



دراسة العلاقة بين الملكية المؤسسية والاحتفاظ بالنقدية من منظور نظرية الادخار الوقائي: دليل تطبيقي من سوق الأوراق المالية المصرية

إعداد

د. مي محمد علم الدين

مدرس المحاسبة بالمعهد الكندي العالي للإدارة بالسادس من أكتوبر

maihanfi66@gmail.com

mai_a_eldin@cic-cairo.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد الخامس - العدد الأول – الجزء الثاني - يناير ٢٠٢٤

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

علم الدين، مي محمد (٢٠٢٤). دراسة العلاقة بين الملكية المؤسسية والاحتفاظ بالنقدية من منظور نظرية الادخار الوقائي: دليل تطبيقي من سوق الأوراق المالية المصرية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٥(١)، ٤٣٧-٤٥٩.

رابط المجلة: <https://cfdj.journals.ekb.eg/>

دراسة العلاقة بين الملكية المؤسسية والاحتفاظ بالنقدية من منظور نظرية

الادخار الوقائي: دليل تطبيقي من سوق الأوراق المالية المصرية

د. مي محمد علم الدين

المستخلص

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين الملكية المؤسسية والاحتفاظ بالنقدية من منظور نظرية الادخار الوقائي وفي ضوء تطبيق قواعد حوكمة الشركات. وقد تم استخدام تحليل الانحدار لاختبار فروض الدراسة على عينة مكونة من ٦٩ شركة مدرجة ببورصة المصرية ضمن مؤشر EGX 100 خلال الفترة من ٢٠١٥ وحتى ٢٠٢١ بإجمالي عدد مشاهدات ٤٨٣ مشاهدة. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ومعنوية بين الملكية المؤسسية والاحتفاظ بالنقدية، مما يشير إلى أن زيادة نسبة الملكية المؤسسية تؤدي إلى زيادة الدور الرقابي الفعال، والذي يعتبر دافعاً أمام إدارة الشركة لإجراء توزيعات نقدية على المساهمين بدلاً من الاحتفاظ بالنقدية. وتتفق هذه النتيجة مع فرضية الرقابة الفعالة، كما يدل على زيادة قدرة المستثمر المؤسسي في احكام الدور الرقابي على الشركات المصري عينة الدراسة.

بالإضافة إلى ذلك، فقد توصلت الدراسة الحالية إلى وجود علاقة إيجابية بين الملكية الإدارية والاحتفاظ بالنقدية. مما يتفق مع افتراضات نظرية الوكالة، حيث أن الزيادة في الأسهم المملوكة للإدارة تساعد على تحقيق التوائم بين أهداف المساهمين والإدارة.

الكلمات المفتاحية: الاحتفاظ بالنقدية؛ نظرية الادخار الوقائي؛ الملكية المؤسسية؛ حوكمة الشركات.

١ / مقدمة:

يعد مستوى الاحتفاظ بالنقدية إحدى الركائز الأساسية لإدارة الشركة لتجنب مخاطر انخفاض التدفقات النقدية التشغيلية، كما يعتبر داعم رئيسي للشركة في الحصول على التمويل الخارجي الذي يساعدها على اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، كما يعزز من قدرة الشركة على الاستمرارية. وقد عرفت دراسة (Cai et al., 2016) الاحتفاظ بالنقدية بأنه قيام المنشأة بالاحتفاظ بنقدية متركمة بالقدر الذي يحقق لها التوازن بين الإيرادات والتكاليف. وفي هذا السياق قد أشارت دراسة (Ali and Yousaf, 2013) إلى أن السياسات المالية والاستثمارية للشركات تتضمن هيكل رأس المال ومتطلبات رأس المال العامل وتوزيعات الأرباح والمستوي الأمثل للاحتفاظ بالنقدية، ويرى مؤيدي نظرية التدفق النقدي الحر أن زيادة قدرة المديرين على مرونة القرارات الاستثمارية يعتمد في المقام الأول على الاحتفاظ بكمية أكبر من النقد حتى وإذا كان لذلك تأثير سلبي على ثروة المساهمين.

وهناك العديد من المحددات المتعلقة بمستوي الاحتفاظ بالنقدية بالشركات مثل نسبة الرافعة المالية للشركة، حجم وعمر الشركة، تقلبات التدفقات النقدية للشركة والذي يعتبر إحدى الركائز الأساسية للعديد من القرارات المالية والاستثمارية وبالتالي يمكن أن تؤثر تقلبات التدفق النقدي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية (أمين، ٢٠٢١). كما يعتبر نوع المدير احدي محددات الاحتفاظ بالنقدية حيث تنسم

الشركات التي لديها مديرات بأنها أكثر تحفظاً، أكثر امتثالاً للمعايير الأخلاقية، وأكثر تجنباً للمخاطر من نظرائهم الرجال الذين يميلون للحصول على المزيد من السيولة وتجنب الادخار، وفي هذا الصدد تشير نظرية الادخار الوقائي كإحدى النظريات الداعمة للاحتفاظ بالنقدية إلى أن الشركات التي تقوم بالادخار كإحدى الإجراءات الوقائية من خلال الاحتفاظ بالنقدية تكون أكثر قوة في مواجهة الاضطرابات الاقتصادية التي تتعرض لها ومواجهة حالات عدم التأكد المستقبلية (Xu et al., 2019)، وهناك العديد من المنافع التي تعود على إدارة الشركة من خلال الاحتفاظ بالمستوي الأمثل من النقدية ومنها تخفيض احتمالية زيادة الديون ووجود ضائقة مالية، السماح بمتابعة سياسة الاستثمار، انخفاض تكاليف الحصول على النقد من مصادر التمويل الخارجية، كما ترتبط التكلفة الحدية للاحتفاظ بالنقدية بتكلفة الفرصة البديلة لرأس المال وذلك بسبب انخفاض العائد على الأصول السائلة (Venkiteshwaran, 2011).

وفي سياق العلاقة بين حوكمة الشركات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية فتعتبر قواعد حوكمة الشركات بمثابة الإطار الذي يمكن من خلاله مراقبة ومتابعة الشركات. حيث تساعد قواعد حوكمة الشركات على توفير الحافز لدى مجلس الإدارة على تحقيق الأهداف التي تعتبر محل اهتمام إدارة الشركة ومساهمتها (خالد، ٢٠٢٠)، كما تربي منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) أن حوكمة الشركات عبارة عن توجيه الشركات من خلال مجموعة من الإجراءات والعمليات التي تتضمن توضيح الحقوق والواجبات لكافة الأطراف ذات الصلة بالشركة بالإضافة إلى تحديد الهيكل الذي يتم من خلاله الرقابة على أداء الشركات ووضع أهداف الشركة ووسائل تحقيقها، علاوة على ذلك؛ تحقيق مستوي عال من الشفافية والإفصاح والحد من الفساد الإداري والمالي والنقدي مما ينعكس علي أداء وقيمة الشركة (أحمد، ٢٠٢٠).

وتعتبر الملكية المؤسسية إحدى قواعد حوكمة الشركات التي تجعل المستثمر المؤسسي يتمتع بالعديد من المزايا التي تنعكس على زيادة قيمة الشركة والتي يعتبر من أهمها الحد من السلوك الانتهازي لمديري الشركات، كما يمكن أن تؤدي زيادة نسبة ملكية المؤسسات إلى زيادة الدور الرقابي على الشركة والذي يدفع الإدارة إلى القيام بتوزيع النقدية على المساهمين بدلاً من الاحتفاظ بها (الجوهري، سليمان، ٢٠٢٣). كما يمكن للملكية المؤسسية أن تحد من مشاكل الوكالة وأيضاً تعمل على تخفيض تكلفة التمويل الخارجي وخفض تكلفة رأس المال (Loncan, 2020)، وتشير نظرية الوكالة إلى أنه يمكن للمستثمرين المؤسسيين تنشيط فرض الرقابة وجعلها أكثر فعالية على مديري الشركات مما يجعل البيانات المالية والأداء المالي للشركة أقل عرضه للتلاعب بخلاف صغار المستثمرين (Alves, 2012)، بينما تربي دراسة (Sundaramurthy et al., 2005) أن هناك دور سلبي للمستثمرين المؤسسيين وأنهم غير قادرين على ممارسة الدور الرقابي لأنه قد يؤثر على علاقاتهم التجارية بالشركة. وبناءً على ما سبق فسوف تتناول الدراسة الحالية محاولة الوصول إلى دليل عملي ونظري بشأن العلاقة بين الملكية المؤسسية كإحدى قواعد حوكمة الشركات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية من منظور نظرية الادخار الوقائي. وبالتالي سوف تتناول الأجزاء التالية عرض مشكلة الدراسة لتحديد القضايا الأكثر جدلاً بشأن متغيرات الدراسة في الآونة الأخيرة، الدراسات السابقة وانشقاق فروض الدراسة، الدراسة التطبيقية، مناقشة نتائج الدراسة، وأخيراً الخلاصة والنتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية.

٢ / طبيعة المشكلة:

في العقود الأخيرة تزايدت حيازة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين المؤسسيين وقد أثار ذلك جدلاً كبيراً فيما يتعلق بتأثير الملكية المؤسسية على حوكمة الشركات وأداء الشركات، حيث يختار البعض الرقابة على الشركات وممارسة التأثير على قرارات الإدارة، بينما يختار البعض الآخر التركيز على جمع المعلومات وتحقيق أرباح قصيرة الأجل (Elyasiani and Jia, 2008). وقد أشارت سلسلة الفضائح المالية العالمية إلى فشل بعض قواعد حوكمة الشركات في إحكام الرقابة على إدارة الشركة، ويسندعي هذا الأمر تحسين وتعديل الرقابة على أداء الشركات من خلال العديد من الإصلاحات في قواعد حوكمة الشركات، وقد جمعت تلك الإصلاحات المتزايدة على أن مجالس الإدارة لم تكن مجتهدة بالشكل الكاف في الرقابة على إدارة الشركة وأن إدارة الشركة بحاجة إلى وجود وكلاء من غير أعضاء مجلس الإدارة، وبالتالي أصبح المستثمرين المؤسسيين على استعداد متزايد لاستخدام حقوق الملكية الخاصة بهم في الضغط على المديرين للعمل من أجل مصلحة المساهمين (Cornett *et al.*, 2007). حيث يمكن للمستثمر المؤسسي تحسين أداء الشركة من خلال ارتباطه الوثيق بسوق رأس المال، وبالتالي تقليل مشاكل عدم تماثل المعلومات (Elyasiani and Jia, 2008).

كما قد أدي الانفتاح إلى إحداث تغييرات مهمة في الأسواق المالية الناشئة حيث يسعى المستثمرين المؤسسيين إلى الحصول على فرص التنوع في الاقتصادات الناشئة، وعلى الجانب الآخر تعتبر ممارسة تأثيرات إيجابية ومرغوبة من قبل المستثمرين المؤسسيين على سلوك الشركات قضية غير محلولة ومازالت محل جدل العديد من الدراسات على الصعيد الدولي والمحلي (Loncan, 2020). وعلى الرغم من ذلك يري مؤيدي فرضية المنافع الخاصة أن كبار المستثمرين المؤسسيين من المرجح أن يتمتعوا بمزايا إضافية مثل زيادة إمكانية الوصول إلى المعلومات الخاصة والتي يمكن استغلالها لتحقيق منافع تجارية وأهداف ذاتية عندما تصبح المكيفة مركززة (Velury and Jenkins, 2006).

وفي سياق قرارات الشركات للاحتفاظ بالنقدية، فتعتبر تلك القرارات ذات أهمية بالغة بالنسبة للشركة، حيث يرتبط مستوي الاحتفاظ بالنقدية ارتباطاً وثيقاً بحوكمة الشركات الداخلية والبيئة الخارجية أيضاً، كما يمكن للشركات استخدام ممتلكاتها النقدية في اغتنام فرص استثمار جديدة وجيدة (Ye, 2018). وتعتبر النقدية إحدى الأصول الهامة للشركة والتي تؤدي إلى تحسين أداء وقيمة الشركة في حالة الاستخدام الأمثل بينما تؤدي إساءة استخدامها إلى تدمير وانخفاض قيمة الشركة ويعتمد قرار الاحتفاظ بالنقدية على الأحكام التقديرية لإدارة الشركة في ضوء رؤيتها وبالتالي يحمل قرار الاحتفاظ بالنقدية الشركة تكلفة الفرصة البديلة وذلك بسبب اعتبار الجزء المحتفظ به بمثابة رأس مال عاطل لدى الشركة، كما تحتفظ الشركة بالنقدية بدافع تكاليف المعاملات والذي يشير إلى زيادة قدرة الشركة على مواجهة متطلبات التشغيل، دافع الاستثمار والذي يشير إلى زيادة قدرة الشركة في الحصول على فرص استثمارية جديدة، ودافع الاحتياط والذي يشير إلى زيادة قدرة الشركة على حماية وضعها المالي من أي ظروف طارئة تتعرض لها كحدوث كساد اقتصادي أو عجز نقدي مفاجئ أو حالة عدم التأكد التي تحيط بالشركة في إمكانية الحصول على تمويل خارجي (شوشة، سيد، ٢٠٢٠).

وأخيراً تمثل نظرية الادخار الوقائي إحدى النظريات الداعمة لقرارات الشركة في الاحتفاظ بالنقدية وتعتبر الفرضية الرئيسية لتلك النظرية هي التنوع المحدود للأساليب التي تستخدمها الشركة للحماية من حالات عدم التأكد في المستقبل من خلال مراعاة تلك الحالات وإيجاد حلول منطقية ومناسبة لها عبر الزمن وقبل حدوثها وبالتالي تمثل سياسة الاحتفاظ بالنقدية إحدى الحلول الاحترازية لمشكلات عدم اليقين بشأن التدفقات النقدية المستقبلية وغيرها من المشكلات المتعلقة بفرص الاستثمار والقيود المالية التي تتعرض لها الشركة (Han and Qiu, 2007; Duchin *et al.*, 2017).

ومن هنا تكمن مشكلة الدراسة والتي تتمثل في تحديد العلاقة بين الملكية المؤسسية والاحتفاظ بالنقدية في ضوء كل من نظرية الادخار الوقائي كأحد النظريات الداعمة لزيادة نسب الاحتفاظ بالنقدية وقواعد وأليات حوكمة الشركات الأخرى.

٣/ مبررات ودوافع الاحتفاظ بالنقدية والعوامل المؤثرة فيها:

تعتبر النقدية أكثر الأصول المتداولة سيولة لدى الشركة، وبالتالي تقوم الشركة ببنني سياسة للاحتفاظ بالنقدية كخطوة أولى لحماية عملياتها والوفاء بالالتزامات من نقص السيولة، كما تسعى الإدارة لتحسين ثروة المساهمين من خلال قبول المشروعات الجديدة ذات القيمة الاقتصادية الموجبة وتحقيق مصلحة الشركة وتحديد حيازة للنقدية بالمستوى المناسب والتوازن بين الفوائد التي تحققها والتكاليف التي تتحملها الشركات (محمد، ٢٠٢١). كما يعتبر تحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية إحدى القرارات الهامة التي تؤثر على أداء الشركة حيث يعتمد هذا القرار على العديد من الأرصدة والتي يعتبر من أبرزها رصيد المضاربة والذي يعتبر بمثابة حد أمان للشركة لزيادة تمكينها من الدخول في فرص استثمارية جديدة، رصيد التعويض والذي يمثل الحد الأدنى لرصيد الحساب الجاري المحتفظ به في البنوك، والرصيد الوقائي والمتمثل في الرصيد المحتفظ به كاحتياطي لمواجهة تقلبات التدفقات النقدية (Sheikh and Khan, 2015). وبناءً على ذلك فقد أوضحت العديد من الدراسات السابقة الدوافع والمبررات التي تؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية والتي يمكن توضيحها في النقاط التالية (Akhtar et al., 2018; Tahir et al., 2016; أمين، ٢٠٢١):

دافع التحوط: حيث تقوم الشركة بزيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية بهدف مواجهة الحالات الطارئة غير المتوقعة في المستقبل، والتي قد تتمثل في زيادة التكلفة من المواد الخام، التغيير في الطلب والعرض للمواد الخام غير متوقع وبالتالي قد تتطلب هذه التقلبات أصولاً سائلة أكبر لتلبية هذه الاحتياجات لذلك يتم زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية. ويمثل الهدف الرئيسي من دافع التحوط في تعزيز كفاءة إدارة الشركات لسياستها الاستثمارية، خاصة عندما تكون الموارد التمويلية الخارجية عالية التكلفة.

دافع المضاربة: تقوم الشركات بزيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية بهدف مواجهة الفرص الاستثمارية التي قد تتاح لها في المستقبل، لأن نقص الأموال قد يجعل الشركة تتنازل عن فرص استثمارية مستقبلية قد تحقق لها أرباح. ومقابل ذلك قد تفقد الشركة بعض التكاليف نظير الاحتفاظ بالنقدية مثل تكلفة الفرصة البديلة والمتمثلة في العائد الذي تخسره الشركة مقابل الاحتفاظ بالنقدية دون استثمار.

دافع تكاليف المعاملات: حيث تقوم الشركات بالاحتفاظ بمستوي أعلى من النقدية بهدف الوفاء بالأنشطة التشغيلية و سداد التزاماتها اليومية قصيرة الأجل والمستقبلية.

دافع الضريبة: حيث تقوم الشركات بتحويل الأصول الأجنبية إلى نقدية محتفظ بها بغرض تجنب العوائق الضريبية المرتفعة.

وفي سياق العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية فقد أشارت الدراسات السابقة إلى أن الشركات الأكبر حجماً لديها قدرة أعلى على إدارة النقدية والممتلكات مقارنة بالشركات الأصغر حجماً ويرجع السبب في ذلك إلى أن الشركات كبيرة الحجم أقل عرضه لمواجهة القيود المالية ولأنها تتمتع بسهولة الوصول إلى التمويل الخارجي، كما تعتبر نسبة الرفع المالي إحدى العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وذلك بسبب زيادة مخاطر التأخر عن مواعيد السداد والعسر المالي. بالإضافة إلى ذلك تعتبر فرص الاستثمار والنمو المتاحة أمام الشركة من ضمن العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية بسبب حاجة الشركة إلى أصول سائلة لتمويل مشروعاتها، وتؤثر جودة الأرباح المعلنة على الاحتياطات النقدية حيث تؤثر جودة الأرباح المنخفضة على صعوبة حصول الشركة على تمويل خارجي وبالتالي زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Islam, 2012; Ali and Yousaf, 2013; Aftab et al., 2018).

٤/ الدراسات السابقة وتطوير فرض الدراسة:

وفقاً لمشكلة الدراسة ولبناء فرض الدراسة على أساس مرجعي وأكاديمي فسوف يتناول هذا الجزء تحليل الدراسات السابقة المتعلقة بدراسة العلاقة بين الملكية المؤسسية والاحتفاظ بالنقدية في ضوء نظرية الادخار الوقائي.

على المستوي النظري توفر نظرية الادخار الوقائي مبرر لقيام الشركات بزيادة مستوي الاحتفاظ بالنقدية حيث تقوم الشركات بحماية وضعها المالي الحالي والمستقبلي من خلال زيادة مستوي النقدية المُحتفظ بها ضد صدمات التدفقات النقدية السلبية وانخفاض مستوي التدفقات النقدية التشغيلية أو القيود المالية الخارجية التي قد تجبر الشركات على التخلي عن فرص استثمارية جديدة بسبب انخفاض مستويات الادخار لدي الشركة (Brown et al., 2011)، حيث يعتبر الادخار بمثابة توزيع زمني للثروات وهو من ضمن القرارات التي يتم اتخاذها يومياً والذي يؤثر بشكل مباشر على مستوي رفاهية القائمين عليه ويعتبر عدم اليقين احدي محددات ومحرك رئيسي للادخار بشكل عام (Baiardi, 2020). وعلى الجانب الأخر تعتبر الملكية المؤسسية إحدى آليات حوكمة الشركات ومن ضمن محددات الاحتفاظ بالنقدية، وفي سياق قواعد حوكمة الشركات الصادرة عن مركز المديرين المصريين وفي ضوء الدراسات السابقة المتعلقة بملكية المؤسسات فقد أشارت دراسة (Al-Najjar and Clark, 2017) إلى أن جودة حوكمة الشركات تؤثر على سلوك الاحتفاظ بالنقدية، كما أشارت دراسة (Dittmar and Mahrt-Smith, 2007) إلى أن الشركات التي تتمتع بدرجة كفاءة أعلى في تطبيق قواعد حوكمة الشركات تستثمر أموالها الزائدة في استثمارات أكثر ربحية وذلك من خلال انشاء نظام رقابة فعال على كيفية إنفاق والاحتفاظ بالنقدية وفعالية الاستثمارات، وعلى المستوي النظري توفر نظرية الوكالة إطاراً لربط قواعد حوكمة الشركات بمستوي الاحتفاظ بالنقدية، حيث تعتبر قواعد حوكمة الشركات الداخلية مكملاً لنظام الرقابة الداخلية، وبالتالي تؤدي إلى تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات من خلال عدم الاحتفاظ بالمعلومات في ظل وجود بيئة رقابية فعالة (عفيفي، ٢٠٠٨)، كما تعمل قواعد حوكمة الشركات علي وضع آلية لتحسين عملية المسائلة للإدارة، كما أن نظام حوكمة الشركات الجيد يمكن أن يقلل من السلوك الانتهازي للإدارة (أحمد، ٢٠٢٠).

وفي سياق العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية فقد توصلت دراسة (Loncan, 2020) إلى أن ملكية المؤسسات وخصوصاً الأجنبية تساهم في زيادة كفاءة سياسة الاحتفاظ بالنقدية كما تعزز قيمة الشركة وذلك على عينة مكونة من ٢٤,٩٣٩ مشاهدة، كما توصلت دراسة (Cornett et al., 2007) إلى وجود علاقة إيجابية بين الملكية المؤسسية والأداء التشغيلي للشركة المتمثل في عوائد التدفق النقدي التشغيلي والتي تؤثر بشكل مباشر على مستوي النقدية المحتفظ بها، بالإضافة إلى دراسة (Brown et al., 2011) والتي توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين ملكية المؤسسات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية في الشركات الأمريكية وتزداد قوة هذه العلاقة في الشركات النامية والتي تعتمد على مصادر تمويل خارجية وقد اعتمدت الدراسة على بيانات عينة مكونة من ١٤٣,٦١٧ مشاهدة خلال الفترة من ١٩٨١ وحتى ٢٠٠٧. وقد توصلت دراسة (Mersni and Can, 2022) إلى وجود علاقة إيجابية بين الملكية المؤسسية وسلوك الاحتفاظ بالنقدية مما يدل على سعي الملاك من المؤسسات إلى تعظيم مصالحهم الشخصية وقد أجريت على عينة غير متوازنة مكونة من ١٣٠٥ مشاهدة من ٢٢٧ شركة من الشركات التركية خلال الفترة من عام ٢٠١٥ وحتى ٢٠٢٠. وعلى النقيض فقد توصلت دراسة (Mohd et al., 2015) إلى وجود علاقة سلبية بين الملكية

المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية حيث تحد ملكية المؤسسات من تراكم النقدية كما تحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات وذلك على عينة مكونة من ٢٠٢٢ مشاهدة، واتفقت معها في الرأي دراسة (Basheer, 2014) والتي توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين الملكية المؤسسية والاحتفاظ بالنقدية. بينما توصلت دراسة (Hassani and Torabi, 2014) إلى عدم وجود علاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية مما يدل على غياب قدرة الملكية المؤسسية في الرقابة على الكيفية التي يتم بها إدارة النقدية ومتابعة الشركة لأصولها.

وبناءً على ما سبق يتضح عدم اتفاق الدراسات السابقة على العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية وقد يرجع السبب في ذلك إلى اختلاف عينة وبيئة الدراسة، بالإضافة إلى اختلاف مبررات الشركات في التعامل مع سياسة الاحتفاظ بالنقدية والاعتماد على نظرية الادخار الوقائي، وقد يرجع أيضاً إلى ارتباط الأرصدة النقدية بمشكلات الوكالة ومشكلة عدم تماثل المعلومات، وبالتالي سوف تقوم الدراسة الحالية باختبار تلك العلاقة، ومن هنا يمكن صياغة فرض الدراسة في العبارة التالية:

H1: يوجد تأثير معنوي للملكية المؤسسية على مستوي الاحتفاظ بالنقدية في ضوء قواعد حوكمة الشركات

٥ / هدف الدراسة:

إن الهدف من الدراسة الحالية هو تحديد العلاقة بين الملكية المؤسسية كإحدى قواعد حوكمة الشركات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية من منظور نظرية الادخار الوقائي، بالتطبيق على الشركات المصرية المدرجة ضمن مؤشر EGX 100، كما تستهدف هذه الدراسة توضيح الدور الوسيط للتدفقات النقدية التشغيلية على تلك العلاقة حيث يعتبر مستوي الاحتفاظ بالنقدية إحدى الأدوات التي تلجأ إليها إدارة الشركات بهدف تجنب مخاطر انخفاض التدفقات النقدية التشغيلية.

٦ / حدود الدراسة:

- ١- تركز الدراسة الحالية على قياس العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية بالشركات غير المالية، دون التطرق إلى اختبار تلك العلاقة بالشركات والمؤسسات المالية وذلك بسبب اختلاف دوافع الاحتفاظ بالنقدية نتيجة طبيعة نشاط المؤسسات المالية، وارتباطها باللوائح والضوابط الخاصة بها والتي تختلف عن الضوابط بالشركات غير المالية.
- ٢- تركز الدراسة الحالية على اختبار العلاقة بين الملكية المؤسسية والاحتفاظ بالنقدية بالإضافة إلى تأثير الملكية الإدارية على مستوي الاحتفاظ بالنقدية كمتغير رقابي، دون التطرق لدراسة أي شكل آخر للملكية على مستوي الاحتفاظ بالنقدية.
- ٣- تقتصر الدراسة الحالية على قياس الملكية المؤسسية من خلال نسبة الأسهم المملوكة للمؤسسات بشكل عام، دون التطرق لنوعية المستثمر المؤسسي وطول مدة استثمار المستثمر المؤسسي.
- ٤- تعتبر قابلية نتائج البحث للتعميم مشروطة بمعايير وضوابط اختيار عينة الدراسة.

٧/ أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية الدراسة من الناحية الأكاديمية في أنها تعد امتداداً للدراسات المحاسبية التي تبحث في محددات الاحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية كما تمثل الدراسة الحالية وسيلة للسعي للوصول إلى محددات العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية، نظراً لتأثير مستوى الاحتفاظ بالنقدية على سيولة الشركات و ثروات المساهمين.

٨/ توصيف عينة الدراسة وأسلوب جمع البيانات:

لأغراض الدراسة الحالية ولاستيفاء كافة المقاييس المرتبطة بمتغيرات الدراسة الحالية، فتمثل عينة الدراسة في الشركات المدرجة ضمن مؤشر EGX 100 عن الفترات المالية من ٢٠١٥ وحتى ٢٠٢١، ويرجع السبب في اختيار مؤشر EGX 100 إلى أنه يتضمن الشركات الأكثر تداولاً في بورصة الأوراق المالية المصرية، وتبدء الدراسة من عام ٢٠١٥ لتجنب الآثار الناتجة عن ثورة يناير وما يتبعها من تأثير على البيانات المالية لبعض الشركات، ويوضح الجدول التالي العينة المبدئية للدراسة والتي تتمثل في ١٢٦ شركة من الشركات التي تم ادراجها ضمن مؤشر EGX 100 خلال احدي أو كافة سنوات الدراسة من ٢٠١٥ وحتى ٢٠٢١ وبالتالي تتمثل العينة النهائية للدراسة في ٦٩ شركة بعدد ٤٨٣ مشاهدة على مدار ٧ سنوات وذلك بعد استبعاد التقارير السنوية للشركات المالية وعددها ١٤ شركة، كما تم استبعاد ١٧ شركة من الشركات التي تصدر تقاريرها السنوية في ٣٠ يونيو، وأخيراً تم استبعاد ٨ شركات من الشركات عينة الدراسة والتي تعرض قوائمها المالية بالدولار الأمريكي.

	firm-year observations
The initial number of annual reports	756
(-) Annual reports for financial firms	(98)
(-) firms with annual reports dated 30/06	(119)
(-) Annual reports with Financial statements presented in dollars	(56)
Final sample	483

Table 1 Sample selection

١/٨ نموذج الدراسة:

قد اعتمدت الدراسة عند تحليل البيانات على نموذج الانحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Squares (OLS)، لتحديد أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وعلى هذا يمكن اختبار فروض الدراسة من خلال نموذج الانحدار التالي:

$$CASH-HOLD_{it} =$$

$$\beta_0 + \beta_1 INST-OWNSHP_{it} + \beta_2 BRD-SIZE_{it} + \beta_3 BRD-MEET_{it} + \beta_4 BRD-INDEP_{it} + \beta_5 AUDT-SIZE_{it} + \beta_6 AUDT-MEET_{it} + \beta_7 INSDR-OWNSHP_{it} + \beta_8 LIQUID_{i,t} + \beta_9 PROFIT_{i,t} + \beta_{10} FIRM-SIZE_{i,t} + \beta_{11} LEVRG_{i,t} + Year-Fixed-Effect + Industry-Effect + \varepsilon$$

٢/٨ التحليل الإحصائي:

في ضوء مشكلة وأهداف الدراسة فسوف يتناول هذا الجزء خطوات اختبار فرض الدراسة التالي: H1: يوجد تأثير معنوي للملكية المؤسسية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في ضوء قواعد حوكمة الشركات الأخرى.

١/٢/٨ نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

تستخدم الإحصاءات الوصفية لوصف الملامح الرئيسية لبيانات الدراسة، والتي تفيد في استكشاف اتجاهات المتغيرات، وبالتالي قد تم إجراء الإحصاء الوصفي لمتغيرات نموذج الدراسة بهدف تصوير ملخص عام عن تلك المتغيرات وقد تم تحديد الحد الأدنى، الحد الأعلى، المتوسط العام، والانحراف المعياري لمتغيرات النموذج، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٢) نتائج التحليل الوصفي

	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max	25%	75%
CASH HOLD _{it}	1172.28	188.635	27.925	0.233	26456.3	41.17	980.98
INST-OWNRSH _{it}	28.67	25.25	26.41	0	91.39	3.15	56.98
INSDR-OWNRSH _{it}	7.32	0	17.02	0	80.58	0	2.59
BRD-SIZE _{it}	9.22	10.00	2.491	4.00	14.00	8.00	11.00
BRD-INDP _{it}	1.89	2.00	1.353	0	9	1.00	3.00
BRD-MEET _{it}	12.97	14	2.334	1	17	12.00	14.00
AUDT-COMM-MEET _{it}	3.16	3.00	0.88	1	5	3.00	4.00
AUDT-COMM-SIZE _{it}	3.64	3.00	0.86	0	5	3.00	4.00
LIQUID _{it}	0.88	0.62	0.73	0.02	2.84	0.34	1.24
PROFT _{it}	0.056	0.041	0.088	-0.154	0.253	0.005	0.103
F-SIZE _{it}	26336	98908	40.85	1029	219658	29065	27065
LEVRG _{it}	0.34	0.30	0.23	0	0.98	0.16	0.51

Table 2 Note(s): This table presents the main descriptive statistics of study variables.
Descriptive statistics Firm size and cash holding by million L.E.

ووفقاً لنتائج التحليل الوصفي المستخلصة من الجدول السابق فقد بلغ متوسط مستوى الاحتفاظ بالنقدية للشركات عينة الدراسة (١١٧٢,٢٨) مما يدل على أن أغلب الشركات عينة الدراسة تتسم بزيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية مما يتفق مع نتائج دراسة (عبد المنعم، ٢٠٢١) والتي أجريت على البيئة المصرية، وقد بلغت أقل قيمة (٠,٢٣٣) وأعلى قيمة (٢٦٤٥٦,٣)، كما بلغت قيمة الانحراف المعياري (٢٧,٩٢٥) مما يدل على وجود تفاوت مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات عينة الدراسة وبالتالي تم استخدام اللوغاريتم الطبيعي لمستوي الاحتفاظ بالنقدية عند تشغيل البيانات واختيار فروض الدراسة تماشياً مع دراسة (Brown et al. 2011) وقد بلغ متوسط الملكية المؤسسية (٦٧,٢٨)، وقد بلغت أعلى قيمة ٩١٪ وأقل قيمة صفر، وبالنسبة لقواعد حوكمة الشركات والمرتبطة بمجلس الإدارة فقط بلغ متوسط حجم المجلس للشركات عينة الدراسة (٩,٢٢)، كما بلغ متوسط عدد اجتماعات مجلس الإدارة (١٢,٧٩)، وقد بلغ متوسط استقلالية مجلس الإدارة (١,٨٩)، أما بالنسبة لخصائص لجنة المراجعة فقد بلغ متوسط حجم لجنة المراجعة (٣,٦٤)، كما بلغ متوسط عدد اجتماعات لجنة المراجعة (٣,١٦)، ومن الناحية الأخرى فقد أظهرت نتائج التحليل الوصفي متوسط المتغيرات المرتبطة بخصائص الشركة والمتمثلة في حجم الشركة، حيث بلغ متوسط حجم الشركة للشركات عينة الدراسة مقدار (٢٦٣٣٦) مليون جنية مصري، كما بلغ متوسط سيولة الشركة، (٠,٨٨)، ويبلغ متوسط نسبة الرافعة المالية (٠,٣٤)، وأخيراً قد بلغ متوسط الربحية للشركات عينة الدراسة (٠,٥٦).

٢/٢/٧ اختبار العلاقة الارتباطية بين متغيرات النموذج الأول للدراسة:

ولاختبار العلاقة الارتباطية بين متغيرات الدراسة فقد تم استخدام (Pearson Correlation Matrix) لجميع مشاهدات الدراسة البالغ عددها ٤٨٣ مشاهدة خلال الفترة من ٢٠١٥ وحتى ٢٠٢١، وذلك لتحديد معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة، والجدير بالذكر أن قيمة معامل الارتباط تنحصر بين -١، +١ وكلما اقترب من الواحد الصحيح يدل ذلك على قوة العلاقة الارتباطية بين المتغيرات وكلما ابتعدت عن الواحد الصحيح يدل ذلك على ضعف العلاقة، وإذا كانت الإشارة موجبة دل ذلك على وجود علاقة طردية بينما إذا كانت الإشارة سالبة دل ذلك على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات، كما يساعد تحليل الارتباط في التحقق من مدى وجود مشكلة الأزواج الخطي بين المتغيرات المستقلة ويمكن توضيح نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة من خلال الجدول التالي:

د. مي محمد علم الدين

		[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]	[10]	[11]	[12]
CASH-HOLD _{it} [1]	Pearson Correlation	1	-.058**	0.018	0.054	-0.006	-.178**	0.082	0.051	-0.052	0.062	-0.079	0.070
	Sig. (2-tailed)		0.004	0.693	0.236	0.887	0.000	0.071	0.269	0.302	0.177	0.085	0.127
INST-OWNSHP _{it} [2]	Pearson Correlation	-.058**	1	0.086	0.001	0.015	-.100*	-0.001	-.150**	0.066	-0.019	.235**	-0.004
	Sig. (2-tailed)	0.004		0.060	0.979	0.746	0.028	0.990	0.001	0.182	0.670	0.000	0.932
INSDR-OWNSHP _{it} [3]	Pearson Correlation	0.018	0.086	1	-0.064	0.080	.099*	.154**	-.207**	.198**	-0.014	0.068	.161**
	Sig. (2-tailed)	0.693	0.060		0.157	0.078	0.029	0.001	0.000	0.000	0.757	0.138	0.000
BRD-SIZE _{it} [4]	Pearson Correlation	0.054	0.001	-0.064	1	.188**	0.024	0.070	-.096*	-0.086	0.062	0.033	.091*
	Sig. (2-tailed)	0.236	0.979	0.157		0.000	0.596	0.122	0.034	0.085	0.177	0.476	0.047
BRD-INDP _{it} [5]	Pearson Correlation	-0.006	0.015	0.080	.188**	1	0.053	-.099*	-.107*	-0.046	-.108*	.115*	.092*
	Sig. (2-tailed)	0.887	0.746	0.078	0.000		0.246	0.030	0.018	0.355	0.018	0.011	0.044
BRD-MEET _{it} [6]	Pearson Correlation	-.178**	-.100*	.099*	0.024	0.053	1	.100*	-.102*	0.034	0.039	-0.026	-0.023
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.028	0.029	0.596	0.246		0.028	0.024	0.499	0.389	0.575	0.619
AUDT-COMM-SIZE _{it} [7]	Pearson Correlation	0.082	-0.001	.154**	0.070	-.099*	.100*	1	0.038	.120*	.155**	-0.046	-.114*
	Sig. (2-tailed)	0.071	0.990	0.001	0.122	0.030	0.028		0.399	0.016	0.001	0.317	0.012
AUDT-COMM-MEET _{it} [8]	Pearson Correlation	0.051	-.150**	-.207**	-.096*	-.107*	-.102*	0.038	1	-.160**	0.018	-.133**	0.070
	Sig. (2-tailed)	0.269	0.001	0.000	0.034	0.018	0.024	0.399		0.001	0.688	0.003	0.126
LIQUD _{it} [9]	Pearson Correlation	-0.052	0.066	.198**	-0.086	-0.046	0.034	.120*	-.160**	1	-0.025	0.002	.212**
	Sig. (2-tailed)	0.302	0.182	0.000	0.085	0.355	0.499	0.016	0.001		0.616	0.962	0.000
PROFT _{it} [10]	Pearson Correlation	0.062	-0.019	-0.014	0.062	-.108*	0.039	.155**	0.018	-0.025	1	-0.044	0.061
	Sig. (2-tailed)	0.177	0.670	0.757	0.177	0.018	0.389	0.001	0.688	0.616		0.332	0.180
F-SIZE _{it} [11]	Pearson Correlation	-0.079	.235**	0.068	0.033	.115*	-0.026	-0.046	-.133**	0.002	-0.044	1	.147**
	Sig. (2-tailed)	0.085	0.000	0.138	0.476	0.011	0.575	0.317	0.003	0.962	0.332		0.001
LEVRG _{it} [12]	Pearson Correlation	0.070	-0.004	-.161**	.091*	.092*	-0.023	-.114*	0.070	-.212**	0.061	.147**	1
	Sig. (2-tailed)	0.127	0.932	0.000	0.047	0.044	0.619	0.012	0.126	0.000	0.180	0.001	
	N	483											

بعد اختبار العلاقة الارتباطية بين متغيرات نموذج الدراسة يمكن للباحثة استخلاص النتائج التالية:

توجد علاقة ارتباط سلبية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية $CASH-HOLD_{it}$ والملكية المؤسسية $INST-OWNRSH_{it}$ ، حيث قد بلغت قيمة معامل الارتباط (٠,٠٥٨) وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من ٠,٠١، ويدل ذلك على أن الشركات التي لديها مستوى أعلى من الاحتفاظ بالنقدية تتسم بانخفاض مستوى ملكية المؤسسات، وتتفق هذه النتيجة مع ما تتوقعه الدراسة الحالية. بالإضافة إلى وجود علاقة ارتباط طردية بين الملكية المؤسسية وحجم الشركة $F-SIZE_{it}$ بقيمة معامل ارتباط (٠,٢٣٥)، كما توجد علاقة ارتباط سلبية بين الملكية المؤسسية وعدد اجتماعات مجلس الإدارة وعدد اجتماعات لجنة المراجعة، حيث قد بلغت قيمة معامل الارتباط (-٠,١٠٠) - (٠,١٥٠) على التوالي وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥، ٠,٠١)، كما توجد علاقة ارتباط سلبية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وعدد اجتماعات مجلس الإدارة حيث قد بلغت قيمة معامل الارتباط (-٠,١٧٨) وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥)، مما يدل على أن الشركات التي يزداد بها عدد أعضاء مجلس الإدارة تتسم مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وتتفق هذه النتيجة مع ما تتوقعه الدراسة الحالية.

وقد بلغت أعلى قيمة معامل ارتباط بين المتغيرات المستقلة لنموذج الدراسة نسبة ٢٤٪ بين الملكية المؤسسية $INST-OWNRSH_{it}$ وحجم الشركة $F-SIZE_{it}$ وبالتالي لا تتعدى ٨٠٪ مما يدل على عدم وجود مشكلة الأزواج الخطي بين المتغيرات المستقلة (Mokhtar and Mellett, 2013).

٣/٢/٨ نتائج تحليل الانحدار:

جدول رقم (٤) تأثير الملكية المؤسسية على الاحتفاظ بالنقدية في ضوء قواعد حوكمة الشركات				
	Panel (1)		Panel (2)	
	Coefficients (t-statistics)	VIF (tolerance)	Coefficients (t-statistics)	VIF (tolerance)
Intercepts	0.813 (5.056***)		0.806 (4.751***)	
INST-OWNRSHP _{it}			-0.169** (-3.355)	1.160 (0.862)
INSDR-OWNRSHP _{it}	0.004* (1.769)	1.882 (0.531)	0.093* (1.763)	1.242 (0.805)
BRD-SIZE _{it}	0.010 (0.188)	1.363 (0.733)	0.009 (0.173)	1.364 (0.733)
BRD-INDP _{it}	0.030 (0.626)	1.191 (0.839)	0.016 (0.344)	1.200 (0.833)
BRD-MEET _{it}	-0.287*** (-5.626)	1.345 (0.739)	-0.306*** (-6.042)	1.287 (0.777)
AUDT-COMM-SIZE _{it}	0.188*** (3.448)	1.533 (0.652)	0.179*** (3.337)	1.536 (0.777)
AUDT-COMM-MEET _{it}	0.072 (1.454)	1.281 (0.781)	0.062 (1.252)	1.287 (0.837)
LIQUID _{it}	-0.027 (-0.525)	1.373 (0.728)	-0.013 (-0.263)	1.382 (0.724)
PROFT _{it}	-0.012 (-0.248)	1.154 (0.866)	-0.020 (-0.421)	1.157 (0.864)
F-SIZE _{it}	-0.113** (-2.111)	1.482 (0.675)	-0.060 (-1.087)	1.614 (0.619)
LEVRG _{it}	0.057 (1.058)	1.498 (0.668)	0.074 (1.392)	1.512 (0.661)
IND EFFECT	Included		Included	
YEAR EFFECT	Included		Included	
F-test	4.909***		3.125***	
Adjusted R-Squared	0.226		0.247	
Observations	483		483	

Notes: This table shows the results of Model 1. Cash holding is as dependent variable [CASH_HOLD_{it}]. Panel 1 presents the results of model 1 without INST-OWNRSHP_{it} including the control variables only. While, Panel (2) presents the results of independent variable [INST-OWNRSHP_{it}] and controls variables.

*, **, & *** show significance at the 10%, 5% & 1% levels, respectively

توضح Panel 1 من الجدول السابق تأثير المتغيرات الرقابية للدراسة على المتغير التابع والمتمثل في مستوي الاحتفاظ بالنقدية، بينما توضح Panel 2 تأثير المتغير المستقل الرئيسي للدراسة والمتمثل في الملكية المؤسسية على مستوي الاحتفاظ بالنقدية في ضوء قواعد حوكمة الشركات. ويتضح أن معامل التحديد المعدل $Adjusted R^2$ والذي يمثل نسبة التغير في المتغير التابع والتي تفسرها المتغيرات الرقابية قبل ادخال المتغير المستقل الرئيسي قد بلغ (٠,٢٢٦) مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر ٢٣٪ من التغير في المتغير التابع مستوي الاحتفاظ بالنقدية وذلك عند مستوي معنوية أقل من ٠,٠١ مما يدل على جودة توفيق نموذج الانحدار، بينما تبلغ قيمة معامل التحديد المعدل $Adjusted R^2$ بعد ادخال المتغير الرئيسي المستقل (٠,٢٤٧) مما يعني أن المتغير الرئيسي المستقل والمتغيرات الرقابية تفسر ٢٥٪ من التغير في مستوي الاحتفاظ بالنقدية وفيما يلي تقديرات معاملات النموذج بهدف قياس أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع:

يتبين من الجدول السابق أن جميع قيم Variance Inflation Factor (VIF) أقل من ٣ مما يعني أن نموذج الانحدار لا يعاني من وجود مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة، وتؤكد هذه النتيجة نتائج ارتباط بيرسون، كما تبين ما يلي:

١- تؤثر الملكية المؤسسية تأثيراً سلبياً على مستوي الاحتفاظ بالنقدية بمقدار (-٠,١٦٩) وذلك عند مستوي معنوية أقل من ٠,٠٥، حيث كلما كان هناك نسبة أعلى من ملكية المؤسسات كلما أدى ذلك إلى انخفاض مستوي الاحتفاظ بالنقدية، مما يدل على أن زيادة نسبة ملكية المؤسسات يؤدي إلى زيادة الدور الرقابي والذي يعتبر دافع أمام الإدارة للقيام بتوزيعات نقدية على المساهمين بدلاً من الاحتفاظ بالنقدية؛ ومن ثم انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، مما يتفق مع فرض الرقابة الفعالة والذي يوضح قدرة الملكية المؤسسية كإحدى قواعد حوكمة الشركات على زيادة فعالية الدور الرقابي على الشركات (الجوهري، سليمان، ٢٠٢٣)، وبالتالي تم تأييد الفرض الأول للدراسة الحالية، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة (السواح، ٢٠٢٠؛ Loncan, 2020) والتي قد أشارت إلى وجود علاقة سلبية بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية.

٢- تؤثر الملكية الإدارية تأثيراً إيجابياً على مستوي الاحتفاظ بالنقدية بمقدار (٠,٠٩٣) وذلك عند مستوي معنوية أقل من ٠,٠١، مما يدل على أن كلما كان هناك نسبة أعلى من الملكية الإدارية كلما أدى ذلك إلى زيادة مستوي الاحتفاظ بالنقدية، مما يتفق مع فروض نظرية الوكالة، حيث يساعد زيادة الأسهم المملوكة من قبل الإدارة إلى تحقيق المواءمة بين كافة أهداف الإدارة والمساهمين؛ مما يعني أن زيادة مستوي الملكية الإدارية قد يؤدي إلى زيادة دافع الإدارة في تعظيم قيمة الشركة، وبالتالي يؤدي ذلك إلى توافق وتقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين (Roy, 2018)، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Alghadi et al., 2021) والتي قد أشارت إلى وجود علاقة ايجابية بين مستوي الاحتفاظ بالنقدية والملكية الإدارية.

٣- يؤثر عدد اجتماعات مجلس الإدارة والذي يعتبر إحدى خصائص مجلس الإدارة وضمن قواعد حوكمة الشركات تأثيراً سلبياً على مستوى الاحتفاظ بالنقدية بمقدار (-٠,٣٠٦) وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٠,٠١، مما يدل على أنه كلما زاد عدد اجتماعات مجلس الإدارة كلما أدى ذلك إلى انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٤- يؤثر حجم لجنة المراجعة تأثيراً إيجابياً على مستوى الاحتفاظ بالنقدية بمقدار (٠,١٧٩) وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٠,٠١، مما يدل على أنه كلما زاد عدد أعضاء لجنة المراجعة كلما أدى ذلك إلى زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية بالشركات المصرية.

٣/٨ التحليل الإضافي:

يتضمن هذا الجزء تحليل إضافي لتأكيد نتائج التحليل الأساسي وفروض الدراسة، من خلال إضافة التدفقات النقدية التشغيلية كمتغير وسيط للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية وذلك بهدف إضافة المزيد من الوضوح للمتغيرات الرئيسية ولمواكبة الدراسات السابقة في هذا المجال. حيث قد اقتسمت نتائج الدراسة إلى اتجاهين رئيسيين، حيث يؤيد الاتجاه الأول وجود علاقة إيجابية بين التدفقات النقدية التشغيلية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية (Bates et al., 2009; Khan et al., 2016) حيث يمكن للشركات استخدام الاحتفاظ بالنقدية بهدف تخصيص رأس المال لتجنب المخاطر الناجمة عن التدفق النقدي التشغيلي بشكل فعال (Ye, 2018)، بينما يؤيد الاتجاه الثاني وجود علاقة سلبية بين التدفقات النقدية التشغيلية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية (Khan et al., 2016; Arouri & Pijourlet, 2017)، وبالتالي تقوم الدراسة الحالية بتحليل تلك العلاقة بالإضافة إلى توضيح مدي تأثير التدفقات النقدية التشغيلية على العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية في ظل تباين نتائج الدراسات السابقة.

جدول رقم (٥) تأثير التدفقات النقدية التشغيلية على العلاقة بين الملكية المؤسسية والاحتفاظ بالنقدية		
	Coefficients (t-statistics)	VIF (tolerance)
Intercepts	0.713*** (5.773)	
INST-OWNRSHP _{it}	-0.120*** (-2.618)	1.307 (0.765)
CFO _{it}	0.173** (2.038)	4.485 (0.223)
CFO × INST-OWNRSHP _{it}	0.219** (2.481)	4.838 (0.207)
INSDR-OWNRSHP _{it}	-0.002 (-0.033)	1.824 (0.548)
BRD-SIZE _{it}	0.007 (0.160)	1.292 (0.774)
BRD-INDP _{it}	0.026 (0.595)	1.184 (0.845)
BRD-MEET _{it}	-0.271*** (-5.955)	1.288 (0.776)
AUDT-COMM-SIZE _{it}	0.154*** (3.182)	1.454 (0.688)
AUDT-COMM-MEET _{it}	0.039 (0.859)	1.314 (0.761)
LIQUID _{it}	-0.015 (-0.327)	1.367 (0.731)
PROFT _{it}	0.037 (0.877)	1.120 (0.893)
F-SIZE _{it}	-0.077 (-1.555)	1.527 (0.655)
LEVRG _{it}	0.075 (1.171)	1.490 (0.671)
IND_EFFECT		Included
YEAR_EFFECT		Included
F-test		5.104***
Adjusted R-Squared (%)		0.224
Observations		483

يتضح من نتائج نموذج التحليل الإضافي بالجدول رقم (٦)؛ وجود علاقة سلبية بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية مما يؤكد نتائج التحليل الأساسي، كما تبين وجود علاقة إيجابية معنوية بين التدفقات النقدية التشغيلية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Khan *et al.*, 2016; Arouri & Pijourlet, 2017) وبالتالي يتضح أن الشركات عينة الدراسة قادرة على تعزيز الوضع النقدي للشركة من خلال زيادة مستوي الاحتفاظ بالنقدية كإحدى أدوات تجنب مخاطر انخفاض التدفقات النقدية التشغيلية (الجوهري، سليمان، ٢٠٢٣).

كما توضح نتائج التحليل الإضافي وجود تأثير إيجابي معنوي للملكية المؤسسية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في ظل وجود التدفقات النقدية التشغيلية كمتغير وسيط لتلك العلاقة بمقدار (٢١٩.٠) وعند مستوي معنوية أقل من (٠,٠٥)، وبالتالي يُعدل المتغير الوسيط والمتمثل في CFO اتجاه وقوة العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية، مما يدل على أن الشركات ذات الملكية المؤسسية المرتفعة غير قادرة على زيادة فعالية الدور الرقابي على الشركات في ظل وجود التدفقات النقدية كمتغير وسيط لتلك العلاقة، مما يدل على أن الشركات عينة الدراسة لديها القدرة على زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية لتجنب مخاطر انخفاض التدفقات النقدية بدرجة أكبر من قدرة نسبة الملكية المؤسسية في الشركات عينة الدراسة على زيادة فعالية الدور الرقابي وانخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٩/ مناقشة نتائج الدراسة:

تُعد الدراسة الحالية بمثابة إضافة إلى أدبيات الفكر المحاسبي فيما يتعلق بتأثير الملكية المؤسسية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في ضوء نظرية الادخار الوقائي وقواعد حوكمة الشركات الأخرى في البيئة المصرية، وقد توصلت الدراسة الحالية إلى مجموعة من النتائج من أهمها:

١/٩ تشير نتائج التحليل الأساسي إلى وجود تأثير سلبي للملكية المؤسسية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية بالشركات عينة الدراسة، مما يدل على أن الملكية المؤسسية كإحدى قواعد حوكمة الشركات قادرة على تعزيز الدور الرقابي داخل الشركات والذي يؤدي إلى توزيع النقدية على المساهمين وانخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية وبالتالي عدم مراعاة فروض نظرية الادخار الوقائي، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Loncan, 2020)، وقد تم تعزيز نتائج التحليل الأساسي من خلال التحليل الإضافي.

٢/٩ تشير نتائج التحليل الإضافي إلى وجود تأثير إيجابي للملكية المؤسسية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في ظل وجود التدفقات النقدية التشغيلية كمتغير وسيط لتلك العلاقة، ويمكن تفسير هذه النتيجة على أنه بالرغم من الدور الرقابي الفعال للملكية المؤسسية على الشركات إلا أن بالمقارنة بقيام الشركات باستخدام الاحتفاظ بالنقدية كأداة لتجنب مخاطر انخفاض التدفقات النقدية تنخفض قدرة الملكية المؤسسية في تعزيز تلك الدور الرقابي وتؤكد هذه النتيجة وجود علاقة إيجابية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والتدفقات النقدية التشغيلية للشركات عينة الدراسة.

٣/٩ توصلت العديد من الدراسات إلى أن هناك زيادة في مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الآونة الأخيرة وذلك وفقاً لنظرية الادخار الوقائي، مما أدى إلى انخفاض الدور الرقابي الفعال للملكية المؤسسية وقد يرجع السبب في ذلك إلى أن الشركات تستخدم الاحتفاظ بالنقدية كوسيلة لتجنب مخاطر انخفاض التدفقات النقدية وهو ما تؤكد نتائج الدراسة الحالية، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Brown et al., 2011; Loncan, 2020).

١٠ / الخلاصة:

تقدم الدراسة أدلة تفسيرية وقرائن علمية من البيئة المصرية بشأن العلاقة التأثيرية للملكية المؤسسية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، كما قامت الدراسة الحالية بتوضيح الدور الوسيط للتدفقات النقدية التشغيلية على تلك العلاقة، وقد خلصت النقاط التالية:

١/١٠ بحثت الدراسة الحالية فيما إذا كان للملكية المؤسسية تأثير على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في ضوء نظرية الادخار الوقائي، وقد تمت الدراسة على عينة مكونة من ٦٩ شركة من الشركات المساهمة المصرية المتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصرية والمدرجة ضمن مؤشر EGX 100 لمدة ٧ سنوات تبدأ من عام ٢٠١٥ وتنتهي في عام ٢٠٢١، وباستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد تبين وجود علاقة سلبية بين الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية.

٢/١٠ اتساقاً مع ما توقعته الدراسة الحالية فإن الشركات التي تتسم بزيادة نسبة الملكية المؤسسية تقوم بالاحتفاظ بمستويات أقل من النقدية وبالتالي تتسم بزيادة الدور الرقابي الفعال للملكية المؤسسية كإحدى قواعد حوكمة الشركات، كما تتسم بمستويات مرتفعة من التدفقات النقدية التشغيلية، مما يدل على أنه بالرغم من الدور الرقابي الفعال للملكية المؤسسية بتلك الشركات إلا أن هناك قدرة على استخدام نسب قد تكون مناسبة كأداة للحد من مخاطر انخفاض التدفقات النقدية التشغيلية.

١١/ مقترحات لأبحاث مستقبلية:

يعتبر مستوى الاحتفاظ بالنقدية من الموضوعات التي تحتاج إلى المزيد من الدراسة والتحليل وذلك لمحاولة الوصول إلى المستوي الأمثل للاحتفاظ بالنقدية وخصوصاً في الدول النامية، كما تعد الملكية المؤسسية من الموضوعات التي لا تنتهي المجالات البحثية بها وذلك لارتباطها بالعديد من المتغيرات التي تؤثر على قيمة الشركة ووضعها المالي، وبناءً على ذلك فقد توصلت الدراسة الحالية للعديد من المقترحات للأبحاث المستقبلية والتي يمكن توضيحها في النقاط التالية:

- ١- قياس التأثير المشترك للملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة.
- ٢- محددات الاحتفاظ بالنقدية في ضوء النظريات الداعمة: دليل تطبيقي من سوق الأوراق المالية المصرية.
- ٣- تأثير نسب الاحتفاظ بالنقدية على مستوى الإفصاح: من منظور نظرية الادخار الوقائي.
- ٤- قياس أثر الاحتفاظ بالنقدية وعدم تماثل المعلومات على جودة خاصيتي الملائمة والتمثيل الصادق.
- ٥- تأثير الاحتفاظ بالنقدية والتدفقات النقدية التشغيلية على قيمة المنشأة وانعكاس ذلك على قرارات المستثمرين.

قائمة المراجع:

المراجع العربية:

الدوريات:

- الجوهري، إبراهيم السيد محمد إبراهيم؛ سليمان، حامد نبيل حامد (٢٠٢٣) أثر التحفظ المحاسبي وأنماط الملكية على الاحتفاظ بالنقدية ودورها في الحد من مخاطر انخفاض التدفقات النقدية التشغيلية: دراسة تطبيقية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ص. ١٥١-١٩٧، ٤ (١) ٢.
- أمين، عصام حمدي مصطفى، ٢٠٢١ أثر التدفقات النقدية التشغيلية على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية-دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، ٢(العدد الثاني)- الجزء الثاني) ص. ٤٢٧-٤٧٤.
- محمد، هشام سعيد إبراهيم، ٢٠٢١. تأثير العلاقة بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية-دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية. الفكر المحاسبي، ٢٥ (١)، ص. ١١٦-١٦٨.

المراجع الأجنبية:

Periodicals:

- Aftab, U., Javid, A.Y. and Akhter, W., 2018. The determinants of cash holdings around different regions of the world. *Business and Economic Review*, 10(2), pp.151-181.
- Akhtar, T., Tareq, M. A., Sakti, M. R. P., & Khan, A. A. (2018). Corporate governance and cash holdings: the way forward. *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(2), 152–170. <https://doi.org/10.1108/QRFM-04-2017-0034>
- Alghadi, M.Y., al Nsour, I.R. and Aizyadat, A.A.K., 2021. Ownership Structure and Cash Holdings: Empirical Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Asian Finance*, 8(7), pp.323-0331.
- Ali, A. and Yousaf, S., 2013. Determinants of cash holding in German market. *Journal of Business and Management*, 12(6), pp.28-34.
- Al-Najjar, B. and Clark, E., 2017. Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. *Research in International Business and Finance*, 39, pp.1-12.
- Alves, S., 2012. Ownership structure and earnings management: Evidence from Portugal. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 6(1), pp.57-74.
- Arouri, M. and Pijourlet, G., 2017. CSR performance and the value of cash holdings: International evidence. *Journal of Business Ethics*, 140, pp.263-284.
- Baiardi, D., Magnani, M. and Menegatti, M., 2020. The theory of precautionary saving: an overview of recent developments. *Review of Economics of the Household*, 18, pp.513-542.
- Basheer, M.F., 2014. Impact of Corporate Governance on Corporate Cash Holdings: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 7(4), p.1371.
- Bates, T.W., Kahle, K.M. and Stulz, R.M., 2009. Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of finance*, 64(5), pp.1985-2021.

- Brown, C., Chen, Y. and Shekhar, C., 2011. Institutional ownership and firm cash holdings. *Financial Research Network*, 10, pp.9-12.
- Cai, W., Zeng, C. C., Lee, E., & Ozkan, N. (2016). Do business groups affect corporate cash holdings? Evidence from a transition economy. *China Journal of Accounting Research*, 9(1), 1-24.
- Cornett, M.M., Marcus, A.J., Saunders, A. and Tehranian, H., 2007. The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of banking & finance*, 31(6), pp.1771-1794.
- Cornett, M.M., Marcus, A.J., Saunders, A. and Tehranian, H., 2007. The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of banking & finance*, 31(6), pp.1771-1794.
- Dittmar, A. and Mahrt-Smith, J., 2007. Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*, 83(3), pp.599-634.
- Duchin, R., Gilbert, T., Harford, J. and Hrdlicka, C., 2017. Precautionary savings with risky assets: When cash is not cash. *The Journal of Finance*, 72(2), pp.793-852.
- Elyasiani, E. and Jia, J.J., 2008. Institutional ownership stability and BHC performance. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), pp.1767-1781.
- Han, S. and Qiu, J., 2007. Corporate precautionary cash holdings. *Journal of corporate finance*, 13(1), pp.43-57.
- Hassani, M. and 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), pp.266-275.
- Islam, S., 2012. Manufacturing firms' cash holding determinants: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*, 7(6), p.172.
- Khan, A., Bibi, M. and Tanveer, S., 2016. THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE ON CASH HOLDINGS: A COMPARATIVE STUDY OF THE MANUFACTURING AND SERVICE INDUSTRY. *Financial Studies*, 20(3).

- Loncan, T., 2020. Foreign institutional ownership and corporate cash holdings: Evidence from emerging economies. *International Review of Financial Analysis*, 71, p.101295.
- Mersni, H. and Can, G., 2022. The Moderator Effect of Institutional Ownership on the Relationship between Cash Holdings of Life-Cycle Stages: Evidence from Borsa Istanbul. *Business and Economics Research Journal*, 13(3), pp.417-434.
- Mohd, K.N.T., Latif, R.A. and Saleh, I., 2015. Institutional ownership and cash holding. *Indian Journal of Science and technology*, 8(32), pp.1-6.
- Roy, A., 2018. Corporate governance and cash holdings in Indian firms. In *Governance and Regulations' Contemporary Issues* (Vol. 99, pp. 93-119). Emerald Publishing Limited.
- Sheikh, N.A. and Khan, M.I., 2015. The impact of board attributes and insider ownership on corporate cash holdings: Evidence from Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences (PJCSS)*, 9(1), pp.52-68.
- Sundaramurthy, C., Rhoades, D.L. and Rechner, P.L., 2005. A meta-analysis of the effects of executive and institutional ownership on firm performance. *Journal of Managerial Issues*, pp.494-510.
- Tahir, M. S., Alifiah, M. N., Arshad, M. U., & Saleem, F., 2016, Financial theories with a focus on corporate cash holding behavior: A comprehensive review, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(3S): 215-219.
- Velury, U. and Jenkins, D.S., 2006. Institutional ownership and the quality of earnings. *Journal of business research*, 59(9), pp.1043-1051.
- Venkiteshwaran, V., 2011. Partial adjustment toward optimal cash holding levels. *Review of Financial Economics*, 20(3), pp.113-121.
- Xu, X., Li, W., Li, Y. and Liu, X., 2019. Female CFOs and corporate cash holdings: precautionary motive or agency motive?. *International Review of Economics & Finance*, 63, pp.434-454.
- Ye, Y., 2018. A literature review on the cash holding issues. *Modern Economy*, 9(6), pp.1054-1064.

قائمة الملاحق:

Variables	Labels	Measurements	Supporting literature
Cash holding	CASH-HOLD _{it}	The natural logarithm value of ratio of cash and cash equivalents to total assets.	(Brown <i>et al.</i> 2011).
Institutional ownership	INST-OWNSHP _{it}	The percentage of outstanding shares owned by institutions.	Saha and Kabra (2020).
Board directors size	BRD-SIZE _{it}	The total number of directors on board.	Enache and Hussainey (2020).
Board independence	BRD-INDEP _{it}	The percentage of independent directors on the board.	Enache and Hussainey (2020).
Board meetings	BRD-MEET _{it}	The total number of board directors meetings yearly.	(Yusoff <i>et al.</i> , 2016; Saha and Kabra, 2020).
Audit committee size	AUD-COMM-SIZE _{it}	The total number of audit committee members yearly.	Maskati and Hamdan (2017).
Audit committee meetings	AUD-COMM-MEET _{it}	The total number of audit committee meetings yearly.	Maskati and Hamdan (2017).
Managerial ownership	INSDR-OWNSHP _{it}	The percentage of outstanding shares owned by insider.	Saha and Kabra (2020).
Liquidity	LIQUID _{it}	Current ratio at year end (current assets divided by current liabilities)	Fisher <i>et al.</i> (2019).
Firm profitability	PROFT _{it}	The net income of a firm divided by its total assets	Chychyla <i>et al.</i> (2019).
Firm Size	F-SIZE _{it}	The natural logarithm of a firm's total assets	Guay <i>et al.</i> (2016).
Firm Leverage	LEVRG _{it}	Total liabilities of a firm divided by its total assets	Alm El-Din <i>et al.</i> (2021).
Year effect	YEAR_EFFECT	Year dummy for each year	Alm El-Din <i>et al.</i> (2021).
Industry effect	IND_EFFECT	Industry dummy for each industry	Alm El-Din <i>et al.</i> (2021).
Variables definitions	Note(s): This table defines all variables of the study		

The Relationship between Institutional Ownership and Cash Holding from the Precautionary Saving Theory Perspective: Evidence from the Egyptian Stock Market

Mai Mohammed Alm El-Din

Senior Lecturer of Accounting

School of business, Canadian international College (CIC), Egypt.

Abstract

This study aims to determine the relationship between the Institutional ownership and cash holding to achievement the hypothesis of Precautionary savings theory in the light of the application of corporate governance rules. Using the regression analysis method for a sample consists of 69 firms, which listed on the Egyptian stock market during 2015: 2021, with a total number of 483 observation. The study found a negative and significant relationship between the institutional ownership and cash holding, which indicates that increasing of the institutional ownership percentage leads to an increase in the oversight role, which is considered a motive for management to make cash distributions to shareholders instead of cash holding. Which is consistent with the imposition of effective control, which demonstrates the ability of institutional ownership as one of the rules of corporate governance to increase the effectiveness of the supervisory role on the Egyptian firms.

In addition to the study, found a positive relationship between the managerial ownership and cash holding. This is consistent with the assumptions of the agency theory, as the increase in the shares owned by the management helps to achieve harmonization between all the objectives of the management shareholders.

Keywords: Cash holding; Precautionary savings theory; Institutional ownership; corporate governance.