



**أثر العلاقة التفاعلية بين أنماط هيكل الملكية وعدم تماثل  
المعلومات علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية**

**The effect of the interactive relationship  
between Ownership Structure Patterns  
and Information Asymmetry on Cash  
Holding: an applied study**

**د / محمد رمضان محمد شعبان**  
مدرس بقسم المحاسبة  
كلية التجارة- جامعة طنطا

mohamed.shaban3@commerce.tanta.edu.e

**مجلة الدراسات التجارية المعاصرة**

كلية التجارة - جامعة كفر الشيخ  
المجلد 10 العدد 17 - الجزء الأول  
يناير 2024م

**رابط المجلة : <https://csj.journals.ekb.eg>**

## ملخص البحث:

تهدف هذه الدراسة الي تحليل دوافع إتجاه الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية، ومحاولة التحقق من مدي وجود أثر لعدم تماثل المعلومات علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية، وكذلك التحقق من مدي وجود أثر للعلاقة التفاعلية بين أنماط هيكل الملكية وعدم تماثل المعلومات علي مستوي إحتفاظ الشركات بالنقدية بالتطبيق علي عينة من الشركات المساهمة المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، وذلك خلال الفترة من عام 2015 حتي عام 2019، وقد إستخدم الباحث نماذج الإنحدار المتعدد بعد إدخال مجموعة من المتغيرات الرقابية للنماذج وفقاً لما جاء بأغلب الدراسات المرتبطة بموضوع الدراسة.

وقد أظهرت نتائج وجود أثر طردي ذو دلالة احصائية بين عدم تماثل المعلومات ومستوي الإحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة. كذلك توصلت الدراسة الي وجود أثر طردي ذو دلالة احصائية بين علاقة كلاً من الملكية المركزة والملكية العائلية والملكية المؤسسية مع عدم تماثل المعلومات علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة. بينما توصلت الدراسة لعدم وجود أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة كلاً من الملكية الإدارية والملكية الأجنبية مع عدم تماثل المعلومات علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.

**الكلمات المفتاحية:** عدم تماثل المعلومات، مستوي الإحتفاظ بالنقدية، هيكل الملكية، نظرية الوكالة.

## Abstract:

This study aims to analyze the motives behind companies' tendency toward cash holding, and attempt to verify the extent to which there is an effect of information asymmetry on cash holding, as well as verifying the extent to which there is an effect of the interactive relationship between ownership structure and information asymmetry on companies' cash holding by applying it to a sample of Egyptian companies, Listed on the Egyptian Stock Exchange, during the period from 2015 to 2019, the researcher used multiple regression models after introducing a group of regulatory variables to the models according to what was reported in most studies related to the subject of the study.

The results showed a statistically significant effect between information asymmetry and cash holding . The study also found a statistically significant effect between the relationship of concentrated ownership, family ownership, and institutional ownership with asymmetric information on cash holding. While the study found that there was no statistically significant effect between the relationship of managerial ownership and foreign ownership with asymmetric information on cash holding.

**Keywords:** Information Asymmetry, Cash Holding, Ownership Structure, Agency theory

## ١ - الإطار العام للبحث

### 1/1 مقدمة

تعد النقدية من أهم الأصول التي تلعب دوراً حيوياً في منشآت الأعمال المختلفة. فإحتفاظ الشركات بكميات كبيرة من النقدية يعني عدم كفاءة تخصيص الموارد المالية، في حين أن الرصيد النقدي غير الكافي يعرض الشركات لمخاطر عدم الوفاء بالتزاماتها وضياع فرص استثمارية مربحة (Khatib et al., 2022). ويعتبر قرار الاحتفاظ بالنقدية من أهم القرارات الاستراتيجية التي قد تتخذها الشركات وهو أحد صور إدارة النقدية، فالاحتفاظ بالنقدية يساعد الشركات على الوفاء بالتزاماتها وقيامها بأنشطتها التشغيلية والتحوط من أي تقلبات غير متوقعة في التدفقات النقدية وإقتناص الفرص الإستثمارية المستقبلية (Huang et al., 2022). ومن ثم فإن استراتيجيات الاحتفاظ بالنقدية ذات أهمية كبيرة لصانعي القرار، وتحتاج الشركات الي ادارة النقدية لديها لأغراض المعاملات والتحوط والاستثمار (da Cruz et al., 2019). وعلي الرغم من تلك المنافع إلا أن الاحتفاظ بمستوي عالي من النقدية ينطوي علي تحمل الشركة لتكاليف تتمثل في تكلفة فقد فرص استثمارية مربحة ذات عائد أعلى من العائد المتوقع من الاصول السائلة (Dittmar et al., 2003).

وقد شهدت مستويات الاحتفاظ بالنقدية للشركات اتجاهاً تصاعدياً واضحاً في جميع أنحاء العالم على مدار العقدين الماضيين. فقد أشارت دراسة (Amess, et al. 2015) الي أن أكبر 1000 شركة غير مالية على مستوى العالم تمتلك 2.8 مليار دولار نقداً، وأن مجموع الاصول النقدية لجميع الشركات الأمريكية وحدها قدرت بـ 5 مليار دولار، وقد تضاعفت الاصول النقدية للشركات الأمريكية لتصل إلى حوالي 13٪ من إجمالي أصول تلك الشركات. كما أشارت دراسة (Gupta and Bedi, 2020) أن إجمالي النقدية المحتفظ بها في قائمة أكبر 25 شركة أمريكية في عام 2018 بلغت 24.4 مليار دولار أمريكي، وهو ما يمثل نمواً كبيراً مقارنة بعام 2017 والتي بلغت 16.3 مليار دولار أمريكي. أما دراسة (Ferreira and Vilela, 2004) فقد أشارت الي أن الاصول النقدية بالشركات الأوروبية تمثل 15٪ من إجمالي أصولها في بداية العقد الأول من القرن الحادي والعشرين. في حين أن الشركات الصينية الكبرى تحتفظ بأصول نقدية تزيد نسبتها عن 20٪ من إجمالي أصولها (Chen et al., 2012).

احتفاظ الشركات بالنقدية يرتبط بصورة أساسية بقراراتها الاستثمارية والتمويلية، وفي ظل أسواق رأس المال المثالية فإن الشركة يمكنها الحصول علي النقدية اللازمة لتمويل فرصها الاستثمارية وبسعر عادل، وبالتالي يقل الدافع حول الإحتفاظ بقدر كبير من النقدية، حيث تستثمر الشركات أموالها في مشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة وتعيد الأموال النقدية الزائدة إلى المساهمين في صورة توزيعات (Pinkowitz et al., 2006). ولكن هذا ليس هو الحال في الواقع الفعلي، ففي حالة الأسواق الأقل كفاءة فإن الشركة قد تواجه صعوبة في الحصول علي فرص التمويل اللازم مما يدفع تلك الشركات الي الإحتفاظ بالنقدية للوفاء بمتطلباتها وتمويل الفرص الإستثمارية المستقبلية (Amess et al., 2015). ويفضل مديري الشركات التي لديها نقدية فائضة الي الاحتفاظ بالنقدية كاحتياطات للسيطرة على موارد الشركة. على الرغم من أن التراكم الكبير للاحتياطات

النقدية يمكن الشركة من تمويل الفرص الاستثمارية المستقبلية وتجنب الأحداث غير المتوقعة مثل الصدمات الاقتصادية السلبية، إلا أنه قد يؤدي إلى حدوث مشاكل الوكالة بين المديرين والمساهمين، وأن إدارة الشركة قد تستخدم النقدية الفائضة في تحقيق منافع شخصية علي حساب مصالح المساهمين (Jensen, 1986).

## 2/1 مشكلة البحث

تناولت الدراسات السابقة موضوع دوافع الشركات للإحتفاظ بالنقدية من خلال توجيهين، يتمثل التوجه الأول في استخدام نظريات هيكل رأس المال في تفسير تلك الظاهرة، وأهمها نظرية المقايضة والتي تفاضل بين تكاليف ومنافع الإحتفاظ بالنقدية وتسعي للحصول علي مستوي أمثل من النقدية المحتفظ بها، ونظرية الترتيب الهرمي التي تشير الي أن مستوي الإحتفاظ بالنقدية يرتبط بعدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والأطراف الخارجية مما يجعل التمويل الخارجي عالي التكلفة وبالتالي تميل إدارة الشركة أكثر الي الاتجاه الي التمويل الداخلي، وكذلك نظرية التدفق النقدي الحر والتي تشير الي أن النقدية الزائدة تسمح لإدارة الشركة بإمكانية استثمار هذه النقدية الفائضة بعائد أقل من تكلفة رأس المال نتيجة وجود تعارض المصالح بين إدارة الشركة والمساهمين ( Zhang et al., 2023; Anandita and Septiani, 2023; Bangun and Natsir, 2022; Clarkson et al., 2020; Myers and Majluf, 1984; Kim et.al., 1998; Opler et.al., 1999; Ozkan and Ozkan, 2004).

بينما ركز التوجه الثاني علي نظرية الوكالة وعلي مشاكل الوكالة التي تنشأ من عدم تماثل المعلومات بين أصحاب المصالح المختلفين وإدارة الشركة. وتشير نظرية الوكالة إلى أنه إذا لم يتم الرقابة علي سلوك وتصرفات الإدارة بشكل كافٍ، فسوف تسعى إدارة الشركات الي الإحتفاظ بنقدية زائدة لتعظيم منافعها الخاصة علي حساب مصالح المساهمين ( Dittmar et.al., 2003; Harford et.al., 2008; Kalcheva and Lins, 2007; Pinkowitz et.al., 2006; Amess et al. 2015; Kalcheva and Lins, 2007; Kusnadi, 2011; Bosse and Phillips, 2016; Al-Najjar and Clark 2017).

ويتضح من خلال تلك الدراسات أن عدم تماثل المعلومات محدد رئيسي لمستوي إحتفاظ الشركات بالنقدية، مما يدفع بأهمية تناول العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتوجه الشركات نحو الإحتفاظ بالنقدية، وتعتبر نظرية الوكالة من أكثر المداخل المستخدمة من قبل الباحثين في تفسير تلك العلاقة، حيث يتوقف مستوي الإحتفاظ بالنقدية علي طبيعة العلاقة بين إدارة الشركة وملاكها (مصطفي، 2020). وتنشأ مشاكل الوكالة نتيجة ظاهرة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وحملة الاسهم، وينتج عنها تكاليف الوكالة بسبب الصراع بين اصحاب المصالح المختلفين نتيجة محاولات مراقبة سلوك المديرين. وتساهم اليات الحوكمة الفعالة في الحد من تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين من خلال خلق التوازن في المعلومات المتاحة للطرفين، وكلما زادت فعالية اليات الرقابة

علي أداء الادارة كلما أدي الي إنخفاض عدم تماثل المعلومات وبالتالي خفض تكاليف الوكالة، وتقييم أعلى للسهم، وتحسين الأداء على المدى الطويل (Chu and Wu, 2014).

وقد أوضحت نتائج دراسة (Nikolov and Whited, 2014) أن حوكمة الشركات لها تأثير هام وجوهري علي قرارات الاحتفاظ بالنقدية. كما أكد (Jensen, 1986) في فرضيته للتدفق النقدي الحر، علي أن الادارة قد تتردد في توزيع النقدية الفائضة على المساهمين، ومع عدم وجود آلية حوكمة فاعلة، ليس من الممكن تجنب قيام المديرين المهتمين بمصلحتهم الذاتية بالاستثمار في مشاريع منخفضة العائد على حساب توزيع الاحتياطيّات النقدية على المساهمين. ويشير هذا إلى أهمية دور آليات حوكمة الشركات في الرقابة علي كيفية إدارة النقدية الفائضة ويوفر دافعاً لدراسة دور أنماط هيكل الملكية كأحد آليات حوكمة الشركات في الحد من عدم تماثل المعلومات ودراسة تأثير ذلك على مستوي احتفاظ الشركات بالنقدية.

إن هيكل الملكية كأحد آليات حوكمة الشركات يعد أحد الاساليب التي تساهم في التخفيف من مشاكل الوكالة والحد من السلوك الانتهازي للادارة، حيث تساهم في الرقابة علي أداء الادارة وتخفف من عدم تماثل المعلومات الناتج عن تضارب المصالح بين إدارة الشركة وأصحاب المصالح المختلفين، وبالتالي يعكس علي مستوي احتفاظ ادارة الشركة بالنقدية (Amess et al., 2015). وقد تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين هيكل الملكية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية، وقد جاءت نتائج هذه الدراسات متباينة وتختلف تبعاً لكل نمط من أنماط هيكل الملكية. فقد أشار البعض الي أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية ينخفض مع زيادة الملكية الإدارية مما يشير إلى أن المديرين التنفيذيين لا يحتفظون بأموال إضافية لتحقيق منافع شخصية (Chen and Chuang, 2009; Thanatawee, 2019). بينما أشار البعض (Yu et al., 2015; Lee and Lee, 2009) إلى أن هناك علاقة طردية بين الملكية الإدارية وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية. وأفاد آخرون عن وجود علاقة غير خطية بين الاحتفاظ بالنقدية والملكية الإدارية (Drobetz and Grüninger 2007; Ozkan and Ozkan 2004).

بالإضافة إلى ذلك، وباستخدام الملكية المؤسسية، أفادت بعض الدراسات (السيد، 2018; Nguyen and Rahman, 2020; Loncan, 2020; عن وجود علاقة سلبية بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية، مما يشير إلى أن هذا التأثير من المحتمل أن ينتقل إلى النقدية عن طريق الحد من مشاكل الوكالة وتخفيف القبول المالية. على جانب آخر توصلت بعض الدراسات (Al-Najjar and Clark, 2017; Karpavicius and Yu, 2017; Harford et.al., 2012; ) الي وجود علاقة طردية بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية، بينما دراسة كل من (Khan et al., 2016; Hassani and Torabi, 2014) توصلت الي عدم وجود علاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية. ولم تحظي أنماط الملكية الأخرى مثل الملكية المركزة والملكية العائلية والملكية الأجنبية نفس الإهتمام من قبل الباحثين (Ferreira and Vilela, 2004)، ولذلك تحاول الدراسة الحالية تناول أنماط الملكية المختلفة وتأثيرها التفاعلي مع عدم تماثل المعلومات علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية.

يتضح مما سبق أن عدم تماثل المعلومات يعد محدد رئيسي لإحتفاظ المديرين التنفيذيين بالنقدية، وأن وجود آليات فاعلة للرقابة علي تصرفات وسلوك الإدارة يعمل علي الحد من عدم تماثل المعلومات، وأن نتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية كأحد آليات حوكمة الشركات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية جاءت متباينة كما أنها لم تتناول كافة اشكال أنماط الملكية المختلفة، وهو ما يمثل دافعاً الي المساهمة في تلك النقطة البحثية من خلال دراسة الأثر التفاعلي لأنماط هيكل الملكية المختلفة مع عدم تماثل المعلومات علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية، وبالتالي تتمثل مشكلة البحث في محاولة الإجابة عن السؤال البحثي التالي:

**هل يوجد أثر معنوي للعلاقة التفاعلية بين أنماط هيكل الملكية وعدم تماثل المعلومات علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المساهمة المصرية؟**

### 3/1 هدف البحث

يهدف البحث الحالي إلي دراسة وإختبار العلاقة بين عدم تماثل المعلومات ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، وكذلك إختبار الأثر التفاعلي بين أنماط هيكل الملكية وعدم تماثل المعلومات علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية، بالتطبيق علي الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من عام 2015 حتي عام 2019.

### 4/1 أهمية البحث

تتمثل أهمية هذا البحث في المساهمة في الفكر المحاسبي المتزايد حول دراسة دوافع الادارة للاحتفاظ بالنقدية، ومحاولة تفسير تلك الظاهرة من خلال إستخدام نظرية عدم تماثل المعلومات حيث يوجد ندرة في الدراسات التي تتناول اثر عدم تماثل المعلومات علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية، كما تقدم الدراسة دليلاً ميدانياً حول الأثر التفاعلي لأنماط هيكل الملكية وعدم تماثل المعلومات علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية.

### 5/1 تنظيم البحث

في محاولة الباحث لتحقيق هدف البحث والإجابة علي التساؤلات البحثية، فقد تم تقسيم الجزء المتبقي من البحث علي النحو التالي:

2- مستوي الاحتفاظ بالنقدية.

3- تحليل العلاقة بين هيكل الملكية وعدم تماثل المعلومات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية وبناء فروض الدراسة.

1/3 تحليل العلاقة بين عدم تماثل المعلومات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية

2/3 تحليل العلاقة بين أنماط هيكل الملكية وعدم تماثل المعلومات وإنعكاسها علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية.

4- الدراسة التطبيقية.

5- النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية.

٢- مستوى الاحتفاظ بالنقدية

تلعب النقدية دوراً مركزياً في العديد من القرارات التي تتخذها الإدارة، كما أن المعلومات المتعلقة بالتدفقات النقدية تمكن من إدارة عمليات المنشأة بصورة أكثر كفاءة وتؤدي إلى اتخاذ القرارات المثلى في مجالات العمليات التشغيلية والاستثمارية والتمويلية (Amess et al., 2015). ويعد الاحتفاظ بالنقدية من أهم جوانب السياسة المالية للشركات، فالاحتفاظ بالنقدية هو الطريقة الأكثر شيوعاً للشركات للحفاظ على مستوى سيولة كافي (Almeida et al., 2014).

وقد أجرى (Opler et al., 1999) أول دراسة تجريبية رائدة حول العوامل المسببة لإحتفاظ الشركات بالنقدية، مما أدى إلى ظهور اهتمام كبير من قبل الباحثين بتلك النقطة البحثية، وقد أوضحت تلك الدراسة أن الإحتفاظ بالنقدية يمكن الشركات من الاستجابة للتغيرات غير المتوقعة في التدفقات النقدية، ومخاطر التحوط، وعمليات التمويل اليومية، وتمويل الاستثمارات طويلة الأجل.

إن الاحتفاظ بالنقدية يحقق العديد من المنافع، فيمكن استخدام الأموال النقدية لتمويل الأنشطة التشغيلية للشركات خلال فترات الضوائق المالية (Campello et al., 2011). كما أنه يساعد في تقليل تكاليف التمويل الخارجي (Almeida et al., 2004)، ويعمل على سداد التزامات الديون أثناء الضوائق الاقتصادية (Acharya et al., 2007)، كما أنه يمكن الشركات من الحصول على الفرص الاستثمارية التي يمكن مقابلتها (Ferreira and Vilela, 2004). علاوة على ذلك، فإن الشركات يمكن أن تفقد فرص استثمارية جيدة في حالة وجود قيود على التمويل، وبالتالي، يمكن استخدام النقدية المحفوظ بها لتغطية الاحتياجات المستقبلية من التمويل (Bates et al. 2009).

إن القيود المالية قد تؤثر بشكل كبير على التدفقات النقدية للشركات والاصول النقدية ذات الصلة بقراراتها الاستثمارية، ويجب أن يكون الاستثمار مرتبطاً بشكل إيجابي بمستويات التدفق النقدي للشركات، وبالتالي فإن الحساسية الإيجابية للتدفق النقدي للاستثمار تعكس وجود قيود مالية أو فرص نمو كبيرة (Amess, et al. 2015). ويرى (Almeida et al. 2004) أن المديرين في الشركات المقيدة مالياً يجب أن يكون لديهم على الأقل ميل أكبر لتوفير النقدية من التدفقات النقدية الإضافية بغرض تأمين التمويل المستقبلي مقارنة بنظرائهم في الشركات غير المقيدة نسبياً، ومن ثم، فإنهم يميلون الي إيدار النقدية بدلاً من الدخول في استثمارات جديدة لتجنب تكلفة التمويل الخارجي. كما قامت دراسة (Denis and Sibilikov, 2010) بالبحث في سبب ميل المديرين الذين يتوقعون قيوداً مالية إلى الاحتفاظ بالأموال النقدية، وأكدت الدراسة أن الاحتفاظ بالنقدية مرتبط بزيادة الإنفاق الاستثماري في ظل وجود قيود مالية. وهو ما يتفق مع دراسة (Almeida et al. 2004) من خلال التأكيد علي اهمية الاصول النقدية بالنسبة للشركات المقيدة مالياً لأنها تمكن هذه الشركات من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المستقبلية.

1/2دوافع الاحتفاظ بالنقدية



تناولت العديد من الدراسات السابقة الدوافع المختلفة لإحتفاظ الشركات بالنقدية، وتمثلت تلك الدوافع في خمس دوافع، وهي دافع المعاملات، الدافع الوقائي، دوافع الوكالة، دافع المضاربة والدافع الضريبي (Jensen, 1986; Khatib et al. 2022; Xu et al. 2019; Bates et al. 2009; Bangun and Natsir, 2022; مليجي، 2018).

يشير دافع المعاملات The Transaction Motive الي أن الشركات تحتفظ بالنقدية لمواجهة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة قصيرة الأجل، وللوفاء بالأنشطة التشغيلية والمعاملات اليومية للشركة وبالتالي تسمح النقدية بتجنب تكاليف المعاملات الناتجة عن التمويل الخارجي، أو الناتجة عن بيع أحد الأصول للوفاء بالالتزامات الجارية (Bangun and Natsir, 2022). النقدية المحتفظ بها تخفض من احتمالية تكبد تكاليف اضافية نتيجة عدم كفاية التدفقات النقدية التي تولدها الأنشطة التشغيلية بالشركة للوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل ولذلك تحتفظ الشركات بالنقدية عندما تكون تكلفة الفرصة البديلة لنقص النقدية عالية (Dittmar et al. 2003). كما أشارت دراسة (Khatib et al. 2022) إلى أن الشركة قد تحتاج إلى موارد سائلة لتسيير عملياتها اليومية وفي حالة ندرة النقدية في وقت الحاجة، فقد تضطر الشركة إلى تصفية بعض الأصول للوفاء بالتزاماتها مما يزيد من تكاليف المعاملات، ويمكن تجنب هذه التكاليف عن طريق الاحتفاظ بمزيد من الأصول السائلة.

أما وفقاً للدافع الوقائي The Precautionary Motive فيمكن للشركة الاحتفاظ بالنقدية على أساس قدرتها على سداد الالتزامات المستقبلية التي لا يمكن للشركة التنبؤ بها (Bangun and Natsir, 2022)، وبالتالي يشير الدافع الوقائي الي تأثير عدم تماثل المعلومات حول عملية الحصول علي التمويل الكافي مستقبلاً لمواجهة النفقات الإضافية غير المتوقعة مثل تقلبات الأسعار، وارتفاع التكاليف، ودرجة توافر المواد الخام، أو أي مواقف أخرى غير متوقعة، الأمر الذي يدفع الشركات الي الاحتفاظ بالنقدية للمساهمة في تغطية الشركات لهذه الاحتياجات (Xu et al. 2019).

كما أوضح (Mouline, 2021) أن الدافع الوقائي يشير الي أن الشركات تحتفظ بالنقدية كوسيلة للاستعداد للصددمات غير المتوقعة التي تتعرض لها مواردها المالية، ويرجع ذلك الي عدم التأكد المحيط في البيئة الاقتصادية وطبيعة النشاط الذي تقوم به الشركات. وعلي الرغم من إمكانية حساب المخاطر المحتملة المرتبطة بالنشاط مسبقاً مثل التغيرات التي قد تحدث في معدل الدوران أو الربحية، إلا أن هذا لا يستبعد احتمال وقوع أحداث غير متوقعة، مثل فقدان عميل مهم أو مشروع واعد، أو حتى وقوع كارثة، دون أن يتمكن أي شخص من التنبؤ بها مسبقاً، ومن هنا تأتي مصلحة هذه الشركات في الاحتفاظ بالنقدية.

وتشير دوافع الوكالة The Agency Motives للاحتفاظ بالنقدية إلى أنه نظراً لتضارب المصالح بين الملاك والادارة، فإن تصرفات وقرارات ادارة الشركات قد لا تكون في مصلحة المساهمين، حيث يمكنهم استخدام أموال الشركة الزائدة لتعظيم ثرواتهم الخاصة بدلاً من تعظيم ثروة الملاك. وبالتالي، من المرجح أن تحتفظ ادارة الشركة بمزيد من الأموال لتعظيم منافعها الشخصية (Nikolov and Whited, 2014). كما أوضح (Amess et al., 2015) أن دوافع الوكالة تشير الي احتمال إساءة استخدام أموال الشركة من قبل كبار المسؤولين التنفيذيين المهتمين بمصالحهم الشخصية سعياً لتحقيق مكاسب خاصة وهو ما يقيد نظم الرقابة الفعالة للشركات.

ويشير دافع المضاربة The Speculative Motive الي إمكانية استخدام النقدية المحتجزة لأغراض الاستثمار من خلال المضاربة على إمكانية زيادات أسعار الفائدة في المستقبل ( Bangun and Natsir, 2022)، وبالتالي تحاول ادره الشركة استغلال الفرص الاستثمارية الاضافية وتحقيق ارباح غير عادية والاستفادة من الاستثمارات المربحة التي قد تظهر في المستقبل (Sheikh and Khan, 2015).

وأخيراً يشير الدافع الضريبي The Tax Motive الي محاولة الشركات تجنب الضرائب المرتفعة من خلال تحويل الاصول الأجنبية الي نقدية، وذلك عند اختلاف معدلات الضرائب بين بلد الشركة الأم وبلد الشركة الأجنبية (Foley et al. 2007)، وهو ما يدفع إدارة الشركة الي الاحتفاظ بالعوائد الاجنبية في صورة نقدية لتجنب الضريبة المرتفعة الناتجة عن إعادة استثمار العوائد الاجنبية ( Bates et al. 2009).

## 2/2 النظريات التي تفسر الاحتفاظ بالنقدية

لغرض تفسير دوافع الشركات للاحتفاظ بالنقدية فقد استخدمت الدراسات السابقة العديد من النظريات التي تفسر ذلك التوجه، وتتمثل تلك النظريات في نظرية المفاضلة، نظرية التدفق النقدي الحر، نظرية الترتيب الهرمي، ونظرية الوكالة ( Zhang et al., 2023; Anandita and Septiani, 2023; Bangun and Natsir, 2022; السيد، 2018; عفيفي، 2015; سليم، 2017; بلال، 2017; مليجي، 2018).

تعتمد نظرية المفاضلة Trade-off theory علي افتراض تحديد مستوي أمثل للاحتفاظ بالنقدية يعتمد علي المفاضلة بين المنافع الحدية والتكاليف الحدية للاحتفاظ بالنقدية، وقد قدمت دراسة ( Opler et al., 1999) نموذج لإدارة النقدية يتم من خلاله تحديد المستوى الأمثل للنقدية ومقابلتها بالمستوى الأمثل للديون. ووفقاً لنظرية المفاضلة فإن الشركات لديها مستوى مستهدف من النقدية يتزايد مع فرص النمو وعدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المستقبلية لمشروعاتها، ويتناقص المستوى المستهدف من النقد مع زيادة إمكانية الوصول إلى فرص التمويل اللازمة لمواجهة الاحتياجات المستقبلية، فالشركات تحتفظ بالنقدية عندما يكون التدفق النقدي اللازم للاستثمار منخفضاً وعندما يكون الحصول علي التمويل ذو تكلفة عالية ( Opler et al., 1999).

يتولد عن الاحتفاظ بالنقدية عدة منافع، حيث تلعب النقدية دوراً أساسياً في الوفاء بمعاملات الشركة اليومية وكذلك تمويل الأنشطة التشغيلية والاستثمارية وزيادة فرص نمو الشركة (Habib et al., 2017)، كما تتحمل الشركة تكلفة الاحتفاظ بالنقدية والتي تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة نتيجة فقد فرص استثمارية ذات عائد اعلي من عائد الاحتفاظ بالنقدية (Dittmar et al., 2003). ومن ثم، فإن المستوي الأمثل للاحتفاظ بالنقدية يتم تحديده من خلال المفاضلة بين تكلفة الفرص البديلة الناتجة عن الاحتفاظ بأصل سائل وعائد تمويل فرص الاستثمار المستقبلية في ظل وجود تمويل خارجي أكثر تكلفة (Kim et al., 1998).

أما نظرية التدفق النقدي الحر Free cash flow theory التي افترضها (Jensen, 1986) فتؤكد على صراع الوكالة بين المديرين التنفيذيين والمساهمين، وتقترح أن المديرين قد يميلون الي الاحتفاظ بمستويات نقدية عالية لزيادة سيطرتهم علي موارد الشركة وزيادة المرونة في حرية اتخاذ قرارات استثمارية تعظم من منافعهم الشخصية وذلك على حساب مصالح المساهمين. ووفقاً لهذه النظرية فإن مفهوم

التدفق النقدي الحر يشير الي التدفق النقدي الذي يزيد عن مستوي النقدية المطلوب لتغطية كافة الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة، وهو ما يسمح لإدارة الشركة بإمكانية استثمار هذه النقدية الفائضة بعائد أقل من تكلفة رأس المال نتيجة وجود تعارض المصالح بين إدارة الشركة والمساهمين (Clarkson et al., 2020).

وفقاً لدراسة (Jensen, 1986)، فإن تضارب المصالح بين المديرين وحملة الاسهم حول تخصيص التدفقات النقدية الحرة يمكن أن يخلق تكاليف الوكالة، ويفضل حملة الاسهم اجراء الشركة توزيعات أرباح علي الأسهم بدلاً من الاستثمار منخفض الكفاءة للنقدية الفائضة، بينما يفضل المديرين الاحتفاظ بالأموال النقدية وبالتالي زيادة عدد الأصول التي يمكنهم التحكم فيها واكتساب سلطة تقديرية على قراراتهم الاستثمارية.

نظرية الترتيب الهرمي Pecking Order Theory تم طرحها لأول مرة من قبل دراسة (Myers and Majluf, 1984) التي أوضحت أن الشركات تميل إلى استخدام مصادر التمويل الداخلية بدلاً من مصادر التمويل الخارجية. وذلك لأن مصادر التمويل الداخلية تعد أقل تكلفة من المصادر الخارجية، وأوضحت الدراسة أنه لا يوجد هدف نقدي تحتاج كل شركة إلى تحقيقه، وبالتالي تفترض أنه لا يوجد مستوى أمثل للاحتفاظ بالنقدية وهي بذلك تتعارض مع نظرية المفاضلة.

وتفترض هذه النظرية وجود تسلسل هرمي لتمويل الاستثمارات يتمثل في استخدام الاموال الداخلية أولاً وفي حالة عدم كفايتها يتم التوجه الي التمويل الخارجي عن طريق إصدار ادوات الدين، وأخيراً عند عدم الكفاية يتم التوجه نحو اصدار ادوات حقوق الملكية (Habib et al. 2017). حيث توضح نظرية الترتيب الهرمي أن الأموال النقدية التي تحتفظ بها الشركة هي فقط بدافع تجنب التمويل الخارجي لأنشطة الشركة، وأن التغييرات في مستوي التدفقات النقدية المولدة داخلياً هي التي تقود التغييرات في مستوي الاحتفاظ بالنقدية (Dittmar et al. 2003).

وتري نظرية الترتيب الهرمي ان توجه الشركات نحو الإحتفاظ بالنقدية يكون بسبب عدم تماثل المعلومات، فإختيار الشركات بين مختلف مصادر التمويل يكون لمصادر التمويل التي تتوافر عنها المعلومات الكافية، وفي حالة عدم تماثل المعلومات فإن تكلفة التمويل الخارجي تكون عالية (Al-Najjar, 2013) وبالتالي يتحدد مستوي النقدية كنتيجة لقرارات التمويل والاستثمار المختلفة والاعتماد بصورة أكبر علي مصادر التمويل الداخلية والحد من المصادر الخارجية الأعلى تكلفة وذلك وفقاً للنمط الهرمي للتمويل الذي قدمته النظرية (Dittmar et al. 2003).

وأخيراً نظرية الوكالة Agency Theory، تفترض أن علاقة الوكالة هي علاقة تعاقدية بين طرفين، يقوم بموجبها طرف أو أكثر (الأصيل) بتكليف طرف آخر (الوكيل) بأداء مهام معينة نيابة عنه (الأصيل)، ويجب أن يتصرف الوكيل وفقاً لسلطة اتخاذ القرارات الممنوحة له من قبل الاصيل وفقاً للقواعد الأخلاقية، وأن يقوم بالمهام والأعمال التي تتفق وتحقق أهداف ومصالح الأصيل (Zogning, 2017). علي مستوي شركات الاعمال فإنه وعلي الرغم من ارتباط مصالح كل من إدارة الشركة كوكيل وملاكها كأصيل فيما يتعلق بتحقيق منافع من تشغيل الموارد الاقتصادية الخاضعة لسيطرة الإدارة، إلا أنه قد يحدث تعارض في

المصالح بين الطرفين، ذلك التعارض يخلق ما يعرف بمشاكل الوكالة، فقد تستغل الإدارة موارد الشركة في تعظيم منافعها الخاصة علي حساب منافع الملاك (Panda and Leepsa, 2017).

ويتباين دور نظرية الوكالة في تفسير العلاقة بين الإدارة والملاك تبعاً لطبيعة أهداف كل طرف ويعد الفصل بين الملكية والإدارة وعدم تماثل المعلومات بين الطرفين هو المحرك الأساسي لوجود تعارض المصالح بين الطرفين، فالمعلومات التي تتوافر لإدارة الشركة كوكيل قد لا تصل بنفس الصورة الي الملاك كأصيل، مما قد يدفع الإدارة الي اتخاذ سلوك انتهازي لتحقيق منافع خاصة علي حساب منافع الملاك (Amess, et al. 2015; Kalcheva and Lins, 2007; Kusnadi, 2011; Bosse and ) (Phillips, 2016; Al-Najjar and Clark 2017). وعندما يواجه الاصيل (الملاك) صعوبة في مراقبة أداء الوكيل (الإدارة) لإعتماده علي المعلومات التي يقدمها اليه الوكيل، فإن الوكيل قد لا يؤدي واجباته أو قد لا يبذل الجهد المطلوب في القيام بتلك الواجبات مما قد يضر بمصالح الاصيل وهو ما يعرف بمشكلة التخلخل الأخلاقي (Moral hazard) (Zogning, 2017). كما أن نقص المعلومات المتوفرة لدي الأصيل قد تجعله غير قادر علي التحقق بشكل كامل من مهارات وقدرات الوكيل عند التعاقد وتقييم أدائه مما قد يؤدي الي قيام الاصيل بإتخاذ قرارات عكسية وهو ما يعرف بمشكلة الاختيار العكسي (Adverse selection) (Bosse and Phillips, 2016).

تتأثر قرارات الاحتفاظ بالنقدية بصورة جوهرية بمشاكل الوكالة (Neufert, 2016)، فعندما تكون مشاكل الوكالة محدودة وكانت الادارة تعمل لصالح المساهمين نتيجة وجود آليات حوكمة فعالة فإن الشركة تحتفظ بمستوي نقدية منخفض (Clarkson et al. 2020). أما في حالة زيادة مشاكل الوكالة وزيادة السلوك الانتهازي للادارة وقيامها بإتخاذ قرارات تخدم مصالحها الخاصة علي حساب مصالح المساهمين فإن الادارة تسعى الي اتخاذ قرارات من شأنها زيادة مستوي الاحتفاظ بالنقدية (Garanina and ) (Kaikova, 2016).

وقد استندت بعض الدراسات في تفسير مشاكل الوكالة المتعلقة بمستوي الاحتفاظ بالنقد الي بعض الفرضيات (Harford et al., 2008; Kuan et al., 2011; Jensen, 1986; Jensen and ) (Meckling, 1976) وهي:

(1) فرضية المرونة Flexibility Hypothesis: تفترض هذه الفرضية أن المرونة المالية المستقبلية يفضلها المديرون بدلاً من الإفراط في الاستثمار في الفترة الحالية. ويميل المديرون إلى تخزين الأموال النقدية لتمويل الاستثمارات الجيدة عندما يكون جمع الأموال الخارجية أكثر تكلفة. ومع ذلك، فإن المرونة المالية يمكن أن تكون غير مواتية للمساهمين عندما يكون لديهم سيطرة أقل فعالية على المديرين، لأن المديرين قد يستخدمون الاحتياطييات النقدية الزائدة للحصول على منافع خاصة. وبالتالي، فإن هذه الفرضية تعني ضمناً أن المديرين الذين يخضعون لرقابة ضعيفة ويتجنبون المخاطر يميلون الي أن يحتفظوا باحتياطييات نقدية عالية.

(2) فرضية الإنفاق Spending Hypothesis: تفترض هذه الفرضية أن المديرين الراسخين Entrenched Managers يفضلون الاستثمار في الوقت الحاضر بدلاً من تخزين النقدية للحفاظ على المرونة المالية في المستقبل. حيث يفضل المديرون الذين يهتمون بمصالحهم الذاتية إنفاق الأموال

في الوقت الحاضر، مما يؤدي إلى الإفراط في الاستثمار في المشاريع التي قد تخفض من قيمة الشركة. ومن المرجح أن يبالغ المديرون في الاستثمار عندما يكون لديهم المزيد من الأموال وتكون السيطرة عليهم ضعيفة. وبالتالي، تشير هذه الفرضية إلى انخفاض مستوى النقد في الشركة.

(3) فرضية قوة المساهمين Shareholder Power Hypothesis: تشير هذه الفرضية إلى أن المساهمين الذين لديهم سيطرة فعالة على المديرين يدعمون تخزين النقدية لتجنب نقص الاستثمار بسبب التمويل الخارجي المكلف. وبالتالي، فإنه يتنبأ بارتفاع مستوى النقدية، والذي يمكن أن يرجع إلى انخفاض مشاكل الوكالة.

### ٣- تحليل العلاقة بين هيكل الملكية وعدم تماثل المعلومات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية وبناء فروض الدراسة

#### 1/3 تحليل العلاقة بين عدم تماثل المعلومات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية

مشكلة عدم تماثل المعلومات وتأثيرها المباشر على عمل الأسواق والاقتصاد بأكمله تم تناولها لأول مرة منذ أكثر من خمسة عقود تقريباً من قبل مؤسسي نظرية عدم تماثل المعلومات (Akerlof, Spence, Stiglitz) والذين حصلوا بموجبها علي جائزة نوبل في عام 2001 لتحليلهم للأسواق المالية في ظل عدم تماثل المعلومات، وقد فسروا ظاهرة عدم تماثل المعلومات على أنها نوع من عدم المساواة بين أطراف المعاملة الاقتصادية، عندما يمتلك أحد الطرفين معرفة مادية أكبر من الطرف الآخر. وسوف يعتمد الباحث علي أبحاثهم للوقوف علي أسباب ظاهرة عدم تماثل المعلومات.

يعد Akerlof من أوائل الذين انتبهوا لظاهرة عدم تماثل المعلومات بين الكيانات التجارية في السوق، وأوضح تلك الظاهرة من خلال سوق السيارات المستعملة الذي يتم تقسيم السيارات به بشكل مشروط إلى فئتين (جيدة وسيئة)، وتكون المعلومات كاملة حول جودة السيارة مع البائع ولكنها ليست بالضرورة تكون بنفس التوافر لدي المشتري. وبالتالي ينبغي بيع السيارات الجيدة والسيدة بنفس السعر لأن المستهلك لا يستطيع التمييز بينهما. ونتيجة لذلك، فإن مالك السيارة الجيدة يكون في وضع غير جيد، فهو لا يرغب في بيع سيارته بنفس سعر السلعة الرديئة (المرجح من قبل المستهلك)، ويكون الربح الوحيد في هذا الوضع هو بائع السيارة السيئة (عرفتها الدراسة بمصطلح Lemon) الذي يبيع سيارته بسعر أعلى بكثير من السعر المقابل لجودتها. وقد إعتبر Akerlof تلك المشكلة بمثابة فشل للسوق، الأمر الذي يتطلب تدخل الحكومة، وشدد على أن السيطرة على عدم تماثل المعلومات في السوق وتصحيحها يجب أن تكون رغبة واعية لجميع المشاركين في السوق من خلال البحث عن المؤشرات التي يمكن أن تشير إلى انتماء المنتج إلى المجموعة النوعية المقابلة لجودته (Akerlof, 1970).

وقد طور Spence الفكرة التي طرحها Akerlof من خلال إستخدام نظرية الإشارة في تفسير تلك الظاهرة، حيث يتمثل جوهر "الإشارات" في أنها يجب أن تنتقل المعلومات باستمرار في حالة توازن السوق من الباعين إلى المشترين أو من أولئك الذين لديهم معلومات إلى أولئك الذين لديهم معلومات أقل، وبالتالي التغلب على مشكلة عدم تماثل المعلومات والمساعدة في تحديد القيمة الحقيقية للمنتج أو الخدمة بشكل أكثر دقة. وقد أوضح Spence فكرة بالتطبيق علي سوق العمل حيث أنه عادة لا يكون أصحاب العمل على

علم كامل بإمكانيات العامل المحتمل عند توظيفه، ولكن مع مرور الوقت تتاح لصاحب العمل الفرصة لتقييمه بشكل مناسب. لذلك، وفقاً لـ Spence، يعد التوظيف قراراً استثمارياً معيناً ويبدو إلى حد ما مثل اليانصيب، لأنه لتوظيف شخص ما، يدفع صاحب العمل الأجر للموظف، ويعتمد فوزه بهذا اليانصيب على مدى دقته في تقييم الإشارات المتعلقة بمهارات الموظف ومؤهلاته، مثل التعليم وخبرة العمل السابقة والعرق والجنس والإنجازات الشخصية وما إلى ذلك (Spence, 1978).

إن إشارات السوق وفقاً لـ (Spence, 1978) هي أدوات ضرورية لسد فجوات المعلومات في أسواق العمل، وكذلك في أسواق السلع الاستهلاكية أو الأسواق المالية. ويتميز كل سوق بإشاراته المحددة. هناك تعليم في سوق العمل، أو رهن عقاري أو ضمان مالي في أسواق الدين، أو الخصائص المالية والشخصية للشخص المؤمن عليه في سوق التأمين، أو الأرباح والتوزيعات في سوق الأوراق المالية، وما إلى ذلك. والشئ الوحيد الذي يوحد جميعاً هو تكاليف المعاملات الإضافية لإنتاج هذه الإشارات. وبمجرد أن يوضح السوق استخدام أنواع معينة من الإشارات، يصبح إنتاج مثل هذه الإشارات نوعاً متميزاً من النشاط، مما يتسبب في خلق ما يسمى "ضجيج المعلومات information noise"، ويتطلب التغلب عليها زيادة مطردة في الاستثمار في إنتاج إشارات ذات ترتيب أعلى، تكون قادرة على تزويد صانع القرار بالمعلومات اللازمة.

أما Stiglitz فقد استجاب بشكل سلبي للنماذج الاقتصادية الكلاسيكية وطابعها المتوازن، حيث يرى أنها تجاهلت أهمية التأثير المعلوماتي وأنها لم تأخذ في الاعتبار الصدمات والظروف غير المتوقعة، وأوضح أن الأسواق لا تقدم الحوافز المناسبة للكشف عن المعلومات فبعض المشاركين في السوق يكون لديهم الحافز للكشف عن المعلومات التي لديهم والبعض الآخر قد لا يكون لديه نفس الحافز، ولذلك يجب الأخذ في الاعتبار تكاليف الحصول على المعلومات، وقد أرجع Stiglitz إخفاقات السوق المرتبطة بالمعلومات غير الكاملة إلى مشاكل الوكالة التي ينتج عنها نوعان من المخاطر، يتمثل النوع الأول في المخاطر الأخلاقية Moral Hazard والتي تنشأ نتيجة تعارض المصالح بين المشاركين في السوق نتيجة قيام الأطراف التي لديها معلومات كاملة بتعظيم منافعها الخاصة على حساب الأطراف الأخرى التي لا تملك نفس القدر من المعلومات. بينما يتمثل النوع الثاني في خطر الاختيار العكسي Adverse Selection والذي ينشأ نتيجة إتخاذ قرارات خاطئة نتيجة نقص المعلومات مما يؤدي إلى عدم كفاءة استخدام الموارد المتاحة والإضرار بالسوق (Stiglitz, 2002).

مما سبق يتضح أن مفهوم عدم تماثل المعلومات يعني أن المعلومات المتوفرة لدى أحد أطراف معاملة معينة قد تختلف عن المعلومات المتوفرة لدى الأطراف الأخرى المشاركة في نفس المعاملة من حيث الكم والكيف (Chang et al, 2006). وينشأ عن هذا التفاوت في المعلومات مشاكل الوكالة نتيجة تعارض المصالح بين إدارة الشركة والمساهمين وبالتالي توقع قيام إدارة الشركة بإستغلال ما لديها من معلومات داخلية في تحقيق عوائد غير عادية على حساب المساهمين وتحويل الثروة من طرف لأخر (Healy and Palepu, 2001). ويترتب على مشاكل الوكالة الناشئة عن عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين تكاليف الوكالة والتي تتمثل في كافة التكاليف الناتجة عن مراقبة أداء وتصرفات الإدارة بجانب تكلفة الحوافز المقدمة لإدارة الشركة (مصطفى، 2020).

عدم تماثل المعلومات يمكن أن يؤثر على مستوي احتفاظ الشركة بالنقدية حيث أنه يرتبط بسلوك إدارة الشركة وقدرة أصحاب المصالح المختلفين على تفسير ذلك السلوك (Jensen, 1986)، فعدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والمستثمرين الخارجيين يمكن أن يزيد من تكلفة التمويل الخارجي نتيجة عدم قدرة الأطراف الخارجية علي مراقبة وتفسير سلوك الإدارة وبالتالي طلب علاوة تمويل لتعويض نقص المعلومات، وهذا يمكن أن يؤدي إلى تحفيز المديرين للاحتفاظ بمبالغ نقدية أكبر كوسيلة لتقليل اعتمادهم على التمويل الخارجي عالي التكلفة (Rahmani et al, 2015). وهذا ما توضحه نظرية التدفق النقدي الحر والتي تفسر دوافع الإدارة للاحتفاظ بالنقدية من منظور تكاليف الوكالة وإعتماد الإدارة علي التمويل الداخلي وتجنب التمويل الخارجي (Jensen, 1986).

وبالتالي فإن عدم تماثل المعلومات يزيد من مشاكل الوكالة والتي قد تؤدي إلى زيادة مستوى النقدية المحتفظ بها (Clarkson et al., 2020). كما أن الفرص الاستثمارية المستقبلية وعمليات الاستحواذ يمكن أن يحفز الشركات أيضاً على الاحتفاظ باحتياطات سيولة أكبر لتجنب التمويل الخارجي الباهظ التكلفة. ويمكن أن تؤدي تكاليف الوكالة بين المديرين والمساهمين أيضاً إلى امتناع المديرين عن دفع أرباح الأسهم وخفض صافي الدين والمخاطر المالية ذات الصلة إلى مستويات أقل من تلك التي يرغب فيها المساهمين (Farinha et al. 2018).

إن زيادة مستوى النقدية المحتفظ بها يسمح للشركات بإغتنام الفرص الاستثمارية المربحة وسداد مدفوعات الديون اللازمة دون الحاجة إلى اللجوء إلى أسواق رأس المال الخارجية، إلا أنه يمكن أن يتم إساءة استخدام النقدية المحتفظ بها من قبل الإدارة، حيث يمكن أن تدعم النقدية الزائدة السلوك الانتهازي للمديرين من خلال استخدامها في تحقيق مصالحهم الذاتية على حساب مصالح المساهمين (Chung et al, 2015).

مما سبق يتضح أن عدم تماثل المعلومات يمكن أن يؤدي إلى عدم الثقة بالمعلومات التي توفرها إدارة الشركة، مما يجعل تكلفة التمويل الخارجي عالية، حيث يطلب السوق والمستثمرين والدائنين معدل عائد أعلى على استثماراتهم، لذلك ستواجه الشركة صعوبة في الحصول على تمويل خارجي، مما يدفعها للاحتفاظ بقدر أكبر من النقدية (Myers and Manjuf, 1984). ووفقاً لذلك فإنه من المتوقع وجود علاقة موجبة بين عدم تماثل المعلومات ومستوى الإحتفاظ بالنقدية. وبالتالي يمكن صياغة الفرض الأول للدراسة علي النحو التالي:

**H1:** يوجد أثر موجب ذو دلالة احصائية بين عدم تماثل المعلومات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.

### 2/3 تحليل العلاقة بين أنماط هيكل الملكية وعدم تماثل المعلومات وإنعكاسها علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية.

أن العلاقة بين عدم تماثل المعلومات ومستوى الاحتفاظ بالنقدية يتوقف علي مدى توافر نظام رقابة وتحفيز فعال علي أداء الإدارة، أو بمعنى آخر يتوقف علي كلاً من تكلفة المراقبة الإدارية وتكلفة التمويل الخارجي، فإذا كانت تكلفة المراقبة الإدارية أكبر من تكلفة التمويل الخارجي سنجد دليلاً لصالح فرضية تكلفة المراقبة أي انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية مع عدم تماثل المعلومات، وفي المقابل إذا كانت تكلفة التمويل الخارجي أكبر من تكلفة مراقبة الإدارة سنجد دليلاً لصالح فرضية فرص الاستثمار أي يزداد مستوى الاحتفاظ بالنقدية مع عدم تماثل المعلومات (Cheryta et al, 2017). عند توافر آليات فعالة تمنح المساهمين القدرة علي مراقبة سلوك الإدارة فإنهم يمكن أن يفضلوا قيام المديرين بالاحتفاظ بمبالغ كبيرة من النقدية بسبب قدرتهم علي المراقبة الفعالة لأداء الإدارة وإستخدام نظام حوافز فعال يمنع اساءة استخدام النقدية المتاحة (Chung et al, 2015)

إن آليات حوكمة الشركات تحد من مشاكل الوكالة ومن السلوك الانتهازي للإدارة ويمثل هيكل الملكية أحد أهم آليات حوكمة الشركات الذي يساهم في الحد من مشاكل الوكالة، وزيادة الدور الرقابي لحملة الاسهم علي تصرفات وقرارات الإدارة (السيد، 2018). فكما هو مفترض في مشكلة الوكالة من النوع الأول، يوجد تضارب في المصالح بين المساهمين والمديرين. وبدون إجراءات مراقبة فعالة، من المرجح أن تتخذ الإدارة إجراءات لا تفي بمصالح المساهمين والاطراف الاخري، ويلعب نمط الملكية في الشركات دوراً حاسماً في التحكم في آثار صراعات الوكالة (Gupta and Bedi, 2020). ويرتبط دور هيكل الملكية في تحقيق الرقابة الفعالة علي تصرفات وسلوك الادارة بأنماط هياكل الملكية، فزيادة الملكية الادارية قد يؤدي الي إنخفاض مشاكل الوكالة (Nor and Sulong, 2007)، كما أن وجود تركيز الملكية وكذلك الملكية المؤسسية يمكن أن يؤدي الي تحقيق رقابة فعالة علي تصرفات الادارة وتحسين أداء الشركة (Alves, 2012).

وقد تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين هيكل الملكية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، وقد جاءت نتائج هذه الدراسات متباينه وتختلف تبعاً لكل نمط من أنماط هيكل الملكية. فقد أشار البعض الي أن هناك علاقة عكسية بين الملكية الادارية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية (Chen and Chuang, 2009; Thanatawee, 2019). بينما أشار البعض (Yu et al., 2015; Lee and Lee, 2009) إلى أن هناك علاقة طردية بين الملكية الإدارية وبين مستوي الإحتفاظ بالنقدية. وأفاد آخرون عن وجود علاقة غير خطية بين الإحتفاظ بالنقدية والملكية الإدارية (Drobetz and Grüniger 2007; Ozkan and Ozkan 2004). كما أفادت بعض الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية (السيد، 2018; Nguyen and Rahman, 2020; Loncan, 2020; 2018; Al-Najjar and Clark, 2017; )، وتوصل البعض الاخر الي وجود علاقة طردية بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية (Karpavicius and Yu, 2017; Harford et.al., 2012; Brown et.al., 2012). بينما أكد آخرون علي عدم وجود علاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية (Khan et al., 2016; Hassani and Torabi, 2014). ولم تحظي أنماط الملكية الأخرى مثل الملكية المركزة والملكية العائلية والملكية الأجنبية نفس الإهتمام من قبل الباحثين (Ferreira and Vilela, 2004).

ويتضح مما سبق أن عدم تماثل المعلومات يعد محدد رئيسي لإحتفاظ المديرين التنفيذيين بالنقدية، وأن وجود آليات فاعلة للرقابة علي تصرفات وسلوك الإدارة يعمل علي الحد من عدم تماثل المعلومات،



وأن نتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية كأحد آليات حوكمة الشركات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية جاءت متباينة كما أنها لم تتناول كافة أنماط الملكية المختلفة، وهو ما يمثل دافعاً الي المساهمة في تلك النقطة البحثية من خلال تناول أنماط الملكية المختلفة وتأثيرها التفاعلي مع عدم تماثل المعلومات علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية. وسوف يتم تحليل تلك العلاقة وبناء فروض الدراسة من خلال النقاط التالية:

### 1/2/3 العلاقة بين الملكية المركزة وعدم تماثل المعلومات وإنعكاسها علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية.

في محاولة لشرح الدافع وراء تراكم الأموال النقدية من قبل الإدارة، أوضح (Opler et al. 1999) أن الشركات تميل إلى الاحتفاظ بفائض نقدي عندما تكون الملكية مشتتة بشكل كبير. وفي هذا الصدد، فإن وجود كبار المساهمين الذين يعملون بشكل معقول كمرقبين فاعلين يخفض من مشاكل الوكالة. تُعرف هذه الظاهرة بإسم "فرضية المراقبة الفعالة Efficient Monitoring Hypothesis"، حيث أن كبار المساهمين يمكنهم مراقبة أداء الإدارة وإحداث تغييرات في سياسات الشركة تعزز من قيمة الشركة (Saxena and Sahoo, 2022). وبالتالي، وفقاً لـ "فرضية المراقبة الفعالة"، يجب أن تكون الاصول النقدية مرتبطة سلباً بتركز الملكية. حيث أن الملكية المركزة يمكن أن تؤدي إلى انخفاض تكاليف التمويل الخارجي للوكالة نظراً لأن كبار المساهمين لديهم حوافز أكبر لمراقبة الإدارة بشكل فعال وبالتالي تقليل عدم تماثل المعلومات بين الادارة والمساهمين. ويقدر ما يؤدي ذلك إلى خفض تكلفة التمويل الخارجي وخفض عدم تماثل المعلومات، فمن المتوقع أن تحتفظ الشركات بأموال نقدية أقل (Ferreira and Vilela, 2004).

فغالباً ما يُنظر إلى كبار المساهمين على أنهم مستثمرون على المدى الطويل مهتمون بزيادة قيمة الشركة على المدى الطويل، وقد تم التأكيد على الدور الوظيفي لكبار المساهمين كمرقبين في مجموعة كبيرة من الأدبيات المتعلقة بتمويل الشركات بسبب استثماراتهم الكبيرة ونفوذهم الأكبر في عملية اتخاذ القرار بالشركات (Saxena and Sahoo, 2022). وبالتالي، في ظل وجود مساهمين كبار، يتم تقييد السلطة التقديرية الإدارية إلى حد ما ويتم تقليل تكاليف الوكالة بين الإدارة والمساهمين (Stiglitz, 2002). وإذا كان هذا هو الحال، فإن تكلفة التمويل الخارجي ستكون أقل بالنسبة للشركات التي لديها مساهمين كبار، أي التي تتميز بتركيز ملكية مرتفع، وهذا بدوره يعني حاجة أقل للاحتفاظ بمستويات كبيرة من النقدية (Gunney et al., 2003).

علي جانب آخر، فإنه علي الرغم من أن إحدى طرق السيطرة على مشكلة الوكالة بين المديرين والمساهمين هي مراقبة المديرين بشكل فعال للتأكد من أنهم يتصرفون لصالح المساهمين (Gunney et al., 2003)، إلا أنه بالنسبة للمساهم العادي قد لا تكون هناك حوافز كافية لمراقبة المديرين حيث من المرجح أن تفوق تكلفة المراقبة المنافع الناتجة عنها (Grossman and Hart, 1988). لذلك فإن الانخفاض في تركيز الملكية يعزز التأثير الإيجابي لاستقلال مجلس الإدارة وينعكس على أداء الشركة (Li et al. 2015). وقد أشارت دراسة (Subramaniam et al. 2011) إلى أنه كلما ارتفع تنوع هيكل الملكية، ارتفعت ممارسات الحوكمة، وبالتالي ارتفاع مستوى الرقابة. وفي الأسواق الناشئة هناك تأثيرات سلبية مترتبة على الملكية المركزة يرتبط بتضارب المصالح بين المساهمين المسيطرين ومساهمي الأقلية وأن النزاعات الرئيسية بين المساهمين المسيطرين ومساهمي الأقلية تنتج عن الملكية المركزة،

والملكية العائلية، والسيطرة الواسعة، و هياكل مجموعة الأعمال وضعف الحماية القانونية لمساهمي الأقلية، بهدف مصادرة الأصول السائلة لتحقيق منافع خاصة (Young et al. 2008).

يُعرف هذا الصراع بمشكلة الوكالة من النوع الثاني، وتؤدي الملكية المركزة مع غياب آلية الحوكمة الخارجية الفعالة إلى صراعات بين المساهمين المسيطرين ومساهمي الأقلية (Morck et al. 2005). وفي هذا الصدد، استخدم (Johnson et al. 2000) مصطلح نفق "tunneling" لوصف عملية نقل الأصول والأرباح بالشركات لصالح المساهمين المسيطرين. وهذا التوجه يدعم فرضية "قوة المساهمين المديرين يدعمون تخزين النقدية لتجنب نقص الاستثمار بسبب التمويل الخارجي المكلف. وبالتالي، فإنه يتنبأ بارتفاع مستوى النقدية، والذي يمكن أن يرجع إلى مشاكل الوكالة من النوع الثاني (Kuan et al., 2011). وبالتالي يشير هذا التوجه إلى وجود علاقة طردية بين تركيز الملكية ومستوي احتفاظ الشركات بالنقدية.

يتضح مما سبق أن العلاقة بين الملكية المركزة ودورها في تخفيض مشاكل الوكالة وبالتالي تخفيض عدم تماثل المعلومات وبين مستوي احتفاظ الشركات بالنقدية غير واضحة. فوفقاً لفرضية المراقبة الفعالة فإن سيطرة كبار المساهمين على الإدارة قد تخفف من صراعات الوكالة، وبالتالي تؤدي الي تخفيض عدم التماثل في المعلومات بين الادارة والمساهمين والذي ينعكس بدوره علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية، واتساقاً مع هذا التوجه فإن العلاقة بين تركيز الملكية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي احتفاظ الشركات بالنقدية هي علاقة عكسية. أما وفقاً لفرضية قوة المساهمين فإنه علي الرغم من إنخفاض عدم تماثل المعلومات بين الادارة وكبار المساهمين نتيجة الرقابة الفعالة، إلا أنه لا يزال هناك عدم تماثل في المعلومات كبير بين كبار المساهمين ومساهمي الأقلية، مما يحفز علي الاحتفاظ بمستويات نقدية عالية لتحقيق منافع خاصة علي حساب مساهمي الأقلية. ووفقاً لهذا التوجه فإن العلاقة بين تركيز الملكية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي احتفاظ الشركات بالنقدية هي علاقة طردية.

وفي محاولة للمساهمة في هذه الجدل والوصول الي تأكيد ميداني بشأن مدي وجود علاقة بين الملكية المركزة وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي احتفاظ الشركات بالنقدية، وكذلك تحديد إتجاه تلك العلاقة يمكن صياغة الفرض الثاني من الدراسة علي النحو التالي:

**H2:** يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية المركزة وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.

### 2/2/3 العلاقة بين الملكية الإدارية وعدم تماثل المعلومات وإنعكاسها علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية.

تناولت عدة دراسات العلاقة بين الملكية الإدارية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية وقد جاءت نتائج تلك الدراسات متباينة، فوفقاً لدراسة (Jensen and Meckling, 1976) فإن الملكية الادارية تساعد في تحقيق التوافق بين مصالح الادارة ومصالح المساهمين ومع زيادة نسبة الملكية الإدارية ينخفض السلوك

الانتهازي للإدارة مما يحد من مشاكل الوكالة. كما أوضحت دراسة (Namazi and Kermani, 2008) أن الملكية الإدارية تساهم في زيادة مراقبة الأنشطة التجارية، بما في ذلك التدفقات النقدية، لأنه عندما يمتلك المديرون نسبة جيدة من أسهم الشركة، فإن دوافعهم نحو المراقبة سوف تتحسن، وسوف يتحسن بالتالي أداءهم الإداري، حيث ستعمل الإدارة جاهدة على تحسين فعالية وكفاءة الأنشطة التشغيلية في الشركة، وبالتالي ستزداد قيمة الشركة. لذلك تشير مجموعة كبيرة من الأدبيات إلى أن الملكية الإدارية يمكن أن تربط مصالح المساهمين مع مصالح المديرين، حيث أن الإدارة في هذه الحالة تتحمل جزءاً من تكاليف أفعالها، وبالتالي فمن المرجح أن يستخدم المديرون الموارد في تعظيم قيمة الشركة. وبما أن الاحتفاظ بالنقدية أمر مكلف، فمن المتوقع وجود علاقة عكسية بين الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية (Chen and Chuang, 2009; Elyasiani and Zhang, 2015; Thanatawee, 2019).

علي جانب آخر، فقد توصلت بعض الدراسات التي وجود علاقة طردية بين الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وأن تلك العلاقة تزداد قوة في حالة ضعف آليات حوكمة الشركات (Kalcheva and Lins, 2007; Yu et al., 2015; Lee and Lee, 2009; Talbi and Menchaoui, 2023; Masood and Shah, 2014; Mohd et al., 2015; Harford et al. 2008; Nikolov and Whited, 2014). فتوضح دراسة (Harford et al. 2008) بأن ضعف هيكل الإدارة بالشركات قد يكون السبب الرئيسي للإففاق النقدي المفرط وهو ما يتناقض مع الدافع التحويطي للاحتفاظ بالنقدية. وأكدت دراسة (Masood and Shah, 2014) على دور تفعيل آليات حوكمة الشركات في الحفاظ على مستويات الاحتفاظ بالنقدية. وقد اقترحت دراسة (Dang et al. 2020) أن الشركات بحاجة إلى الالتزام الصارم وتفعيل آليات حوكمة الشركات لخفض تكلفة الوكالة وبالتالي زيادة قيمة الشركة. يمكن لضعف ممارسات حوكمة الشركات أن تؤدي إلى تبني المديرين سلوك المصلحة الذاتية وإنفاق مبالغ نقدية مفرطة من خلال الاستثمار في مشاريع ذات عوائد منخفضة (Ammann et al., 2011). ويشير الارتباط الموجب بين الملكية الإدارية والنقدية المحتفظ بها إلى أن النقدية ستكون بمثابة حاجز للاستثمار في مشاريع مربحة عندما يكون التمويل الخارجي مكلفاً، وهذا يدعم الغرض الوقائي المتمثل في الاحتفاظ بالنقدية (Drobetz et al., 2010).

وتوصلت دراسة (Kalcheva and Lins, 2007) التي أن الشركات ذات الملكية الإدارية العالية يكون لديها مستوى احتفاظ بالنقدية عالي، وأن هذه العلاقة تزداد قوة في حالة ضعف آليات حوكمة الشركات الخارجية علي مستوى الدولة. كما أفادت دراسة (Lee and Lee, 2009) أن إنخفاض الملكية الإدارية بالشركات يؤدي إلى إنخفاض مستوى النقدية التي تحتفظ بها تلك الشركات. وتتوافق هذه النتيجة مع نظرية جنسن (Jensen, 1986) التي تفترض إن الصراع بين الإدارة والمساهمين يزداد عندما يكون لدى الشركات تدفقات نقدية حرة كبيرة، حيث يستخدم المديرين فائض النقدية لتعظيم منافعهم الخاصة على حساب مصالح المساهمين. ووضحت دراسة (Talbi and Menchaoui, 2023) ان الملكية الإدارية لها تأثير إيجابي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في السوق السعودي، حيث أكدت علي أن آليات حوكمة الشركات هي المسؤولة عن الحد من السلوك الانتهازي لإدارة الشركات، وتوصلت الي أن عدم فعالية آليات الحوكمة مع زيادة الملكية الإدارية يساهم في زيادة الانتهازية الإدارية وسعي الإدارة نحو الاحتفاظ بالمزيد من النقدية.

وأفاد آخرون عن وجود علاقة غير خطية بين مستوي الاحتفاظ بالنقدية والملكية الإدارية (Drobtetz Ozkan and Ozkan 2004; Abdioglu, 2016; and Grüninger 2007). فقد اوضحت دراسة (Ozkan and Ozkan 2004) أن العلاقة بين الملكية الادارية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية تكون عكسية عندما تصل نسبة الملكية الادارية الي 24% حيث توصلت الدراسة الي انه عندما تكون الملكية الادارية في حدود تلك النسبة فإن ذلك يساهم في المواءمة بين مصالح المساهمين والمديرين، كما توصلت الدراسة الي تحول تلك العلاقة الي علاقة طردية إذا زادت نسبة الملكية الادارية عن 64%، حيث أن زيادة الملكية الادارية يساهم في زيادة السلطة التقديرية للمديرين ويعزز من استراتيجيات ترسيخهم، وبالتالي محاولتهم الاحتفاظ بمزيد من الأموال لخدمة مصالحهم الخاصة.

كذلك توصلت دراسة (Abdioglu, 2016) الي وجود علاقة غير خطية بين الملكية الادارية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية، فمع وجود الملكية الادارية، فإن المديرين يهدفون إلى تعظيم قيمة الشركة بدلاً من استخدام موارد الشركة لتحقيق مكاسبهم الخاصة. وبالتالي، فإن الملكية الإدارية تعمل على مواءمة مصالح المديرين والمساهمين وهذا ما يسمى بتأثير "المواءمة الإدارية Managerial alignment". أما عند استمرار الملكية الإدارية في الزيادة، فإنه لا يمكن مراقبة المديرين من قبل المساهمين، مما يؤدي إلى ترسيخ المديرين، وفي هذه الحالة، يستخدم المديرين موارد الشركة والاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية من أجل استخدام النقدية لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصالح المساهمين. وبالتالي، من المتوقع وجود علاقة طردية بين الملكية الإدارية والاحتفاظ بمستوي عالي من النقدية، وهذا ما يسمى بتأثير "الترسيخ الإداري Managerial entrenchment".

مما سبق يتضح تباين نتائج الدراسات التي تناولت العلاقة بين الملكية الإدارية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية، وفي محاولة للمساهمة في هذه الجدل والوصول الي تأكيد ميداني بشأن مدي وجود علاقة تفاعلية بين الملكية الادارية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي إحتفاظ الشركات بالنقدية، وكذلك تحديد إتجاه تلك العلاقة يمكن صياغة الفرض الثالث من الدراسة علي النحو التالي:

**H3:** يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية الإدارية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.

### 3/2/3 العلاقة بين الملكية الاجنبية وعدم تماثل المعلومات وإنعكاسها علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية.

يلعب المساهمون الأجانب دوراً رئيسياً في هيكل ملكية الشركات وخاصة في البلدان النامية (Douma et al. 2006). يمكن للملكية الأجنبية أن تخفف من مشاكل الوكالة وتخفف تكلفة التمويل الخارجي، ومن ثم التأثير علي السياسة النقدية للشركة، حيث يميل المديرين في حالة عدم تماثل المعلومات إلى الاحتفاظ بمستوي عالي من النقدية، وذلك لزيادة منافعهم الخاصة عن طريق تحويل الأموال النقدية، وتوجيه موارد الشركة نحو استثمارات تدر لهم منافع خاصة علي حساب مصالح المساهمين (Kalcheva and Lins, 2007; Nikolov and Whited, 2014). ونتيجة لذلك، تزيد تكلفة التمويل الخارجي كلما زادت المعلومات غير المتماثلة بين الادارة والمستثمرين الخارجيين (Ozkan and Ozkan, 2004). ويتوافق هذا مع فرضية أن فائض النقدية يزداد مع زيادة عدم تماثل المعلومات (Harris and Raviv, 2017).

ومع وجود الملكية الأجنبية ينخفض عدم تماثل المعلومات وتزداد درجة موثوقية ومصداقية التقارير المالية (Jiang and Kim, 2004). علاوة على ذلك، يرى (Guo and Ma, 2015) أن وجود الملكية الأجنبية يؤدي إلى تقليل تكاليف الوكالة، فالمساهمون الأجانب يمكن أن يستخدموا سيطرتهم للتخفيف من مشاكل الوكالة من خلال موازنة مصالح المديرين والمساهمين الآخرين، حيث أن الأجانب يفضلون الشركات عالية الشفافة، وبالتالي تخفيض عدم تماثل المعلومات (Guedhami et al., 2009). كما أن المستثمرين الأجانب أكثر خبرة وكفاءة في تقييم الشركات، لذلك تلعب الملكية الأجنبية دوراً أكثر كفاءة في الرقابة على أداء مديري الشركة مما يؤدي إلى تعزيز أداء الشركة والذي قد يؤثر على سياسة احتفاظ الشركات بالنقدية (Alghadi et al. 2021).

وقد أوضحت دراسة (Loncan, 2020) أن الملكية الأجنبية يمكن أن تخفض تكلفة التمويل الخارجي لثلاثة أسباب، أولاً، يقوم المستثمرون الأجانب بتعزيز تقاسم المخاطر مع المستثمرين المحليين، مما يقلل من تكلفة رأس المال، ثانياً، يؤدي تدفق المستثمرين الأجانب إلى زيادة عرض التمويل المتاح للشركات المحلية، مما يساهم في تقليل تكاليف تمويل الأسهم وتخفيف قيود التمويل، ثالثاً، مع قيام المؤسسات الأجنبية بتعزيز الإدارة وتخفيف تكاليف الوكالة، يطالب المستثمرون بعلاوة أسهم أقل على أسهم الشركة، مما يؤدي إلى مزيد من خفض تكلفة رأس المال.

وعلى الرغم من أن العديد من الدراسات قدمت تأكيداً لتلك العلاقة العكسية بين الملكية الأجنبية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية (Bena et al., 2017; Huang and Zhu, 2015; Ferreira and Matos, 2008; Mugableh, 2021; Loncan, 2018) إلا أنه على جانب آخر، يرى البعض أن المستثمرين الأجانب يواجهون تكاليف وكالة أكثر من المستثمرين المحليين بسبب البيئات القانونية المختلفة، فالمستثمرين لديهم مستويات مختلفة من المعلومات المتعلقة بشركة ما، ولذلك، يميل المستثمرون الأجانب إلى الاستثمار في الشركات الكبيرة لأن المستثمرين الأجانب أقل إطلاعاً على السوق المحلية مقارنة بالمستثمرين المحليين (Covrig et al., 2006).

كما قامت دراسة (Vo, 2018) باختبار العلاقة بين الملكية الأجنبية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية للشركات، وأظهرت النتائج أن ارتفاع الملكية الأجنبية يرتبط بزيادة مستوي الاحتفاظ بالنقدية للشركات، وتشير هذه النتيجة إلى أن الملكية الأجنبية في سوق الأوراق المالية تخضع لدوافع وقائية ودوافع الوكالة التي تجبر الشركات على الاحتفاظ بمزيد من النقدية. ومع ذلك، تشير النتيجة إلى مشاكل محتملة في الوكالة لأن المديرين قد يستخدمون هذا الاحتياطي النقدي لاحقاً لصالحهم، وتتجلى هذه المشاكل بشكل أكثر وضوحاً في الأسواق الناشئة حيث تكون آلية حماية المستثمرين ضعيفة.

وقامت دراسة (Mian and Nagata, 2014) باختبار العلاقة بين الملكية الأجنبية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية، وتوصلت الي أن وجود الملكية الأجنبية يرتبط بوجود فائض في مستوي الاحتفاظ بالنقدية، وأن الملكية الأجنبية تميل إلى الاستثمار في الشركات الكبيرة والغنية بالنقدية أكثر من الشركات الصغيرة ومنخفضة النقدية. وهو ما يتماشى مع النتائج التي توصلت لها دراسة (Ku et al. 2013) التي وجدت أيضاً أن الملكية الأجنبية تؤثر على مستوي الاحتفاظ بالنقدية بشكل إيجابي.

وأخيراً، فإن هناك بعض الدراسات التي توصلت الي عدم وجود علاقة بين الملكية الاجنبية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية (Al-Najjar and BinSaddig, 2013; Afifa et al. 2021).

ويتضح مما سبق تباين النتائج التي توصلت اليها الدراسات التي تناولت العلاقة بين الملكية الأجنبية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية، وأنها تعتمد علي فاعلية الرقابة علي أداء الإدارة والحد من عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والمساهمين. وفي محاولة الوصول الي تأكيد ميداني بشأن مدي وجود علاقة تفاعلية بين الملكية الاجنبية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي إحتفاظ الشركات بالنقدية، وكذلك تحديد إتجاه تلك العلاقة، يمكن صياغة الفرض الرابع من الدراسة علي النحو التالي:

**H4:** يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية الأجنبية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.

#### 4/2/3 العلاقة بين الملكية العائلية وعدم تماثل المعلومات وانعكاسها علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية.

في الشركات العائلية تختفي مشاكل الوكالة حيث غالباً ما يكون الملاك العائليون جزءاً من الإدارة أو يرتبطون ارتباطاً وثيقاً بالإدارة (Rajverma et al., 2019). وهذا يمكنهم من مراقبة المديرين بشكل مباشر والحد من مشاكل الوكالة (Ashwin et al., 2015). ومع ذلك، فإن السيطرة العائلية قد تخلق صراعاً بين المستثمرين العائليين ومستثمري الأقلية (Young et al., 2008). فتوافر المعلومات الخاصة بالشركة لدي أصحاب الملكية العائلية دون باقي المساهمين يوفر لأصحاب الملكية العائلية حافزاً لمصادرة حقوق مساهمي الأقلية (Liu et al., 2015)، وبالتالي فإن وجود الملكية العائلية قد يزيد من عدم تماثل المعلومات.

عند دراسة العلاقة بين الملكية العائلية في ظل عدم تماثل المعلومات وصراع الوكالة ومستوي الاحتفاظ بالنقدية تظهر الأدبيات أدلة متباينة تتعلق بتداعيات سيطرة العائلة على النقدية المحتفظ بها. وقد أكدت أغلب نتائج الدراسات السابقة علي وجود علاقة طردية بين الملكية العائلية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية. فقد توصلت دراسة كلاً من (Khalil and Ali, 2015 ; Liu et al. 2015 ; Kusnadi, 2011) الي وجود علاقة طردية بين الملكية العائلية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية. كما توصلت دراسة (Ozkan and Ozkan, 2004) الي وجود مستوي عالي من النقدية لدى الشركات العائلية في المملكة المتحدة، حيث تميل تلك الشركات إلى الاحتفاظ بفائض نقدي تحت سيطرتها لخدمة مصالحها. ودراسة (Caprio et al. 2020) توصلت لنتائج مماثلة في الشركات الأوروبية، وأرجعت تلك النتيجة إلى الدافع الاحترازي للاحتفاظ بالنقدية. أما دراسة (Jebran et al. 2019) فقد وجدت سيولة عالية في الشركات العائلية في الصين، وكذلك دراسة (Kusnadi, 2011) وجدت سلوكاً أعلى في الاحتفاظ بالنقدية من قبل الشركات العائلية في ماليزيا وسنغافورة.

كذلك أوضحت دراسة (Jensen and Meckling, 1976) أن هناك ارتباطاً طردياً بين الملكية العائلية للشركات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية، فأصحاب الملكية العائلية لديهم الحافز للاحتفاظ بكمية كبيرة من النقدية في شركاتهم وتولي مناصب إدارية عليا، حيث أن الملكية العائلية توفر لهم حوافز مالية قوية بما فيه الكفاية لتحسين قيمة الشركة. ويدعم هذا التراكم النقدي المرتفع فرضية المرونة التي تشير إلى أن المديرين يقومون بتجميع الأموال النقدية للحصول علي منافع خاصة بهم في المستقبل.

وتفسر دراسة (Lozano and Duran, 2017) تلك النتائج بأن الشركات المملوكة للعائلات تمتلك مستوى مستهدفاً أعلى من الممتلكات النقدية التي تحاول الوصول إليها، حيث أن سرعة التكيف لديها أسرع مقارنة بالشركات غير العائلية. وبالتالي فإن الشركات المملوكة للعائلات قادرة على تحقيق الاحتفاظ الأمثل بالنقد بكفاءة أكبر من الشركات غير العائلية، وتقوم الشركات المملوكة للعائلات بتعديل ممتلكاتها النقدية بشكل أكثر قوة من الشركات غير العائلية. كما تري دراسة (Jensen, 1986) أن التحكم في التكاليف في شركات الأعمال العائلية أفضل من غيرها، لأن المساهمين في شركات الأعمال العائلية يركزون على زيادة القيمة السوقية لشركاتهم من خلال الحد من إدارة الأرباح الانتهازية، وبالتالي، فإن سيطرتهم على التدفقات النقدية سوف تتحسن.

كما أوضح (Kuan et al. 2011) أن الشركات التي تسيطر عليها الملكية العائلية يمكنها تنفيذ سياسات تلبى المنافع الشخصية للعائلة بدلاً من التركيز على مصالح المساهمين الآخرين. وقد يؤدي هذا إلى زيادة مشكلة الوكالة بين مساهمي الأغلبية ومساهمي الأقلية، وبناء على ذلك، فإن تكلفة الوكالة مرتفعة في الشركات التي تسيطر عليها العائلة، وذلك بسبب التقسيم الكبير لحقوق السيطرة مما يؤدي إلى مزيد من المصادرة على ثروات مساهمي الأقلية (Chrisman et al., 2007)، وبالتالي، تحتفظ الشركات التي تسيطر عليها العائلة باحتياطي نقدية أكبر مقارنة بالشركات غير العائلية (Alghadi et al. 2021).

على الجانب الآخر، توصلت بعض الدراسات لنتائج مغايرة، فقد توصلت دراسة (Liu, 2011) الي انخفاض مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات العائلية الأمريكية وأرجعت تفسير ذلك إلى فرضية الإنفاق. كما قامت دراسة (Chen and Wang, 2014) باختبار علاقة الملكية العائلية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية بالتطبيق علي عينة من الشركات التايوانية، وتوصلت الي وجود علاقة سلبية بين الملكية العائلية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية، وفسرت تلك النتائج بأن أصحاب الملكية العائلية يمكنهم الرقابة علي النقدية المحفوظ بها لدى الشركات بشكل فعال، وبالتالي الحد من مشاكل الوكالة. في نفس الاتجاه، توصلت دراسة (Liu et al. 2015) الي أن الملكية العائلية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية للشركات يرتبطان بشكل عكسي مما يعني أن الشركات المملوكة للعائلات تنفق مبالغ نقدية بصورة مفرطة ولا تميل الي الاحتفاظ بالنقدية.

مما سبق يتضح أنه يمكن استخدام فرضيتين متناقضتين لتفسير مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات العائلية، تدعو فرضية المرونة إلى وجود علاقة طردية بين الاصول النقدية والملكية العائلية، حيث يكون لدى المديرين حافز للاحتفاظ بالنقدية. في المقابل، تؤيد فرضية الإنفاق وجود علاقة عكسية بين الملكية العائلية والاصول النقدية، حيث يميل مديري الشركة العائلية إلى انفاق الاصول النقدية بالاستثمار في المشاريع والتي قد لا تكون مثمرة للشركة، ولذلك تحتفظ هذه الشركات بأموال نقدية أقل (Tran, 2020). ويفضل مديري الشركة العائلة استخدام موارد الشركة في زيادة حجم الشركة فوق المستوى الأمثل والانخراط في عمليات الاستحواذ لتحقيق منافع شخصية (Jensen, 1986).

وفي محاولة المساهمة في تلك النقطة البحثية والوصول الي تأكيد ميداني بشأن مدي وجود علاقة تفاعلية بين الملكية العائلية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي احتفاظ الشركات بالنقدية، وكذلك تحديد إتجاه تلك العلاقة، يمكن صياغة الفرض الخامس من الدراسة علي النحو التالي:

**H5:** يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية العائلية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.

**5/2/3** العلاقة بين الملكية المؤسسية وعدم تماثل المعلومات وإنعكاسها علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

إن كبار المساهمين وخاصة المؤسسات المالية لهم دوراً كبيراً في مراقبة أداء إدارة الشركات، ووجود أصحاب الملكية المؤسسية يعزز من قيمة وأداء الشركات المختلفة (Farooqi et al. 2017)، كما أنه يلعب دوراً كبيراً في الحد من تكاليف الوكالة (Chang et al. 2016). فالملكية المؤسسية كأحد أنماط هيكل الملكية قد تؤثر على المراكز الإدارية للشركات، لأن أنشطة المراقبة المختلفة التي يقوم بها أصحاب الملكية المؤسسية تساهم في تبني مستوى عالي من الرقابة على النقدية، والحد من السلوك الإنتهازي للإدارة (Alves, 2012). وبالتالي فإن فاعلية الدور الرقابي لأصحاب الملكية المؤسسية علي سلوك الإدارة يدفع الإدارة الي تخفيض مستوى النقدية المحتفظ بها، وهو ما يفيد بوجود علاقة عكسية بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية (السيد، 2018 2015; Mohd et al., 2018; Nguyen and Rahman, 2020; Loncan, 2020).

علي جانب آخر، يري البعض أن هؤلاء المساهمين أصحاب الملكية المؤسسية قد لا يشاركون منافعهم الخاصة من هذه السيطرة مع المساهمين الآخرين، وبالتالي قد يؤدي ذلك إلى تضارب المصالح بين كبار المساهمين وغيرهم من المساهمين (Ozkan and Ozkan, 2004). وقد أوضحت دراسة (Brown et al. 2012) أن تأثير الملكية المؤسسية علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية يرتبط بمدى فاعلية آليات حوكمة الشركات الأخرى، حيث أنه إذا ساهمت الملكية المؤسسية في تقليل مشاكل الوكالة، فإن العلاقة بين الملكية المؤسسية والاصول النقدية قد تكون عكسية، بينما في ظل ضعف آليات حوكمة الشركات، فإن تلك العلاقة قد تكون طردية، فيمكن لأصحاب الملكية المؤسسية استخدام سيطرتهم لتحقيق منافع خاصة علي حساب باقي المساهمين.

وقد توصلت دراسة (Harford et al. 2008) الي أن الملكية المؤسسية تؤثر بصورة طردية جوهرية على الاصول النقدية. كما قام (Al-Najjar and Clark, 2017) بالتحقق من مدى تأثير الملكية المؤسسية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية بالتطبيق علي شركات منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، وتوصلت إلى أن الملكية المؤسسية تؤثر بشكل طردي كبير على الاصول النقدية، وأن هؤلاء المساهمين يهدفون إلى زيادة منافعهم الخاصة والاحتفاظ بأموال نقدية زائدة. كذلك توصلت دراسات (Karpavicius and Yu, 2017; Harford et.al., 2012; Kusnadi, 2011; Azinfar and Shiraseb, 2016; Brown et.al., 2012) الي نفس النتيجة. بينما أكد آخرون علي عدم وجود علاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية (Khan et al., 2016; Hassani and Torabi, 2014; Dalwai et al., 2023).

مما سبق يتضح تباين نتائج الدراسات التي تناولت العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، وفي محاولة للمساهمة في هذه الجدل والوصول الي تأكيد ميداني بشأن مدى وجود علاقة تفاعلية بين الملكية المؤسسية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوى إحتفاظ الشركات بالنقدية، وكذلك تحديد إتجاه تلك العلاقة يمكن صياغة الفرض السادس من الدراسة علي النحو التالي:



**H6:** يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية المؤسسية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.

#### 4- الدراسة التطبيقية

يهدف هذا الجزء من الدراسة إلى محاولة إختبار مدى صحة فروض الدراسة. والتي تتناول مدى وجود علاقة بين عدم تماثل المعلومات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية، وكذلك إختبار الأثر التفاعلي لأنماط هيكل الملكية وعدم تماثل المعلومات علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية. وذلك بالتطبيق علي عينة من الشركات المساهمة المصرية خلال فترة زمنية تمتد من عام 2015 حتي عام 2019. وسوف يعتمد الباحث علي البرنامج الإحصائي Eviews 12 لإجراء التحليل الإحصائي.

#### 1/4 مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق الاوراق المالية المصري خلال الفترة من عام 2015 حتي عام 2019 وقد تم إستبعاد الفترة بعد عام 2019 حتي يتفادي الباحث تأثير جائحة كورونا علي نتائج الدراسة. وقد تم إختيار عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية:

- توافر التقارير المالية السنوية خلال فترة الدراسة مع توافر البيانات اللازمة لقياس متغيرات الدراسة.
- إستمرار أسهم الشركة في التداول خلال فترة الدراسة.
- استبعاد الشركات بقطاعي البنوك والخدمات المالية نظراً لطبيعتهم الخاصة.

وقد أسفر تطبيق الشروط السابقة عن إختيار 62 شركة بما يعادل 27% من إجمالي الشركات بمجتمع الدراسة. ويوضح الجدول رقم (1) ملخص لعدد شركات العينة حسب نوع القطاع.

#### جدول رقم (1)

#### عينة الدراسة

النسبة	عينة الدراسة	مجتمع الدراسة	إسم القطاع
0.28	2	7	اتصالات و اعلام و تكنولوجيا
0.41	11	27	أغذية و مشروبات و تبغ
0.4	2	5	تجارة و موزعون
0.25	1	4	خدمات النقل و الشحن
0.333	1	3	خدمات تعليمية
0.333	1	3	طاقة وخدمات مساندة
0.2	2	10	منسوجات و سلع معمرة
0.417	10	24	التشييد و مواد البناء

النسبة	عينة الدراسة	مجتمع الدراسة	إسم القطاع
0.5	1	2	ورق ومواد تعبئة و تغليف
0.111	2	18	خدمات و منتجات صناعية وسيارات
0.278	5	18	رعاية صحية و ادوية
0.182	2	11	سياحة وترفيه
0.257	9	35	عقارات
1	1	1	مرافق
0.706	12	17	موارد أساسية
-	-	44	بنوك و خدمات مالية غير مصرفية
0.27	62	229	إجمالي

#### 2/4 مصادر الحصول علي البيانات:

إعتمد الباحث في جمع البيانات الخاصة بالدراسة التطبيقية علي التقارير المالية المنشورة لشركات العينة والتي تم الحصول عليها من عدة مصادر منها المواقع الالكترونية للشركات، وكتاب الافصاح السنوي الصادر عن البورصة المصرية، وموقع البورصة المصرية، وموقع مباشر لنشر المعلومات، وموقع investing.com.

#### 3/4 توصيف وقياس متغيرات الدراسة

##### 1/3/4 مستوي الاحتفاظ بالنقدية (المتغير التابع):

هناك العديد من المقاييس التي قامت الدراسات السابقة باستخدامها في قياس مستوي الإحتفاظ بالنقدية أهمها نسبة النقدية وما في حكمها إلي إجمالي الاصول (Habib and Hasan, 2017)، والفرق بين نسبة النقدية وما في حكمها الي إجمالي أصول الشركة ومتوسط الصناعة (Harford et al., 2008)، ونسبة النقدية وما في حكمها الي قيمة المبيعات (Al-Najjar and Clark, 2017). وسوف يعتمد الباحث في قياس مستوي الاحتفاظ بالنقدية علي أكثر الطرق شيوعاً والتي استخدمتها دراسة (Opler, 1999)، وهي نسبة النقدية وما في حكمها الي إجمالي الاصول بعد خصم النقدية وما في حكمها.

##### 2/3/4 عدم تماثل المعلومات (متغير مستقل):

قامت الدراسات السابقة بتقديم عدة مقاييس لعدم تماثل المعلومات، ويعتبر مدي السعر Bid-Ask-Spread، والذي يتم حسابه من خلال الفرق بين أقل سعر بيع وأعلى سعر شراء، من أهم مقاييس عدم تماثل المعلومات، لأن الفرق بين سعري الشراء والبيع يدل على أن طرفي المعاملة لا يمكنهم الوصول إلى نفس المعلومات (Chung, et.al 2015)، فعدم تماثل في المعلومات والتحيز

في الاختيار هو موقف يحدث عندما يكون لدى البائعين معلومات لا تتوافر للمشتريين (والعكس صحيح)، وبالتالي تزداد مشكلة الاختيار العكسي، وفي هذه الحالة فإن الزيادة في مستوى عدم تماثل المعلومات تظهر من خلال اتساع الفارق في نطاق المدي السعري، حيث يستخدم هذا الفارق للتعويض عن مخاطر الاختيار العكسي (Balakrishnan and Koza, 1993).

كما يمكن قياس المدي السعري من خلال الفرق بين أعلى سعر للعرض وأقل سعر للشراء مقسوماً على متوسط سعر السهم (Welker, 1995)، كما يمكن قياس عدم تماثل المعلومات من خلال مقياس الفرق بين حجم العرض وحجم الطلب للاسهم المتداولة (Leuz and Verrecchia, 2000). وقامت دراسة (Richardson, 2000) بقياس عدم تماثل المعلومات من خلال الفرق بين الربح الفعلي في نهاية السنة ومتوسط تنبؤات المحللين الماليين لأرباح نفس العام مقسومة على الربح الفعلي في نهاية السنة، أما دراسة (Sadka, 2007) فإستخدام مقياس درجة تذبذب أسعار الأسهم من خلال حساب درجة التباين في أسعار الأسهم.

وتعتمد الدراسة الحالية على مقياس المدي السعري Bid-Ask-Spread، ويتم حسابه من خلال الفرق بين أقل سعر بيع وأعلى سعر شراء خلال الفترة المالية، حيث يعد أكثر المقاييس شيوعاً وإستخداماً في الدراسات السابقة.

#### 3/3/4 أنماط هيكل الملكية (متغير مستقل):

- ويتم قياس هذا المتغير من خلال مجموعة من المؤشرات التي تمثل أنماط هيكل الملكية وهي :
- الملكية المركزة: وتمثل ملكية كبار المساهمين ويقاس بنسبة الاسهم المملوكة للمساهمين الذين يمتلكون نسبة 5% من أسهم الشركة فأكثر .
  - الملكية العائلية: وتقاس بنسبة الاسهم المملوكة من قبل مجموعة المساهمين من عائلة واحدة في أسهم الشركة.
  - الملكية الاجنبية: وتقاس بنسبة الاسهم المملوكة من قبل الأجانب في أسهم الشركة.
  - الملكية الإدارية: وتقاس بنسبة الاسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة في أسهم الشركة.
  - الملكية المؤسسية: وتقاس بنسبة الاسهم المملوكة من قبل المؤسسات مثل البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار وصناديق المعاشات.

#### 4/3/4 المتغيرات الرقابية

##### أولاً: حجم الشركة

ينخفض عدم تماثل المعلومات مع زيادة حجم الشركة حيث تتميز الشركات كبيرة الحجم بتنوع أنشطتها وقدرتها على الحصول على التمويل اللازم للوفاء بالتزاماتها وتمويل مشروعاتها الاستثمارية، بينما تزيد تكلفة التمويل في الشركات صغيرة الحجم مما يدفعها بالاحتفاظ بقدر أكبر من النقدية (مليجي، 2018; 2017; Habib and Hasan). وقد تم إستخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في قياس حجم الشركة.

### ثانياً: الرافعة المالية

تعد الرافعة المالية من المتغيرات الهامة التي تحدد مستوى النقدية المحتفظ بها حيث تحتفظ الشركات التي لديها القدرة علي الحصول التمويل الخارجي بنقدية أقل من الشركات التي تجد صعوبة في الحصول علي تمويل خارجي، وقد تم استخدام نسبة إجمالي الإلتزامات طويلة الأجل الي إجمالي الاصول في قياس الرافعة المالية (مليجي، 2018).

### ثالثاً: معدل العائد علي الاستثمار

إن النقدية هي نتاج الانشطة التمويلية والاستثمارية للشركات، وبالتالي يعتمد مستوى النقدية المحتفظ بها علي الارباح التي تولدها أنشطة الشركة، وقد تم استخدام نسبة صافي الربح قبل الضريبة الي إجمالي الاصول في قياس معدل العائد علي الاستثمار (Dittmar et al., 2003).

### رابعاً: التوزيعات

عند احتفاظ الشركة بمبالغ نقدية عالية يكون لديها القدرة علي إجراء توزيعات نقدية للمساهمين مقارنة بالشركات الاقل احتفاظاً بالنقدية، وقد تم قياس التوزيعات كمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) في حالة وجود توزيعات نقدية خلال الفترة ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك (Al-Najjar and Clark, 2017).

## 4/4 فروض الدراسة

تحاول الدراسة التطبيقية الوصول لتأكيد ميداني بشأن مدي صحة الفروض التالية:

H1: يوجد أثر موجب ذو دلالة احصائية بين عدم تماثل المعلومات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.

H2: يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية المركزة وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.

H3: يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية الإدارية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.

H4: يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية الأجنبية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.

H5: يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية العائلية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.

H6: يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية المؤسسية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.

## 5/4 نموذج الدراسة

بهدف إختبار مدي صحة فروض الدراسة تم الإعتماد علي النماذج التالية:

### النموذج الأول:

بغرض إختبار مدي صحة الفرض الأول من الدراسة والمتعلق بإختبار أثر عدم تماثل المعلومات علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية تم إستخدام النموذج التالي:

$$CH_{i,t} = b_0 + b_1 InAs_{i,t} + b_2 LnAss_{i,t} + b_3 Lev_{i,t} + b_4 Dev_{i,t} + b_5 ROA_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

حيث أن:

- $CH_{i,t}$  : مستوي الاحتفاظ بالنقدية مقاسة بنسبة النقدية وما في حكمها الي إجمالي الأصول بعد إستبعاد النقدية وما في حكمها للشركة  $i$  في نهاية السنة المالية  $t$ .
- $InAs_{i,t}$  : عدم تماثل المعلومات مقاسة بالمدي السعري لأسهم الشركة  $i$  في نهاية السنة المالية  $t$ .
- $LnAss_{i,t}$  : اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي اصول الشركة  $i$  في نهاية السنة المالية  $t$ .
- $Lev_{i,t}$  : نسبة إجمالي الديون طويلة الاجل الي إجمالي الاصول للشركة  $i$  في نهاية السنة المالية  $t$ .
- $Dev_{i,t}$  : التوزيعات النقدية الشركة  $i$  خلال السنة المالية  $t$ .
- $ROA_{i,t}$  : معدل العائد علي الاصول للشركة  $i$  عن السنة المالية  $t$ .
- $b_0: b_5$  : معلمات الإنحدار للنموذج
- $e_{i,t}$  : الخطأ العشوائي

### النموذج الثاني:

بغرض إختبار مدي صحة الفروض من الفرض الثاني حتي الفرض السادس من الدراسة والمتعلق بإختبار أثر العلاقة بين كل نمط من أنماط هيكل الملكية وعدم تماثل المعلومات علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية تم إستخدام النموذج التالي:

$$CH_{i,t} = b_0 + b_1 OwSh_{i,t} + b_1 InAs_{i,t} + b_1 OwSh * InAs_{i,t} + b_2 LnAss_{i,t} + b_3 Lev_{i,t} + b_4 Dev_{i,t} + b_5 ROA_{i,t} + e_{i,t} \quad (2)$$

حيث أن:

$OwSh_{i,t}$  : مؤشر نمط هيكل الملكية للشركة  $i$  عن السنة المالية  $t$  . وقد تم استخدام خمسة أنماط لهيكل ملكية الشركة وهي الملكية المركزية والملكية الإدارية والملكية الأجنبية والملكية العائلية والملكية المؤسسية.

$OwSh * InAs_{i,t}$  : مقياس للأثر التفاعلي لنمط هيكل الملكية وعدم تماثل المعلومات في الشركة  $i$  عن السنة المالية  $t$ .

#### 6/4 الإختبارات الإحصائية المستخدمة

بغرض معالجة بيانات الدراسة وإختبار مدي صحة فروض الدراسة إعتد الباحث علي الأساليب الإحصائية التالية:

- الإحصاء الوصفي Descriptive Statistics لمتغيرات الدراسة، لوصف خصائص بيانات الدراسة واستخلاص بعض النتائج ودلالاتها.
- إختبار إعتدالية متغيرات النموذج Normality Test بإستخدام إختبار Jarque-Bera.
- إختبار الإزدواج الخطي Multi-Collinearity بإستخدام معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF).
- إختبار الارتباط الذاتي Autocorrelation بإستخدام إختبار Durbin-Watson.
- تحليل الإنحدار الخطي المتعدد.

#### 7/4 نتائج الإختبارات الإحصائية

##### 1/7/4 الإحصاء الوصفي لمتغيرات النموذج Descriptive statistics

يعرض الباحث في هذا الجزء الخصائص الإحصائية الوصفية الأساسية لمتغيرات نموذج الدراسة بالإعتماد علي عدة مؤشرات منها المتوسط الحسابي والوسيط والمدي والانحراف المعياري. ويلخص الجدول رقم (2) تلك المؤشرات.

جدول رقم (2)

الإحصائيات الوصفية لمتغيرات النموذج

المتغير	مستوي الاحتفاظ بالنقدية	عدم تماثل المعلومات	الملكية المركزية	الملكية الإدارية	الملكية العائلية	الملكية الأجنبية	الملكية المؤسسية
المتوسط	0.11916	6.75145	0.11999	0.05594	0.06865	0.04169	0.0386
الوسيط	0.08329	2.83725	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.0000

0.4573	0.65810	0.67680	0.80000	0.29909	57.5900	0.48007	أعلى قيمة
0.0000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.01150	0.00927	أقل قيمة
0.0836	0.12662	0.16257	0.19556	0.13550	9.39779	0.10352	الإنحراف المعياري
1153.43**	1461.04**	267.13**	982.49**	516.32**	662.9**	66.845**	Jarque-Bera
175	175	175	175	175	175	175	عدد المشاهدات

يتضح من الجدول رقم (2) أن مستوي الإحتفاظ بالنقدية لشركات العينة يتراوح بين 0,009 و 0,48 و بمتوسط 0,119 و إنحراف معياري 0,103 و تتقارب هذه النسب مع النتائج التي أوضحتها بعض الدراسات السابقة التي تمت علي السوق المصري، فقد بلغ متوسط النقدية المحتفظ بها في دراسة (مصطفي، 2020) بلغت 0,083 وفي دراسة (قنديل، 2019) بلغت 0,06 وفي دراسة (بلال، 2017) كانت 0,11 وفي دراسة (سليم، 2017) كانت 0,13.

كذلك يتضح من الجدول رقم (2) أن المدى السعري كمؤشر لعدم تماثل المعلومات يتراوح بين 0,011 و 57,59 و بمتوسط 6,75 و انحراف معياري 9,39، وهو ما يشير إلي تشتت كبير في المدى السعري لشركات العينة حول متوسطها وهو ما يؤكد انخفاض قيمة الوسيط 2,83 عن المتوسط الحسابي 6,75. وبالتالي يمكن ملاحظة تفاوت مستوي عدم تماثل المعلومات بين الشركات محل الدراسة.

أما أنماط هيكل الملكية، فقد تروحت نسبة الملكية المركزة بشركات العينة بين 0,000 وتمثل الشركات ذات الملكية المشتتة أو غير المركزة بالكامل و 0,299 وتمثل الشركة ذات الملكية المركزة العالية، بمتوسط 0,119 و إنحراف معياري 0,135. كذلك تراوحت نسبة الملكية الإدارية بشركات العينة بين 0,000 و 0,800، بمتوسط 0,056 و إنحراف معياري 0,195، مما يشير الي تشتت كبير في نسبة الملكية الإدارية بين شركات العينة. وتراوحت نسبة الملكية العائلية بشركات العينة بين 0,000 و 0,676، بمتوسط 0,068 و إنحراف معياري 0,162، وهو ما يشير الي تشتت كبير في نسبة الملكية العائلية بين شركات العينة. كما تراوحت نسبة الملكية الأجنبية بشركات العينة بين 0,000 و 0,658، بمتوسط 0,042 و إنحراف معياري 0,127، وهو ما يشير أيضاً الي تشتت كبير في نسبة الملكية الأجنبية بين شركات العينة. وأخيراً تراوحت نسبة الملكية المؤسسية بشركات العينة بين 0,000 و 0,457، بمتوسط 0,039 و إنحراف معياري 0,083. وتشير تلك النتائج الي أن الملكية المركزة تمثل أكبر أنماط هيكل الملكية بشركات العينة بمتوسط 0,119 بينما تمثل الملكية المؤسسية أقل أنماط هيكل الملكية بشركات العينة بمتوسط 0,039.

#### 2/7/4 اختبارات الكشف عن المشكلات القياسية في نماذج الإنحدار محل الدراسة

يهدف هذا الجزء الي إختبار صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي من خلال الكشف عن المشكلات القياسية التي يمكن ان تؤثر علي مدي صحة نتائج التحليل.

### أولاً: إختبار إعتدالية متغيرات النموذج Normality Test

للتحقق من إقتراب بيانات النموذج من التوزيع الطبيعي فقد تم إستخدام إختبار Jarque-Bera وقد أظهرت نتائج الإختبار علي مستوي كل متغيرات النموذج عدم إتباع أي من متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي حيث أن مستوي معنوية الإختبار p.value لكل المتغيرات هي 0,000 وهي أقل من مستوي معنوية 0,05 وذلك كما يتضح من الجدول رقم (2). وحيث أن حجم عينة الدراسة أكبر من 30 مفردة حيث يبلغ 175 مشاهدة، فلن تؤثر تلك المشكلة علي صحة نتائج الدراسة (Gujarati and Porter, 2009).

### ثانياً: إختبار الإزدواج الخطي Multi-Collinearity

اعتمد الباحث علي معامل تضخم التباين *Variance Inflation Factor (VIF)* للتحقق من مدي وجود مشكلة الإزدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة، والتي يمكن أن تؤدي الي عدم صلاحية النموذج الخطي للتطبيق نتيجة عدم إستقرار معاملات نموذج الإنحدار. ويوضح الجدول رقم (3) نتائج الإختبار وتشير الي أن قيم معامل تضخم التباين (*VIF*) للمتغيرات المستقلة وكذلك المتغيرات الرقابية جاءت جميعاً أقل من (10)، وبالتالي فإن نماذج الدراسة تخلو من مشكلة التداخل الخطي بين المتغيرات المستقلة.

جدول رقم (3)

معامل تضخم التباين

المتغير	عدم تماثل المعلومات	الملكية المركزية	الملكية الأراضية	الملكية العقارية	الملكية الأجنبية	الملكية المؤسسية	حجم الشركة	الرافعة المالية	العائد علي الإستثمار	التوزيعات
VIF	1.09	1.54	1.28	1.18	1.53	1.18	2.66	1.31	1.37	2.83

### ثالثاً: إختبار الارتباط الذاتي Autocorrelation

اعتمد الباحث علي إختبار Durbin-Watson بغرض التحقق من مدي وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين أخطاء نماذج الإنحدار التي تم بناؤها، والتي يمكن أن تؤثر علي نتائج تحليل الإنحدار وإعطاء نتائج زائفة وغير حقيقية. ووفقاً لهذا الإختبار فإن القيم التي تقترب من القيمة 2 تشير الي عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين أخطاء نماذج الإنحدار، ويوضح الجدول رقم (4) نتائج إختبار Durbin-Watson والتي تشير الي أن جميع قيم الإختبار للنماذج المستخدمة جاءت ما بين 1,79 و 1,92 وبالتالي تشير الي عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين أخطاء نماذج الإنحدار، حيث أنها جميعاً تقترب من القيمة 2.

جدول رقم (4)



نتائج إختبار الارتباط الذاتي وعدم ثبات التباين

Durbin-Watson stat	النموذج المستخدم لإختبار
1.799172	الفرض الأول
1.903920	الفرض الثاني
1.840633	الفرض الثالث
1.873742	الفرض الرابع
1.824058	الفرض الخامس
1.925272	الفرض السادس

3/7/4 نتائج تحليل نماذج الانحدار

أولاً: نتائج إختبار مدي صحة الفرض الأول

بغرض إختبار مدي صحة الفرض الأول من الدراسة القائل بأنه يوجد أثر موجب ذو دلالة إحصائية بين عدم تماثل المعلومات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة. تشير النتائج الإحصائية لإختبار نموذج الفرض الأول كما يتضح من الجدول رقم (5) إلي معنوية نموذج الإنحدار المستخدم حيث بلغت قيمة إحصائية F 14,85 عند مستوي معنوية 0,000 وهي أقل من مستوي معنوية 0,05 مما يعني إمكانية الإعتماد علي نتائج النموذج. كما يتضح أن قيمة إختبار Durbin-Watson (1,79) وهي تقترب من القيمة 2 وبالتالي خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي Autocorrelation

كما يتضح من الجدول (5) أن هناك أثر موجب ذو دلالة إحصائية بين عدم تماثل المعلومات ومستوي الإحتفاظ بالنقدية بالشركات محل الدراسة حيث أن قيمة إحصائية t (2,729) عند مستوي معنوية p-value (0,007) وهي أقل من مستوي معنوية (0,05)

جدول رقم (5)

نتائج إختبار الفرض الأول

P-Value	Coefficient	t-Statistic	
(0.000)	0.202616	5.180244	الحد الثابت
(0.007)	0.001963	2.729455	عدم تماثل المعلومات
(0.026)	-0.015174	-2.233975	حجم الشركة
(0.000)	-0.015954	-5.081492	الرافعة المالية

P-Value	Coefficient	t-Statistic	
(0.006)	0.003473	2.775296	العائد علي الإستثمار
(0.090)	0.009531	1.704625	التوزيعات
(0.000)	14.85626		<b>F-statistic</b>
	1.799172		<b>Durbin-Watson</b>
	0.284779		<b>Adjusted R-squared</b>

أما المتغيرات الرقابية فقد أوضحت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين كلاً من حجم الشركة والرافعة المالية وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية، بينما توجد علاقة طردية بين العائد علي الإستثمار وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية، حيث جاءت قيمة مستوي المعنوية p-value لتلك المتغيرات أقل من مستوي معنوية (0,05)، بينما أتضح عدم معنوية العلاقة بين التوزيعات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية حيث جاءت قيمة مستوي المعنوية p-value أكبر من مستوي معنوية (0,05).

وقد بلغت قيمة معامل التحديد المعدل  $adj.R^2$  (0,284) مما يشير إلي أن متوسط التغيرات في قيمة المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر 28,4% من متوسط التغيرات في مستوي الإحتفاظ بالنقدية (المتغير التابع) أما نسبة 71,6% ترجع إلي الخطأ العشوائي في التقدير وإلي المتغيرات الأخرى التي لا يتضمنها النموذج.

وبالتالي ومن خلال النتائج السابقة يخلص الباحث إلي قبول الفرض الأول من الدراسة والقائل بوجود أثر موجب ذو دلالة احصائية بين عدم تماثل المعلومات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة. وتتفق تلك النتيجة مع ما توضحه نظرية التدفق النقدي الحر والتي تفسر دوافع الإدارة للإحتفاظ بالنقدية من منظور تكاليف الوكالة وإعتماد الإدارة علي التمويل الداخلي وتجنب التمويل الخارجي (Jensen, 1986). حيث أن تكلفة التمويل الخارجي تزيد نتيجة عدم قدرة لأطراف الخارجية علي مراقبة وتفسير سلوك الإدارة وبالتالي طلب علاوة للتمويل لتعويض نقص المعلومات، وذلك يحفز المديرين للاحتفاظ بمبالغ نقدية أكبر بدلاً من الإعتماد على التمويل الخارجي عالي التكلفة (Rahmani et al, 2015).

#### ثانياً: نتائج إختبار مدي صحة الفرض الثاني

بغرض إختبار مدي صحة الفرض الثاني من الدراسة القائل بأنه يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية المركزة وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة. تشير النتائج الإحصائية لإختبار النموذج كما يتضح من الجدول رقم (6) إلي معنوية نموذج الإنحدار المستخدم حيث بلغت قيمة إحصائية F 15,19 عند مستوي معنوية 0,000 وهي أقل من مستوي معنوية

0,05 مما يعني إمكانية الاعتماد علي نتائج النموذج. كما يتضح أن قيمة إختبار Durbin-Watson (1,9) وهي تقترب من القيمة 2 وبالتالي خلو النموذج من مشكلة الإرتباط الذاتي Autocorrelation .

جدول رقم (6)  
نتائج إختبار الفرض الثاني

P-Value	Coefficient	t-Statistic	
(0.000)	0.211673	5.615667	الحد الثابت
(0.951)	4.81E-05	0.061005	عدم تماثل المعلومات
(0.034)	-0.530847	-2.131229	الملكية المركزة
(0.000)	0.115206	4.780221	الأثر التفاعلي للملكية المركزة مع عدم تماثل المعلومات
(0.062)	-0.012209	-1.877598	حجم الشركة
(0.000)	-0.018450	-6.024626	الرافعة المالية
(0.016)	0.002868	2.413838	العائد علي الإستثمار
(0.193)	0.006919	1.304871	التوزيعات
(0.000)	15.19470		F-statistic
1.903920			Durbin-Watson
0.363483			Adjusted R-squared

كما يتضح من الجدول (6) أن هناك أثر سالب ذو دلالة إحصائية بين الملكية المركزة ومستوي الإحتفاظ بالنقدية بالشركات محل الدراسة حيث أن قيمة إحصائية t (-2,13) عند مستوي معنوية p-value (0,034) وهي أقل من مستوي معنوية (0,05)، وتتفق تلك النتيجة مع "فرضية المراقبة الفعالة Efficient Monitoring Hypothesis"، والتي تشير الي أن كبار المساهمين يمكنهم مراقبة أداء الإدارة وإحداث تغييرات في سياسات الشركة تخفض من مشاكل الوكالة (Saxena and Sahoo, 2022). وبالتالي، فإن الملكية المركزة يمكن أن تؤدي إلى انخفاض تكاليف التمويل الخارجي للوكالة والحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين. ويقدر ما يؤدي ذلك إلى خفض تكلفة التمويل الخارجي وخفض عدم تماثل المعلومات، فمن المتوقع أن تحتفظ الشركات بأموال نقدية أقل (Ferreira and Vilela, 2004; Gunney et al., 2003).

كذلك إتضح من الجدول (6) أن هناك علاقة موجبة بين متغير الأثر التفاعلي بين الملكية المركزة وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية بالشركات محل الدراسة، حيث أن قيمة إحصائية  $t (4,78)$  عند مستوي معنوية  $p\text{-value} (0,000)$  وهي أقل من مستوي معنوية  $(0,05)$ . وهو ما يدعم فرضية "قوة المساهمين Shareholder Power Hypothesis" فعلي الرغم من أن الملكية المركزة تخفض من تكلفة الوكالة وتحد من عدم تماثل المعلومات بين كبار المستثمرين والإدارة، إلا أنها قد ينشأ عنها مشكلة الوكالة من النوع الثاني، فمع غياب آلية الحوكمة الخارجية الفعالة ينشأ صراعات بين المساهمين المسيطرين ومساهمي الأقلية (Morck et al. 2005). وبالتالي فإن المساهمين الذين لديهم سيطرة فعالة على المديرين يدعمون تخزين النقدية لتجنب نقص الاستثمار بسبب التمويل الخارجي المكلف. وبالتالي، فإن ذلك يشير إلى وجود علاقة موجبة بين تركيز الملكية والأرصدة النقدية المحتفظ بها (Kuan et al., 2011).

أما المتغيرات الرقابية فقد أوضحت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية، بينما توجد علاقة طردية بين العائد علي الاستثمار وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية، حيث جاءت قيمة مستوي المعنوية  $p\text{-value}$  لتلك المتغيرات أقل من مستوي معنوية  $(0,05)$ ، بينما أتضح عدم معنوية العلاقة بين كلاً من حجم الشركة والتوزيعات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية حيث جاءت قيمة مستوي المعنوية  $p\text{-value}$  أكبر من مستوي معنوية  $(0,05)$ . وقد بلغت قيمة معامل التحديد المعدل  $adj.R^2 (0,363)$  مما يشير إلى أن متوسط التغيرات في قيمة المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر  $36,3\%$  من متوسط التغيرات في مستوي الاحتفاظ بالنقدية (المتغير التابع) أما نسبة  $63,3\%$  ترجع إلى الخطأ العشوائي في التقدير وإلى المتغيرات الأخرى التي لا يتضمنها النموذج.

وبالتالي ومن خلال النتائج السابقة يخلص الباحث إلي قبول الفرض الثاني من الدراسة والقائل بوجود أثر ذو دلالة إحصائية بين علاقة الملكية المركزة وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة. وتتفق تلك النتيجة مع فرضية قوة المساهمين فإنه علي الرغم من إنخفاض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وكبار المساهمين نتيجة الرقابة الفعالة، إلا أنه لا يزال هناك عدم تماثل في المعلومات كبير بين كبار المساهمين ومساهمي الأقلية، مما يحفز الاحتفاظ بمستويات نقدية عالية لتحقيق منافع خاصة علي حساب مساهمي الأقلية. ولذلك فإن العلاقة بين تركيز الملكية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي احتفاظ الشركات بالنقدية هي علاقة طردية.

### ثالثاً: نتائج إختبار مدي صحة الفرض الثالث

بغرض إختبار مدي صحة الفرض الثالث من الدراسة القائل بأنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين علاقة الملكية الإدارية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة. تشير النتائج الإحصائية لإختبار النموذج كما يتضح من الجدول رقم (7) إلي معنوية نموذج الإنحدار المستخدم حيث بلغت قيمة إحصائية  $F 13,23$  عند مستوي معنوية  $0,000$  وهي أقل من مستوي معنوية

0,05 مما يعني إمكانية الاعتماد علي نتائج النموذج. كما يتضح أن قيمة إختبار Durbin-Watson (1,8) وهي تقترب من القيمة 2 وبالتالي خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي Autocorrelation .

جدول رقم (7)

نتائج إختبار الفرض الثالث

P-Value	Coefficient	t-Statistic	
(0.000)	0.184087	4.796118	الحد الثابت
(0.0008)	0.002774	3.425961	عدم تماثل المعلومات
(0.028)	-0.106825	-2.206216	الملكية الإدارية
(0.424)	-0.001860	-0.801378	الأثر التفاعلي للملكية الإدارية مع عدم تماثل المعلومات
(0.119)	-0.010575	-1.565418	حجم الشركة
(0.000)	-0.018206	-5.785494	الرافعة المالية
(0.043)	0.002519	2.031420	العائد علي الإستثمار
(0.094)	0.009125	1.682011	التوزيعات
(0.000)	13.23370		F-statistic
1.840633			Durbin-Watson
0.329831			Adjusted R-squared

كما يتضح من الجدول (7) أن هناك أثر سالب ذو دلالة إحصائية بين الملكية الإدارية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية بالشركات محل الدراسة حيث أن قيمة إحصائية t (-2,13) عند مستوي معنوية p-value (0,034) وهي أقل من مستوي معنوية (0,05)، وتتفق تلك النتيجة مع الدراسات التي أكدت علي أن الملكية الادارية تساعد في تحقيق التوافق بين مصالح الادارة ومصالح المساهمين ومع زيادة نسبة الملكية الإدارية ينخفض السلوك الانتهازي للإدارة مما يحد من مشاكل الوكالة. وأن الملكية الإدارية يمكن أن تربط مصالح المساهمين مع مصالح المديرين، حيث أن الادارة في هذه الحالة تتحمل جزءاً من تكاليف أفعالها، وبالتالي فمن المرجح أن يستخدم المديرين الموارد في تعظيم قيمة الشركة، والحد من تكلفة الإحتفاظ بالنقدية، وبالتالي توقع وجود علاقة عكسية بين الملكية الإدارية ومستوى الإحتفاظ بالنقدية (Chen and Chuang, 2009; Lee and Lee, 2009; Jensen and Meckling, 1976; ) (Namazi and Kermani, 2008; Elyasiani and Zhang, 2015; Thanatawee, 2019). بينما يتضح من الجدول (7) عدم وجود علاقة بين متغير الأثر التفاعلي بين الملكية الإدارية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الإحتفاظ بالنقدية بالشركات محل الدراسة، حيث أن مستوي المعنوية

وعدم وضوح إتجاهه نحو قرارات الإحتفاظ بالنقدية، والتي يمكن إرجاعها الي عدم تفعيل آليات حوكمة الشركات الخارجية التي تمكن من الرقابة الفعالة علي سلوك الإدارة وتخفيض تكلفة الوكالة وبالتالي الحد من عدم تماثل المعلومات.

أما المتغيرات الرقابية فقد أوضحت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية، بينما توجد علاقة طردية بين العائد علي الاستثمار وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية، حيث جاءت قيمة مستوي المعنوية p-value لتلك المتغيرات أقل من مستوي معنوية (0,05)، بينما أنضح عدم معنوية العلاقة بين كلاً من حجم الشركة والتوزيعات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية حيث جاءت قيمة مستوي المعنوية p-value أكبر من مستوي معنوية (0,05). وقد بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (0,33) adj.R<sup>2</sup> مما يشير إلي أن متوسط التغيرات في قيمة المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر 33% من متوسط التغيرات في مستوي الإحتفاظ بالنقدية (المتغير التابع) أما نسبة 67% ترجع إلي الخطأ العشوائي في التقدير وإلي المتغيرات الأخرى التي لا يتضمنها النموذج.

وبالتالي ومن خلال النتائج السابقة يخلص الباحث إلي رفض الفرض الثالث من الدراسة والقائل بوجود أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية الإدارية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة. ويتضح من تلك النتيجة تباين وعدم وضوح سلوك المديرين في حالة زيادة الملكية الإدارية نحو قرارات الإحتفاظ بالنقدية والتي يمكن إرجاعها الي عدم تفعيل آليات حوكمة الشركات الخارجية التي تمكن من الرقابة الفعالة علي سلوك الإدارة وتخفيض تكلفة الوكالة وبالتالي الحد من عدم تماثل المعلومات.

#### رابعاً: نتائج إختبار مدي صحة الفرض الرابع

بغرض إختبار مدي صحة الفرض الرابع من الدراسة القائل بأنه يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية الأجنبية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة. تشير النتائج الإحصائية لإختبار النموذج كما يتضح من الجدول رقم (8) إلي معنوية نموذج الإنحدار المستخدم حيث بلغت قيمة إحصائية F 10,6 عند مستوي معنوية 0,000 وهي أقل من مستوي معنوية 0,05 مما يعني إمكانية الإعتماد علي نتائج النموذج. كما يتضح أن قيمة إختبار Durbin-Watson (1,8) وهي تقرب من القيمة 2 وبالتالي خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي Autocorrelation .

كما يتضح من الجدول (8) عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية الأجنبية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية بالشركات محل الدراسة حيث أن قيمة مستوي المعنوية p-value (0,947) وهي أكبر من مستوي معنوية (0,05)، كذلك يتضح عدم وجود علاقة بين متغير الأثر التفاعلي بين الملكية الأجنبية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية بالشركات محل الدراسة، حيث أن قيمة مستوي المعنوية p-value (0,549) وهي أكبر من مستوي معنوية (0,05)، وتتفق تلك النتيجة مع ما جاء بنتائج بعض الدراسات مثل (Afifa et al. 2021; Al-Najjar and BinSaddig, 2013).

جدول رقم (8)  
نتائج إختبار الفرض الرابع

P-Value	Coefficient	t-Statistic	
(0.000)	0.200979	5.107126	الحد الثابت
(0.0192)	0.001832	2.364120	عدم تماثل المعلومات
(0.947)	0.004225	0.066025	الملكية الأجنبية
(0.549)	0.006317	0.599668	الأثر التفاعلي للملكية الأجنبية مع عدم تماثل المعلومات
(0.027)	-0.015221	-2.231473	حجم الشركة
(0.000)	-0.015386	-4.542055	الرافعة المالية
(0.006)	0.003466	2.754272	العائد علي الإستثمار
(0.091)	0.009555	1.695019	التوزيعات
(0.000)	10.60644		F-statistic
1.824058			Durbin-Watson
0.278742			Adjusted R-squared

أما المتغيرات الرقابية فقد أوضحت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين كلاً من حجم الشركة والرافعة المالية وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية، بينما توجد علاقة طردية بين العائد علي الإستثمار وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية، حيث جاءت قيمة مستوي المعنوية p-value لتلك المتغيرات أقل من مستوي معنوية (0,05)، بينما أتضح عدم معنوية العلاقة بين التوزيعات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية حيث جاءت قيمة مستوي المعنوية p-value أكبر من مستوي معنوية (0,05). وقد بلغت قيمة معامل التحديد المعدل  $adj.R^2$  (0,279) مما يشير إلي أن متوسط التغيرات في قيمة المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر 27,9% من متوسط التغيرات في مستوي الإحتفاظ بالنقدية (المتغير التابع) أما نسبة 82,1% ترجع إلي الخطأ العشوائي في التقدير وإلي المتغيرات الأخرى التي لا يتضمنها النموذج.

وبالتالي ومن خلال النتائج السابقة يخلص الباحث إلي رفض الفرض الرابع من الدراسة والقائل بوجود أثر ذو دلالة إحصائية بين علاقة الملكية الأجنبية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة. وتتفق تلك النتيجة مع ما جاء بدراسة كلاً من (Al-Najjar and BinSaddig, 2013; Afifa et al. 2021).

#### خامساً: نتائج اختبار مدي صحة الفرض الخامس

بغرض اختبار مدي صحة الفرض الخامس من الدراسة القائل بأنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين علاقة الملكية العائلية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة. تشير النتائج الإحصائية لإختبار النموذج كما يتضح من الجدول رقم (9) إلي معنوية نموذج الإنحدار المستخدم حيث بلغت قيمة إحصائية F 16,37 عند مستوي معنوية 0,000 وهي أقل من مستوي معنوية 0,05 مما يعني إمكانية الإعتماد علي نتائج النموذج. كما يتضح أن قيمة إختبار Durbin-Watson (1,87) وهي تقترب من القيمة 2 وبالتالي خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي . Autocorrelation

كما يتضح من الجدول (9) عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية العائلية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية بالشركات محل الدراسة حيث أن قيمة مستوي معنوية p-value (0,277) وهي أكبر من مستوي معنوية (0,05)، وهو ما يشير الي عدم وضوح العلاقة المباشرة بين الملكية العائلية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية بشركات العينة. بينما يتضح أن هناك علاقة موجبة بين متغير الأثر التفاعلي بين الملكية العائلية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية بالشركات محل الدراسة، حيث أن قيمة إحصائية t (3,55) عند مستوي معنوية p-value (0,0005) وهي أقل من مستوي معنوية (0,05)، وتتفق تلك النتيجة مع أغلب نتائج الدراسات السابقة التي أكدت علي وجود علاقة موجبة بين الملكية العائلية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية (Kusnadi, 2011 ; Liu et al. 2015 ; Ozkan and Ozkan, 2004; Caprio et al. 2020; Jensen and Meckling, 1976; Jebran et al. 2019; Alghadi et al. 2021; Khalil and Ali, 2015). فأصحاب الملكية العائلية لديهم الحافز للاحتفاظ بكمية كبيرة من النقدية في شركاتهم وتولي مناصب إدارية عليا، حيث أن الملكية العائلية توفر لهم حوافز مالية قوية بما فيه الكفاية للتأثير علي القرارات الإدارية، ويدعم هذا التراكم النقدي المرتفع فرضية المرونة التي تشير إلى أن المديرين يقومون بتجميع الأموال النقدية للحصول علي منافع خاصة بهم في المستقبل.

جدول رقم (9)

#### نتائج إختبار الفرض الخامس

P-Value	Coefficient	t-Statistic	
(0.000)	0.188383	5.136603	الحد الثابت
(0.357)	0.000681	0.887955	عدم تماثل المعلومات
(0.277)	0.053162	1.090146	الملكية العائلية
(0.0005)	0.023870	3.552738	الأثر التفاعلي للملكية العائلية مع عدم تماثل المعلومات
(0.127)	-0.009798	-1.531791	حجم الشركة



(0.000)	-0.019865	-6.594230	الرافعة المالية
(0.042)	0.002419	2.049007	العائد علي الإستثمار
(0.238)	0.006230	1.183319	التوزيعات
(0.000)	16.37372		F-statistic
1.873742			Durbin-Watson
0.382137			Adjusted R-squared

أما المتغيرات الرقابية فقد أوضحت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية، بينما توجد علاقة طردية بين العائد علي الاستثمار وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية، حيث جاءت قيمة مستوي المعنوية p-value لتلك المتغيرات أقل من مستوي معنوية (0,05)، بينما أتضح عدم معنوية العلاقة بين كلاً من حجم الشركة والتوزيعات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية حيث جاءت قيمة مستوي المعنوية p-value أكبر من مستوي معنوية (0,05). وقد بلغت قيمة معامل التحديد المعدل  $adj.R^2$  (0,382) مما يشير إلي أن متوسط التغيرات في قيمة المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر 38,2% من متوسط التغيرات في مستوي الإحتفاظ بالنقدية (المتغير التابع) أما نسبة 61,8% ترجع إلي الخطأ العشوائي في التقدير وإلي المتغيرات الأخرى التي لا يتضمنها النموذج.

وبالتالي ومن خلال النتائج السابقة يخلص الباحث إلي قبول الفرض الخامس من الدراسة والقائل بوجود أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية العائلية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة. وتتفق تلك النتيجة مع فرضية المرونة والتي تشير الي أن الشركات التي تسيطر عليها الملكية العائلية يمكنها تنفيذ سياسات تلبى المنافع الشخصية للعائلة بدلاً من التركيز على مصالح المساهمين الآخرين. وقد يؤدي هذا إلى زيادة مشكلة الوكالة بين مساهمي الأغلبية والأقلية، وبناء على ذلك، فإن تكلفة الوكالة تكون مرتفعة في الشركات التي تسيطر عليها العائلة، مما يؤدي إلى مزيد من المصادرة على ثروات مساهمي الأقلية، وبالتالي، تحتفظ الشركات التي تسيطر عليها العائلة باحتياطي نقدية أكبر مقارنة بالشركات غير العائلية (Kusnadi, 2011 ; Liu et al. 2015 ; Ozkan and Ozkan, 2004; Caprio et al. 2020; Jensen and Meckling, 1976; Jebran et al. 2019; Alghadi et al. 2021; Khalil and Ali, 2015).

#### سادساً: نتائج إختبار مدي صحة الفرض السادس

بغرض إختبار مدي صحة الفرض الثاني من الدراسة القائل بأنه يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية المؤسسية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل

الدراسة. تشير النتائج الإحصائية لإختبار النموذج كما يتضح من الجدول رقم (10) إلى معنوية نموذج الانحدار المستخدم حيث بلغت قيمة إحصائية  $F_{12,5}$  عند مستوي معنوية 0,000 وهي أقل من مستوي معنوية 0,05 مما يعني إمكانية الإعتماد على نتائج النموذج. كما يتضح أن قيمة إختبار Durbin-Watson (1,9) وهي تقترب من القيمة 2 وبالتالي خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي . Autocorrelation

كما يتضح من الجدول (10) أن هناك أثر سالب ذو دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية بالشركات محل الدراسة حيث أن قيمة إحصائية  $t$  (-2,01) عند مستوي معنوية  $p$ -value (0,046) وهي أقل من مستوي معنوية (0,05)، وتتفق تلك النتيجة مع بعض الدراسات السابقة (السيد، 2018، 2020; Loncan, 2020; Mohd et al., 2015; Nguyen and Rahman, 2020) التي أكدت على أن كبار المساهمين وخاصة المؤسسات المالية لهم دور كبير في الحد من تكاليف الوكالة، فالملكية المؤسسية قد تؤثر على المراكز الإدارية للشركات، لأن أنشطة المراقبة المختلفة التي يقوم بها أصحاب الملكية المؤسسية تساهم في تبني مستوى عالي من الرقابة على النقدية، والحد من السلوك الإنتهازي للإدارة. وبالتالي فإن فاعلية الدور الرقابي لأصحاب الملكية المؤسسية على سلوك الإدارة يدفع الإدارة الي تخفيض مستوي النقدية المحتفظ بها، وهو ما يفيد بوجود علاقة سلبية بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية.

بينما يتضح من الجدول (10) أن هناك علاقة موجبة بين متغير الأثر التفاعلي بين الملكية المؤسسية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية بالشركات محل الدراسة، حيث أن قيمة إحصائية  $t$  (3,07) عند مستوي معنوية  $p$ -value (0,002) وهي أقل من مستوي معنوية (0,05)، وتتفق تلك النتيجة مع نتائج دراسات (Karpavicius and Yu, 2017; Al-Najjar and Clark, 2017; Harford et al., 2012; Harford et al. 2008; Kusnadi, 2011; Azinfar and Shiraseb, 2016; Brown et.al., 2012)، والتي أكدت على أن المساهمين أصحاب الملكية المؤسسية قد لا يشاركون منافعهم الخاصة من هذه السيطرة مع المساهمين الآخرين، وبالتالي قد يؤدي ذلك إلى تضارب المصالح بين كبار المساهمين وغيرهم من المساهمين، وأنه في ظل ضعف آليات حوكمة الشركات، فإن العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية قد تكون طردية، فيمكن لأصحاب الملكية المؤسسية استخدام سيطرتهم لتحقيق منافع خاصة على حساب باقي المساهمين.

#### جدول رقم (10)

#### نتائج إختبار الفرض السادس

P-Value	Coefficient	t-Statistic	
(0.000)	0.197007	5.145570	الحد الثابت
(0.523)	0.000541	0.640046	عدم تماثل المعلومات

(0.046)	-0.186299	-2.010532	الملكية المؤسسية
(0.002)	0.038383	3.074605	الأثر التفاعلي للملكية المؤسسية مع عدم تماثل المعلومات
(0.056)	-0.012857	-1.920345	حجم الشركة
(0.000)	-0.015762	-5.112896	الرافعة المالية
(0.004)	0.003610	2.879400	العائد علي الإستثمار
(0.158)	0.007883	1.414941	التوزيعات
(0.000)	12.50083		<b>F-statistic</b>
1.925272			<b>Durbin-Watson</b>
0.316322			<b>Adjusted R-squared</b>

أما المتغيرات الرقابية فقد أوضحت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية، بينما توجد علاقة طردية بين العائد علي الاستثمار وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية، حيث جاءت قيمة مستوي المعنوية p-value لتلك المتغيرات أقل من مستوي معنوية (0,05)، بينما أتضح عدم معنوية العلاقة بين كلاً من حجم الشركة والتوزيعات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية حيث جاءت قيمة مستوي المعنوية p-value أكبر من مستوي معنوية (0,05). وقد بلغت قيمة معامل التحديد المعدل  $adj.R^2$  (0,316) مما يشير إلي أن متوسط التغيرات في قيمة المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر 31,6% من متوسط التغيرات في مستوي الإحتفاظ بالنقدية (المتغير التابع) أما نسبة 68,4% ترجع إلي الخطأ العشوائي في التقدير وإلي المتغيرات الأخرى التي لا يتضمنها النموذج.

وبالتالي ومن خلال النتائج السابقة يخلص الباحث إلي قبول الفرض السادس من الدراسة والقائل بوجود أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية المؤسسية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة. وتتفق تلك النتيجة مع نتائج دراسات (Karpavicius and Yu, 2017; Al-Najjar and Clark, 2017; Harford et al., 2012; Harford et al. 2012; Brown et al., 2012; Azinfar and Shiraseb, 2016; Kusnadi, 2011; 2008)، والتي أكدت علي أن تأثير الملكية المؤسسية علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية يرتبط بمدى فاعلية آليات حوكمة الشركات الأخرى، وأنه في ظل ضعف آليات حوكمة الشركات، فإن العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية قد تكون طردية، حيث يمكن لأصحاب الملكية المؤسسية استخدام سيطرتهم لتحقيق منافع خاصة علي حساب باقي المساهمين.

## ٥- النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية.

## 1/5 نتائج الدراسة.

هدفت الدراسة الي التحقق من مدي وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين عدم تماثل المعلومات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية، وكذلك إختبار أثر العلاقة بين أنماط هيكل الملكية وعدم تماثل المعلومات علي مستوي إحتفاظ الشركات بالنقدية بالتطبيق علي عينة من الشركات المساهمة المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، وذلك خلال الفترة من عام 2015 حتي عام 2019، وقد إستخدم الباحث نماذج الإنحدار المتعدد بعد إدخال مجموعة من المتغيرات الرقابية للنماذج وفقاً لما جاء بأغلب الدراسات المرتبطة بموضوع الدراسة.

وقد أظهرت نتائج إختبار فروض الدراسة ما يلي:

- **قبول الفرض الأول من الدراسة** والقائل بوجود أثر ذو دلالة احصائية بين عدم تماثل المعلومات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.
- **قبول الفرض الثاني من الدراسة** والقائل بوجود أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية المركزة وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.
- **رفض الفرض الثالث من الدراسة** والقائل بوجود أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية الإدارية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.
- **رفض الفرض الرابع من الدراسة** والقائل بوجود أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية الأجنبية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.
- **قبول الفرض الخامس من الدراسة** والقائل بوجود أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية العائلية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.
- **قبول الفرض السادس من الدراسة** والقائل بوجود أثر ذو دلالة احصائية بين علاقة الملكية المؤسسية وعدم تماثل المعلومات وبين مستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات محل الدراسة.

## 2/5 توصيات البحث

في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج يوصي الباحث بما يلي:

- الاهتمام بتنفيذ آليات الحوكمة الخارجية للحد من عدم تماثل المعلومات وتخفيض صراعات الوكالة، لتحسين أداء وتعزيز قيمة الشركات المساهمه في سوق الأوراق المالية المصري.
- اهتمام الجهات المنظمة والهيئات المهنية في السوق المصري بضرورة تحديد حد أقصى لمستوي النقدية المحتفظ بها بالشركات المساهمة المصرية للحد من السلوك الانتهازي لإدارة الشركات وسوء استغلال النقدية الفائضة.

- ضرورة إصدار التشريعات التي تضمن حماية المستثمرين وبخاصة صغار المستثمرين من محاولات نقل ثرواتهم الي الأطراف المسيطرة علي إدارة الشركات.
- اهتمام الشركات بالاحتفاظ بمستوي النقدية الذي يوازن بين تكاليف ومنافع الإحتفاظ بالنقدية مما يساهم في تعزيز قيمة الشركة، ويحافظ علي ثروات المساهمين.

### 3/5 بحوث مستقبلية

- في ضوء نتائج الدراسة يمكن التوصية بمزيد من الدراسات المستقبلية في مجالات البحث التالية:
- دراسة دور المراجعة الخارجية في الحد من عدم تماثل المعلومات وانعكاسه علي مستوي الإحتفاظ بنقدية.
- دراسة اثر اليات حوكمة الشركات الأخرى علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية.
- دراسة أثر انماط هيكل الملكية على كفاءه قرارات الاندماج والأستحواذ.
- دراسة أثر مستوي الاحتفاظ بالنقدية على جودة التقارير المالية.
- دراسة دور انماط هيكل الملكية في الحد من عدم تماثل المعلومات في ضوء نظرية الوكالة.
- دراسة أثر هيكل الملكية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية علي قيمة الشركة.
- دراسة أثر خصائص الشركات علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية وانعكاسها علي عوائد الاسهم.
- دراسة أثر مستوي الاحتفاظ بالنقدية علي كفاءة القرارات الاستثمارية من منظور عدم تماثل المعلومات.
- دراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومستوي الاحتفاظ بالنقدية.

## المراجع

### المراجع العربية:

١. الدسوقي, فاطمة محمود ابراهيم. (2021). أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات ومستوى النقدية المحتفظ بها دراسة إختبارية على الشركات المساهمة المصرية، كلية التجارة- جامعة عين شمس، الفكر المحاسبي، مج25، ع1، ص 1- 57.
٢. السيد, محمد صابر حموده. (2018). أثر أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية-دراسة تطبيقية، كلية التجارة- جامعة عين شمس، الفكر المحاسبي، مج22، ع4، ص 1442-1523.
٣. السيد، محمد صابر حمودة. (2018). أثر أنماط هياكل الملكية علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية، الفكر المحاسبي، كلية التجارة – جامعة عين شمس – قسم المحاسبة، مج 22، ع4، ص 1442-1523.
٤. بلال، السيد حسن سالم. (2017). العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها: دراسة إختبارية على الشركات المساهمة المصرية، كلية التجارة- جامعة عين شمس، الفكر المحاسبي، مج21، ع4، ص 200- 248.
٥. سليم، احمد سليم محمد. (2017). العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية والمسئولية الإجتماعية للشركات: دراسة تطبيقية، كلية التجارة- جامعة عين شمس، الفكر المحاسبي، مج21، ع2، ص 610- 647.
٦. عفيفي، هلال عبد الفتاح. (2015). اثر حوكمة مجلس الادارة على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المساهمة المصرية. كلية التجارة- جامعة المنصورة، المجلة المصرية للدراسات التجارية، مج39، ع4، ص 51- 118.
٧. قنديل، ياسر سعيد. (2019). " تأثير جودة الأرباح والملكية العائلية علي النقدية المحتفظ بها بالتطبيق علي الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري"، مجلة المحاسبة والمراجعة لإتحاد الجامعات العربية، كلية التجارة – جامعو بني سويف، ع1، ص 286- 355.
٨. مصطفى، سيد محمد سيد. (2020). العلاقة بين محاسبة القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية في ضوء مفهوم الوكالة: دراسة تطبيقية، كلية التجارة – جامعة بني سويف، ع3، ص 407- 461.
٩. مليحي، مجدي مليحي عبد الحكيم. (2018). تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية، كلية التجارة- جامعة عين شمس، الفكر المحاسبي، مج22، ع4، ص 330-401.

ثانياً : المراجع الأجنبية:

1. Abdioglu, N. (2016). Managerial ownership and corporate cash holdings: Insights from an emerging market. *Business and Economics Research Journal*, 7(2), 29.
2. Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of financial intermediation*, 16(4), 515-554.
3. Afifa, M. A., Saleh, I., & Haniah, F. (2021). Direct and mediated associations among ownership structure, cash holdings and firm value: The case of Jordanian insurance firms. *Vision*, 25(4), 471-482.
4. Akerlof, G. A. (1970). The Market for" Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 488-500.
5. Alghadi, M. Y., al Nsour, I. R., & Aizyadat, A. A. K. (2021). Ownership structure and cash holdings: empirical evidence from Saudi Arabia. *Journal of Asian Finance*, 8(7), 323-0331.
6. Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The journal of finance*, 59(4), 1777-1804.
7. Almeida, H., Campello, M., Cunha, I., & Weisbach, M. S. (2014). Corporate liquidity management: A conceptual framework and survey. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 6(1), 135-162.
8. Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International business review*, 22(1), 77-88.
9. Al-Najjar, B., & BinSaddig, R. (2013). The determinants of cash holdings in an Islamic Financial system: Evidence from the Kingdom of Saudi Arabia. *International Business Review*, 22(1), 77-88.
10. Al-Najjar, B., & Clark, E. (2017). Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. *Research in International Business and Finance*, 39, 1-12.
11. Alves, S. (2012). Ownership structure and earnings management: Evidence from Portugal. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 6(1), 57-74.

12. Amess, K., Banerji, S., & Lampousis, A. (2015). Corporate cash holdings: Causes and consequences. *International Review of Financial Analysis*, 42, 421-433.
13. Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.
14. Anandita, D., & Septiani, D. (2023). The Effect of Capital Structure, Dividend Policy and Cash Holding on Firm Value. *Business Management Analysis Journal (BMAJ)*, 6(1), 78-89.
15. Ashwin, A. S., Krishnan, R. T., & George, R. (2015). Family firms in India: family involvement, innovation and agency and stewardship behaviors. *Asia Pacific Journal of Management*, 32, 869-900.
16. Azinfar, K., & Shiraseb, Z. (2016). An investigation into the impact of ownership structure on the level of cash holdings in the companies accepted in Tehran Stock Exchange Market. *Marketing and Branding Research*, 3, 194-205.
17. Balakrishnan, S., & Koza, M. P. (1993). Information asymmetry, adverse selection and joint-ventures: Theory and evidence. *Journal of economic behavior & organization*, 20(1), 99-117.
18. Bangun, N., & Natsir, K. (2022, May). The effect of operating cash flow, net working capital, and earning quality on cash holding of consumer goods companies. In *Tenth International Conference on Entrepreneurship and Business Management 2021 (ICEBM 2021)* (pp. 405-411). Atlantis Press.
19. Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of finance*, 64(5), 1985-2021.
20. Bena, J., Ferreira, M. A., Matos, P., & Pires, P. (2017). Are foreign investors locusts? The long-term effects of foreign institutional ownership. *Journal of Financial Economics*, 126(1), 122-146.
21. Bosse, D. A., & Phillips, R. A. (2016). Agency theory and bounded self-interest. *Academy of management review*, 41(2), 276-297.
22. Brown, C. A., Chen, Y., & Shekhar, C. (2012). Institutional ownership and firm cash holdings. Available at SSRN 1786182.



23. Campello, M., Giambona, E., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2011). Liquidity management and corporate investment during a financial crisis. *The review of financial studies*, 24(6), 1944-1979.
24. Caprio, L., Del Giudice, A., & Signori, A. (2020). Cash holdings in family firms: CEO identity and implications for firm value. *European financial management*, 26(2), 386-415.
25. Chang, K., Kang, E., & Li, Y. (2016). Effect of institutional ownership on dividends: An agency-theory-based analysis. *Journal of Business Research*, 69(7), 2551-2559.
26. Chang, M., Wee, M., Watson, I., & D'Anna, G. (2006). Do investor relations affect information asymmetry? Evidence from Australia. *Evidence from Australia* (November 2006).
27. Chen, I. J., & Wang, B. Y. (2014, March). Corporate governance and cash holdings: Empirical evidence from an emerging market. In 41st conference southwestern finance association, USA.
28. Chen, Q., Chen, X., Schipper, K., Xu, Y., & Xue, J. (2012). The sensitivity of corporate cash holdings to corporate governance. *The Review of Financial Studies*, 25(12), 3610-3644.
29. Chen, Y. R., & Chuang, W. T. (2009). Alignment or entrenchment? Corporate governance and cash holdings in growing firms. *Journal of Business Research*, 62(11), 1200-1206.
30. Chrisman, J. J., Chua, J. H., Kellermanns, F. W., & Chang, E. P. (2007). Are family managers agents or stewards? An exploratory study in privately held family firms. *Journal of Business research*, 60(10), 1030-1038.
31. Chung, K. H., Kim, J. C., Kim, Y. S., & Zhang, H. (2015). Information asymmetry and corporate cash holdings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(9-10), 1341-1377.
32. Clarkson, P., Gao, R., & Herbohn, K. (2020). The relationship between a firm's information environment and its cash holding decision. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 16(2), 100201 .
33. Covrig, V., Lau, S. T., & Ng, L. (2006). Do domestic and foreign fund managers have similar preferences for stock characteristics? A cross-

- country analysis. *Journal of International Business Studies*, 37, 407-429.
34. da Cruz, A. F., Kimura, H., & Sobreiro, V. A. (2019). What do we know about corporate cash holdings? A systematic analysis. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 77-143.
35. Dalwai, T., Mohammadi, S. S., & Satrovic, E. (2023). Intellectual capital efficiency, institutional ownership and cash holdings: a cross-country study. *Review of Accounting and Finance*.
36. Dang, H. N., Pham, C. D., Nguyen, T. X., & Nguyen, H. T. T. (2020). Effects of corporate governance and earning quality on listed Vietnamese firm value. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(4), 71-80.
37. Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *The Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269.
38. Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(1), 111-133.
39. Douma, S., George, R., & Kabir, R. (2006). Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market. *Strategic management journal*, 27(7), 637-657.
40. Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2007). Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, 21, 293-324.
41. Drobetz, W., Grüninger, M. C., & Hirschvogel, S. (2010). Information asymmetry and the value of cash. *Journal of banking & finance*, 34(9), 2168-2184.
42. Elyasiani, E., & Zhang, L. (2015). Bank holding company performance, risk, and “busy” board of directors. *Journal of Banking & Finance*, 60, 239-251.
43. Farinha, J., Mateus, C., & Soares, N. (2018). Cash holdings and earnings quality: evidence from the Main and Alternative UK markets. *International Review of Financial Analysis*, 56, 238-252.

44. Farooqi, J., Jory, S., & Ngo, T. (2017). Institutional investors' activism and credit ratings. *Journal of Economics and Finance*, 41, 51-77.
45. Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of financial economics*, 88(3), 499-533.
46. Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European financial management*, 10(2), 295-319.
47. Foley, C. F., Hartzell, J. C., Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of financial economics*, 86(3), 579-607.
48. Garanina, T., & Kaikova, E. (2016). Corporate governance mechanisms and agency costs: cross-country analysis. *Corporate Governance*, 16(2), 347-360.
49. Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1988). One share-one vote and the market for corporate control. *Journal of financial economics*, 20, 175-202.
50. Guedhami, O., Pittman, J. A., & Saffar, W. (2009). Auditor choice in privatized firms: Empirical evidence on the role of state and foreign owners. *Journal of accounting and Economics*, 48(2-3), 151-171.
51. Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics*. McGraw-hill.
52. Gunney, Y., Ozkan, A., & Ozkan, N. (2003). Additional international evidence on corporate cash holdings. In EFMA Helsinki meetings.
53. Guo, F., & Ma, S. (2015). Ownership characteristics and earnings management in China. *The Chinese Economy*, 48(5), 372-395.
54. Gupta, C. P., & Bedi, P. (2020). Corporate cash holdings and promoter ownership. *Emerging Markets Review*, 44, 100718.
55. Habib, A., Hasan, M. M., & Al-Hadi, A. (2017). Financial statement comparability and corporate cash holdings. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(3), 304-321.
56. Harford, J., Kecskés, A., & Mansi, S. (2012). Investor horizons and corporate cash holdings. Available at SSRN 2000226.
57. Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of financial economics*, 87(3), 535-555.

58. Harris, M., & Raviv, A. (2017). Why do firms sit on cash? An asymmetric information approach. *Review of Corporate Finance Studies*, 6(2), 141-173.
59. Hassani, M., & Torabi, A. S. (2014). The monitoring role of institutional ownership on the relationship between free cash flow and assets efficiency. *International Journal of Finance and Accounting*, 3(4), 266-275.
60. Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440.
61. Huang, B., Zhang, X., & Bi, Q. (2022). The nonlinear effect of shareholder ownership structure on a firm's cash holdings: Type I and Type II agency problem perspectives in China's split-share reform. *International Review of Economics & Finance*, 77, 493-504.
62. Huang, W., & Zhu, T. (2015). Foreign institutional investors and corporate governance in emerging markets: Evidence of a split-share structure reform in China. *Journal of Corporate Finance*, 32, 312-326.
63. Jebran, K., Chen, S., & Tauni, M. Z. (2019). Principal-principal conflicts and corporate cash holdings: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 49, 55-70.
64. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
65. Jensen, M., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
66. Jiang, L., & Kim, J. B. (2004). Foreign equity ownership and information asymmetry: Evidence from Japan. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 15(3), 185-211.
67. Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American economic review*, 90(2), 22-27.
68. Kalcheva, I., & Lins, K. V. (2007). International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *The review of financial studies*, 20(4), 1087-1112.

69. Karpavicius, S., & Yu, F. (2017). How institutional monitoring creates value: Evidence for the free cash flow hypothesis. *International Review of Economics & Finance*, 52, 127-146.
70. Khalil, S., & Ali, L. (2015). The effect of family ownership on cash holdings of the firm (Karachi stock exchange). *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 5(6), 133-141.
71. Khan, A., Bibi, M., & Tanveer, S. (2016). THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE ON CASH HOLDINGS: A COMPARATIVE STUDY OF THE MANUFACTURING AND SERVICE INDUSTRY. *Financial Studies*, 20(3).
72. Khatib, S. F., Abdullah, D. F., Hendrawaty, E., & Elamer, A. A. (2022). A bibliometric analysis of cash holdings literature: current status, development, and agenda for future research. *Management Review Quarterly*, 72(3), 707-744.
73. Kim, C. S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of financial and quantitative analysis*, 33(3), 335-359.
74. Ku, C., Lee, T. H., Chen, H., & Chang, D. Q. (2013). Excess cash holding and corporate governance: A comparative study of Taiwan and Mainland China firms. *International Journal of Humanities and Social Science*, 3(21), 53-70.
75. Kuan, T. H., Li, C. S., & Chu, S. H. (2011). Cash holdings and corporate governance in family-controlled firms. *Journal of Business Research*, 64(7), 757-764.
76. Kusnadi, Y. (2011). Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(5), 554-570.
77. Lee, K. W., & Lee, C. F. (2009). Cash holdings, corporate governance structure and firm valuation. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 12(03), 475-508.
78. Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of accounting research*, 91-124.

79. Li, K., Lu, L., Mittoo, U. R., & Zhang, Z. (2015). Board independence, ownership concentration and corporate performance—Chinese evidence. *International Review of Financial Analysis*, 41, 162-175.
80. Liu, Q., Luo, T., & Tian, G. G. (2015). Family control and corporate cash holdings: Evidence from China. *Journal of corporate finance*, 31, 220-245.
81. Liu, Y. (2011). Founding family ownership and cash holdings. *Journal of Financial Research*, 34(2), 279-294.
82. Loncan, T. (2020). Foreign institutional ownership and corporate cash holdings: Evidence from emerging economies. *International Review of Financial Analysis*, 71, 101295.
83. Lozano, M. B., & Durán, R. F. (2017). Family control and adjustment to the optimal level of cash holding. *The European Journal of Finance*, 23(3), 266-295.
84. Masood, A., & Shah, A. (2014). Corporate governance and cash holdings in listed non-financial firms of Pakistan. *Business Review*, 9(2), 48-72.
85. Mian, R., & Nagata, K. (2014, June). Why do Japanese firms hold less cash than they used to? The effect of changing ownership structure. In Asian Finance association annual conference, Bali, Indonesia.
86. Mohd, K. N. T., Latif, R. A., & Saleh, I. (2015). Institutional ownership and cash holding. *Indian Journal of Science and technology*, 8(32), 1-6.
87. Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of economic literature*, 43(3), 655-720.
88. Mouline, B. (2021). A Literature Review On Corporate Cash Holdings Decisions. *Journal of Contemporary Issues in Business and Government Vol*, 27(1).
89. Mugableh, M. I. (2021). Investigating the financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from fixed effects regression method. *Gazi University Journal of Science*.
90. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.

91. Namazi, M., & Kermani, E. (2008). Investigating the effects of ownership structure on the performance of the companies accepted in the Tehran Stock Exchange.
92. Neufert, S. (2016). The Impact of Agency Costs on Corporate Cash Holdings. A Study of German Public and Private Tech Companies.
93. Nguyen, P., & Rahman, N. (2020). Institutional ownership, cross-shareholdings and corporate cash reserves in Japan. *Accounting & Finance*, 60, 1175-1207.
94. Nikolov, B., & Whited, T. M. (2014). Agency conflicts and cash: Estimates from a dynamic model. *The Journal of Finance*, 69(5), 1883-1921.
95. Nor, F. M., & Sulong, Z. (2007). The integration effect of ownership structure and board governance on dividends: Evidence from Malaysian listed firms. *Capital Markets Review*, 15(1&2), 73-101.
96. Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
97. Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of banking & finance*, 28(9), 2103-2134.
98. Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. *Indian journal of corporate governance*, 10 (1), 74-95.
99. Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.
100. Rahmani, A., Rostami, V., & Ghorbani, B. (2015). The effect of the cash flow sensitivity to institutional ownership on the level of the companies' cash holding in Iran. *European Online Journal of Natural and Social Sciences: Proceedings*, 4(1 (s)), pp-208.
101. Rajverma, A. K., Arrawatia, R., Misra, A. K., & Chandra, A. (2019). Ownership structure influencing the joint determination of dividend, leverage, and cost of capital. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1600462.

102. Richardson, V. J. (2000). Information asymmetry and earnings management: Some evidence. *Review of quantitative finance and accounting*, 15, 325-347.
103. Sadka, G. (2007). Understanding stock price volatility: The role of earnings. *Journal of Accounting research*, 45(1), 199-228.
104. Saxena, V., & Sahoo, S. (2022). Impact of banking relationships and ownership concentration on corporate cash holdings in India. *Asian Review of Accounting*, 30(4), 465-489.
105. Sheikh, N. A., & Khan, M. I. (2015). The impact of board attributes and insider ownership on corporate cash holdings: Evidence from Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences (PJCSS)*, 9(1), 52-68.
106. Spence, M. (1978). Job market signaling. In *Uncertainty in economics* (pp. 281-306). Academic Press.
107. Stiglitz, J. E. (2002). Information and the Change in the Paradigm in Economics. *American economic review*, 92(3), 460-501.
108. Subramaniam, V., Tang, T. T., Yue, H., & Zhou, X. (2011). Firm structure and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 759-773.
109. Talbi, D., & Menchaoui, I. (2023). Impact of board attributes and managerial ownership on cash holdings: empirical evidence using GMM and quantile regressions. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(4), 723-741.
110. Thanatawee, Y. (2019). Alignment or entrenchment? Evidence from cash holdings in Thailand. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 9(3), 291-308.
111. Tran, Q. T. (2020). Financial crisis, shareholder protection and cash holdings. *Research in International Business and Finance*, 52, 101131.
112. Vo, X. V. (2018). Foreign ownership and corporate cash holdings in emerging markets. *International Review of Finance*, 18(2), 297-303.
113. Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary accounting research*, 11(2), 801-827.



114. Xu, X., Li, W., Li, Y., & Liu, X. (2019). Female CFOs and corporate cash holdings: precautionary motive or agency motive?. *International Review of Economics & Finance*, 63, 434-454.
115. Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of management studies*, 45(1), 196-220.
116. Yu, H. C., Sopranzetti, B. J., & Lee, C. F. (2015). The impact of banking relationships, managerial incentives, and board monitoring on corporate cash holdings: an emerging market perspective. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 44, 353-378.
117. Zhang, W., Zhang, R., & Zhang, S. (2023, March). Capital Structure and Cash Holding. In 2022 3rd International Conference on Big Data Economy and Information Management (BDEIM 2022) (pp. 537-544). Atlantis Press.
118. Zogning, F. (2017). Agency theory: A critical review. *European journal of business and management*, 9(2), 1-8. credit quality, and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 140, 106514.