيته كبديل للاحتفاظ بالنقدية ، لذا فإن الشركات التي لديها تدفقات نقدية مرتفعة قد لا تميل إلى الاحتفاظ بالنقدية لتمويل متطلبات السيولة . بينما توصلت العديد من الدراسات (Chireka& Fakoya , 2017 , Ali et al,2016, Uyar & kuzey,2014 Kim et al 2011) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين التدفقات النقدية التشغيلية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية .

وبعد صياغة نماذج الدراسة ، وكذلك التعريف الاجرائي للمتغيرات ، تقوم الباحثة في الجزء التالي من الدراسة بتحليل نتائج الدراسة الاختبارية من احصاءات وصفية ونتائج تحليل الانحدار .

٩- تحليل النتائج

١/٩ تحليل القوة الاحصائية (Statistical Power analysis) :

إن تقدير حجم العينة من أهم مراحل تصميم الدراسة ، ، كما أن حجم العينة من أبسط النقاط التي يمكن انتقادها في أي دراسة إذا لم تكن مبنية على منهجية علمية

مقبولة. ويمكن حساب حجم العينة بعدة طرق أحدهما يعرف بتحليل القوة الإحصائية وهو ما سنقوم به ، حيث يعتمد تحليل القوة الإحصائية على خمسة معايير أساسية وهي:

- **فروض الدراسة (Hypothesis) التي تبني عليها الدراسة .**
- **عدد المتغيرات في نموذج الانحدار (No. of Variables)**، حيث أن ارتفاع عدد متغيرات النموذج يؤدي إلى انخفاض درجات الحرية ، مما يتطلب زيادة حجم العينة للحفاظ على كفاءة الانحدار.
- **القوة الإحصائية (Statistical power) المطلوبة**، وهي احتمالية الكشف عن تأثير معين في حال وجوده. ويتم تعريفه أيضا بأنه $(Power = 1 - \beta)$. حيث بيتا β تعني احتمال الوقوع في الخطأ من النوع الثاني Type II error وهو ببساطة احتمال الفشل في رفض H_0 بينما هو في الحقيقة خطأ. وعادة تكون القوة بين $0.80 - 0.95$. وبارتفاعه يرتفع حجم العينة المطلوبة.
- **مستوى الدلالة الإحصائية (Significance Level)**، ترمز بـ α ، وهو احتمالية عدم اكتشاف شيء في حال عدم وجوده. قيمة α تعني احتمالية وقوعك في الخطأ من النوع الأول Type I error وهو احتمال رفض H_0 عند بعض مستويات الأهمية α عندما يكون H_0 في الواقع صحيحًا. وعادة تكون مستوى الدلالة قيمتها $5\% (0.05)$ أو أقل. وبانخفاضه يرتفع حجم العينة المطلوبة.
- **حجم الأثر (Effect Size) المتوقع**، وهو مستوى الدلالة العملية للعلاقة (سوف يتم تناوله لاحقاً)، ويعتمد تقديره أو افتراضه على البيانات التي تحصل عليها من الأبحاث السابقة أو حسب تقدير كباحث أو حسب نتائج دراسة استطلاعية أولية Pilot Study على عينة صغيرة. وهنا يجب أن نقدر حجم الأثر بناء على تغيير مؤثر على أرض الواقع وليس مجرد تغير إحصائي. وعادة يتراوح حجم الأثر ما بين (صغير، متوسط، كبير). وبارتفاعه يرتفع حجم العينة المطلوبة.

تأثير هيكل الملصية على العلاقة بين مستوى الاحتياط بالنقدية وقيمة الشركة" دراسة /تجريبية ...

د/ ريم محمد محمود عبد المنعم

وبالتالى يمكننا اختبار القوة الإحصائية من تحديد الحجم الأمثل للعينة والتي تقلل الخطأ من النوع الأول والثانى⁽¹⁾ إلى أدنى درجة ممكنه وترفع حجم الأثر المتوقع فى حالة وجوده. لأن حجم العينة الصغير لا يكون كافياً لاكتشاف ما إذا كان التأثير موجود فى الواقع أم لا. أى أن تخطيط الطاقة الضعيف (Poor (No) Power Planning) يؤدى إلى استنتاجات مشكوك فيها. كما أن حجم العينة الكبير جداً يكون مكلفاً من حيث الوقت والمال. (الا أن عند زيادة حجم العينة عن الحجم الأمثل متجاوزاً قيدي الوقت والمال ، فهذا سيعطى دعماً أكثر لدقة النتائج الإحصائية). ويوضح الجدول (٣) التالى تصميم القوة الإحصائية المبدئية (حجم العينة) لدراسة فرضيتى الدراسة الحالية.

جدول رقم (٣)

تصميم القوة الإحصائية لحجم الدراسة

Statistical Power analysis (A-priori Sample Size for Multiple Regression)

	<i>minimum required sample size for study</i>	
	<i>First hypothesis</i>	<i>Second hypothesis</i>
Anticipated effect size (f^2):	0.2	0.2
Desired statistical power level (p):	0.99	0.99
Number of predictors:	6	8
Probability level (α):	0.05	0.05
Minimum required sample size:	148	161

¹ يرى Cohen (1988) أن مستوى القوة ومستوى الأهمية 0.80 و 0.05 على التوالي سيحققان توازناً مناسباً للسماح بفرصة 5% لارتكاب أخطاء من النوع الأول و 20% لحدوث أخطاء من النوع الثانى (أخطاء النوع الأول هي أربع مرات أكثر خطورة من أخطاء النوع الثانى).

ويتضح من الجدول رقم (٣) أن تخطيط القوة المناسب (Proper Power) (Planning) ، أى تحديد حجم العينة لاختبار فرضيتى الدراسة يتمثل فى 148 مشاهدة للفرضية الأولى، 161 مشاهدة للفرضية الثانية. وذلك بناءً على تحديد مستوى دلالة 5%، ومستوى قوة مرغوبة 99%، وحجم أثر متوقع صغير (تماشياً مع باقى الدراسات المحاسبية). ونظراً لأن عدد المشاهدات بالدراسة الحالية تتجاوز بكثير تخطيط القوة المناسب (٣٦٠ مشاهدة فى نموذجى الدراسة) فإن ذلك يعطى دعم أكثر لدقة النتائج المستخلصة.

٢/٩ التحليل الوصفى (Descriptive analysis)

هو مرحلة أولية من معالجة البيانات والتي تساهم فى تلخيص الكم الكبير من المشاهدات والمتغيرات المستخدمة إلى مقاييس بسيطة يسهل قراءتها ومقارنتها، ويتمثل التحليل الوصفى فى التوصيف الإحصائى (الاحصاءات الوصفية) ، ومصفوفة الارتباط (تحليل الارتباط) .

• الاحصاءات الوصفية

يعرض جدول رقم (٤) الاحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة فى نماذج الدراسة مصنفة إلى خمس مجموعات ، وهى : المتغير التابع (قيمة الشركة) ، المتغير المستقل (مستوى الاحتفاظ بالنقدية) ، المتغير المنظم (هيكل الملكية ، معبراً عنه بالملكية الادارية ، الملكية المؤسسية ، والملكية الأجنبية) ، المتغيرات التفاعلية (التأثير المشترك للعلاقة بين الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، التأثير المشترك للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، والتأثير المشترك للعلاقة بين الملكية الأجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية) ، المتغيرات الضابطة (حجم الشركة ، الرافعة المالية ، ربحية الشركة ، فرص نمو الاستثمار ، صافى التدفق النقدى) ، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات عينة الدراسة . ومعرفة طبيعة هذه المتغيرات ، وذلك من خلال الإحصاءات الوصفية الملائمة مثل الوسط الحسابى الذى يعد أحد مقاييس النزعة المركزية،

تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتياط بال نقدية وقيمة الشركة " دراسة /تجريبية ...

د/ ريم محمد محمود عبد المنعم

والانحراف المعياري الذي يمثل أحد مقاييس التشتت، بالإضافة إلى الحد الأدنى والحد الأقصى كما يتضح من الجدول رقم (٤) التالي:

جدول رقم (٤)

Descriptive summary statistics : الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة :

	<i>Obs.</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Dev.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
Dependent Variable:					
<i>FVALUE</i>	360	3.2276	19.07	0.0854	275.64
Independent Variable:					
<i>CASH</i>	360	0.2168	1.689	-0.4129	30.306
Moderator Variable:					
<i>MOWN</i>	360	0.3506	0.329	0	1
<i>IOWN</i>	360	0.0791	0.159	0	0.8852
<i>FOWN</i>	360	0.0605	0.175	0	0.9440
Interaction Variable:					
<i>(CASH*MOWN)</i>	360	0.0051	1.429	-0.2615	25.910
<i>(CASH*IOWN)</i>	360	0.0379	0.430	-0.0903	7.7580
<i>(CASH*FOWN)</i>	360	0.0029	0.019	-0.1298	0.1470
Control Variables:					
<i>SIZE</i>	360	20.489	1.638	13.924	24.902
<i>LEV</i>	360	0.5543	0.777	0.0033	10
<i>PROF</i>	360	0.0602	0.178	-1.0521	1.9627
<i>INVG0</i>	357	5.6659	94.41	-1	1783.4
<i>CFO</i>	360	0.0702	1.101	-15.129	11.831

فيما يتعلق بالمتغير التابع (قيمة الشركة : *FVALUE*) ، توضح الإحصاءات الوصفية أن نسبة قياس قيمة الشركة (توبين كيو *Q – Ratio*) على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة ، تتراوح قيمتها ما بين (٠.٠٨٥ - ٢٧٥.٦ تقريباً) ، وذلك بمدى واسع يبلغ (٢٧٥.٥) تقريباً ، وأن متوسط تلك النسبة على مستوى

شركات العينة يبلغ (٣.٢٢٨) تقريباً ، وهو ما يشير إلى أن متوسط نسبة القيمة السوقية للشركات في العينة إلى قيمتها الدفترية أكبر من الواحد الصحيح ، بمعنى أن متوسط القيمة السوقية للشركات في العينة أكبر من قيمتها الدفترية . كما بلغ الانحراف المعياري (١٩.٠٧) ، مما يشير إلى وجود اختلافات جوهرية (فروق فردية) للقيمة السوقية فيما بين شركات عينة الدراسة ، والذي يتضح من المدى الكبير الذي يتراوح فيه المتغير التابع .

وفيما يخص المتغير المستقل (مستوى الاحتفاظ بالنقدية : CASH) ، يتضح من الاحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن متوسط مستوى الاحتفاظ بالنقدية خلال فترة الدراسة قد بلغ (٠.٢١٦٨) بحد أدنى وحد أعلى (-٠.٤١٢٩) ، (٣٠.٣٠٦) على الترتيب ، مما يدل على ارتفاع مستويات الاحتفاظ بالنقدية على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة . كما بلغت قيمة الانحراف المعياري (١.٦٨٩) ، وهي تعتبر قيمة كبيرة ، مما يشير إلى وجود فروق كبيرة في مستويات الاحتفاظ بالنقدية فيما بين شركات عينة الدراسة .

وبالنسبة للإحصاءات الوصفية للمتغيرات المنظمة ، لوحظ ارتفاع متوسط الملكية الادارية للشركات محل الدراسة ، حيث بلغ (٠.٣٥٠٦) (٣٥.١% تقريباً) ، بحد أدنى وحد أعلى (٠، ١) على الترتيب ، وبانحراف معياري قدره (٠.٣٢٩) تقريباً ، وهو ما يشير إلى ارتفاع الوزن النسبي للمساهمات المباشرة لأعضاء مجالس ادارات شركات العينة في هياكل ملكية الشركات المساهمة المصرية خلال فترة الدراسة ، حيث نجد أن الملكية الادارية (MOWN) تتراوح بين شركات مملوكة بالكامل للإدارة ، وهي تعادل شركة واحدة في العينة، وبين شركات لا تملك إدارتها أى أسهم في الشركة ، وهي تعادل ١٦ شركة من إجمالي شركات العينة. وبالتالي فإن باقى شركات العينة تمتلك إدارتها نسبة من أسهم الشركة بمتوسط عام يبلغ ٣٥.١% . كما تشير الاحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) إلى أن نسبة الملكية المؤسسية (IOWN) تتراوح بين (٠ - ٠.٨٨٥٢) بمتوسط يبلغ (٠.٠٧٩١) (٧.٩% ، وبانحراف معياري قدره ٠.١٥٩) تقريباً ، حيث نجد أن ٤٢ شركة فقط من

إجمالى شركات العينة التى يتمثل جزء من هيكل ملكيتها على الملكية المؤسسية، حيث هذه المؤسسات تمتلك فى المتوسط ما يعادل (٧.٩%) من هذه الشركات . بينما بلغ متوسط الملكية الأجنبية (FOWN) خلال فترة الدراسة (٠.٠٦٠٥) ٦.١% ، بحد أدنى وحد أعلى (٠ ، ٠.٩٤٤٠) على الترتيب ، وبانحراف معيارى قدره ٠.١٧٥ . تقريباً ، حيث نجد ٢٢ شركة فقط من إجمالى شركات العينة التى يتمثل جزء من هيكل ملكيتها على الملكية الأجنبية، كما أن الشركات الأجنبية تمتلك فى الشركات عينة الدراسة ما يعادل (٦.١%) فى المتوسط . وبالتالي فإن مؤشرات هيكل الملكية المعبر عنها بالملكية الادارية ، والملكية المؤسسية ، والملكية الأجنبية تعكس مستوى مقبول من التجانس بين شركات العينة.

وباستقراء بيانات الجدول رقم (٤) فيما يتعلق بالمتغيرات التفاعلية ، فقد تميزت قيمة المتوسط الحسابى للأثر المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والملكية الادارية ، والذى يمثله (CASH*MOWN) بالثبات النسبى خلال نطاق فترة الدراسة ، حيث بلغت (٠.٠٠٥١) ، وبانحراف معيارى قيمته (١.٤٢٩) مما يشير إلى وجود اختلافات (فروق) لهذا التأثير المشترك فيما بين الشركات الممثلة لعينة الدراسة ، في حين بلغت قيمة المتوسط الحسابى للأثر المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والملكية ، والذى يمثله (CASH*IOWN) خلال فترة الدراسة (٠.٠٣٧٩) ، وبانحراف قدره (٠.٤٣٠) ، وهو ما يعكس وجود اختلافات (فروق) ضئيلة لهذا التأثير المشترك فيما بين الشركات الممثلة في عينة الدراسة . بينما بلغت قيمة المتوسط الحسابى للأثر المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والملكية الأجنبية ، والذى يمثله (CASH*FOWN) خلال فترة الدراسة (٠.٠٠٢٩) ، وبانحراف معيارى قدره (٠.٠١٩) ، وهو ما يعكس وجود اختلافات (فروق) ضئيلة لهذا التأثير المشترك على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة .

وفما يتعلق بالمتغيرات الضابطة ، تظهر الاحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن حجم شركات العينة (SIZE) - مقاساً باللوغاريتم الطبيعى لإجمالى أصول الشركة - خلال فترة الدراسة يتراوح ما بين (١٣.٩٢٤) ، ٢٤.٩٠٢ تقريباً

باللوغاريتم الطبيعي)، وذلك بمدى واسع يبلغ ١٠.٩٨ تقريباً باللوغاريتم الطبيعي ، ومتوسط يبلغ ٢٠.٤٨٩ تقريباً ، وانحراف معياري قدره ١.٦٣٨ تقريباً . كذلك تظهر الاحصاءات الوصفية فيما يتعلق بمتغير الرافعة المالية (LEV) أن متوسط نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول يبلغ على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة ٠.٥٥٤٣ (٥٥.٤٣%) تقريباً ، مما يعني أن متوسط نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة يبلغ ٤٤.٥٧% تقريباً ، وتعكس تلك النسبة ميل الشركات للاعتماد بشكل كبير على الديون مقارنة بحقوق الملكية عند تحديد التشكيلة التي تتكون منها مصادر التمويل . وفيما يتعلق بربحية الشركة (PROF)، تظهر الاحصاءات الوصفية أن متوسط العائد على الأصول على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة يبلغ ٠.٠٦٠٢ ، وذلك بانحراف معياري يبلغ ٠.١٧٨ تقريباً . اما متغير فرص نمو الاستثمار (INVGO)، فقد بلغت قيمة متوسط نسبة التغير في المبيعات كمقياس لفرص نمو الاستثمار (الفرص الاستثمارية) في شركات عينة الدراسة (٥.٦٦٥٩) والتي تشير إلى أن شركات العينة لديها فرص استثمار جيدة ، وأنها تعمل بشكل جيد ، حيث أن متوسط نسبة التغير في المبيعات أكبر من الواحد الصحيح . بينما بلغ متوسط التدفقات النقدية التشغيلية (CFO) (٠.٠٧٠٢ (٧%)) تقريباً ، وانحراف معياري بلغت قيمته ١.١٠١ تقريباً . وبالتالي يتضح من المتغيرات الضابطة وجود تجانس كبير بين شركات العينة باستثناء متغير فرص نمو الاستثمار .

• تحليل الارتباط

تعد مصفوفة الارتباط بيرسون (Pearson Correlation Matrix) الأداة الأولية لاكتشاف مشكلة الأزواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنماذج الدراسة الحالية . ويستخدم تعبير الأزواج الخطى (Multicollinearity) للإشارة إلى وجود علاقة خطية أو قريبة من الخطية بين المتغيرات التفسيرية في معادلة الانحدار المتعدد . كما تقوم المصفوفة بتحليل الارتباط من الدرجة الصفرية بين متغيرات نموذجي

تأثير هيكل الملمحة على العلاقة بين مستوى الاحتياط بالنقدية وقيمة الشركة " دراسة / اختبارية ...

د/ ريم محمد محمود عبد المنعم

الدراسة. وذلك باستخدام الارتباطات ثنائية المتغير (Bivariate Correlations).
هذه الارتباطات ثنائية المتغيرات تسمح لنا بالتحقق الأولى من العلاقات المفترضة.

جدول رقم (٥)

مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات الدراسة

Correlation matrix between variables in private sector

	FVALUE	CASH	MOWN	IOWN	FOWN	SIZE	LEV	PROF	INVGO	CFO
FVALUE	1									
CASH	0.0249 [0.473]	1								
MOWN	0.1005 [1.912]*	0.0879 [1.671]*	1							
IOWN	0.0907 [1.723]*	0.0773 [1.467]	0.0809 [1.536]	1						
FOWN	0.1249 [2.382]**	-0.0348 [-0.66]	0.1752 [3.368]***	-0.1287 [-2.46]**	1					
SIZE	-0.3532 [-7.14]***	0.0416 [0.788]	0.0993 [1.888]*	0.0249 [0.471]	-0.0145 [-0.27]	1				
LEV	0.0747 [1.418]	0.5956 [14.03]***	0.0205 [0.388]	-0.0559 [-1.06]	-0.0127 [-0.24]	-0.0031 [-0.06]	1			
PROF	-0.0102 [-0.19]	0.0384 [0.727]	0.0422 [0.799]	0.1259 [2.402]**	-0.0458 [-0.87]	0.1691 [3.245]***	-0.3585 [-7.27]***	1		
INVGO	-0.0053 [-0.09]	-0.0041 [-0.07]	-0.0565 [-1.06]	0.0674 [1.272]	-0.0178 [-0.34]	0.1069 [2.026]**	0.0146 [0.274]	0.0519 [0.979]	1	
CFO	-0.0272 [-0.51]	-0.5069 [-11.1]***	0.0244 [0.461]	0.0152 [0.287]	0.0067 [0.126]	0.0778 [1.477]	-0.5299 [-11.8]***	0.1223 [2.332]**	-0.0020 [-0.04]	1

Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

وتظهر مصفوفة الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة الدراسة ، كما هو موضح بالجدول رقم (٥) العديد من النتائج الهامة والتي يمكن تلخيصها في التالي:

- إن الارتباط بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة طردى ضعيف جداً وغير دال إحصائياً حيث يعادل (٢.٥%) تقريباً .
- كذلك جاء الارتباط بين متغيرات هيكل الملكية المعبر عنها (بالملكية الادارية والملكية المؤسسية والملكية الأجنبية) وقيمة الشركة طردى ضعيف ، إلا أنه دال إحصائياً. حيث أن أكثر متغيرات هيكل الملكية ارتباطاً مع قيمة الشركة هو متغير الملكية الأجنبية بمعامل ارتباط (١٢.٥%) تقريباً ، ودال إحصائياً عند مستوى ٥% ، يليها متغير الملكية الإدارية بمعامل (١٠.١%) تقريباً ، ثم الملكية المؤسسية بمعامل (٩.١%) تقريباً ، وكلاهما دال إحصائياً عند مستوى ١٠% .
- وبالنسبة لارتباط المتغيرات الضابطة بقيمة الشركة فلم تختلف هي الأخرى عن هيكل الملكية ، حيث جاءت ارتباطها بقيمة الشركة ضعيفة جداً وغير دالة إحصائياً، باستثناء متغير حجم الشركة والذي جاء ارتباطه بقيمة الشركة (-) (٣٥.٣%) ودال إحصائياً عند مستوى ١% . يليها مستوى الرافعة المالية بمعامل (٧.٥%) تقريباً ، ثم التدفقات النقدية التشغيلية (-٢.٧%) تقريباً ، ثم ربحية الشركة (-١%) تقريباً ، وأخيراً فرص نمو الاستثمار (-٠.٥%) . وكل هذه الارتباطات غير دالة إحصائياً.
- أما بالنسبة لارتباط متغيرات هيكل الملكية بمستوى الاحتفاظ بالنقدية، فلم تختلف عن باقى الارتباطات. حيث نجد أن أكثر متغيرات هيكل الملكية ارتباطاً بمستوى الاحتفاظ بالنقدية كانت الملكية الإدارية بمعامل ارتباط (٨.١%) بمعامل ارتباط ١٠% ، يليها الملكية المؤسسية بمعامل (٧.٧%) ، وأخيراً الملكية الأجنبية بمعامل (-٣.٥%) ، وكلاهما غير دال إحصائياً.
- يرى (Hair et al, 1990) أن معاملات الارتباط الأكبر من (٠.٧) تشير إلى احتمال تعرض النموذج لمشكلة الازدواج الخطى. كما يشير (Gujarati,2003) إلى أن درجة الازدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية

تعد مقبولة اذا بلغ معامل الارتباط بين أى منها (0.8) كحد أقصى . وفقاً لذلك، لم يتم العثور على أى احتمال لمشكلة الازدواج الخطى بين متغيرات نموذج الدراسة. حيث لم نجد أى ارتباط يتجاوز هذه القيم.

- أن الازدواج الخطى لا يمثل مشكلة في الدراسة الحالية ، حيث أن كل معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في الدراسة الحالية أقل من (0.8) ، فقد بلغ أقصى معامل ارتباط بين المتغيرات التفسيرية في نماذج الدراسة (0.5956) ، وذلك بين متغيرى الرافعة المالية ، ومستوى الاحتفاظ بالنقدية

٣/٩ التحليل الاستدلالي (Inferential analysis):

تهدف هذه المرحلة من التحليل إلى اختبار فروض الدراسة للوصول إلى نتائج إحصائية دقيقة يمكن الاستدلال منها على العلاقة الحقيقية فى مجتمع الدراسة. ويشمل التحليل الاستدلالي على الانحدار المتعدد ، وحجم الأثر.

أولاً : الانحدار المتعدد (Multiple Regression) لتحديد الدلالة الإحصائية للعلاقة:

- تحديد الأسلوب القياسى المناسب

لتحديد الأسلوب القياسى المناسب لتقدير نماذج الدراسة فقد تم الاعتماد على أربعة اختبارات إحصائية مختلفة، كما يتضح فيما يلى :

- اختبار (Residual variance test): للمفاضلة بين نموذج الأثار الثابتة (FEM)، ونموذج المربعات الصغرى المجمعة (Pooled OLS). حيث يُشير فرض العدم بأن نموذج المربعات الصغرى المجمعة هو المناسب (أى لا توجد اختلافات فردية بين الشركات، بمعنى آخر أن كافة شركات العينة متماثلة تقريباً). بينما يشير الفرض البديل بأن نموذج الأثار الثابتة هو المناسب (بمعنى وجود اختلافات فردية بين الشركات، والتي من الأفضل السيطرة عليها من خلال المتغيرات الوهمية).

• اختبار *(Breusch-Pagan test)*: للمفاضلة بين نموذج الأثر العشوائية *(REM)*، ونموذج المربعات الصغرى المجمعة *(Pooled OLS)*. حيث يُشير فرض العدم بأن نموذج المربعات الصغرى المجمعة هو المناسب (أى لا توجد اختلافات فردية بين الشركات). بينما يُشير الفرض البديل بأن نموذج الأثر العشوائية هو المناسب (أى توجد اختلافات فردية بين الشركات ومن الأفضل السيطرة عليها من خلال الخطأ العشوائى).

• اختبار *(Hausman test)*: للمفاضلة بين نموذج الأثر الثابتة *(FEM)*، ونموذج الأثر العشوائية *(REM)*. حيث يُشير فرض العدم بأن نموذج الأثر العشوائية هو المناسب، بينما يشير الفرض البديل بأن نموذج الأثر الثابتة هو المناسب. وهنا نلجأ إليه فى حالة رفض الفرض العدمى فى الاختبارين السابقين، مما يعنى أن نموذجى الأثر الثابتة والعشوائية مناسبين.

• اختبار *(Time test)*: والمتمثل فى اختبار "wald" لأهمية إضافة متغيرات وهمية خاصة بالزمن، ويستخدم لتحديد ما إذا كان الزمن مؤثر فى علاقة الانحدار أم لا. حيث يُشير فرض العدم بأن الزمن غير مؤثر، بينما يشير الفرض البديل بأن الزمن مؤثر. ويتم تقديره فى حالة الاعتماد على أسلوب نموذج الأثر الثابتة أو العشوائية فقط.

وهنا تتمثل طريقة المربعات الصغرى المجمعة *(Pooled OLS)* فى افتراض ثبات كل المعاملات بالنسبة للزمن والشركات، أى عدم الأخذ فى الاعتبار الاختلاف بين الشركات أو اختلاف الزمن للبيانات المجمعة، كما فى المعادلة التالية:

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \dots + u_{it}$$

وهنا يتم التقدير الانحدار باستخدام طريقة OLS العادية. وعلى الرغم من أن هذا الفرض شديد التعقيد ولكنه قد يكون افتراضاً ساذجاً وغير واقعى.

أما بالنسبة لنموذج الأثار الثابتة (Fixed Effects Model) (FEM) أو ما يسمى بنموذج المربعات الصغرى باستخدام المتغيرات الوهمية Least-Squares Dummy Variable (LSDV) فهو يتيح اختلاف الجزء المقطوع من المحور الصادي باختلاف الشركات مما يجعلنا نأخذ في الاعتبار عند التحليل الاختلافات الفردية لكل شركة، ولكننا مازلنا نفترض أن معاملات الميل ثابتة بالنسبة لكل شركة، كما يتضح من المعادلة التالية:

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \dots + u_{it}$$

والاختلاف الوحيد عن نموذج المربعات الصغرى المجمعة أننا وضعنا الترميز i على الجزء المقطوع من المحور الصادي للتعبير عن إمكانية اختلافه باختلاف الشركات. وهذه الاختلافات قد تكون بسبب صفات خاصة بكل شركة، مثل المستوى التكنولوجي، والخبرات الإدارية والتسويقية إلى إلخ. وبالتالي فإن مصطلح "التأثيرات الثابتة" يعود إلى أنه على الرغم من اختلاف الجزء المقطوع من المحور الصادي بين المشاهدات فإنه لا يختلف باختلاف الزمن، وبالتالي فهو ثابت زمنياً. وهنا في حالة إذا أظهر اختبار الزمن بأن الزمن مؤثر في الانحدار تتحول طريقة القياس إلى نموذج الأثار الثابتة ثنائي الاتجاه (*two way FEM*) أي أن الجزء المقطوع من المحور الصادي يختلف باختلاف الشركات والزمن. كما في المعادلة التالية:

$$Y_{it} = \beta_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + u_{it}$$

أما نموذج الأثار العشوائية (Random effects model) (REM) أو ما يسمى بنموذج عناصر الخطأ (ECM) فتبدأ الفكرة الرئيسية له بالمعادلة التالية:

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \dots + u_{it}$$

وهنا بدلاً من التعامل مع β_{1i} على أنها ثابتة (كما في نموذج الأثار الثابتة)، يتم افتراض أنه متغير عشوائي له توقع β_1 (بدون ترميز i)، والقيمة المقطوعة من المحور الصادي لشركة ما من الممكن التعبير عنها كالتالي:

$$\beta_{it} = \beta_1 + \varepsilon_i \quad i = 1, 2, \dots, N$$

حيث إن ε_i هو مقدار الخطأ العشوائي، وله توقع يساوى صفراً، وتباين يساوى σ_ε^2 . وبالتالي ما نعيه من ذلك هو أن الشركة الموجودة في عينة الدراسة مسحوبة من مجتمع أكبر تحتوى على كل الشركات المماثلة ولها جميعاً توقع مشترك للجزء المقطوع من المحور الصادى يساوى β_1 ، والفرق بين الوحدات في قيم الجزء المقطوع من المحور الصادى الخاص بكل شركة يتم تمثيله في مقدار الخطأ ε_i . وبالتالي يكون:

$$\begin{aligned} Y_{it} &= \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \varepsilon_i + u_{it} \\ &= \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \omega_{it} \end{aligned}$$

حيث أن:

$$\omega_{it} = \varepsilon_1 + u_{it}$$

مقدار الخطأ المركب ω_{it} مكون من جزئين؛ ε_1 وهو يمثل عنصر الخطأ الخاص بالبيان المقطعى أو بتحديد المفردات، والمقدار u_{it} وهو عنصر الخطأ الناتج من دمج السلاسل الزمنية مع البيانات المقطعية. وبالتالي، فإن تسمية النموذج بنموذج عناصر الخطأ يأتي أساساً من مقدار الخطأ المركب ω_{it} والمكون من جزئين (أو أكثر) من عناصر الخطأ. وبالمثل إذا أظهر اختبار الزمن بأن الزمن مؤثر في الانحدار إضافة متغيرات وهمية للزمن في الانحدار.

- تحليل الانحدار

تسعى الباحثة في هذا الجزء من الدراسة إلى عرض نتائج تحليل الانحدار لاختبار فروض الدراسة وفقاً لنماذج الانحدار (١، ٢، ٣، ٤، ٥) السابق عرضهم في أحد الأجزاء السابقة من الدراسة، بمعنى أنه سوف يتم عرض نتائج نموذج الانحدار عن العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة أولاً، ثم يتم عرض نتائج نماذج الانحدار عن تأثير هيكل الملكية (معبراً عنها بالملكية الادارية، الملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية) عند ادخالهم كمتغيرات منظمة لتلك العلاقة، مع الأخذ في الاعتبار المتغيرات الضابطة، والتي قد يكون لها تأثيراً محتملاً على المتغير التابع.

١- اختبار فرض الدراسة الأول (العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة)

■ الاختبارات التعريفية والتشخيصية:

بناءً على نتائج الاختبارات التعريفية (*Identity Tests*) كما يتضح من الجدول رقم (٦) ، والتي أسفرت عن وجود اختلافات فردية بين الشركات فقط ، وأن أنسب الطرق لمعالجة هذه الاختلافات هي طريقة الأثر الثابتة أحادية الاتجاه (*1way fixed effects*). وعليه فقد تم تقدير نموذج الدراسة الأول باستخدام نموذج الأثر الثابتة (*FEM*). وبعد تحديد طريقة التقدير المناسبة وقبل التقدير الفعلي للمعاملات ينبغي التأكد من جودة النموذج الأول المستخدم في التحليل وخلوه من مشاكل القياس المختلفة وذلك للاطمئنان إلى النتائج المتحصلة، ويتم ذلك باستخدام الاختبارات التشخيصية المختلفة (*Diagnostic Tests*). وذلك وفقاً للاختبارات الموضحة بالجدول رقم (٦):

جدول رقم (٦)

الاختبارات التعريفية والتشخيصية للنموذج الأول

Diagnostic & Identity Tests used in the model (1):

Tests used	Model (1)
Identity Tests:	
<i>Residual variance test</i>	Test for differing group intercepts (Pooled OLS versus FEM) F(119, 231): (24.639)***
<i>Breusch-Pagan test</i>	Test for differing group intercepts (Pooled OLS versus REM) Chi-Square(1): (278.05)***
<i>Hausman test</i>	To compare between (REM versus FEM) Chi-Square(6): (3.7903)
<i>Time test</i>	Wald joint test on time dummies Chi-Square(2): (1.8188)
Diagnostic Tests:	
<i>Heteroskedasticity</i>	White's test Chi-Square(131): (238.04)***
<i>Serial Correlation</i>	Wooldridge test t(118): (34.379)***
<i>Cross-Section Dependence</i>	Pesaran CD z (2.2351)**
<i>Normality</i>	Jarque-Bera Chi-Square(2): (575.45)***
<i>Function Form</i>	Ramsey RESET Test F(2, 229): (607.81)***
<i>Breakpoint</i>	Chow test Chi-Square(7): (4.7404)
<i>Collinearity</i>	Variance Inflation Factors (VIF) All values less than 10
<i>Omit variables</i>	Omitting variables test based on covariance matrix F(6, 119): (879.19)***
<i>Linearity</i>	Auxiliary regression for non-linearity test (squared terms) Chi-Square(6): (2.3920)
	Auxiliary regression for non-linearity test (log terms) Chi-Square(2): (3.6082)

ولقد أشارت نتائج هذه الاختبارات إلى خلو نموذج الدراسة الأول المقدر من مشكلة الاعتمادية بين بواقي شركات العينة (Cross-Section Dependence)، كما أن النموذج موصف بشكل ملائم (صحة الشكل الدالي للنماذج) (Functional Form). كما أشار اختبار (Chow) إلى عدم وجود كسر في البيانات الطولية (Breakpoint). كذلك أظهر اختبار معامل التضخم (VIF) عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة، حيث جاءت قيمة معامل التضخم لكل المتغيرات المستقلة في نماذج الدراسة أقل من (١٠). وأشار اختبار (Omit variables) إلى أن كافة متغيرات النموذج تختلف إحصائياً عن الصفر، أي أنها مهمة ولا يجب حذف أي متغير منهم.

وفي المقابل أظهرت اختبارات التأكد أن النموذج المستخدم يعاني من مشكلة عدم ثبات التباينات (Heteroscedasticity)، بالإضافة لوجود ارتباط تسلسلي بين البواقي (Serial Correlation)، وأن البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي (Normality). وبناءً عليه فقد تم تقدير نموذج الأثار الثابتة باستخدام أمر White Standard Errors، وذلك لأن هذا الأمر فعال في تنقيح النتائج القياسية (من خلال الانحراف المعياري) إذا كانت النماذج تعاني من مشكلة الارتباط التسلسلي بين البواقي وعدم ثبات التباينات معاً. وبالتالي تكون المقدرات الناتجة ذات كفاءة عالية ويمكن الاعتماد عليها بشكل كبير. كما أن مشكلة عدم التوزيع الطبيعي للبواقي ليس لها أهمية كبيرة هنا لأنه طبقاً للنظرية الإحصائية فإن مقدرات OLS تؤول إلى التوزيع الطبيعي بوجه عام وذلك مع زيادة حجم العينة، وبالتالي في العينات الكبيرة كما في دراستنا الحالية فإن الاستدلال الإحصائي سيتبع طريقة OLS العادية المفترضة التوزيع الطبيعي. وأخيراً تم استخدام اختبار (Lagrange multiplier) LM لاختبار عدم الخطية وتوصيف النموذج (Model Specification) والذي يتمثل في اختبار (Auxiliary regression for non-linearity test). والذي أوضح أن جميع المتغيرات المستقلة خطية بالنسبة لعلاقتها بقيمة الشركة. وبناءً عليه تم تقدير نموذج

تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة " دراسة / اختبارية ...

د/ ريم محمد محمود عبد المنعم

الدراسة الأولى فى الجدول رقم (٦) فى الشكل الخطى ، حيث يظهر الجدول نتائج تحليل الانحدار لاختبار فرض الدراسة الأولى ، ومعرفة طبيعة العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة (دون أخذ هيكل الملكية فى الحسبان).

■ تحليل ومناقشة نتائج تحليل الانحدار لاختبار فرض الدراسة الأولى :

جدول رقم (٧)

نتائج تحليل انحدار قيمة الشركة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية والمتغيرات الضابطة

Cash Retention and Firm Value: Econometric results for Ha (1)

Dependent variable: FVALUE

Method: Iway fixed effects with white robust standard error

Variables	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CASH	-0.2958	0.096	-3.072	0.002***
SIZE	-2.0261	0.324	-6.249	0.000***
LEV	2.8822	0.541	5.324	0.000***
PROF	2.3299	0.987	2.361	0.019**
INVG0	-0.0007	0.000	-2.222	0.027**
CFO	0.4156	0.145	2.870	0.005***
Constant	43.1004	6.492	6.639	0.000***

R-squared	%93.8	Adjusted R-squared	%90.4
Fisher test (F-stat.)	(27.754)***	Durbin-Watson stat.	2.0119

Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

يظهر جدول رقم (٧) العديد من النتائج الهامة، والتي يمكن ايضاحها فيما يلي:

- هناك تأثير سلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية (CASH) على قيمة الشركة عند مستوى دلالة إحصائية ١%. حيث كان قيمة معامل الانحدار (-٠.٢٩٥٨) ، مما يُشير إلى أن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية بدرجة واحدة سوف يؤدي إلى

انخفاض قيمة الشركة بمقدار (٠.٣٠) درجة في المتوسط. أى انخفاض قيمة الشركة بنسبة ٣٠% من الزيادة التي تحدث في مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

● وبالنسبة للمتغيرات الضابطة فيتضح منها وجود تأثير إيجابي لمتغيرات مستوى الرافعة المالية (*LEV*)، وربحية الشركة (*PROF*)، والتدفقات النقدية التشغيلية (*CFO*) على قيمة الشركة. فزيادة هذه المتغيرات بدرجة واحدة سوف تؤدي إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار (٢.٨٨٢)، (٢.٣٢٩)، (٠.٤١٦) درجة في المتوسط على الترتيب. وفي المقابل نجد تأثير سلبى لمتغيرى حجم الشركة (*SIZE*)، وفرص نمو الاستثمار (*INVGO*) على قيمة الشركة. فزيادة هذين المتغيرين بدرجة واحدة سوف يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة بمقدار (٢.٠٢٦)، (٠.٠٠١) درجة في المتوسط على الترتيب.

● وبالانتقال للإحصاءات العامة للانحدار فيتضح ارتفاع قيمة معامل التحديد المعدل ($Adjusted R^2$) حيث بلغت قيمته ٩٠.٤% ، مما يعنى أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر نسبة ٩٠.٤% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (قيمة الشركة) ، أى أن نموذج الدراسة الأول يُفسر ٩٠.٤% من التغيرات التي تحدث في قيمة الشركة، أما باقى النسبة البالغة ٩.٦% فترجع إلى الخطأ العشوائى نتيجة لوجود عوامل أو متغيرات أخرى لم يتم السيطرة عليها داخل النموذج. كذلك جاءت قيمة إحصائية (Durbin-Watson) ٢.٠١٢ ، مما يُشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتى من الدرجة الأولى بين متغيرات نموذج الدراسة. وأخيراً يشير اختبار فيشر (*Fisher*) (*F-Stat*) إلى رفض الفرض العدمى وقبول الفرض البديل بوجود دلالة إحصائية لنموذج الدراسة الأول ككل عند مستوى معنوية ١%.

وتشير الباحثة إلى أن التأثير السلبى لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة ، إنما يدل على الدور السلبى الذى تلعبه إدارات الشركات المساهمة الممثلة فى عينة الدراسة فى ادارة واستغلال النقدية المحتفظ بها ، حيث أن الشركات التى تحتفظ

بمستوى مرتفع من النقدية ، تكون أكثر عرضة لقيام الإدارة باستخدام النقدية المحتفظ بها استخداماً سيئاً لتحقيق أغراضها وأهدافها الخاصة على حساب مصالح الملاك ، مما يؤدي إلى تعارض المصالح وتفاقم مشاكل الوكالة ، الأمر الذي من شأنه ينعكس سلبيا على قيمة الشركة ، أى أن الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية يشجع المديرين على اتباع السلوك الانتهازي في استخدام موارد الشركة ، واستغلالها بشكل خاطئ ، وذلك لتحقيق مصالحهم وأغراضهم الخاصة على حساب مصالح الملاك والأطراف ذات العلاقة بالشركة ، مما يؤدي الى ارتفاع تكاليف الوكالة ، وتدنیه ثروات المساهمين ، وانخفاض كفاءة وفعالية قرارات الاستثمار ، الأمر الذي من شأنه ينعكس ويؤثر سلبياً على قيمة الشركة . وتتفق هذه النتيجة مع ما انتهت إليه نتائج بعض الدراسات السابقة (مليجي ، ٢٠١٨ ، Nguyen et al ,2016 , Sheik and Khan ,2016) حيث توصلت نتائجها إلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة . كما تتعارض هذه النتيجة مع ما انتهت إليه بعض الدراسات السابقة (حسين ، ٢٠١٩) ، (Ameer,2012,Cao and Chen,2014,Zhang and Ling,2016,Asante et al ,2018,Ullah and Kamal,2018) ، حيث توصلت نتائجها إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة معنوية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة.

مما سبق يتضح أن تلك النتيجة تدعم الفرض الأول للدراسة الحالية بوجود علاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وهو الأمر الذي من شأنه يمكن قبول فرض الدراسة الأول .

٢- اختبار فرض الدراسة الثانى (تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة)

■ الاختبارات التعريفية والتشخيصية:

أسفرت نتائج الاختبارات التعريفية (*Identity Tests*) الموضحة بالجدول رقم (٨) عن وجود اختلافات فردية بين الشركات فقط ، وأن أنسب الطرق لمعالجة هذه

الاختلافات هي طريقة الأثار الثابتة أحادية الاتجاه (1way fixed effects). وعليه فقد تم تقدير نموذج الدراسة الثاني باستخدام نموذج الأثار الثابتة (FEM)، وذلك مثل النموذج الأول.

وبعد تحديد طريقة التقدير المناسبة وقبل التقدير الفعلي للمعاملات ينبغي التأكد من جودة النموذج الثاني المستخدم في التحليل وخلوه من مشاكل القياس المختلفة للاطمئنان إلى النتائج المتحصلة، وذلك من خلال الاختبارات التشخيصية المختلفة (*Diagnostic Tests*). وتعتمد الدراسة الحالية على الاختبارات التشخيصية التالية للتأكد من جودة النموذج المستخدم .

جدول رقم (٨)

الاختبارات التعريفية والتشخيصية للنموذج الثاني

Diagnostic & Identity Tests used in the model (2):

	Model (2)			
	Reg (2)	Reg (3)	Reg (4)	Reg (5)
Identity Tests:				
<i>Residual variance test</i>	(23.142)***	(23.848)***	(24.144)***	(23.842)***
<i>Breusch-Pagan test</i>	(274.13)***	(274.63)***	(274.18)***	(274.48)***
<i>Hausman test</i>	(7.2261)	(5.9575)	(3.7790)	(6.1095)
<i>Time test</i>	(1.3303)	(1.8378)	(1.3737)	(1.3125)
Diagnostic Tests:				
<i>Heteroskedasticity</i>	(238.06)***	(239.21)***	(239.21)***	(239.26)***
<i>Serial Correlation</i>	(34.800)***	(46.669)***	(51.489)***	(46.998)***
<i>Cross-Section Dependence</i>	(2.3348)**	(78.749)***	(78.521)***	(76.732)***
<i>Normality</i>	(575.31)***	(586.53)***	(586.53)***	(586.35)***
<i>Function Form</i>	(679.35)***	(5392.0)***	(5390.2)***	(5368.1)***
<i>Breakpoint</i>	(0.1487)	(4.3215)	(0.4306)	(0.4271)
<i>Collinearity</i>	Values < 10	Values < 10	Values < 10	Values < 10
<i>Omit variables</i>	(0.8583)	(1875.7)***	(0.9879)	(2.8526)
<i>Linearity (squared terms)</i>	(2.5678)	(2.8119)	(3.7660)	(2.8526)
(log terms)	(3.6046)	(3.4049)	(3.4159)	(3.3409)

ومثل نتائج الاختبارات التشخيصية للنموذج الأول يتضح خلو انحدارات نموذج الدراسة الثاني المقدر من مشكلة الاعتمادية بين بواقي شركات العينة (Cross-)

(Section Dependence)، كما أن النماذج موصفة بشكل ملائم (صحة الشكل الدالي للنماذج) (Functional Form). كما أشار اختبار (Chow) إلى عدم وجود كسر في البيانات الطولية (Breakpoint). كذلك أظهر اختبار معامل التضخم (VIF) عدم وجود مشكلة الازدواج الخطى بين المتغيرات المستقلة، حيث جاءت قيمة معامل التضخم لكل المتغيرات المستقلة في نماذج الدراسة أقل من (١٠) . وأشار اختبار (Omit variables) إلى أن كافة متغيرات النموذج تختلف إحصائياً عن الصفر، أي أنها مهمة ولا يجب حذف أى متغير منهم.

وفي المقابل أظهرت اختبارات التأكد أن النماذج المستخدمة تعاني من مشكلة عدم ثبات التباينات (Heteroscedasticity)، بالإضافة لوجود ارتباط تسلسلي بين البواقي (Serial Correlation)، وأن البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي (Normality). وبناءً عليه فقد تم تقدير نموذج الأثار الثابتة باستخدام أمر White standard errors، وذلك لأن هذا الأمر فعال في تنقيح النتائج القياسية (من خلال الانحراف المعياري) إذا كانت النماذج تعاني من مشكلة الارتباط التسلسلي بين البواقي وعدم ثبات التباينات معاً. وبالتالي تكون المقدرات الناتجة ذات كفاءة عالية ويمكن الاعتماد عليها بشكل كبير. كما أن مشكلة عدم التوزيع الطبيعي للبواقي ليس لها أهمية كبيرة هنا لأنه طبقاً للنظرية الإحصائية فإن مقدرات (OLS) تؤول إلى التوزيع الطبيعي بوجه عام وذلك مع زيادة حجم العينة، وفي العينات الكبيرة كما في الدراسة الحالية، وبالتالي فإن الاستدلال الإحصائي سيتبع طريقة OLS العادية المفترضة التوزيع الطبيعي.

وأخيراً تم استخدام اختبار (Lagrange multiplier) لاختبار عدم الخطية وتوصيف النموذج والذي يتمثل في اختبار (Auxiliary regression). والذي أوضح أن جميع المتغيرات المستقلة خطية بالنسبة لعلاقتها بقيمة الشركة. وبناءً عليه تم تقدير نموذج الدراسة الثاني في كل الجدول التالي في الشكل الخطى.

تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة " دراسة / اختبارية ...

د/ ريم محمد محمود عبد المنعم

■ تحليل ومناقشة نتائج تحليل الانحدارات لاختبار فرض الدراسة الثاني :

جدول رقم (٩)

نتائج تحليل تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة

Cash Retention and Firm Value: Econometric results for Ha (2):

Dependent variable: *FVALUE*

Method: *Iway fixed effects with white robust standard error*

	Reg (2)	Reg (3)	Reg (4)	Reg (5)
<i>CASH</i>	-0.2971 [-3.043]***	-0.1942 [-3.877]***	-0.6075 [-2.822]***	-0.2988 [-3.028]***
<i>MOWN</i>	0.0309 [0.321]	-0.2541 [-1.019]		
<i>IOWN</i>	0.1988 [0.336]		0.0092 [0.015]	
<i>FOWN</i>	-1.4320 [-3.687]***			-2.4987 [-7.528]***
<i>(CASH*MOWN)</i>		-0.1646 [-1.863]*		
<i>(CASH*IOWN)</i>			1.5048 [2.750]***	
<i>(CASH*FOWN)</i>				8.9786 [20.99]***
<i>SIZE</i>	-2.0519 [-6.489]***	-1.1189 [-4.636]***	-1.4067 [-3.245]***	-2.0944 [-6.386]***
<i>LEV</i>	2.8908 [5.330]***	3.2433 [7.371]***	2.8219 [4.168]***	2.8821 [5.386]***
<i>PROF</i>	2.3012 [2.329]**	5.0312 [5.613]***	3.8546 [2.277]**	2.2965 [2.341]**
<i>INVGO</i>	-0.0007 [-2.201]**	-0.0008 [-5.589]***	-0.0007 [-1.969]*	-0.0007 [-2.207]**
<i>CFO</i>	0.4199 [2.954]***	0.4583 [4.128]***	0.4302 [2.596]**	0.4179 [3.010]***
<i>Constant</i>	43.687 [6.912]***	22.990 [4.678]***	29.153 [3.351]***	44.630 [6.809]***
<i>Firms</i>	120	120	120	120
<i>Obs.</i>	357	352	355	357
<i>Adjusted R-squared</i>	%90.25	%99.7	%99.1	%90.29
<i>DW-stat.</i>	2.012	2.178	3.138	2.012
<i>Fisher test (F-stat.)</i>	(26.755)***	(912.2)***	(320.1)***	(27.09)***
<i>Post-hoc Statistical Power</i>	% 100	% 100	% 100	% 100

Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

يوضح الجدول رقم (٩) السابق نتائج تحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات لاختبار فرض الدراسة الثاني ، والتي تتمثل فيما يلي :

أظهرت نتائج الانحدار رقم (٢) والذي تم فيه اضافة متغير هيكل الملكية بالشركات معبراً عنه بثلاثة متغيرات لهيكل الملكية (الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية)، استمرار التأثير السلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية (*CASH*) على قيمة الشركة عند مستوى دلالة إحصائية ١%. كما لم يحدث أى تغيير فى معامل الانحدار والذي ظل يعادل (-٠.٢٩٧١) ، فالزيادة بدرجة واحدة فى مستوى الاحتفاظ بالنقدية سوف يودى إلى انخفاض قيمة الشركة بنسبة ٣٠% تقريباً من الزيادة التى تحدث فى مستوى الاحتفاظ بالنقدية. كما أظهرت نتائج الانحدار رقم (٢) وجود أثر ايجابى للملكية الادارية والملكية المؤسسية على قيمة الشركات ، الا أن هذا التأثير غير دال احصائياً ولم يكن ملحوظاً أو جوهرياً فى الشركات المساهمة الممثلة فى عينة الدراسة ، بينما أظهرت نتائج الانحدار رقم (٢) أن هناك تأثير سلبي ومعنوى للملكية الأجنبية على قيمة الشركات المساهمة الممثلة فى عينة الدراسة عند مستوى دلالة احصائية ١% ، وكانت اشارة معامل الانحدار سالبة ، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار ($\beta = - 1.4320$). مما تدل هذه النتيجة على أن ارتفاع (انخفاض) نسبة الملكية الأجنبية يودى إلى انخفاض (ارتفاع) قيمة الشركات المساهمة الممثلة فى عينة الدراسة.

ومن أجل معرفة الدور الذي يلعبه هيكل الملكية فى زيادة أو انخفاض التأثير السلبي للنقدية المحتفظ بها على قيمة الشركة . وما إذا كان مستوى الاحتفاظ بالنقدية يكون أكثر فعالية فى تعظيم قيمة الشركة عند ادخال متغير هيكل الملكية، فسوف يتم إدخال متغير تفاعلى يعكس حاصل ضرب مستوى الاحتفاظ بالنقدية مع كل مؤشر من مؤشرات هيكل الملكية وذلك فى الانحدارات (٣)، (٤)، (٥)

- في الانحدار رقم (٣) تم ادخال نسبة الملكية الادارية كمتغير تفاعلى ليعكس تفاعل مستوى الاحتفاظ بالنقدية مع مستوى الملكية الإدارية (الأثر غير المباشر للملكية الإدارية)، وذلك مع الإبقاء على متغير الملكية الإدارية (MOWN) بشكل مفرد من أجل الحصول على الأثر المباشر لمستوى الملكية الإدارية. ولقد لوحظ أن إدخال المتغير التفاعلى (CASH*MOWN) على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، لم يؤثر على نتائج الأثر المباشر سواء لمستوى الاحتفاظ بالنقدية أو مستوى الملكية الإدارية على قيمة الشركة، بالإضافة إلى أن تأثير المتغير التفاعلى جاء سلبى على قيمة الشركة عند مستوى دلالة إحصائية ١٠% ، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار ($\beta = - 0.1646$). وهو ما يشير إلى أن ارتفاع نسبة الملكية الادارية لدى الشركات المساهمة الممثلة فى عينة الدراسة ، وفى ظل وجود دوافع لديها للاحتفاظ بالنقدية ، سوف تظهر العلاقة العكسية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات محل الدراسة بشكل أكثر وضوحاً . أى أن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية وتفاعله من مستوى الملكية الإدارية يزيد من التأثير السلبى على قيمة الشركة، بمعنى آخر أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية له تأثير سلبى مباشر على قيمة الشركة وتأثير غير مباشر من خلال ارتفاع مستوى الملكية الإدارية بالشركات . ويمكن تفسير تلك النتيجة بأن ارتفاع نسبة الملكية الادارية يشجع الادارة على انتهاج السلوك الانتهازى فى استغلال واستخدام الأرصدة النقدية المحتفظ بها بشكل سيء لتحقيق مصالحها الخاصة على حساب مصالح الملاك ، مما يؤدي تعارض المصالح وتفاقم مشاكل الوكالة ، الأمر الذى من شأنه يؤدي إلى تدنية قيمة الشركة . وتتفق تلك النتيجة مع ما توصلت اليه نتائج دراسة (Sumiati , 2020) ، ودراسة (Sheikh and khan , 2015) ، وما أشارت اليه دراسة (Massod and Shah , 2014) بشأن الدور الذى تلعبه الملكية الادارية فى زيادة التأثير السلبى للأرصدة النقدية المحتفظ بها على قيمة الشركة . كما تتعارض هذه النتيجة مع ما انتهت اليه بعض الدراسات السابقة مثل (Luo and Hachiya , 2005) . مما سبق يتضح أن

تلك النتيجة تدعم الفرض الفرعى الأول المنبثق من الفرض الثانى للدراسة الحالية بوجود أثر سلبى للملكية الادارية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وهو الأمر الذى من شأنه يمكن قبول فرض الدراسة الفرعى الأول .

- فى الانحدار رقم (٤) تم ادخال نسب الملكية المؤسسية (IOWN) كمتغير تفاعلى ليعكس تفاعل مستوى الاحتفاظ بالنقدية مع مستوى الملكية المؤسسية. (الأثر غير المباشر للملكية المؤسسية)، وذلك مع الإبقاء على متغير الملكية المؤسسية (IOWN) بشكل مفرد من أجل الحصول على الأثر المباشر لمستوى الملكية المؤسسية. ولقد لوحظ أن إدخال المتغير التفاعلى (CASH*IOWN) على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة لم يؤثر على نتائج الأثر المباشر سواء لمستوى الاحتفاظ بالنقدية أو مستوى الملكية المؤسسية على قيمة الشركة (وإن ارتفع معامل التأثير لكليهما)، بالإضافة إلى أن تأثير المتغير التفاعلى جاء إيجابى على قيمة الشركة عند مستوى دلالة إحصائية ١%. حيث جاءت قيمة معامل الانحدار الإيجابى للمتغير التفاعلى (١.٥٠٥) تقريباً ، وهو يتجاوز ضعف معامل الانحدار السلبى لمستوى الاحتفاظ بالنقدية والذى يعادل (-٠.٦٠٨) . وهو ما يشير إلى أن ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية لدى الشركات المساهمة الممثلة فى عينة الدراسة ، وفى ظل وجود دوافع لديها للاحتفاظ بالنقدية ، سوف تخفف من العلاقة السلبية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات محل الدراسة بشكل أكثر وضوحاً . مما يعنى أن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية وتفاعله من مستوى الملكية المؤسسية يقلل من التأثير السلبى على قيمة الشركة، بمعنى آخر أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية له تأثير سلبى مباشر على قيمة الشركة وتأثير إيجابى غير مباشر من خلال ارتفاع مستوى الملكية المؤسسية بالشركات. وبالتالي فإن ارتفاع الملكية المؤسسية بالشركات يعمل على تخفيض التأثير السلبى لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة. ويمكن تفسير تلك النتيجة بأن ارتفاع الملكية المؤسسية يؤدي الى زيادة الدور الرقابى الفعال لمؤسسات الاستثمار ، والحد من السلوك الانتهازى للإدارة فى استخدام النقدية المحتفظ بها لتحقيق

أهدافها الخاصة على حساب مصالح الملاك ، مما ينعكس ذلك بشكل ايجابي على قيمة الشركة . وتتفق تلك النتيجة مع ما توصلت اليه نتائج العديد من الدراسات مثل دراسة (حداد، ٢٠١٧) ، حيث أشارت نتائجها إلى وجود أثر ايجابي ذو دلالة إحصائية للملكية المؤسسية على قيمة الشركة ، ودراسات (Massod and Shah ,2014) (Kusnadi et al , 2015) (Azinfar and Shirseb , 2016) ، التي توصلت إلى وجود علاقة ايجابية بين الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، مما يؤثر ايجابياً على قيمة الشركة ، كما تعارضت هذه النتيجة مع نتائج بعض الدراسات مثل دراسة (السيد ، ٢٠١٨) ، (Mohd et al , 2015) التي توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية . مما سبق يتضح أن تلك النتيجة تدعم الفرض الفرعي الثاني المنبثق من الفرض الثاني للدراسة الحالية بوجود أثر ايجابي للملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وهو الأمر الذي من شأنه يمكن قبول فرض الدراسة الفرعي الثاني.

- في الانحدار رقم (٥)، تم ادخال نسب الملكية الأجنبية (FOWN) كمتغير تفاعلي ليعكس تفاعل مستوى الاحتفاظ بالنقدية مع مستوى الملكية الأجنبية. (الأثر غير المباشر للملكية الأجنبية)، وذلك مع الإبقاء على متغير الملكية الأجنبية (FOWN) بشكل مفرد من أجل الحصول على الأثر المباشر لمستوى الملكية الأجنبية. ولم تختلف نتائج الانحدار رقم (٥) إطلاقاً عن نتائج الانحدار رقم (٤). حيث أوضح هذا الانحدار أن إدخال المتغير التفاعلي (CASH*FOWN) لم يؤثر على نتائج الأثر المباشر سواء لمستوى الاحتفاظ بالنقدية أو مستوى الملكية الأجنبية على قيمة الشركة (وإن ارتفع معامل التأثير لكليهما)، بالإضافة إلى أن تأثير المتغير التفاعلي جاء إيجابي على قيمة الشركة عند مستوى دلالة إحصائية ١%. حيث كانت قيمة معامل الانحدار الإيجابي للمتغير التفاعلي (٨.٩٧٩) ، وهو يتجاوز بكثير معامل الانحدار السلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية والذي يعادل (-٠.٢٩٩) . وهو ما يشير إلى أن ارتفاع نسبة الملكية الأجنبية لدى الشركات

المساهمة الممثلة في عينة الدراسة ، وفي ظل وجود دوافع لديها للاحتفاظ بالنقدية ، سوف تخفف من العلاقة السلبية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات محل الدراسة بشكل أكثر وضوحاً .ونستنتج من ذلك أيضاً أن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية وتفاعله من مستوى الملكية الأجنبية يقلل من التأثير السلبي على قيمة الشركة، بمعنى آخر أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية له تأثير سلبي مباشر على قيمة الشركة وتأثير إيجابي غير مباشر من خلال ارتفاع مستوى الملكية الأجنبية بالشركات. وبالتالي فإن ارتفاع الملكية الأجنبية بالشركات يعمل على تخفيض التأثير السلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة. ويمكن تفسير تلك النتيجة بأن ارتفاع نسبة الملكية الأجنبية يؤدي إلى زيادة دوافع ادارة الشركة على الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية ، وذلك لاستخدامها في تمويل المشروعات ذات صافى القيمة الحالية الموجبة ، الأمر الذى من شأنه يعزز من قيمة الشركة ، مما يشير إلى وجود علاقة ايجابية بين الملكية الأجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وقد أيدت نتائج دراسة كل من (Megginson et al , 2014 , Vo , 2018) تلك النتيجة ، حيث خلصت الدراستان إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الملكية الاجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، فضلا عن ذلك فإن الملكية الأجنبية لها تأثير ايجابي على قيمة الشركة ، حيث أن المستثمرون الأجانب يعملون على تخفيض تكاليف الوكالة الناتجة عن تعارض المصالح بين الادارة والملاك ، ولديهم القدرة على الرقابة الفعالة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة ، مما يعظم من قيمة الشركة ، وبالتالي فإن هناك علاقة ايجابية بين الملكية الاجنبية وقيمة الشركة . كما تعارضت هذه النتيجة مع نتائج بعض الدراسات مثل (Hamldullah et al,2014, Roy , 2018 , Safdar, 2017) ، حيث توصلت نتائج تلك الدراسات إلى أن ارتفاع نسبة الملكية الأجنبية يؤدي إلى زيادة قدرة المستثمرين الأجانب على الزام ادارة الشركة باتباع السياسات النقدية واتخاذ القرارات التى من شأنها خفض الأرصدة النقدية المحفوظ بها ، مما يشير إلى وجود علاقة عكسية بين الملكية الاجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية .

كما سبق يتضح أن تلك النتيجة تدعم الفرض الفرعى الثالث المنبثق من الفرض الثانى للدراسة الحالية بوجود أثر ايجابى للملكية الأجنبية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وهو الأمر الذى من شأنه يمكن قبول فرض الدراسة الفرعى الثالث .

● وبالنسبة للمتغيرات الضابطة فلم تختلف نتائجها إطلاقاً عن نتائج النموذج الأول، كما لم تختلف عن بالانتقال بين الانحدارات ، مما يظهر مدى قوة وثبات نتائج هذه المتغيرات الضابطة. فنجد تأثير إيجابى لمتغيرات مستوى الرفعة المالية (LEV)، وربحية الشركة ($PROF$)، والتدفقات النقدية التشغيلية (CFO) على قيمة الشركة. وفى المقابل نجد تأثير سلبى لمتغيرى حجم الشركة ($SIZE$)، وفرص نمو الاستثمار ($INVGO$) على قيمة الشركة.

● وبالانتقال للإحصاءات العامة للانحدارات فيتضح ارتفاع قيمة معامل التحديد المعدل ($Adjusted R^2$) لانحدارات النموذج الثانى حيث تُفسر ما بين (٣.٩٠%) - (٩٩.٧%) من التغيرات التى تحدث فى قيمة الشركة، أما باقى النسبة فترجع إلى الخطأ العشوائى نتيجة لوجود متغيرات أخرى لم يتم السيطرة عليها داخل النموذج. كذلك جاءت قيمة إحصائية ($Durbin-Watson$) حول (٢) مما يُشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتى من الدرجة الأولى بين متغيرات انحدارات الدراسة. وأخيراً يشير اختبار فيشر ($Fisher$) ($F-Stat$) إلى رفض الفرض العدمى وقبول الفرض البديل بوجود دلالة إحصائية لانحدارات نموذج الدراسة الثانى ككل عند مستوى معنوية 1%. كذلك يُشير اختبار القوة اللاحق إلى ارتفاع مستوى القوة الإحصائية لانحدارات النموذج الثانى إلى مستوى التأكد ١٠٠% ، وبالتالي تلاشى احتمالية الوقوع فى الخطأ من النوع الثانى.

مما سبق يتضح أن تلك النتائج السابقة تدعم الفرض الثانى للدراسة الحالية بوجود أثر لهيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة ، وهو الأمر الذى من شأنه يمكن قبول فرض الدراسة الرئيسى الثانى .

- الفحص التأكيدى (Robustness Checks):

استهدف التحليل القياسى منذ البداية ليس فقط التعرف على أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة ومدى فعالية هيكل الملكية على تلك العلاقة. ولكن التحقق من ما إذا كان هذا الأثر مستقر وقوى (Robust)، أى لا يختلف الأثر باختلاف الطريقة المستخدمة للتحليل أو عينة الشركات المستخدمة أو المؤشرات الوكيلة المستخدمة. ولذلك اشتمل التحليل فى النقطة السابقة على بعض إجراءات القوة مثل:

- التدرج فى الانحدارات بزيادة عدد المتغيرات الضابطة التى يتم السيطرة عليها، ولم تختلف النتائج بشكل جوهري.
- تطبيق نفس النموذج بدون متغير تفاعلى وبمتغير تفاعلى لمستوى الاحتفاظ بالنقدية مع هيكل الملكية، ولم تختلف النتائج.

وقد قامت الدراسة بعمل المزيد من إجراءات التحقق المختلفة، والتى تمثلت فى استخدام نموذج مجمع يحتوى على ثلاثة متغيرات تفاعلية تعكس تفاعل مستوى الاحتفاظ بالنقدية مع متغيرات هيكل الملكية الثلاثة (بدلاً من متغير تفاعلى واحد فى كل انحدار كما بالجدول رقم (٩) السابق)، وهنا لم تختلف نتائج الانحدار المجمع عن نتائج الانحدارات المفردة (٣)، (٤)، (٥). والفرق الوحيد هو ظهور تأثير سلبى مباشر للملكية المؤسسية على قيمة الشركة عند مستوى دلالة إحصائية ٥% . وذلك كما يتضح من الجدول رقم (١٠) التالى :

تأثير هيكل المالعية على العلاقة بين مستوى الاحتياط بالنقدية وقيمة الشركة " دراسة / اختبارية ...

د/ ريم محمد محمود عبد المنعم

جدول رقم (١٠)

Robustness Checks:

Dependent variable: *FVALUE*

Method: *Iway fixed effects with white robust standard error*

<i>Variables</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
<i>CASH</i>	-1.9008	0.919	-2.068	0.040**
<i>MOWN</i>	0.0523	0.055	0.949	0.344
<i>IOWN</i>	-1.7549	0.853	-2.057	0.041**
<i>FOWN</i>	-2.5617	0.368	-6.965	0.000***
<i>(CASH*MOWN)</i>	-1.5095	0.512	-2.949	0.004***
<i>(CASH*IOWN)</i>	11.197	4.964	2.256	0.025**
<i>(CASH*FOWN)</i>	12.278	1.049	11.709	0.000***
<i>SIZE</i>	-2.0590	0.320	-6.428	0.000***
<i>LEV</i>	2.9424	0.529	5.557	0.000***
<i>PROF</i>	2.3169	0.971	2.385	0.018**
<i>INVGO</i>	-0.0008	0.000	-2.280	0.024**
<i>CFO</i>	0.4092	0.133	3.083	0.002***
<i>Constant</i>	44.098	6.486	6.799	0.000***

<i>R-squared</i>	%93.8	<i>Adjusted R-squared</i>	%90.1
<i>Fisher test (F-stat.)</i>	(25.812)***	<i>Durbin-Watson stat.</i>	2.0111

Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

ثانياً : حجم الأثر (Effect Size) لتحديد الدلالة العملية للعلاقة:

يوفر حجم الأثر مقياساً كمياً لحجم الاختلاف بين المجموعات أو الارتباط بين المتغيرات. وبالتالي يوفر تقييماً لقوة النتائج التي لا توفرها الاختبارات ذات الدلالة الإحصائية وحدها، أى بمعنى آخر يوضح حجم الدلالة العملية للعلاقة فى الواقع الفعلى، أى ما إذا كان للعلاقة أهمية عملية صغيرة أو متوسطة أو كبيرة فى البيئة

المحاسبية لعينة الدراسة. وهناك العديد من المقاييس المختلفة لحجم الأثر المناسبة للاختبارات المختلفة ينتمون إلى واحدة من عائلتين: مقاييس الاختلاف أو الارتباط. ولقد أصبح من الممارسات المفضلة الإبلاغ عن أحجام الأثر في الدراسات الكمية في مختلف العلوم لعدة أسباب تتمثل فيما يلي :

- إن الأهمية الإحصائية هي أقل الأشياء إثارة للاهتمام حول النتائج، فالدلالة الإحصائية (p) ليست كافية لأنها تُخبرنا فقط بوجود علاقة أقوى بين متغيرين (رفض الفرضية الصفرية)، أي تُخبر القارئ ببساطة أنه من غير المحتمل أن تكون العلاقة الموجودة بين المتغيرات ناتجاً عن الصدفة البحتة. بينما يخبرنا حجم الأثر عن مدى تأثيرها (قوة العلاقة عملياً). فعلى سبيل المثال قد تكون قيمة الدلالة الإحصائية أقل من 0.05 ولكن حجم الأثر ضئيل، وهنا فقد لا يستحق الاستثمار في التدخل أو استخلاص النتائج لتطوير النظرية. وبالتالي فإن حجم الأثر يعزز نهجاً أكثر علمية.
- كذلك على عكس الدلالة الإحصائية، يمكن استخدام أحجام الأثر للمقارنة الكمية لنتائج الدراسات التي أجريت في بيئات وسياقات مختلفة، كما تسمح للباحثين الآخرين بإجراء التحليلات البعدية، وبالتالي فهو يروج لمقاربة علمية أكثر لتراكم المعرفة.
- كذلك تُساعد أحجام الأثر في إجراء تحليلات القوة لتحديد حجم العينة المناسب.

ونستخلص من ذلك أن حجم الأثر يجب لنا معلومات إضافية للقرار الاستنتاجي لقبول أو رفض فرضية العدم، والسبب في أننا وجدنا مناقشة واسعة تحت اسم Null Hypothesis Significance Testing (NHST). لذلك أوصت الجمعية الأمريكية لعلم النفس (APA) في فصل تصميم وإعداد التقارير البحثية أن تشمل جميع التقارير الإحصائية المنشورة حجم الأثر، وأيضاً (قسم دليل الإصدار الخامس (APA) (2002)). ويتم حساب حجم الأثر هنا من الارتباطات الجزئية (Partial Coefficients Correlation (PCCs) بين مؤشر قيمة الشركة وكلاً من مستوى

تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة" دراسة /تجريبية ...

د/ ريم محمد محمود عبد المنعم

الاحتفاظ بالنقدية والمتغير التفاعلي. والتي تقيس علاقة الارتباط بين المتغير التابع والمستقل مع السيطرة على باقى المتغيرات الأخرى بالنموذج (بافتراض أنها تؤثر أيضاً على المتغير التابع). ثم بعد ذلك يتم تحويل هذه الارتباطات إلى مقياس طبيعى أى Fisher's Zr. ويوضح الجدول (١١) التالى تفسير مؤشرات أحجام الأثر المختلفة بناءً على دراستى (Cohen ,1988,Hattie ,2009) كما يلي:

جدول رقم (١١)

مؤشرات حجم الأثر

Interpretation for different effect sizes:

Effect Size			Interpretation	
Cohen's d	r*	η^2	Cohen (1988)	Hattie (2009)
< 0	< 0	-	Adverse Effect	
0.0	0.00	0.000	No Effect	Developmental effects
0.1	0.05	0.003		
0.2	0.10	0.010	Small Effect	Teacher effects
0.3	0.15	0.022		
0.4	0.20	0.039		
0.5	0.24	0.060	Intermediate Effect	Zone of desired effects
0.6	0.29	0.083		
0.7	0.33	0.110		
0.8	0.37	0.140		
0.9	0.41	0.168	Large Effect	
≥ 1.0	0.45	0.200		

* Cohen (1988) reports the following intervals for r: 0.1 to 0.3: small effect; 0.3 to 0.5:

ويعرض الجدول رقم (١٢) الدلالة العملية (حجم الأثر) لأثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية (CASH) على قيمة الشركة (الأثر المباشر) فى الانحدار (١) الخاص بنموذج الدراسة الأول، والانحدارات (٢)، (٣)، (٤)، (٥) الخاصة بنموذج الدراسة

تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة " دراسة /تجريبية ...

د/ ريم محمد محمود عبد المنعم

الثاني، والانحدار (٦) الخاص بتحليل القوة. بينما يعرض الجدول (١٢ب) الدلالة العملية (حجم الأثر) لأثر المتغير التفاعلي (حاصل ضرب مستوى الاحتفاظ بالنقدية في هيكل الملكية) على قيمة الشركة (الأثر غير المباشر) في الانحدارات (٣)، (٤)، (٥)، (٦).

Table (12a): Practical significance for Cash Retention (CASH variable)

	Model (1)		Model (2)			
	Reg (1)	Reg (2)	Reg (3)	Reg (4)	Reg (5)	Reg (6)
Effect Size (Cohen's d)	-0.0316	-0.0318	-0.0210	-0.0654	-0.0320	-0.2061
Effect Size (r)	-0.0158	-0.0159	-0.0105	-0.0327	-0.0160	-0.1025
Confidence interval (%95)						
Lower	-0.1209	-0.1215	-0.1166	-0.1384	-0.1214	-0.2084
Upper	0.0892	0.0896	0.0956	0.0729	0.0893	0.0035
t-stat. (Effect Size)	[0.296]	[0.297]	[0.194]	[0.608]	[0.299]	[1.901]*
Interpretation	No Effect	No Effect	No Effect	No Effect	No Effect	Small Effect

Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

ومن الجدول السابق يتضح عدم وجود دلالة عملية (No Effect) لعلاقة مستوى الاحتفاظ بالنقدية بقيمة الشركة وذلك بناءً على نتائج مؤشر حجم الأثر (سواء مؤشر كوهين د أو الارتباط) في الانحدارات من (١) وحتى (٢)، في حين جاء حجم الأثر في فئة "حجم الأثر الصغير" (Small Effect) في الانحدار (٦) وذلك بعد السيطرة على تفاعل مستوى الاحتفاظ بالنقدية بكل متغيرات هيكل الملكية الثلاثة. مما يشير إلى عدم وجود أهمية عملية وتطبيقية في البيئة المحاسبية المصرية لعلاقة مستوى الاحتفاظ بالنقدية بقيمة الشركة، بينما تكون هذه الأهمية العملية صغيرة بعد السيطرة على ثلاثة متغيرات تفاعلية في أن واحد.

تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة " دراسة انتقالية ...

د/ ريم محمد محمود عبد المنعم

Table (12b): Practical significance for Interaction variable

	Reg (3)	Reg (4)	Reg (5)	Reg (6)		
	(CASH* MOWN)	(CASH* IOWN)	(CASH*F OWN)	(CASH* MOWN)	(CASH*I OWN)	(CASH*F OWN)
Effect Size (Cohen's d)	-0.0178	0.1623	1.0508	-0.1633	1.3972	1.5887
Effect Size (r)	-0.0089	0.0809	0.4651	-0.0814	0.5727	0.6220
Confidence interval (%95)						
Lower	-0.1150	-0.0248	0.3597	-0.1874	0.4668	0.5161
Upper	0.0972	0.1866	0.5704	0.0246	0.6787	0.7280
t-stat. (Effect Size)	[0.165]	[1.505]	[8.979]***	[1.509]	[11.19]***	[12.28]***
Interpretation	No Effect	No Effect	Large Effect	No Effect	Large Effect	Large Effect

Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

وأخيراً بالانتقال للدلالة العملية (حجم الأثر) للمتغير التفاعلي في الانحدارات التي تشتمل عليها، فيتضح أن مؤشر حجم الأثر (سواء مؤشر كوهين د أو الارتباط) مازال يقع في فئة التأثير المتلاشى (*No Effect*) في الانحدارين (٣)، (٤)، مما يُشير إلى أن الأهمية العملية والتطبيقية في البيئة المحاسبية المصرية لفعالية الملكية الإدارية والمؤسسية في التأثير على علاقة مستوى الاحتفاظ بالنقدية بقيمة الشركة متلاشى. وفي المقابل جاءت الأهمية العملية للملكية الأجنبية وفعاليتها في التأثير على علاقة مستوى الاحتفاظ بالنقدية بقيمة الشركة كبيرة (*Large Effect*). وقد أدى السيطرة على الثلاثة متغيرات تفاعلية في أن واحد في الانحدار (٦) إلى تحول الأهمية العملية للملكية المؤسسية من متلاشية إلى كبيرة. وبالتالي يتضح من ذلك أن أفضل نموذج يمكن من خلاله التعبير عن علاقة مستوى الاحتفاظ بالنقدية بقيمة الشركة في إطار هيكل الملكية هو الانحدار (٦).

وبالتالى نستنتج أن الملكية الإدارية لا تمارس أى فعالية حقيقية فى علاقة مستوى الاحتفاظ بالنقدية بقيمة الشركة. فى المقابل نستدل على أن الملكية المؤسسية والأجنبية تعتبر عنصر محفز لعلاقة مستوى الاحتفاظ بالنقدية بقيمة الشركة.

وبعد الانتهاء من تحليل النتائج واختبار فروض الدراسة ، تقوم الباحثة فى الجزء التالى من الدراسة بتقديم خلاصة موجزة لهذه الدراسة ، واقتراح العديد من المجالات التى يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية .

١٠- خلاصة الدراسة والدراسات المستقبلية

١/١٠ خلاصة الدراسة

تعد الدراسة الحالية بمثابة إضافة علمية إلى أدبيات الفكر المحاسبى ، وذلك من خلال تقديمها لأدلة تفسيرية وقرائن عملية من بيئة الأعمال المصرية ، فيما يتعلق بالعلاقة الارتباطية التأثيرية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات المساهمة المصرية المسجلة فى بورصة الأوراق المالية المصرية من جهة ، وتأثير هيكل الملكية (معبراً عنه بالملكية الادارية ، الملكية المؤسسية ، والملكية الأجنبية) عند ادخاله كمتغير منظم لتلك العلاقة من جهة أخرى . وقد توصلت الدراسة الحالية إلى مجموعة من النتائج الهامة والتي تتمثل فيما يلى :

- أوضحت نتائج الدراسة أن هناك ارتفاع فى مستويات الاحتفاظ بالنقدية فى الشركات المساهمة المصرية الممثلة فى عينة الدراسة .
- بينت نتائج الدراسة أن هناك تأثير سلبى ومعنوى لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركات المساهمة المصرية الممثلة فى عينة الدراسة .
- خلصت نتائج الدراسة إلى وجود أثر ايجابى للملكية الادارية والملكية المؤسسية على قيمة الشركات ، الا أن هذا التأثير غير دال احصائياً ولم يكن ملحوظاً أو جوهرياً فى الشركات المساهمة المصرية الممثلة فى عينة الدراسة ، بينما هناك تأثير سلبى ومعنوى للملكية الأجنبية على قيمة الشركات المساهمة المصرية الممثلة فى عينة الدراسة.

- فيما يتعلق بالتأثير المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية ونسبة الملكية الادارية ، والذي يمثله المتغير التفاعلي CASH*MOWN ، فقد أظهرت نتائج الدراسة أنه في ظل وجود دوافع لدى الشركات المساهمة المصرية الممثلة في عينة الدراسة للاحتفاظ بالنقدية ، فإن ارتفاع نسبة الملكية الادارية لدى تلك الشركات ، سوف يظهر العلاقة العكسية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات محل الدراسة بشكل أكثر وضوحاً . أى أن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية وتفاعله مع مستوى الملكية الإدارية يزيد من التأثير السلبي على قيمة الشركة، بمعنى آخر أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية له تأثير سلبي مباشر على قيمة الشركة وتأثير غير مباشر من خلال ارتفاع مستوى الملكية الإدارية بالشركات .
- فيما يتعلق بالتأثير المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية ونسبة الملكية المؤسسية ، والذي يمثله المتغير التفاعلي CASH*IOWN ، فقد أظهرت نتائج الدراسة أن ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية لدى الشركات المساهمة المصرية الممثلة في عينة الدراسة ، وذلك في ظل وجود دوافع لديها للاحتفاظ بالنقدية ، سوف تخفف من العلاقة السلبية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات محل الدراسة بشكل أكثر وضوحاً . مما يعني أن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية وتفاعله من مستوى الملكية المؤسسية يقلل من التأثير السلبي على قيمة الشركة، بمعنى آخر أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية له تأثير سلبي مباشر على قيمة الشركة ، وتأثير إيجابي غير مباشر من خلال ارتفاع مستوى الملكية المؤسسية بالشركات. وبالتالي فإن ارتفاع الملكية المؤسسية بالشركات يعمل على تخفيض التأثير السلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة.
- فيما يتعلق بالتأثير المشترك للعلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية ونسبة الملكية الأجنبية ، والذي يمثله المتغير التفاعلي CASH*FOWN ، فقد أظهرت نتائج الدراسة أن ارتفاع نسبة الملكية الأجنبية لدى الشركات المساهمة المصرية الممثلة في عينة الدراسة ، وفي ظل وجود دوافع لديها للاحتفاظ بالنقدية ، سوف تخفف من العلاقة السلبية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركات محل الدراسة

بشكل أكثر وضوحاً. أى أن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية وتفاعله من مستوى الملكية الأجنبية يقلل من التأثير السلبي على قيمة الشركة، بمعنى آخر أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية له تأثير سلبي مباشر على قيمة الشركة وتأثير إيجابي غير مباشر من خلال ارتفاع مستوى الملكية الأجنبية بالشركات. وبالتالي فإن ارتفاع الملكية الأجنبية بالشركات يعمل على تخفيض التأثير السلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة.

وفى المجلد ، ترى الباحثة أن الدراسة الحالية تقدم دليلاً عملياً على أن اختلاف الظروف البيئية يمكن أن يؤثر بشكل أو بآخر على ما يتم التوصل إليه من نتائج ، وهو ما يمكن التدليل عليه من خلال مقارنة نتائج الدراسة الحالية مع نتائج الدراسات السابقة التي أجريت فى العديد من البيئات الأخرى ، والتي تم استعراض بعضها منها فى إطار الدراسة الحالية.

٢/١٠ الدراسات المستقبلية

ان موضوع الاحتفاظ بالنقدية مازال فى حاجة إلى مزيد من الدراسة والتفحص وبخاصة فى البيئة المحاسبية المصرية ، وفى ضوء ما توصلت إليه الدراسة الحالية من نتائج ، تقترح الباحثة عدداً من المجالات التى يمكن أن تشكل أساساً لبحوث ودراسات محاسبية مستقبلية ، يتمثل أهمها فيما يلى :-

- ١- تأثير التحفظ المحاسبى على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة .
- ٢- تأثير المسؤولية الاجتماعية للشركات على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة .
- ٣- تأثير خصائص مجلس الادارة و تركيز الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة .
- ٤- تأثير القدرة التنبؤية للأرباح ، ومستويات الربحية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة .
- ٥- تأثير حوكمة الشركات على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة .
- ٦- أثر الاحتفاظ بالنقدية على أداء الشركات .
- ٧- أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على سياسة توزيع الأرباح وممارسات ادارة الأرباح

١١- المراجع

١/١١ المراجع العربية

١. ابراهيم ، فريد محرم فريد ، (٢٠١٨) ، المخاطر غير منتظمة ، مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وعوائد الأسهم : دليل تطبيقي من شركات مؤشر EGX - 100 ، *مجلة الفكر المحاسبي* ، قسم المحاسبة والمراجعة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد السابع: ٧٦١-٨٢٣ .
٢. أبو العز ، محمد السعيد ، (٢٠٠٧) ، *تحليل القوائم المالية لأغراض الائتمان والاستثمار* ، المؤلف ، كلية التجارة جامعة الزقازيق .
٣. أبو سالم ، سيد سالم محمد ، محمد فؤاد محمد علوان ، (٢٠١٨) ، تأثير آليات التحصيل الإداري على قيمة الشركة : نظرية الوكالة مقابل نظريه الاشراف : دراسة اختباريه على الشركات المساهمة المصرية ، *مجلة الفكر المحاسبي* ، قسم المحاسبة والمراجعة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الثاني: ٤١٠-٤٦٨ .
٤. الرفاعي ، فرح أسامة ، (٢٠١٢) ، محددات السيولة النقدية فى الشركات الصناعية الأردنية المدرجة فى بورصة عمان للفترة ٢٠٠٠-٢٠٠٩ : دراسة تطبيقية ، *رسالة ماجستير* ، جامعة اليرموك ، الأردن .
٥. السيد ، محمد صابر حمودة ، (٢٠١٨) ، أثر أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية : دراسة تطبيقية ، *مجلة الفكر المحاسبي* ، قسم المحاسبة والمراجعة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الرابع : ١٤٤٣ - ١٥٢٣
٦. بلال ، السيد حسن سالم ، (٢٠١٧) ، العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها : دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية ، *مجلة الفكر المحاسبي* ، قسم المحاسبة والمراجعة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد السابع : ٢٠٠ - ٢٤٨ .
٧. حداد ، رويده حنا ابراهيم ، (٢٠١٧) ، أثر الحاكمية المؤسسية وهيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وانعكاسها على قيمة الشركة : دراسة ميدانية على الشركات الصناعية والخدمية المدرجة فى بورصة عمان ، *رسالة دكتوراه* ، كلية الدراسات العليا ، جامعة العلوم الاسلامية العالمية ، الأردن .
٨. حسوية ، كريم منصور على و محمد رزق عبدالغفار عماره ، (٢٠١٩) ، أثر الروابط السياسية لمنشآت الأعمال المصرية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية : دراسة تطبيقية ، *مجلة البحوث المحاسبية* ، كلية التجارة ، جامعة طنطا ، العدد الثاني : ١٩٤ - ٢٣٦ .

٩. حسين ، علاء على أحمد ، (٢٠١٩) ، تأثير جودة المستحقات وخطر الضوابط المالية على العلاقة بين مستويات الاحتفاظ بالنقدية والقيمة السوقية للشركات المساهمة المصرية : أدلة تطبيقية من سوق المال المصرى ، *مجلة البحوث المحاسبية* ، كلية التجارة ، جامعة طنطا ، العدد الثانى: ٤٦١ - ٥٢١ .
١٠. حميد ، محمد عثمان اسماعيل ، (٢٠٠١) ، *الإدارة المالية فى مشروعات الأعمال : مدخل لاتخاذ القرارات المالية فى الأسواق المالية والمشروعات الدولية* ، الطبعة الأولى ، دار النهضة العربية القاهرة.
١١. سليم ، أحمد سليم محمد ، (٢٠١٧) ، العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية والمسئولية الاجتماعية للشركات - دراسة تطبيقية ، *مجلة الفكر المحاسبى* ، قسم المحاسبة والمراجعة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الثانى : ٦١٠ - ٦٤٧ .
١٢. سليمان ، محمد مصطفى ، (٢٠٠٦) ، *حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالى والإدارى : دراسة مقارنة* ، الطبعة الأولى ، الدار الجامعية .
١٣. عفيفى ، هلال عبد الفتاح السيد ، (٢٠١٥) ، أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية فى الشركات المساهمة المصرية دراسة اختبارية ، *المجلة المصرية للدراسات التجارية* ، كلية التجارة ، جامعة المنصورة العدد الرابع : ٥١ - ١١٨ .
١٤. معايير المحاسبة المصرية المعدلة (٢٠١٥) ، قرار رقم (١١٠) لسنة ٢٠١٥ ، معيار التدفقات النقدية ، الهيئة العامة للرقابة المالية ، متاح على www.fra.gov.eg/jtags/efsa.ar/158-a.pdf
١٥. مليجى ، مجدى مليجى عبد الحكيم ، (٢٠١٨) ، تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة : أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية ، *مجلة الفكر المحاسبى* ، كلية التجارة ، قسم المحاسبة والمراجعة ، جامعة عين شمس ، العدد الرابع : ٣٣٠ - ٤٠١ .

٢/١١ المراجع الأجنبية

1. Abdioglu, N. (2016). Managerial Ownership and Corporate Cash Holding: Insights From an Emerging Market. *Business and Economics Research Journal*, 7(2): 9-41.

2. Abushammala, S. N., & J. Sulaiman, (2014). Cash Holding and Corporate Profitability: some Evidences from Jordan, *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 8(3): 898-907.
3. Ahmed, A., & T. Iwasaki, (2015). *Foreign ownership, manager monitoring, and firm value: Evidence from Japanese firms*, Working Paper.
4. Al-Amri, K., M . Al-Busaidi, & S. Akguc, (2015). Conservatism and Corporate Cash Holdings: a Risk Prospective, *Investment Management and Financial Innovations*, 12(1):101-113.
5. Al-Dhamari, R., & K. N. I. K. Ismail, (2015). Cash Holdings, Political Connections, and Earnings Quality, *International Journal of Managerial Finance*, 11(2): 215-231.
6. Ali, A., & S. Yousaf, (2012). Determinants of Cash Holding in German Market, *Journal of Business and Management*, 12(6): 28-34.
7. Ali, S., M.Ullah& N. Ullah (2016). Determinants of Corporate Cash Holdings: A Case of Textile Sector in Pakistan, *International Journal of Economics and Management Sciences*, 5(3): 1-10.
8. Al-Najjar, B. (2013). The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence form some Emerging Markets, *International Business Review*, 22: 77-88.
9. Al- Najjar, B. (2015). The Effect of Governance Mechanisms on Small and Medium Sized Enterprise Cash Holdings: Evidence from the United Kingdom, *Journal of Small Business Management*, 53(2): 303-320.
10. Al-Najjar, B., & E. Clark, (2017). Corporate Governance and Cash Holdings in MENA: Evidence from Internal and External Governance Practices, *Research in International Business and Finance*, 39: 1-12.

11. Al- Najjar, B., & Y. Belghitar, (2011). Corporate Cash Holdings and Dividend Payments: Evidence from Simultaneous Analysis, *Managerial and Decision Economics*, 32(4): 231-241.
 12. Alves, S. (2012). Ownership Structure and Earnings Management: Evidence from Portugal, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 6(1): 57-74.
 13. Almeida, H., M. Campello, & M. Weisbach, (2004), The Cash Flow Sensitivity of Cash, *The Journal of Finance*, 59 (4): 1777-1804.
 14. Al Zoubi .T, (2013), Corporate Cash-Holding Decisions: Amman Stock Exchange, *Doctor Thesis*, Brunel University, P.P 1-231, Available at, www.Citeseerx.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.426.5987&rep=rep1&type=pdf.
 15. Ameer, R. (2012), Impact of Cash Holdings and Ownership Concentration on Firm Valuation: Empirical Evidence from Australia, *Review of Accounting and Finance*, 11(4): 448-467.
 16. Anedeberhan, J. (2012), Cash holding and corporate governance: Evidence and implication from The Netherlands, *Master Thesis*, University of Amsterdam, Netherlands.
 17. Anton, S. G., & A. E. A. Nucu, (2019), Firm Value and Corporate Cash Holdings, Empirical Evidence from the Polish Listed Firms, *Journal of Finance*, 3:121-134.
 18. Asante-Darko, D., B. A. Bonsu., S. Famiyeh., A. Kwarteng., & Y. Goka, (2018), Governance Structures, Cash Holdings and Firm Value on the Ghana Stock Exchange, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(4): 671-685.
 19. Azinfar, K., & Z. Shiraseb, (2016), An investigation into the Impact of Ownership Structure on the Level of Cash Holdings in the Companies Accepted in Tehran Stock Exchange Market, *Marketing and Branding Research*, 3: 194-205.
-

20. Azmat, Q. U. A. (2014), Firm Value and Optimal Cash Level: Evidence from Pakistan, *International Journal of Emerging Markets*, 9(4): 488-504.
21. Bakker, A., J Cai., L. English., G. Kaiser ., V. Mesa ., & W. Van Dooren, (2019), Beyond Small, Medium, or Large: Points of Consideration when Interpreting Effect Sizes. *Educational Studies in Mathematics*, 102(1): 1-8.
22. Bates, T. W., K. M. Kahle., & R. M. Stulz, (2009), Why do US Firms Hold so Much More Cash than they used to?. *The Journal of Finance*, 64(5): 1985-2021.
23. Belghitar, Y., & J. Khan, (2013), Governance Mechanisms, Investment Opportunity Set and SMEs Cash Holdings. *Small Business Economics*, 40(1): 59-72.
24. Beuselinck, C., & Y. Du, (2017), Determinants of Cash Holdings in Multinational Corporation's Foreign Subsidiaries: US Subsidiaries in China, *Corporate Governance: An International Review*, 25(2): 100-115.
25. Bigelli, M. & J. Sánchez-Vidal ., (2012), Cash Holdings in Private Firms, *Journal of Banking & Finance*, 36(1): 26-35.
26. Bick, P., S. Orlova ., & L. Sun, (2018), Fair Value Accounting and Corporate Cash Holdings. *Advances in Accounting*, 40: 98-110.
27. Bokpin, G. A., Z. Isshaq., & F. Aboagye- Otchere, (2011), Ownership Structure Corporate Governance and Corporate Liquidity Policy Evidence from the Ghana Stock Exchange. *Journal of Financial Economic Policy*, 3(3): 262-279.
28. Borhanuddin, R. I., & P. W. Ching, (2011). Cash Holdings, Leverage, Ownership Concentration and Board Independence: Evidence From Malayasia, *Management & Accounting Review (MAR)*, 10(1): 63-88.

29. Boyle, G. & G. Guthrie , (2003), Investment, Uncertainty and Liquidity, *The Journal of Finance*,. 58(5): 2143-2166.
30. Buzzell, R. D., B. T .Gale., & R. G. Sultan, (1975), Market Share a key to profitability, *Harvard Business Review*, 53(1): 97-106.
31. Cai, W., Zeng, C. C., E. Lee., & N. Ozkan, (2016), Do Business Groups Affect Corporate Cash Holdings? Evidence from a transition Economy, *China Journal of Accounting Research*, 9(1): 1-24.
32. Cao, L., & C. Chen, (2014), Corporate Cash Holdings and Firm Value—Evidence from Chinese Industrial Market., *Master of Science in Finance*, Simon Fraser University.
33. Chenxi, L. (2016), *Earnings Transparency and Corporate Cash Holdings*, 50(24): 119-123.
34. Cohen, J, (1988), A Power Primer, *Psychological Bulletin*, 112(1):155-156.
35. Coe, R. (2002), It's the Effect Size, Stupid: What Effect Size is and why it is Important. <http://www.leeds.ac.uk/educol/documents/00002182.htm>
36. Chireka, T., & M. B. Fakoya, (2017), The Determinants of corporate cash holdings levels: evidence from selected South African retail firms, *Investment Management and Financial Innovations*, 14(2): 79-93.
37. Dada, A. O., & Z. B. Ghazali, (2016), The Impact of Capital Structure on Firm Performance: Empirical Evidence from Nigeria, *Journal of Economics and Finance*, 7(4): 23-30.
38. Dao, M. C., & C. Maggi, (2018), *The Rise in Corporate Saving and Cash Holding in Advanced Economies: Aggregate and Firm Level Trends*. International Monetary Fund, 1-63. Available online at: [File://C:/users/document/Downloads/WP18262%20\(1\)](File://C:/users/document/Downloads/WP18262%20(1)).

39. Datta,M & Y.Jia,(2014),Investor Proteetion and Corporate Cash Holdings Around the World : New Evidence ,Review of Quantitative Finance and Accounting ,43(2):245-273.
40. Deegan, C., & J. Unerman, (2011). *Financial Accounting Theory*, Second European Edition. McGraw Hill.
41. Denis, D., & McConnell, J. (2003), International Corporate Governance, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1): 1-36.
42. Derouiche, I., H.Mansali & K.Jemai., (2018). Accruals Quality, Financial Constraints and Corporate Cash Holdings. 1-7, available online at:
http://afros.tdasociety.org/Wpcontent/uploads/2018/06/Afros_2018_Paper_126.pdf.
43. Dharmastuti, C. & S. Wahyudi , (2013), The Effectivity of Internal and External Corporate Governance Mechanisms Towards Corporate Performance, *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(4): 132-140.
44. Dittmar, A., J. Mahrt-Smith., & H. Servaes, (2003), International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1): 111-133.
45. Dittmar, A. & J. Mahrt-Smith , (2007), Corporate Governance and the Value of Cash Holdings, *Journal of Financial Economics*, 83(3): 599-634.
46. Do, T. T. N., & H. A. Pham, (2016), Cash Holding, State Ownership and Firm Value: The Case of Vietnam. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(56): 110-114.

47. Doucouliagos, H. C. (2011), *How large is large? Preliminary and Relative Guidelines for Interpreting Partial Correlations in Economics* (No. eco_2011_5).
48. Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4): 650-659.
49. Ebrati, M., F. Emadi., R. Balasang , & Q. Safari, (2013), The Impact of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Tehran Stock Exchange, *Australia Journal of Basic and Applied Sciences*, 7(4):1-8.
50. Elkinawy, S., & M. Stater, (2007), Cash Holdings and Firm Value During Latin American Financial Crises. In *FMA Annual Meeting Program.[Online]* Recuperado de: http://myweb.lmu.edu/ccf/index_files/Fall07/Susan_Cash_Holdings_and_Firm_Value_in_Latin_America.pdf (24 de febrero de 2014).
51. El-Zayat, A., (2018), The Impact of Accounting Conservatism on the Level and Value of Cash Holding, *Master Thesis*, Faculty of Commerce, Zagazig University.
52. Farinha, J., C. Mateus & N. Soares, (2018), Cash Holdings and Earnings Quality : Evidence from the Main and Alternative UK Markets, *International Review of Financial Analysis* , 56:238-252.
53. Ferreira, M. A., & A. S Vilela., (2004). Why do firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10(2): 295-319.
54. Feyzi, J. S., S. J Kangarlouel., B .Soleymani., & Motavassel, M. (2013), Corporate Governance Ownership Structure Cash Holdings and Firm's Value: The Case of firms Listed in Tehran Stock Exchange (TSF), *Asia Pacific Journal of Research in Business Management*, 4(1): 1-20.

55. Foley, C., J Hartzell., S.Titman, & G. Twite ., (2007), Why Do Frms Hold So Much Cash? A Tax-Based Explanation, *Journal of Financial Economics*, 86 (3): 579-607.
56. Fresard, L. (2010). Financial Strength and Product Market Behavior: The Real Effects of Corporate Cash Holdings, *The Journal of Finance*, 65(3): 1097-1122.
57. Gao, H., J Harford., & K. Li, (2013), Determinants of Corporate Cash Policy: Insights from Private Firms, *Journal of Financial Economics*, 109(3): 623-639.
58. Garanina, T., & E. Kaikova, (2016). Corporate Governance Mechanisms and Agency Costs: Cross-Country Analysis. *Corporate Governance*, 16(2):346-360.
59. Gill, A. & C. Shah, (2012). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada, *International Journal of Economics and Finance*, 4(1): 70-79.
60. Gill, A., & N. Mathur, (2011). The Impact of Board Size, CEO duality, and Corporate Liquidity on the Profitability of Canadian Service Firms. *Journal of Applied Finance and Banking*, 1(3): 83-95.
61. Gujarati, D. N., 2003, *Basic Econometrics*, 4th Edition, New York: McGraw Hill.
62. Greiner, A. J. (2013). Consequences of Real Earnings Management and Corporate Governance, *PhD Thesis*, Florida Atlantic University, United States.
63. Guizani, M. (2017). The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings in an Oil Rich Country: Evidence from Kingdom of Saudi Arabia, *Borsa Istanbul Review*, 17(3):133-143.

64. Gu,T.,(2017), US Multinationals and Cash Holdings , *Journal of Financial Economics* ,125: 344- 368 .
65. Habib, A. & M.Hasan., (2017), Social Capital and Corporate Cash Holdings, *International Review of Economics and Finance*, 52: 1-20.
66. Harford, J. (1999). Corporate Cash Reserves and Acquisitions, *The Journal of Finance*, 54(6): 1969-1997.
67. Harford, J., S. A. Mansi., & W. F. Maxwell, (2008), Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US, *Journal of Financial Economics*, 87(3): 535-555.
68. HamidUllah, H., S. Rehman., G.Saeed., & A. Zeb., (2014), Corporate Owner-ship Structure and Firm Excess Cash Holdings: Evidenced from Emerging Markets, Pakistan, *Abasyn Journal of Social Sciences*, 7(2) : 229-244.
69. Han, S. & J. Qiu ., (2007), Corporate Precautionary Cash Holdings, *Journal of Corporate Finance*, 13(1): 43-57.
70. Hair, J., R. Anderson., R.Tatham, & W. Black., (1990), *Multivariate Data Analysis* 4th edition Prentice Hall.
71. Harris, M. & A. Raviv., (1990), Capital Structure and the Information Role of Debt, *The Journal of Finance*, 45(2) : 321-349.
72. Hassan, H., F. Rezaei., & N. Anaraki., (2013), Investigating the Financial De-terminants of Corporate Cash Holdings in Tehran Stock Exchange, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 5(6): 92-106.
73. Hasanzadeh, R. B. & S. J. Kangarluei., & F,S.Olemani., (2015), The Effects of Earnings Quality on Cash Holding in Listed Companies at Tehran Stock Exchange (TSE), *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 6(13): 104-110.

74. Hattie, J, (2009), *Visible Learning*, London: Routledge.
75. Horioka, C. Y., & A. Terada-Hagiwara., (2013), *Corporate Cash Holding in Asia* (No. w19688). National Bureau of Economic Research.
76. Huang, C. J., T. L. Liao., & Y. S. Chang., (2015). Over-investment, the Marginal Value of Cash Holdings and Corporate Governance. *Studies in Economics and Finance*, 32(2): 204-221.
77. Huang, C., Ma, X., & Q. Lan., (2014), An Empirical Study on Listed Company's Value of Cash Holdings: an Information Asymmetry Perspective, *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 1-12. available online at: <https://www.hindawi.com/Journals/ddns/2014/897278/>.
78. Iskandar-Datta, M. E., & Y. Jia, (2014), Investor Protection and Corporate Cash Holdings Around the World: New Evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 43(2): 245-273.
79. Islam, S. (2012), Manufacturing Firms' Cash Holding Determinants: Evidence from Bangladesh, *International Journal of Business and Management*, 7(6): 172-184.
80. Jensen, M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review*, 76(2): 323-329.
81. Jensen, M. C. (1993), The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, 48(3): 831-880.
82. Jensen, M. C., & W. H. Meckling., (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4):305-360.

83. John, T., (1993), Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage, and Costs of Financial Distress, *Financial Management*, 22(3) : 91-100.
84. Jones, S., S .Carley., & M. Harrison., (2003), An Introduction to Power and Sample Size Estimation, *Emergency Medicine Journal: EMJ*, 20(5): 453.
85. Kariuki, S. N., G. S. Namusonge., & G. O. Orwa, (2015), Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Private Manufacturing Firms in Kenya, *International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences*, 4(6): 15-33.
86. Keynes, J. (1936), The General Theory of Employment, Interest and Money, *Ed: Macmillan London*.
87. Kim, J., H. Kim., & D. Woods, (2011), Determinants of Corporate Cash-Holding Levels: An Empirical Examination of the Restaurant Industry, *International Journal of Hospitality Management*, 30(3): 568-574.
88. Konig, P. J. (2015), Liquidity Requirements: A double-edged Sword. *42th issue (December 2015) of the International Journal of Central Banking*, 11(4): 129-168.
89. Kusnadi, Y., Z. Yang., & Y. Zhou, (2015), Institutional Development, State Ownership, and Corporate Cash Holdings: Evidence from China, *Journal of Business Research*, 68(2): 351-359.
90. Lakens, D. (2014), Observed Power, and what to do if your Editor Asks for post-hoc power analyses, *The 20% Statistician*.
91. Lenth, R. V. (2007), Post hoc power: Tables and Commentary. *Iowa City: Department of Statistics and Actuarial Science, University of Iowa*: 1-13.

92. Lin, C. M., , M. L. Chan., I. H. Chien., & K. H. Li, (2018), The relationship Between Cash Value and Accounting Conservatism: The Role of Controlling Shareholders. *International Review of Economics & Finance*, 55: 233-245.
93. Lin, K., J. D .Piotroski., Y. G Yang., & J. Tan, (2012), Voice or exit? Independent Director Decisions in an Emerging Economy. *Independent Director Decisions in an Emerging Economy (October 22, 2012)*. Available online at: http://ssrn.com/abstract_id=2166876.
94. Loncan, T. R., & J. F. Caldeira, (2014), Capital Structure, Cash Holdings and Firm Value: a Study of Brazilian Listed Firms, *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64): 46-59.
95. Louis, H., A. X Sun., & O. Urcan, (2012), Value of Cash Holdings and Accounting Conservatism, *Contemporary Accounting Research*, 29(4): 1249-1271.
96. Lu, L. Y., G .Shailer., & Y. Yu, (2017), Corporate Social Responsibility Disclosure and the Value of Cash Holdings, *European Accounting Review*, 26(4): 729-753.
97. Luo, Q., & T. Hachiya, (2005). Corporate Governance, Cash Holdings, and Firm Value: Evidence from Japan, *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 8(04): 613-636.
98. Magerakis .E, (2015), Cash Holdings and Firm Characteristics: Evidence from Uk Market, *Master Thesis*, University of Patras, P.P 1-73, Available at, www.Pdfs.semanticscholar.org/979e/2694ec234300730d897571de6f47a1a6e566.pdf.
99. Martínez-Sola, C., P. J. García-Teruel., & P. Martínez-Solano, (2013), Corporate Cash Holding and Firm Value, *Applied Economics*, 45(2): 161-170.

100. Masood, A., & A. Shah, (2014). Corporate Governance and Cash Holdings in Listed Non-Financial Firms of Pakistan, *Business Review*, 9(2): 48-72.
101. Matnor, F. & Z. Sulong., (2017), The Interaction Effect of Ownership Structure and Board Governance on Dividends: Evidence from Malaysian Listed Firms, *Capital Markets Review*, 15(1&2): 73-101.
102. McCrum-Gardner, E. (2010), Sample size and power calculations made simple. *International Journal of Therapy and Rehabilitation*, 17(1): 10-14.
103. McLeod, S. A. (2019, July 10). *What does effect size tell you? Simply psychology*: <https://www.simplypsychology.org/effect-size.html>.
104. Megginson, W. L., B. Ullah., & Z. Wei, (2014), State Ownership, Soft-budget Constraints, and Cash Holdings: Evidence from China's Privatized Firms, *Journal of Banking & Finance*, 48:276-291.
105. Mihai, I. O., R. I. Radu., & B. G. Dragan, (2018), Determining the Factors of Cash Holdings—the Case of Romanian Non-Financial Companies, *In Forum Scientiae Oeconomia*, 6(3): 53-65.
106. Mishra, A. V. (2014), Foreign Ownership and Firm Value: Evidence from Australian Firms, *Asia-Pacific Financial Markets*, 21(1) : 67-96.
107. Moghaddam, G. & M. Abbaspour, (2015), The Relationship Between Capital Structure, Cash Holdings and Firm Value in Companies Listed in Tehran Stock Exchange, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 6(9): 1-11.
108. Mohd, K. N. T., R. A Latif., & I. Saleh, (2015), Institutional Ownership and Cash Holding, *Indian Journal of Science and Technology*, 8(32):1-6.

109. Morais, F., & P. Silva, (2013), Determinants of Cash Holdings in the Accommodation Industry, *A formatação da Revista Obedece à 6ª Edição Das Normas*, 1(1):95-136.
110. Myers, S. (1984), The Capital Structure, *Journal of Finance*, 39(3): 572-592.
111. Myers, S. C., & N. S. Majluf, (1984), Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have (No. w1396), *National Bureau of Economic Research*, 13(2):187-221.
112. Myers, S. C., & R. G. Rajan, (1998), The Paradox of Liquidity. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3): 733-771.
113. Nagata, K., & P. Nguyen, (2017), Ownership Structure and Disclosure Quality: Evidence from Management Forecasts Revisions in Japan, *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(6): 451-467.
114. Nhan, D&P. Ha, (2016), Cash Holding ,State Ownership and Firm Value: the Case of Vietnam, *International Journal of Economics and Financial* , 6(56):110-114.
115. Nguyen, P. A., A. Kecskés., & S. Mansi, (2017), Does Corporate Social Responsibility Create Shareholder Value? The Importance of Long-Term Investors. *Journal of Banking & Finance*, 3(1): 1-21.
116. Nguyen, T. L. H., L. N. T. Nguyen., & T. P. V. Le, (2016), Firm Value, Corporate Cash Holdings and Financial Constraint: A Study From a Developing Market, *Australian Economic Papers*, 55(4): 368-385.
117. Nikolov, B. & T. Whited., (2011), Agency Conflicts and Cash: Estimates from a Structural Model, *Working paper*, University of Rochester.

118. Opler, T., L .Pinkowitz., R .Stulz., & R..Williamson, (1999), The determinants and Implications of Corporate Cash Holdings, *Journal of Financial Economics*, 52(1): 3-46.
119. Ozkan, A., & N. Ozkan, (2004), Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies, *Journal of Banking & Finance*, 28(9): 2103-2134.
120. Papaioannou, G. J., E. Strock., & N. G. Travlos., (1992), Ownership Structure and Corporate Liquidity Policy, *Managerial and Decision Economic*, 13(4): 315-322.
121. Phan, H., N. Nguyen., H.Nguyen., & S. Hegde., (2019), Policy Uncertainty and Firm Cash Holdings, *Journal of Business Research*, 95: 71-82.
122. Pinkowitz, L., R.Stulz., & R. Williamson, (2016). Dose the Contribution of Corporate Cash Holdings Governance, *Business Lawyer*, 48(1): 59-77.
123. Pinkowitz Lee, Stulz René M & Williamson Rohan (2016), Do U.S. Firms Hold More Cash than Foreign Firms Do?, *The Review of Financial Studies*, 29(2): 309-348, Available at, <http://rfs.oxfordjournal.s.org>.
124. 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.
125. Rizeanu, S. (2011). *Essays in Corporate Governance* (Doctoral dissertation, University of South Carolina).
126. Rosikah.,D.K. Prananingrum &D.A. Muthalib., (2018). Effects of Return on Asset Return on Equity, Earning per Share on Corporate Value, *The International Journal of Engineering and Science*, 7(3): 6-14.

127. Roy, A. (2018). Corporate Governance and Cash Holdings in Indian firms. *Governance and Regulations' Contemporary Issues (Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis*, 99: 93-119.
128. Saddour, K. (2006). *The Determinants and the Value of Cash Holdings: Evidence from French Firms* (No. halshs-00151916). available at: <http://www.finance.dauphine.fr/wpcontent/upload/2015/07/cereg200606>.
129. Safdar, M. (2017). Impact of Ownership Structure on Cash Holding and Debt Maturity Structure. *Master Thesis*, Faculty of Management and Social Sciences, Capital university of Science and Technology, Islamabad, Pakistan, February.
130. Sánchez, J. & E. Yurdagul , (2013), Why Are Corporations Holding So Much Cash?, *The Regional Economist*, 21(1) : 5-8.
131. Salim, M., & R.Yadav, (2012), Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies, *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65: 156-166.
132. Seifert, B. & H .Gonenc., (2018), The Effect of Country and Firm-Level Governance on Cash Management, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 52: 1-16.
133. Sheikh, N. A., & M. I. Khan, (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.
134. Sheikh, N. A., & M. I. Khan, (2016), Effects of Excess Cash, Board Attributes and Insider Ownership on Firm Value: Evidence from Pakistan, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 10(1): 29-39.

135. Shin, M., S .Kim., J Shin., & J. Lee, (2017), Earnings Quality Effect on Corporate Excess Cash Holdings and their Marginal Value, *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(4): 901-920.
136. Shleifer, A., & R. W. Vishny, (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of political economy*, 94(3, Part 1): 461-488.
137. Sher, G., (2014), Cashing in for Growth: Corporate Cash Holdings as an Opportunity for Investment in Japan, *IMF Working Pper, International Monetary Fund* : 1-34.
138. Singh, A. K., & P. Bansal, (2016), Impact Of Financial Leverage On Firm's Performance And Valuation: A Panel Data Analysis, *Indian Journal of Accounting*, 2: 73-80.
139. Smith, A., (1826), An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, *The Making of The Modern World, London*, available at: <https://www.marxists.org/reference/archive/Smith-adam/Works/Wealth-of->
140. Stretcher, R. & S. Johnson., (2011), Capital Structure: Professional Management Guidance, *Managerial Finance*, 37 (8) :788-804.
141. Stulz, R., (1990), Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics*, 26(1): 3-27.
142. Subanidja, S., A .Rajasa., E .Suharto., & J. D. Atmanto., (2016), The Determinants of firm Value: The Role of Earnings Management and Good Corporate Governance, *Corporate Ownership and Control*, 13(4): 609-615.
143. Sumiati, S. (2020), Effect of Cash Holding on Firm Value with Ownership Structure as A Moderating Variable in Indonesia Company, *Journal Aplikasi Management*, 18(1): 122-129.

144. Sun, Q., K .Yung., & H.Rahman, (2012), Earnings Quality and Corporate Cash Holdings, *Accounting & Finance*, 52(2): 543-571.
145. Tayem, G., (2017), The Determinants of Corporate Cash Holdings: The Case of a Small Emerging Market, *International Journal of Financial Research*, 8(1): 143-154.
146. Turturean, C. (2015), Who's Afraid of the Effect Size?, *Procedia Economics and Finance*, 20: 665-669.
147. Ullah, H., G .Saeed., & A. Zeb., (2014), Corporate Ownership Structure and Firm Excess Cash Holdings: Evidenced from Emerging Markets, Pakistan, *Abasyn University Journal of Social Sciences*, 7(2): 229-244.
148. Ullah, S., & Y .Kamal, (2018), Corporate Cash Holdings and Shareholder Wealth: Evidence from Pakistani Market, *Pakistan Business Review*, 19(4): 978-994.
149. Uyar, A., & C. Kuzey, (2014), Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from the Emerging Market of Turkey, *Applied Economics*, 46(9): 1035-1048.
150. Vo, X. V. (2018), Foreign Ownership and Corporate Cash Holdings in Emerging Markets, *International Review of Finance*, 18(2): 297-303.
151. Wasiuzzaman, S. (2014), Analysis of Corporate Cash Holdings of Firms in Malaysia, *Journal of Asia Business Studies*, 8(2): 118-135.
152. Wu, W, (2017), Multinational Firms and Cash Holdings: Evidence from China, *Finance Research Letters*, 20: 184-191, Available at, https://Link.Library.smu.edu.sg/cgi/view_content.cgi?article=6318.
153. Zahedi, J., E .Talebi., & S. L. Aval, (2015), Ownership Concentration, Cash Holding and Firm Value, *International Journal of Management, Accounting and Economics*, 2(8): 902-912.

تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة" دراسة /تجريبية ...

د/ ريم محمد محمود عبد المنعم

154. Zhang, L., & A. Ortmann, (2013), Exploring the Meaning of Significance in Experimental Economics, *UNSW Australian School of Business Research Paper*, (2013-32).
155. Zhang, S., & T. Ling, (2016), Cash Holding and Firm Value: Evidence from the US Market from 1999 to 2015, *Master of Science in Finance*, Faculty of Business Administration, Simon Fraser University.