

أثر الملكية المؤسسية وجودة الأرباح على مستوى الإحتفاظ بالنقدية - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د/ تامر إبراهيم السواح

مدرس بقسم المحاسبة والمراجعة

كلية التجارة - جامعة الإسكندرية

ملخص البحث

يستهدف البحث تحليل وإختبار أثر الملكية المؤسسية علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية، إلي جانب تحليل وإختبار العلاقة بين جودة الأرباح والإحتفاظ بالنقدية، وأخيراً إختبار توسط جودة الأرباح للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، كما إشمئل البحث علي تحليل إضافي لإختبار أثر نوعية الملكية المؤسسية (فاعلة أو غير فاعلة) علي الإحتفاظ بالنقدية، وأيضاً تم إجراء تحليل لأثر سمات الأرباح الاخرى (إستمرارية الأرباح وتقلبها) علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية، إلي جانب ذلك تم إجراء تحليل حساسية لإختبار أثر تغيير طريقة قياس الملكية المؤسسية (بدلالة ملكية أكبر الملاك كمؤسسة بدلاً من النسبة العامة للملكية المؤسسية)، كما تم تغيير نموذج قياس جودة الإستحقاقات كمؤشر علي جودة الأرباح حيث تم إستخدام نموذج Kothari بدلاً من Jones المعدل ، وقد تم إجراء دراسة تطبيقية لإختبار فروض البحث على عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بلغت ٦٤ شركة خلال الفترة من عام ٢٠١٢ إلى عام ٢٠١٧، و بالتالي بلغ عدد المشاهدات 384 مشاهدة (شركة - سنة) ، وقد تم ذلك من خلال تقدير نماذج انحدار متعدد.

وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية معنوية بين كل من الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، وقد تحققت ذات النتيجة في علاقة جودة الأرباح ومستوي الإحتفاظ بالنقدية ، كما جاءت النتائج مؤيدة لتوسط جودة الأرباح للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، وقد كشفت نتائج التحليل الإضافي عن تأثير سلبي معنوي للملكية المؤسسية الفاعلة علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية، في حين جاءت علاقة الملكية المؤسسية غير الفاعلة بالإحتفاظ بالنقدية طردية معنوية . وفيما يتعلق بسمات الإرباح فقد إرتبطت إستمرارية (تقلبات) الأرباح بعلاقة عكسية (طردية) بمستوي الإحتفاظ بالنقدية، كما توسطت تلك السمات العلاقة بين الملكية المؤسسية والإحتفاظ بالنقدية. وبالنسبة لتحليل الحساسية فقد جاءت علاقة ملكية أكبر الملاك كمؤسسة بالإحتفاظ بالنقدية علاقة غير معنوية، في حين إرتبطت جودة الأرباح (المقاسة بدلالة جودة الإستحقاقات وفقاً لنموذج Kothari بدلاً من Jones المعدل) بعلاقة عكسية معنوية بمستوي الإحتفاظ بالنقدية، كما تتوسط جودة الأرباح وفقاً لنموذج Kothari العلاقة بين الملكية المؤسسية والإحتفاظ بالنقدية.

الكلمات المفتاحية: الملكية المؤسسية - جودة الأرباح - مستوى الإحتفاظ بالنقدية.

The effect of institutional ownership and earnings quality on cash holdings level – An empirical study on companies listed in the Egyptian stock exchange

Abstract

The research aims to analyze and test the relationship between institutional ownership and cash holdings, in addition to, the analysis and testing the relationship between earnings quality and cash holdings. Finally, the research aims to analyze and test that earnings quality mediates the relationship between institutional ownership and cash holdings. The research contains additional tests for the effect of the type of institutional investor (Active or Passive) on cash holdings & the effect of other earnings properties (Persistence & Volatility) on cash holdings. The research contains also a robustness (or sensitivity) tests for the effect of changing the measurement of institutional based on the general percentage of institutional ownership to the ownership of the largest institutional investor, plus testing the effect of changing the measurement of accruals quality to be measured based on Kothari model instead of modified Jones model. An empirical study was used to test the research hypotheses on a sample of 64 listed companies on the Egyptian stock market, during the period from 2012 to 2017. The total number of observations was 384 observations (firm – year). The empirical study was done by estimating multiple- regression models.

The research has found that, there is a significant negative relationship between institutional ownership and the level cash holdings and a significant negative relationship between earnings quality and the level cash holdings. Earnings quality mediates the relationship between institutional ownership and cash holdings. The additional tests have revealed that, the active institutional ownership has a significant negative effect on cash holdings, while the passive institutional ownership has a significant positive effect on cash holdings. Regarding properties of earnings, earnings persistence (volatility) has a significant negative (positive) effect on cash holdings and these earnings properties have mediated the relationship between institutional ownership and cash holdings. According to robustness (or sensitivity) tests, the ownership of the largest institutional investor has an insignificant relationship with cash holdings, there is a significant negative relationship between earnings quality (measured based on accruals quality using Kothari model instead of modified Jones model) and cash holdings and this earnings quality of Kothari model has mediated the relationship between institutional ownership and cash holdings.

Keywords: Institutional ownership – Earnings quality – Cash holdings.

١ - مقدمة

تعتبر النقدية أصلاً إستراتيجياً ذو قيمة ، ويعد فهم السياسة النقدية ضرورياً لتحسين المعرفة بخيارات الإستثمار والتمويل والأثار علي قيمة الشركة. (Da Cruz et al, 2019, P.77) ، وقد تزايد في الآونة الأخيرة ميل الشركات للإحتفاظ بقدر كبير من النقدية ، والتي قد تمثل نسبة جوهرية من إجمالي أصولها. (Nguyen, 2005, P.3) ، فعلي مستوي الولايات المتحدة الأمريكية شهدت العقود السابقة زيادة مستمرة في مستوي الإحتفاظ النقدية فقد زادت نسبة النقدية لإجمالي الأصول بالشركات الصناعية من ١٠.٥ % عام ١٩٨٠ إلي ٢٣.٢ % في ٢٠٠٦ ، وفي عام ٢٠١٤ بلغ إجمالي الإحتفاظ بالنقدية المفصح عنه للشركات والمؤسسات بخلاف المؤسسات المالية ما يقارب ٢٠.١٢ تريليون دولار مقارنة بـ ١,٧ تريليون دولار عام ٢٠٠٦. (Liu, 2016, P.2)

ويعتبر من القرارات المالية الهامة التي يكون للإدارة حرية التصرف فيها هو قرار تحديد القدر من إجمالي الأصول الذي يتم الإحتفاظ به في شكل أرصدة نقدية وما في حكمها (Taghavi&Javanmard, 2013, P.95). وقد لوحظ أن العديد من الشركات التي تحتفظ بقدر كبير من النقدية لا تقوم بإستثمارها في مشاريع ولكن يتم إستخدامها لتحقيق مصالح الإدارة ، الأمر الذي زاد من التساؤلات عن الزيادات الكبيرة في مستوي الإحتفاظ بالنقدية. (Lin et al., 2018,P.1)، حيث تعطي تلك النقدية الزائدة فرصة للمديرين للدخول في مشروعات ذات صافي قيمة عالية سالبة دون الخضوع للرقابة والمتابعة التي تفرض حال الحصول علي تمويل من مصدر خارجي. (Louis et al.,2012,P. 1249)

ويتأثر قرار إستخدام الشركات لمصادر التمويل الداخلية و الخارجية في تمويل أنشطتها بعدم كمال سوق رأس المال Capital market imperfection في ظل عدم تماثل المعلومات و مشكلات الوكالة. (Manoel&Moraes, 2018; Manoel et al., 2018). العديد من الدراسات السابقة توصلت إلي أن زيادة مستوي عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين يؤدي إلي المزيد من الإحتفاظ بالنقدية للوقاية من أثار عدم التأكد و مفاجآت السيولة نتيجة لصعوبة الحصول علي التمويل الخارجي في تلك الحالة ، فجودة التقارير المالية يمكن أن تؤثر علي مستوي الإحتفاظ النقدية للشركة علي إعتبار أنها بشكل عام يمكن أن تعكس مستوي عدم التماثل للمعلومات، فإنخفاض جودة الأرباح يعكس وجود غموض بالقوائم المالية و زيادة عدم تماثل المعلومات. (Derouiche, et al.,2018,P.23) ، ويخلق عدم تأكد بخصوص السلامة و الصحة المالية للشركة ، حيث يزيد مع إنخفاضها إحتماالية إدارة الأرباح. (Shin et al., 2018,P.2)

هناك العديد من النظريات التي يمكنها تفسير الدافع وراء عدم الإحتفاظ بالنقدية كنظرية الوكالة، فكلما أرتفع مستوى النقدية الزائدة لدي الشركة أدى ذلك لزيادة مشكلات وتكاليف الوكالة ، كما يكون هناك إنخفاض في مستوى كفاءة أصول الشركة. ففي حال عدم توفر المتابعة للتدفقات النقدية الزائدة، يتولد سلوكيات إنتهازية لدي المديرين لإستغلال تلك الأرصدة النقدية. (Hassani & Torabi, 2014) حيث يمارس المديرين إدارة الأرباح لزيادة صافي القيمة الحالية للمشروعات الغير مريحة، وتزيد حدة تلك المشكلة كلما غابت الرقابة و المتابعة من جانب أصحاب المصالح الخارجيين. (Chung et al., 2005)

ووفقاً لنظرية الوكالة يعتبر هيكل الملكية آلية حوكمية هامة ، حيث يعد من العوامل الهامة المحددة لمستوي الإحتفاظ النقدية ، فقد يؤدي إلي تغيير سلوك الشركة نتيجة لأنشطة المتابعة التي يقوم بها مختلف أشكال الملكية. (Azinfar& Shiraseb, 2016) ، ويمكن أن يلعب المستثمر المؤسسي دور هام في تحسين آليات الحوكمة بالشركات التي يملكوها و متابعة المديرين والحد من قدراتهم في التلاعب بالأرباح خاصة في ظل غياب آليات أخري لمتابعة الإدارة كآليات السوق ، حيث يتوافر لديه الفرصة والموارد والقدرة علي تلك المتابعة بشكل أفضل من المستثمرين الأصغر غير الفاعلين أو الأقل في مستوى المعلومات (Kazemian&Sanusi, 2015; Al-Najjar & Clark, 2017) ، فتوافر الموارد المالية لدي المستثمر المؤسسي تسمح له بممارسة متابعة عن قرب للإدارة ، كما أن حقه في التصويت و بيع الأسهم يسمح له بالحد من مشكلات الوكالة بتقييد الإستثمارات غير النافعة ذات صافي قيمة عالية سالبة والتي تنفذها الإدارة لتحقيق منافع ذاتية. (Nguyen & Rahman, 2018,P.4) ، حيث يمكنه الحصول علي و تشغيل المعلومات المتعلقة بتقييم أداء الشركة و صنع قرارات الإستثمار إبداء الرأي بسياسات الشركة كسياسة توزيع النقدية الزائدة ، و يمكنهم تقييد ممارسات إدارة الأرباح وخاصة بالشركات التي لديها نقدية زائدة حسبما يري (Bukit & Nasution, 2015) ، حيث يمكنه الحد من سلوكيات الإدارة الإنتهازية المتعلقة بالتدفق النقدي الحر Free cash flow ، وإستخدام الإستحقاقات الإختيارية لزيادة الأرباح. (Chung et al., 2005 ; Benkraiem, 2008).

٢ - مشكلة البحث

شهدت الأونة الأخيرة توجه بحثي نحو الإهتمام بالدوافع الكامنة وراء إحتفاظ الشركات بمزيد من السيولة و الأرصدة النقدية، حيث سعت بعض الدراسات كدراسة Islam (2014) ; Wasiuzzaman (2012) ; Kariuki et al.(2015) نحو إطار نظري تم تجريبه عملياً لتفسير تلك الدوافع، و في ذات السياق قد تعرضت بعض الدراسات (Ameer (2010) ; Brown et al. (2011) ; Belghitar & Khan (2013) ; Basheer (2014) ; Hassani & Torabi(2014) ; Khan et al.(2016)؛

(Al-Najjar, & Clark (2017); Karpavičius & Yu (2017); (السيد، ٢٠١٨) ; Harford et al. (2018); Ward et al. (2018); Loncan(2018); ذلك الهيكل الذي يشتمل علي ملكية مؤسسية كأحد محددات مستوى الإحتفاظ بالنقدية، إلا أن هناك قصوراً نسبياً في الدراسات ، وخاصة المصرية في إظهار أثر نوعية المالك المؤسسي علي مستوى الأرصدة النقدية المحتفظ بها، وأيضاً إهتمت دراسات كدراسة Moh'd, et al. (1995) ;Cohen&Li(2016); Basheer (2014); Dechow et al.(2010); Nguyen(2006) (بلال، ٢٠١٧) ; Mansali et al.(2019) بجودة الأرباح كمؤشر علي شفافية و عدم غموض التقارير المالية كاحد محددات الأرصدة النقدية المحتفظ بها، و يعد هناك ندرة في الدراسات التي تناولت تأثير المقاييس المختلفة وخاصة سمات الأرباح المحاسبية فيما يتعلق بإستمراريتها و تقبلها علي الإحتفاظ بالنقدية.

ومن ناحية أخرى يزخر الأدب المحاسبي بالعديد من الدراسات كدراسة Benkraiem (2008) ; Bao & Lewellyn (2017); Njah & Jarboui (2013) ; Cheng & Reitenga (2009) ; Njah & Trabelsi (2019); Lemma et al.(2018) والتي أظهرت الدور الحوكمي لهيكل الملكية، وخاصة الملكية المؤسسية، في الحد من السلوك الإنتهازي للإدارة للتلاعب بالارباح المحاسبية وتحسين جودة الأرباح، إلا أن هناك غياب للدراسات التي إختبرت ما إذا كان حال وجود تأثير للملكية المؤسسية علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية يكون ذلك التأثير من خلال تأثير الملكية المؤسسية علي مستوى جودة الأرباح.

وبناء على ما تقدم، يمكن صياغة مشكلة البحث في شكل عدد من التساؤلات الآتية والتي سوف يسعى البحث للإجابة عنها نظرياً وعملياً في:

- ما هي دوافع الإحتفاظ بالنقدية من منظور محاسبي؟
- هل توجد علاقة بين الملكية المؤسسية و مستوى الإحتفاظ بالنقدية؟ وما هي طبيعة هذه العلاقة ؟
- هل توجد علاقة بين جودة الأرباح و مستوى الإحتفاظ بالنقدية ؟ وما هي طبيعة هذه العلاقة ؟
- هل تتوسط جودة الأرباح العلاقة بين الملكية المؤسسية و مستوى الإحتفاظ بالنقدية ؟

٣- أهداف البحث

يسعي البحث إلي دراسة وإختبار أثر الملكية المؤسسية وجودة الأرباح علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية كل علي حده ، إلي جانب الوقوف علي ما إذا كانت جودة الأرباح تتوسط العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية.

٤- حدود البحث

يخرج عن نطاق الدراسة التطبيقية القطاع المالي بسبب اختلاف دوافع الإحتفاظ بالنقدية نتيجة لطبيعة نشاطه وإرتباطه بمجموعة من اللوائح والضوابط الخاصة بتلك المؤسسات المالية، وفقاً لهدف البحث تم التركيز علي أثر شكل واحد للملكية يتمثل في الملكية المؤسسية علي الإحتفاظ بالنقدية، وبالتالي يخرج عن نطاق البحث دراسة أثر أي شكل أخر للملكية علي الأرصدة النقدية، كما إقتصر البحثي تقييم قوة متابعة الملكية المؤسسية علي نسبة الأسهم المملوكة لمؤسسات بشكل عام، وفي إطار التحليلات الأخرى تم تناول أثر ملكية أكبر الملاك كمؤسسة وكذلك أثر نوعية المستثمر المؤسسي، وبالتالي يخرج عن نطاق البحث أي مقاييس أخر يتناول أثر المتابعة التي تمارسها الملكية المؤسسية كطول مدة الإستثمار المستثمر المؤسسي، وفي إطار قياس جودة الأرباح إقتصر البحث في إطار تحليله الأساسي على إستخدام الإستحقاقات الإختيارية لقياس جودة الأرباح وفقاً لنموذج جونز المعدل، وفي إطار تحليل الحساسية تم إستبدال نموذج جونز المعدل بنموذج Kothari، كما تم إعادة قياس جودة الأرباح علي أساس سمات الأرباح المتمثلة في إستمراريتها وتقلبها، وبالتالي يخرج عن نطاق البحث النماذج الأخرى لتقييم الإستحقاقات الإختيارية والسمات الأخرى للأرباح (مثل قدرتها علي التنبؤ بالأرباح المستقبلية)، ومن ناحية أخرى إهتم البحث بقياس أثر الملكية المؤسسية وجودة الأرباح علي مستوي الإحتفاظ بالأرصدة النقدية، وبالتالي يخرج عن نطاق البحث دراسة الأثر علي تقييم السوق والمساهمين للأرصدة النقدية، وأخيراً فأن قابلية نتائج البحث للتعميم ستكون مشروطة بضوابط اختيار عينة الدراسة.

٥- أهمية ودوافع البحث

تتبع أهمية البحث من الناحية الأكاديمية من حيث كونه يسعي للوصول إلي محددات مستوي الإحتفاظ بالنقدية للشركات خاصة تلك المتعلقة بإعتبارات المتابعة التي يمارسها الملاك كمؤسسات وإعتبارات المعلومات المحاسبية وجودتها، حيث تعد مسألة الإحتفاظ بالأرصدة النقدية ومحدداتها وأثارها هو من الموضوعات الهامة التي شغلت الفكر المحاسبي في السنوات الأخيرة نظراً لتأثيرها علي سيولة الشركات وقراراتها التمويلية والإستثمارية، وفي ذات الوقت يتولد عنها عدد من الآثار علي قيمة الشركة وثروات المساهمين، هذا إلي جانب تأثيرها علي تكاليف الوكالة. ومن أهم دوافع البحث إنه يتناول قضية هامة لم تلق الاهتمام الكافي في الدراسات المحاسبية التي تمت في بيئة الأعمال المصرية، وهي دراسة العلاقة بين الملكية المؤسسية وجودة الأرباح كل علي حده علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية، ودراسة أثر الملكية المؤسسية علي مستوي الأرصدة النقدية المحتفظ بها من خلال تأثير ذلك الشكل من أشكال الملكية علي جودة الأرباح المحاسبية.

٦- خطة البحث

بناء علي مشكلة وهدف البحث، وفي ضوء حدوده، فسوف يستكمل البحث كالتالي:

- ١-٦ دوافع الإحتفاظ بالنقدية من منظور محاسبي.
- ٢-٦ جودة الأرباح: المفهوم والمقاييس.
- ٣-٦ تحليل العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية وإشتقاق الفرض الأول للبحث.
- ٤-٦ تحليل العلاقة بين جودة الأرباح ومستوي الإحتفاظ بالنقدية وإشتقاق الفرض الثاني للبحث.
- ٥-٦ تحليل دور جودة الأرباح كمتغير وسيط في علاقة الملكية المؤسسية بمستوي الإحتفاظ بالنقدية وإشتقاق الفرض الثالث للبحث.
- ٦-٦ الدراسة التطبيقية.
- ٧-٦ النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة.

٦-١ دوافع الإحتفاظ بالنقدية من منظور محاسبي

في تلك الجزئية يسعى الباحث نحو تناول أهم النظريات و الدوافع التي تبرر سعي إدارة الشركة نحو الإحتفاظ بالمزيد من الأرصدة النقدية ، فيما يتعلق بالنظريات التي تفسر سلوك الإحتفاظ بالنقدية ، تتمثل النظرية الأولى في نظرية ترتيب الإختيار أو الإنتقاء Pecking order theory لمصادر التمويل و التي تقوم علي فرضية أن الشركات تمول مشروعاتها بداية بإستخدام الأرباح المحجوزة ، ويأتي بعد ذلك الديون الأمانة Safe debts، وبعد ذلك الديون الخطرة Risky debts، و أخيراً يأتي التمويل عن طريق الملكية، و ذلك لتدنية تكاليف عدم تماثل المعلومات وغيرها من تكاليف التمويل. وفقاً لتلك النظرية لا يوجد مستوي مستهدف للنقدية يجب الإحتفاظ به ، ولكن يتم الإحتفاظ بالنقدية لكي يتم إستغلالها لتمويل المشروعات الحالية عندما لا تكفي الأرباح المحجوزة ، وإذا كان لديها حاجة لتمويل إضافي تعتمد حينئذ علي الديون. (2004) Ferreira & Vilela ; (2013) Al-Najjar ; Ozkan et al.(2018)

أما النظرية الثانية فتتمثل في نظرية المفاضلة Trade-off theory والتي تقوم علي فرضية سعي الشركة نحو تعظيم القيمة بالأخذ بالحسبان التكاليف والمنافع الحدية للإحتفاظ النقدية ، فإحتفاظ بمزيد من النقدية يزيد معها إرتفاع بتكلفة الحياة للنقدية والتي تتمثل في الفرق بين الأرباح التي كان من الممكن تحقيقها بإستغلال النقدية المحتفظ بها والفوائد التي ستدفعها الشركة للحصول علي تمويل نقدي إضافي، أما منافع ودوافع الإحتفاظ بالنقدية فتتمثل في دافع تدنية تكلفة المعاملات والذي يشير إلي أن سبب الإحتفاظ بالنقدية يرجع للتكاليف المرتفعة وتكلفة الفرصة البديلة في حال عجز النقدية، ودافع

الإحتياط والذي يشير إلي أن سبب الإحتفاظ بالنقدية يرجع لعدم تماثل المعلومات والتي تفرض قيود علي زيادة التمويل ، وحتى لو إستطاعت الشركات زيادة التمويل من سوق المال، إلا أنها قد تتردد للقيام بذلك نتيجة خاصة في حال تقييم السوق باقل من اللازم للأوراق المالية المزمع إصدارها أو نتيجة لكون تكلفة الحصول علي التمويل الخارجي تكون مرتفعة للغاية ، وبالتالي الإحتفاظ بالنقدية يحد من آثار الأزمات المالية المحتملة. وهناك إرتباط طردي بين مستوى الإحتفاظ النقدي والتقلبات في التدفقات النقدية وفرص الإستثمار ، ويرتبط طردياً أيضاً بمدي جوهرية تكلفة التمويل الخارجي. Al-Najjar Ozkan et al.(2018) ; (2013)

أما النظرية الثالثة فتتمثل في نظرية التدفق النقدي الحر Free cashflow تهتم بتكاليف الوكالة الناجمة عن الفصل بين الملكية والإدارة ، فهي تفترض رغبة المديرين للإحتفاظ بمزيد من النقدية لزيادة قدر الاصول المسيطر عليها وهو ما قد يترتب عليه عدم الكفاءة في إستغلال الموارد ، لرغبة المديرين في توافر حرية الإنفاق لهم والمرونة الأكبر لتحقيق أهدافهم الخاصة التي قد لا تتسق مع تعظيم قيمة الشركة وتزيد من تكاليف الوكالة خاصة في ظل ضعف نظم الحوكمة و المتابعة (تششتت الملكية - إنخفاض الرفع المالي). (Nguyen (2005) ; Kafayat et al.(2014) ; بلال (٢٠١٧)

وفيما يتعلق بدوافع الإحتفاظ بالنقدية فهناك عدة دوافع تمثل الأول في دافع المعاملة Transactional motive فتكلفة المعاملات كتكلفة السمسة لبيع الأصول غير المالية وتكاليف الحصول علي التمويل الخارجي لتمويل الإستثمارات تدفع الشركات للإحتفاظ بالمزيد من النقدية خاصة في ظل مشكلة عدم تماثل المعلومات. (Han & Qiu (2007)، وترتبط تكلفة المعاملات بإقتصاديات الحجم الامر الذي يدفع الشركة الأكبر حجماً للإحتفاظ بنقدية أقل. (Bates, et al.(2009)، وثانياً دافع الإحتياط Precautionary motive حيث تحتفظ الشركات بالنقدية للتعامل بشكل أفضل مع الصدمات السلبية عندما يكون الوصول لسوق المال مكلف، وهذا يبرر أن الشركات التي تعاني من عدم تأكد وخطر مرتفع للتدفقات النقدية تحتفظ بنقدية أعلى والشركات التي لديها فرص إستثمار مرتفعة تحتفظ بنقدية أعلى لكون الازمات المالية مكلفة ، أما الدافع الثالث فهو وجود عدم تماثل في المعلومات بين المديرين والأطراف الخارجية ، مما يدفع المديرين إلي زيادة الإحتفاظ بالنقدية بما يتيح لهؤلاء المديرين الإستثمار في مشروعات تخدم مصالحهم مع تجاهلهم للتكلفة وراء ذلك الإحتفاظ بالأصول النقدية. (Bates el al.(2009) ; Ozkan,et al.(2018) ، وأخيراً دافع الوكالة Agency motive فتكاليف ومشكلات الوكالة الناجمة عن حرية التصرف الممنوحة للإدارة لها دور هام في تبرير الإحتفاظ بالنقدية، فكلما إنخفض مستوى حماية حقوق المساهمين يتم الإحتفاظ بمزيد من النقدية، حيث يسعى المديرين للإحتفاظ بالنقدية بدلاً من توزيع أرباح علي المساهمين وذلك كلما زادت خطورة

مشكلات الوكالة بين كل من الأطراف الداخلية و الخارجية ، كما يترتب علي زيادة مشكلات الوكالة تقييم تلك النقدية المحتفظ بها بالأقل من جانب أصحاب المصالح. ; (2003) Dittmar, et al. (2014) Wasiuzzaman; (2009) Bates, et al.; (2017) Harris & Raviv

ومن ناحية أخرى سعت عدة دراسات ; (2015) Islam, et al.; (2014) Wasiuzzaman; (2012) Kariuki لوضع إطار نظري تم تجريبه بمحددات لمستوي الإحتفاظ بالنقدية يعتمد علي النظريات والدوافع السابقة ، حيث توصلت دراسة (Islam, 2012) إلي وجود تأثير جوهري (الحجم الشركة - نسبة الإلتزامات قصيرة الاجل - نسبة الرفع المالي - نسبة ملموسية Tangibilityالأصول- التدفقات النقدية) علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية ، وقد غابت معنوية التأثير علي ذات المستوي بالنسبة رأس المال العامل و التقلبات بالتدفقات النقدية. وقد توصلت دراسة (2014) Wasiuzzaman إلي غياب تأثير لحجم الشركة علي الإحتفاظ بالنقدية، وبالنسبة للرفع المالي والإنفاق الرأسمالي وتوافر مصادر سيولة بديلة فقد إرتبطوا بعلاقة عكسية بمستوي الإحتفاظ بالنقدية، في حين إرتبط كل من فرص النمو ودفع توزيعات أرباح للمساهمين بعلاقة طردية بمستوي الإحتفاظ بالنقدية .

أما دراسة (2015) Kariuki, et al. فقد توصلت إلي وجود علاقة عكسية بين مستوي الإحتفاظ بالنقدية و كل من إحتتمالية الوقوع بأزمات مالية و فرص النمو وإن كانت تلك العلاقة غير جوهريه في حال فرص النمو، أما العلاقة بين كل من حجم الشركة والتقلبات بالتدفقات النقدية ونسبة الرفع المالي بدافع الإحتياط تكون جميعها علاقات طردية معنوية.

وبناء علي ما تقدم يري الباحث أن عدم وجود إتفاق بين الدراسات علي محددات الإحتفاظ بالنقدية والسبب أو الدافع الذي يجعل الشركات تحتفظ بالمزيد من تلك الأرصدة النقدية، ويمكن إرجاع ذلك للطبيعة الشائكة للأرصدة النقدية كأصل يرتبط بمشكلات وتكاليف للوكالة وعدم تماثل المعلومات بين الاطراف الداخلية والخارجية، بحيث تسعى الإدارة لزيادة رصيد النقدية تحسباً لصعوبة الحصول علي ما يلزم من تمويل للمشروعات الإستثمارية، فالأرصدة النقدية تمثل سيولة الشركة التي تستخدم بشكل أساسي لتمويل المشروعات الجديدة كبديل علي مصادر التمويل الخارجية التي تستلزم فرض قيود علي الشركات طالبة ذلك التمويل، كما تحتاج تلك المصادر الخارجية لإفصاح يحد من عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية مقدمة التمويل المطلوب.

٦-٢ جودة الأرباح: المفهوم والمقاييس

لا يوجد تعريف أو مقياس موحد لجودة الأرباح حيث تعد مفهوم شرطي يتأثر بسياق عملية إتخاذ القرار. (Nelson, et al. (2013) لذا فقد تعددت التعريفات علي حسب البعد الذي تم التركيز عليه بمفهوم جودة الأرباح كمفهوم متعدد الابعاد، وقد عرفت دراسة (Schipper & Vincent (2003) جودة الأرباح بأنها مدي هي عدالة عرض Faithfully represent الدخل وفقاً لمفهوم Hicksian للدخل والذي يشمل التغييرات في صافي الاصول الإقتصادية بخلاف تلك الناتجة عن المعاملات مع الملاك، كما وصف (Dechow & Schrand (2004) الربح الجيد بأنه الربح الذي يعكس بدقة الأداء التشغيلي الحالي للشركة ويعد مؤشراً جيداً علي الأداء التشغيلي المستقبلي للشركة، كما يعد مقياس مختصر للدلالة علي القيمة الحقيقية الشركة. وقد وصفت دراسة (Dechow, et al. (2010) الربح عالي الجودة بأنه الربح الذي يوفر معلومات أكثر عن ملامح الأداء المالي للشركة بحيث تعد تلك السمات ملائمة لقرار معين يصنعه متخذ قرار معين، وبناء علي ذلك التعريف يتضح علي أن جودة الأرباح غير نافعة بدون تعريفها في سياق نموذج قرار معين ، ويجب أن تكون المعلومات الجيدة معلوماتية عن الاداء المالي للشركة، وأخيراً مفهوم جودة الأرباح هو مفهوم مشترك بين كل من ملائمة المعلومات عن الأداء المالي للشركة للقرار، وقدرة النظام المحاسبي علي قياس ذلك الأداء.

وفيما يخص المقاييس أو المؤشرات الدالة علي جودة الأرباح فهي متعددة- لتعدد مفهوم جودة الأرباح - ولا يوجد أفضلية لمقياس عن الآخر ، ويمكن تصنيف تلك المقاييس إلي ثلاث فئات أساسية، تتمثل الأولي في سمات أو خصائص الأرباح Earnings properties والتي تشتمل علي إستمرارية الأرباح والإستحقاقات، وتمهيد الأرباح، وقتية الإعتراف بالخسائر، وبعد الأرباح عن الربح المستهدف وهو ما يعطي مؤشراً علي إدارة الأرباح والتي تحدث تآكل بجودة الأرباح، أما الفئة الثانية من المقاييس تتمثل في رد فعل المستثمرين للأرباح كمعامل رد الفعل للأرباح Earnings Response Coefficient(ERC) ، اما الفئة الثالثة لمقاييس جودة الأرباح فتمثل المؤشرات الخارجية الدالة علي التحريفات كإعادة إصدار القوائم المالية. (Dechow, et al. (2010) وتعتبر جودة الأرباح دالة في الإستحقاقات حتي ولم يكن هناك تلاعب وإنتهازية متمدة بقياس الأرباح، حيث تزيد من تقلبات الأرباح وتحد من مستوي جودة الأرباح، ومن ناحية أخرى لا تمثل إستمرارية الأرباح وقدرتها علي التنبؤ (والتي تركز علي علاقة الربح بالتدفقات النقدية) مقاييس تكفي للتعبير عن جودة الأرباح ولكن يحافظ عليها المديرين للحفاظ علي سمعتهم مع المستثمرين والمحللين الماليين. Dechow & Schrand (2004)

وقد تنوعت مقاييس جودة الأرباح فمنها ما يعتمد علي مستوى جودة الإستحقاقات علي إعتبار أن إنخفاض مستوى الإستحقاقات الإختيارية يعطي دلالة علي إرتفاع مستوى جودة الأرباح علي إعتبار أنخفاض حرية التصرف للإدارة للإختيار بين البدائل المحاسبية ، ومن ناحية أخرى يمكن قياس جودة الأرباح بدلالة سمات الأرباح المحاسبية كقدرة الأرباح علي الإستمرار و مدي التقلب فيها و قدرتها علي التنبؤ بالأرباح المستقبلية. فيما يتعلق بجودة الإستحقاقات هناك العديد من النماذج التي يمكن إستخدامها بهذا الخصوص، والتي من أشهرها نموذج جونز المعدل والذي قدمه (Dechow, et al., 1995) كمؤشر عكسي لجودة الإستحقاقات من خلال تقدير الإستحقاقات الإختيارية باعتماده النموذج المستخدم في العديد من الدراسات (Sun, et al.(2012); Njah & Jarboui Cheng & Reitenga (2009); (2013) ; بلال (٢٠١٧) ; Shin, et al.(2018)، وفقاً لذلك النموذج يتم تقدير الاستحقاقات الاختيارية من خلال الخطوات التالية:

أ- قياس الاستحقاقات الكلية باستخدام طريقة التدفق النقدي بالفرق بين صافي الدخل قبل العناصر غير العادية والاستثنائية والتدفق النقدي من العمليات التشغيلية من خلال المعادلة التالية

$$TAit = NIBEit - CFOit$$

حيث

TAit : الاستحقاقات الكلية للشركة ا في السنة t

NIBEit : صافي الدخل قبل العناصر غير العادية والاستثنائية للشركة ا في السنة t

CFOit : التدفق النقدي من العمليات التشغيلية للشركة ا في السنة t

ب- تقدير الاستحقاقات غير الاختيارية بالمعادلة التالية:

$$NDAit = \beta 1 (1/Ait-1) + \beta 2 \{(\Delta REVit - \Delta ARit) / Ait-1\} + \beta 3 (PPEit / Ait-1)$$

حيث

NDAit : الاستحقاقات غير الاختيارية للشركة ا في السنة t

Ait-1 : اجمالي الاصول في نهاية السنة t-1

$\Delta REVit$: التغير في ايرادات الشركة ا والذي يقاس بالفرق بين الايرادات في السنة t والايرادات في

السنة t-1

$\Delta ARit$: التغير في رصيد العملاء للشركة ا والذي يقاس بالفرق بين رصيد العملاء في السنة t

ورصيد العملاء في السنة t-1

PPEit : اجمالي الاصول الثابتة للشركة ا في نهاية السنة t

وتمثل $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ معاملات نموذج الانحدار والتي تستخدم لحساب الاستحقاقات غير الاختيارية، ويتم تقديرها من خلال معادلة الانحدار التالية لمجموعة شركات العينة لكل سنة على حده:

$$TAit/Ait-1 = \beta_1 [1/Ait-1] + \beta_2 \{(\Delta REVit - \Delta ARit) / Ait-1\} + \beta_3 [PPEit / Ait-1] + \epsilon it$$

حيث

$TAit$: اجمالي الاستحقاقات للشركة i في السنة t

ϵit : حد الخطأ العشوائي، ويمثل بواقي النموذج والذي يشير إلى المكون الإختياري من الإستحقاق الكلي.

ج- قياس الاستحقاقات الاختيارية بالفرق بين الاستحقاقات الكلية والاستحقاقات غير الاختيارية وفقاً للمعادلة التالية:

$$DAit = TAit - DAit$$

حيث

$DAit$: الاستحقاقات الاختيارية للشركة i في السنة t

ومن ناحية أخرى يوجد عدد من الدراسات التي إتمدت علي نموذج Kothari لتقييم الإستحقاقات الإختيارية ، ويقوم ذلك النموذج علي المعادلات الآتية ، والتي إضافت علي معادلات نموذج Jones المعدل متغير يعكس ربحية الشركة يتمثل في معدل العائد علي الأصول ROA

$$TACit/TAit-1 = \beta_0 + \beta_1[1/TAit-1] + \beta_2[(\Delta REVit - \Delta RECit)/TAit-1] + \beta_3[PPEit/TAit-1] + \beta_4ROAit + \epsilon it \quad (1)$$

$$NDAC it-1 = \beta_0 + \beta_1[1/TAit-1] + \beta_2[(\Delta REVit - \Delta RECit)/TAit-1] + \beta_3[PPEit/TAit-1] + \beta_4ROAit \quad (2)$$

$$DACit = TACit/TAit-1 - NDACit \quad (3)$$

ولأغراض قياس جودة الإستحقاقات فإنه نظراً لكون مستوي الإستحقاقات الإختيارية تعد مقياساً عكسياً لجودة الأرباح فإنه للوصول لمقياس لجودة الإستحقاقات يعبر عن جودة الأرباح، فإنه بعد تحديد مستوي الإستحقاقات الإختيارية، يتم تحديد قيمتها المطلقة وضرب الناتج في $(1 - *)$ بحيث يعبر الناتج الأكبر عن مستوي أعلى لجودة الأرباح والتقارير المالية، وذلك قياساً علي دراسة Chen et al.(2011).

وفيما يتعلق بسمات الأرباح فإنه حيث تشير إستراتيجية الأرباح لإحتمال تكرار الأرباح في المستقبل وإرتباطها بالأرباح الحالية (Nichols&Wahlen(2004) ; Altamuro&Beatty(2006) ، يمكن قياس ذلك المتغير عن طريق تقدير معامل إنحدار الأرباح المستقبلية علي الأرباح الحالية ، أو معامل إنحدار الأرباح الحالية علي أرباح الفترة السابقة (Barton et ; Dechow&Schrand(2004) (al.,2010)، ويتم تقدير معامل الإنحدار من خلال نموذج الإنحدار التالي:

$$NIit = \alpha + \beta NIit-1 + \epsilon it$$

حيث

NIit : صافي الدخل للشركة i خلال الفترة الحالية t.

NIit-1: صافي الدخل للشركة i خلال الفترة السابقة t-1.

ϵit : البواقي المقدره للنموذج ، جميع متغيرات النموذج مقسومة علي إجمالي الأصول في بداية السنة، بحيث يمثل معامل الإنحدار β مقياس لإستمرارية الأرباح EQ_Persistit والذي يتم تقديره لكل شركة بالعينة علي مدار خمس سنوات (السنة الحالية و أربعة سنوات سابقة) (Francis et al.(2004) ; Gaio&Raposo (2011) ; Sodan(2015) .

وفيما يتعلق بتقلب الأرباح فيشير لعدم إستقرار الأرباح ، ويرتبط غياب تقلب الأرباح لإرتفاع جودة الأرباح (Schipper&Vincent (2003) ، ويمكن قياس تقلب الأرباح قياساً علي دراسة Francis et al.(2004)، وذلك من خلال نسبة تقلبات الأرباح بالنسبة للتقلبات بالتدفقات النقدية التشغيلية علي مدار خمس سنوات (السنة الحالية و أربعة سنوات سابقة) علي النحو التالي :

$$EQ_Volatit = \sigma(NIit) / \sigma(CFOit)$$

حيث

EQ_Volatit : تمثل تقلب الأرباح للشركة i عن الفترة الحالية t.

$\sigma(NIit)$: يمثل الإنحراف المعياري للأرباح (المقسومة علي إجمالي الأصول ببداية الفترة t) للشركة i عن الفترة من t-4 إلي الفترة t.

$\sigma(CFOit)$: يمثل الإنحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية (المقسومة علي إجمالي الأصول ببداية الفترة t) للشركة i عن الفترة من t-4 إلي الفترة t. زيادة تقلبات الأرباح بالنسبة للتدفقات النقدية التشغيلية EQ_Volatit يعني إنخفاض جودة الأرباح. الحوشي (٢٠١٩)

وبناء علي ما تقدم يري الباحث أن عدم إتفاق الدراسات علي تعريف ومقياس موحد لجودة الأرباح، يمكن إرجاعه إلي كون مفهوم جودة الأرباح مفهوم متعدد الأبعاد بحيث لا يوجد بعد هو

الأمثل للتعبير عن جودة الأرباح، وتركيز كل دراسة علي أحد تلك الأبعاد دون الأبعاد الأخرى قد ولد التباين في مفاهيم ومقاييس جودة الأرباح ، الأمر الذي يستلزم ضرورة تحديد كل دراسة في سياق عرضها لحدو البحث ذلك البعد او الأبعاد لجودة الأرباح محل الإهتمام.

٦-٣ تحليل العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية وإشتقاق الفرض الأول للبحث

هناك عدة دراسات (Ameer (2010) ; Belghitar & Khan (2013) ;Brown, et al. (2011) ; Al-Najjar & Hassani & Torabi (2014) ;Khan et al.(2016) ; Basheer (2014) ; Clark (2017) ;Karpavičius & Yu (2017) ; (السيد ، ٢٠١٨) ; Loncan (2018) ;Harford et al. (2018) ;Ward, et al. (2018) قد إهتمت بأثر الملكية المؤسسية ونوعيتها وطول أمد إستثماره علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية. وقد تباينت تلك الدراسات فيما يتعلق بمعنوية وإتجاه العلاقة بين الملكية المؤسسية والأرصدة النقدية المحتفظ بها، فقد إتفقت دراستا (Ameer(2010) وBrown, et al. (2011) علي وجود علاقة طردية بين الملكية المؤسسية الإحتفاظ بالنقدية، فقد توصلت دراسة Ameer أن المالك المؤسسي العابر Transient (كما هو الحال في ملكية البنوك الأجنبية) يميل لزيادة النقدية المحتفظ بها ويحد من الإستثمارات في المخزون، إلا أن الوضع يختلف بالنسبة للبنوك المحلية المالكة كملكية مستقرة Dedicated طويلة الأجل. وفي ذات الإتجاه أرجعت دراسة Brown, et al. تلك العلاقة الطردية للملكية المؤسسية قصيرة الأجل(ذات معدل الدوران المرتفع والمتاجرة العالية)، حيث ترتبط الملكية المؤسسية طويلة بالإحتفاظ بالنقدية بعلاقة عكسية، حيث يسعى ذلك النوع من المستثمرين إلي توفير رأس مال مستقر للشركة والحد من القيود التمويلية الخارجية المفروضة، كما أن تلك النوعية من المستثمرين ترتبط بأنشطة رقابية تحد من التدفقات النقدية الحرة وبالتالي تحد من مستوى الإحتفاظ بالنقدية.

وفي ذات الإتجاه توصلت دراسة Belghitar & Khan (2013) إلي أن الملكية المؤسسية الأعلى بالشركات ذات التقلبات المرتفعة بالتدفقات النقدية تميل للإحتفاظ بمزيد من الأرصدة النقدية، وتلك العلاقة تحققت فقط بالشركات الصغيرة و المتوسطة الحجم ذات فرص النمو المرتفعة، وقد توصلت دراسة Ullah, et al.(2014) إلي وجود علاقة طردية بين كل من اللكية المؤسسية وتشتت الملكية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية.

أما دراسة Basheer (2014) فقد توصلت إلي وجود علاقة عكسية وإن كانت غير معنوية بين الملكية المؤسسية و مستوى الإحتفاظ بالنقدية، في حين جاءت العلاقة مع الملكية الإدارية عكسية

معنوية. وقد إنتقلت دراستا (2014) Hassani & Torabi ; Khan et al.(2016) علي غياب تأثير للملكية المؤسسية علي مستوى النقدية المحتفظ بها، حيث أشار Hassani & Torabi لغياب وجود تأثير معنوي معدل للملكية المؤسسية علي العلاقة العكسية بين النقدية الزائدة وكفاءة الأصول، الأمر الذي يشير إلي عدم قدرة تلك الملكية المؤسسية علي متابعة إستخدام الشركة لأصولها، و لم تنجح في الحد من الإحتفاظ بنقدية زائدة وتخفيض تكاليف الوكالة. كما أشار Khan et al لغياب العلاقة بين مستوى الحيازة النقدية والملكية المؤسسية وتركز الملكية بالتطبيق علي قطاع الشركات الخدمية بباكستان، أما بالنسبة للقطاع الصناعي فقد توافرت علاقة طردية غير جوهرية بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وكل من الملكية المؤسسية وتركز الملكية، وقد أرجعت الدراسة تلك النتائج لوجود ضعف باليات الحوكمة ببيئة الأعمال بباكستان

وقد أرجعت دراسة (2017) Al-Najjar & Clark وجود علاقة طردية بين الملكية المؤسسية ونسبة الإحتفاظ بالنقدية إلي سعي تلك المؤسسات كمالك إلي تعظيم مصالحهم الذاتية . توصلت دراسة (2017) Karpavičius & Yu إلي وجود علاقة طردية بين ملكية كبار الملاك كمؤسسات ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، حيث تحل تلك الملكية المؤسسية المرتفعة كحل آليات أخري (الإقتراض ونسبة توزيعات الأرباح) في الحد من مشكلات الوكالة المصاحبة لإستغلال التدفق النقدي الحر الزائد. وتوصلت دراسة (السيد ، ٢٠١٨) إلي وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية ونسبة الرفع المالي وصافي رأس المال العامل كل علي حده ومستوي الإحتفاظ بالنقدية.

وتوصلت دراسة (2018) Loncan إلي وجود علاقة عكسية بين الملكية المؤسسية الأجنبية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، حيث يمكن لذلك النمط للملكية التأثير علي السياسة النقدية للشركة من خلال دورها في تخفيف القيود المالية المفروضة علي الشركات ودفعها لتقديم توزيعات أرباح بشكل أكبر، إلي جانب أن دور الملكية المؤسسية في زيادة فاعلية متابعة لإدارة يحد من تكاليف الوكالة. كما توصلت دراسة (2018) Ward, et al. إلي أن زيادة دافع المتابعة التي يمارسها المستثمر المؤسسي (بدلالة ضخامة ملكيته بالشركة بما يعكس أهميتها للمستثمر المؤسسي) تحسن تقييم الأرصدة النقدية المحتفظ بها، وهو ما يتسق مع فكرة خلق المستثمر المؤسسي للقيمة بدعمه لآليات حوكمة الشركات من خلال أنشطة المتابعة وتحقيق الإتساق بين تصرفات المديرين ومصالح المساهمين. توصلت دراسة (2018) Harford, et al. إلي أن الشركات التي لديها مستثمر مؤسسي طويل الأجل - والذي عادة ما يحتفظ بنسبة ملكية مرتفعة - تميل للإحتفاظ بمستوي نقدية أعلى.

وفي ضوء تحليل نتائج تلك الدراسات يتضح أن هناك تأثيراً متوقعاً للملكية المؤسسية علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية، ولذلك يمكن إشتقاق الفرض الاول للبحث (دون تبني إتجاه معين للعلاقة التأثيرية) كما يلي :

H1 : تؤثر الملكية المؤسسية معنوياً علي مستوي إحتفاظ الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بالنقدية.

٦-٤ تحليل العلاقة بين جودة الأرباح ومستوي الإحتفاظ بالنقدية وإشتقاق الفرض الثاني للبحث

هناك عدد من الدراسات السابقة (Moh'd, et al.(1995) ; García- Teruel, et al.(2009) ; Sun, et al.(2012) ; Basheer(2014); Nguyen (2006); Dechow, et al.(2010) Farinha, et al. ; Taghavi&Javanmard(2013); Cohen&Li (2016) (٢٠١٧)؛ Mansali, et al.(2019) (2018); Derouiche, et al.(2018)؛ قد تناولت تأثير جودة الأرباح بمقاييسها المختلفة كالإستحقاقات الإختيارية وسمات الأرباح الأخرى من إستمرارية وتقلبات الأرباح علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية ، والتي قد توصلت في غالبيتها لعلاقة عكسية بين جودة الأرباح ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، حيث إهتمت دراسة (Moh'd, et al.(1995) ; Nguyen (2006) ; Ozkan, et al.(2018) ; Cohen& Li (2016); Basheer (2014) ; Bokpin (2011) بأثر تقلبات الأرباح كمؤشر علي مستوي مستوي الخطر الذي تتعرض له الشركة كمؤشر عكسي لجودة الأرباح علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية، فقد إتفقت دراسة (Moh'd, et al.(1995) و Bokpin (2011) علي وجود علاقة عكسية بين مستوي تقلب أرباح الشركة كمؤشر علي دال علي مستوي الخطر الذي تتعرض له الشركة - ومستوي الأرصدة النقدية المحتفظ بها، حيث إرتبط ذلك بزيادة توزيعات الأرباح، في حين إتفقت دراسة (Nguyen (2006) وCohen& Li (2016) مع نظرية المفاضلة بين مصادر التمويل بوجود علاقة طردية بين التقلبات في أرباح الشركة - ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، ويغيب هذا التأثير في حال وجود قيود مالية مفروضة علي الشركة تمنعها من إتخاذ رد فعل تجاه المخاطر المرتفعة بفعل تلك التقلبات بالأرباح. في حين توصلت دراسة (Basheer (2014 إلي أن تقلبات الأرباح تعد أقل تأثيراً في مستوي الإحتفاظ بالنقدية وذلك بالمقارنة بمتغيرات أخرى كالرفع المالي ذات العلاقة العكسية المعنوية، ونسبة التدفقات النقدية ذات العلاقة الطردية المعنوية.

أما دراسة (Ozkan, et al.(2018) فقد توصلت إلي وجود علاقة طردية معنوية بين التقلبات بالأرباح ومستوي الإحتفاظ بالنقدية وذلك في الفترة ما قبل صدور معايير التقرير المالي الدولية IFRS،

وهو ما يعني ضمناً أن تقلبات الأرباح تعتبر مؤشر عكسي علي جودة الأرباح، وبالنسبة للفترة ما بعد صدور المعايير الدولية فقد جاءت علاقة تقلبات الأرباح بمستوي الإحتفاظ بالنقدية عكسية.

وقد توصلت دراسة Garcia-Teruel, et al. (2009) إلي أن إرتفاع مستوي جودة الأرباح (بدلالة جودة الإستحقاقات) يحد من مستوي الإحتفاظ بالنقدية نظراً لدورها في الحد من الأثر السلبي لعدم تماثل المعلومات، إلي جانب الحد من الأثر السلبي لتكاليف الإختيار المعاكس Adverse selection والمتعلق بتوافر مصادر التمويل الخارجي، وتتسق تلك النتيجة مع دور جودة المعلومات المحاسبية في تحسين كفاءة الإستثمار وتكلفة التمويل بالإقتراض .

وفيما يتعلق بسمة إستمرارية الأرباح وتأثيرها علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية توصلت دراسة Dechow, et al.(2010) إلي وجود علاقة عكسية بين إستمرارية الأرباح ومستوي الإحتفاظ بالنقدية فالشركات التي لديها أرباح أقل إستمرارية تكون أرباحها أقل جودة، حيث تتشكل بشكل أساسي من إستحقاقات وليس من تدفقات نقدية وبالتالي تكون أقل معلوماتية، وهو ما يدفعها للإحتفاظ بمزيد من الإحتياطيات النقدية لتقليل الإعتماد علي سوق المال وتوصيل تصور إيجابي عن إستقرار الشركة وإنخفاض مستوي المخاطر للحد من الأثار السلبية الناجمة عن إنخفاض جودة الأرباح.

وقد توصلت دراسة Sun, et al. (2012) إلي أن جودة الأرباح المنخفضة تزيد من مستوي الإحتفاظ بالإحتياطيات النقدية، وهو الأمر الذي تم إرجاعه لعدم تماثل المعلومات وإعتبرات الوكالة، فعندما يقدم المديرين معلومات مالية بمستوي جودة منخفضة يزيد إهتمام المستثمرين بحرية تصرف Discretionary use المديرين لتلك الأصول النقدية، ويقوموا بخصم قيمة تلك الأصول عند تقييم الشركات. وقد أكدت دراسة Taghavi&Javanmard (2013) علي أن الشركات ذات جودة الأرباح المرتفعة تحتفظ بنقدية أقل بالمقارنة بالشركات ذات جودة الأرباح المنخفضة.

وفي ذات الإتجاه توصلت دراسة Farinha, et al. (2018) لوجود علاقة عكسية بين جودة الأرباح ومستوي النقدية التي يتم الإحتفاظ بها، وذلك نتيجة لوجود علاقة طردية بين مستوي الحيازات النقدية وعدم تماثل المعلومات فعدم شفافية الأرباح Earnings opaqueness سوف تستلزم الإحتفاظ بنقدية أكبر لنقادي التمويل الخارجي المكلف، إلا أن جودة الأرباح ينخفض دورها كمحدد لمستوي الإحتفاظ بالنقدية في حال تحقيق الشركات لخسائر أو إنخفاض مستوي الإشراف كما هو الحال بالنسبة للشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية الثانوي وليس الرئيسي. وقد توصلت دراسة Derouiche, et al.(2018) إلي وجود علاقة طردية بين الإستحقاقات الإختيارية ومستوي الحيازة النقدية، وذلك علي إعتبار أن هناك علاقة عكسية بين الإستحقاقات الإختيارية وجودة الإستحقاقات، وبالتالي إنخفاض

جودة الإستحقاقات يعني زيادة الحيازات النقدية لتخفيف أثار عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين الناجمة عن الجودة المحاسبية المنخفضة.

وعلي النقيض توصلت دراسات سابقة Shin, Liu (2016), Al-dhamari & Ismail (2015) et al. (2018) لوجود علاقة طردية بين جودة الأرباح ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، فقد توصلت دراسة Al-dhamari & Ismail (2015) إلي أن المستوي المرتفع للإحتفاظ بالنقدية يرتبط بمستوي مرتفع لجودة الأرباح وذلك في الشركات التي ترتبط بروابط وعلاقات سياسية دون الشركات الأخرى التي لا ترتبط بتلك العلاقات، حيث يوجد تصور لدي المستثمرين بتلك الشركات أن مديري تلك الشركات سوف يستغلوا تلك الحيازة النقدية المرتفعة بدافع الإحتياط لتفادي مشكلات الإستثمار بأقل من اللازم.

وقد توصلت دراسة Liu (2016) إلي أنه كلما إنخفضت شفافية وجودة الأرباح كلما زادت تكلفة الملكية ويزيد معها مستوي الإحتفاظ بالنقدية، وتزيد قوة تلك العلاقة بشكل خاص بالشركات التي تواجه بمعوقات مالية كبيرة وتلك التي أمامها فرص نمو ومشروعات أعلى وزيادة بمصاريف البحوث والتطوير.

وفيما يتعلق بتأثير جودة الأرباح بدلالة جودة الإستحقاقات علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية، فقد توصلت دراسة (بلال، ٢٠١٧) إلي وجود علاقة عكسية بين جودة الأرباح المقاسة بالإستحقاقات الإختيارية (وفقاً لنموذج جونز) ونسبة النقدية المحتفظ بها، وقد تم إرجاع تلك النتيجة إلي أن إنخفاض جودة الأرباح يعني إرتفاع درجة عدم تماثل المعلومات، وهو ما يؤدي زيادة صعوبة الحصول علي وتكلفة الحصول علي التمويل الخارجي، الأمر الذي يدفع الشركات للإحتفاظ بمزيد من الأرصدة النقدية. وقد توصلت دراسة Shin, et al. (2018) فقد توصلت إلي وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مستوي جودة الإستحقاقات الإختيارية كمقياس عكسي لجودة الأرباح ومستوي النقدية الزائدة، فكلما زاد مستوي جودة الأرباح يزيد مستوي النقدية التي تحتفظ بها وهذا يرجع إلي أن جودة الأرباح المنخفضة تدعم من الأثار السلبية لعدم تماثل المعلومات من صعوبة في الحصول علي رأس مال خارجي وزيادة في تكلفة الحصول عليه. الأمر الذي يدفع الشركة للحفاظ علي إحتياطي سيولة Liquidity reserve للحد من أثر عدم تماثل المعلومات.

وقد توصلت دراسة Mansali, et al. (2019) إلي وجود علاقة عكسية بين جودة الأرباح المقاسة بالإستحقاقات الإختيارية (كمقياس عكسي لجودة الأرباح وذلك وفقاً لنموذجي Kothari & Jones) ومستوي الإحتفاظ بالنقدية وتزيد قوة تلك العلاقة العكسية بشكل خاص مع تزايد القيود المالية علي الشركة، وقد تم إرجاع تلك النتيجة إلي دافع الإحتياط علي إعتبار أن جودة الأرباح المنخفضة وإرتفاع

درجة عدم تماثل المعلومات تدفع المديرين نحو الاحتفاظ بمزيد من الأرصدة النقدية نظراً لإرتفاع تكلفة التمويل الخارجي بالمقارنة بالتمويل الداخلي.

وفى ضوء تحليل نتائج تلك الدراسات يتضح أن هناك تأثيراً متوقعاً لجودة الأرباح علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ولذلك يمكن إشتقاق الفرض الثاني للبحث (دون تبني إتجاه معين للعلاقة التأثيرية) كما يلي:

H2 : تؤثر جودة الأرباح معنوياً علي مستوى إحتفاظ الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بالنقدية.

٦-٥ تحليل دور جودة الأرباح كمتغير وسيط في علاقة الملكية المؤسسية بمستوي الاحتفاظ بالنقدية وإشتقاق الفرض الثالث للبحث

هناك عدد من الدراسات كدراسة Cheng & Reitenga (2009); Benkraiem (2008); Latif (2008); Bao & Lewellyn et al. (2008); Njah & Jarboui (2013); Lin & Manowan (2012); Njah & Trabelsi; Lemma, et al. (2018); Zhong, et al. (2017); (2019) التي قد تناولت تأثير الدور الذي يمكن أن تلعبه الملكية المؤسسية ونوعيتها ومستوي سيطرة الملكية المؤسسية من واقع ملكية أكبر مالك مؤسسي علي جودة الأرباح وممارسات الإدارة الإنتهازية لإدارة الأرباح، فقد توصلت دراسة (Latif, et al. (2008) إلي وجود علاقة طردية بين الملكية المؤسسية وجودة الأرباح معبراً عن الجودة بأربعة أبعاد هي (القيمة التنبؤية- الحياد- الوقتية - صدق العرض)، وأنه كلما زاد مستوي الملكية المؤسسية يتحسن مستوي الإشراف للمستثمر المؤسسي ويحدث تحسن في جودة الأرباح.

وتوصلت دراسة (Benkraiem (2008) إلي أن الملكية المؤسسية قادرة علي تقييد السلوك الإنتهازي للمديرين في إدارة الأرباح في حال ما يكون لديهم دافعية ملحوظة نحو زيادة أو تخفيض الربح المحاسبي، بخلاف ذلك فقد وجد تأثير غير معنوي للملكية المؤسسية علي ذلك السلوك الإنتهازي.

وقد إستهدفت دراسة (Cheng & Reitenga (2009) الوقوف علي دور الملكية المؤسسية في الحد من إدارة الأرباح، مؤكدة علي أهمية الأخذ بالحسبان لسماات المالك المؤسسي خاصة نوعيته من حيث كونه مالك مؤسسي غير فاعل Passive (البنوك وشركات التأمين والتي عادة ما ترتبط بإدارة الشركات بعلاقات تجعلها تستجيب للضغوط Pressure sensitive من جانب الإدارة ورغبتها في إدارة الأرباح) أو فاعل Active (أي مالك مؤسسي آخر كصناديق الإستثمار وشركات السمسرة

وشركات الإستشارات الإستثمارية) والذي يتوقع أن يقاوم ضغوط الادارة Pressure resistant ويمارس دوره الرقابي للحد من جهود الإدارة لإدارة الأرباح باستخدام الإستحقاقات الإختيارية، وقد توصلت إلي أن المالك المؤسسي الفعال يعد متحفظاً حيث يمكنه الحد من جهود إدارة الأرباح في الإتجاه السعودي (خاصة في ظل إتساع الفجوة بين الأرباح المتوقعة والأرباح الحالية) ، ولم يتوافر دليل حاسم علي دوره في إدارة الأرباح في الإتجاه النزولي. وقد توصلت دراسة Njah & Jarboui (2013) إلي وجود دور رقابي يمارسه المستثمر المؤسسي الفاعل Active يحد من فرص إدارة الأرباح للأعلي باستخدام الإستحقاقات الإختيارية (المقاسة باستخدام نموذج Jones المعدل ونموذج Kothari) بالشركات الفرنسية وذلك بالسنة التي تسبق الإستحواذ والإندماج، حيث يزيد عليها الضغط لإدارة الأرباح للأعلي.

كما توصلت دراسة Lin & Manowan (2012) إلي وجود علاقة بين نوعية المستثمر المؤسسي من حيث كونه مستثمر مؤسسي عابر أو قصير الأجل (يملك محفظة منوعة بمعدلات دوران عالية) أو مستثمر مؤسسي طويل الأجل (يملك محفظة مركزة بمعدلات دوران منخفضة) والإستحقاقات الإختيارية المحاسبية كمقياس لجودة الأرباح، حيث ثبت وجود علاقة طردية قوية بين المستثمر المؤسسي العابر والإستحقاقات الإختيارية المحاسبية، في حين توجد عكسية غير جوهرية بين المستثمر المؤسسي طويل الأجل والإستحقاقات الإختيارية المحاسبية. إلا أن دراسة Zhong, et al.(2017) توصلت لوجود علاقة طردية بين المستثمر المؤسسي طويل الأجل وجودة الأرباح (معبراً عنها بمستوي الإستحقاقات الإختيارية)، وذلك لدور المستثمر المؤسسي الفعال في متابعة الإدارة، علماً بأنه تزيد قوة تلك العلاقة كلما زاد مستوي حماية المستثمرين.

وقد توصلت دراسة Bao & Lewellyn (2017) إلي وجود علاقة عكسية بين الملكية المؤسسية وإدارة الأرباح وتزيد قوة تلك العلاقة العكسية كلما زادت جودة القوة التنظيمية والتنظيمية للدولة بالتطبيق علي شركات تعمل بإقتصاديات نامية ، ومن ناحية أخرى عارضت دراسة Lemma, et al.(2018) وجود علاقة عكسية بين الملكية المؤسسية والإحتفاظ بالنقدية ، حيث توصلت وجود علاقة طردية بين نسبة الملكية المؤسسية وإدارة الأرباح باستخدام الإستحقاقات الإختيارية. وقد توصلت دراسة Njah & Trabelsi (2019) إلي وجود تفاوت بين فاعلية كبار الملاك كمؤسسة في رقابة سلوك الإدارة والحد من ممارسات إدارة الأرباح، فالمستثمر المؤسسي الفاعل ممن يتمتع بملكية مرتفعة والذي يتسم بدرجة تعقيد عالية يمكنه الحد من إدارة الأرباح خلال السنة التي تسبق طرح الشركة لأسهم إضافية لزيادة رأس المال، في حين لا يمكن للمستثمر المؤسسي غير الفاعل ممن يتمتع بملكية مرتفعة ممارسة ذات الدور الرقابي والحد من تلك الممارسات، لميل سلوكه الإستثماري نحو المضاربة.

ومن ناحية أخرى هناك عدد من الدراسات كدراسة (Nguyen (2006) ; Chung et al. (2005) Wang ; Nekhili et al. (2016); Salehi et al. (2016); Bukit&; Nasution (2015) et al. (2020) والتي قد تناولت الدور الرقابي للملكية المؤسسية للحد من الإحتفاظ بالنقدية من خلال الحد من السلوك الإنتهازي للمديرين وتحسين جودة الأرباح ، فقد توصلت دراسة Chung et al. (2005) إلي أن في حال توافر نقدية زائدة لدي الشركات فإن المستثمر المؤسسي ذو الملكية الضخمة يمكنه ممارسة دور رقابي بالحد من قدرة المديرين في الدخول في عمليات إدارة أرباح إنتهازية. كما توصلت دراسة (Nguyen (2006) أن الشركات التي تسيطر عليها البنوك تميل للإحتفاظ بنقدية أقل، حيث تظهر حساسية أقل لتقلبات ومخاطر الأرباح (كمؤشر عكسي لجودة الأرباح) ، فعندما يكون هناك نقص غير إعتيادي بالنقدية لا تهتم تلك الشركات التي تسيطر عليها البنوك بتحقيق خسائر نتيجة للدعم التي توفره لها البنوك المسيطرة عليها، ولكن عند حصول الشركة علي قروض رديئة تخرج عن حدود السيطرة ، فإن ذلك بدوره يحد من الإلتزام الضمني من جانب البنوك تجاه تلك الشركات ، الأمر الذي يدفع تلك الشركات للإحتفاظ بنقدية عند مستويات تتناسب طردياً مع مخاطر وتقلبات الأرباح.

وقد قدمت دراسة (Bukit & Nasution (2015) دليلاً علي أهمية الدور الرقابي للملكية المؤسسية في الحد من السلوك الإنتهازي لإدارة الأرباح، إلا أن الدراسة قد فشلت في الوصول علي دليل قوي لتلك الملكية المؤسسية في الحد من تلك الممارسات الإنتهازية بالشركات التي يوجد لديها نقدية زائدة. توصلت دراسة (Nekhili et al. (2016) إلي قدرة الملكية المؤسسية علي الحد من نطاق ممارسات إدارة الأرباح، لدورها الفعال في متابعة سلوك المديرين الإنتهازي ، و ذلك في ظل تدفقات نقدية حرة وأرصدة محتفظ بها بمستويات مرتفعة.

ومن ناحية أخرى توصلت دراسة (Salehi, et al. (2016) إلي عدم وجود تأثير جوهري للملكية المؤسسية علي العلاقة بين إدارة الأرباح والنقدية الزائدة الحرة. وقد توصلت دراسة (Wang, et al. (2020) إلي ملكية البنوك كنوع من الملكية المؤسسية لها دور في الحد من الإحتفاظ بالنقدية وتحسين كفاءة الإستثمار خاصة بالشركات التي تعاني من مشكلات وكالة خطيرة، حيث لها دور إشرافي يساعد علي الحد من إستغلال صغار الملاك وتحسين الإفصاح وجودة التقارير المالية المقاسة بالإستحقاقات الإختيارية بإستخدام نموذج Kothari، كما تساعد ملكية البنوك في الحد من القيود المالية المفروضة وتوفير قروض أكثر، وتزيد فاعلية ذلك الدور الذي تمارسه البنوك المالكة كلما زادت فاعلية أليات الحوكمة.

وفى ضوء تحليل نتائج تلك الدراسات يتضح أن جودة الأرباح تتوسط علاقة الملكية المؤسسية بمستوي الإحتفاظ بالنقدية، ولذلك يمكن إشتقاق الفرض الثالث للبحث كما يلي:

H3 : تتوسط جودة الأرباح العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي إحتفاظ الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بالنقدية.

٦-٦ الدراسة التطبيقية

يسعي الباحث في تلك الحج زئية إلي عرض كل من أهداف الدراسة التطبيقية، مجتمع وعينة البحث، توصيف وقياس المتغيرات المختلفة محل الإهتمام ، وكذلك نتائج إختبار فروض البحث بالإضافة لنتائج تحليل الحساسية ونتائج التحليل الإضافي، وذلك كما يلي:

٦-٦-١ أهداف الدراسة التطبيقية

تسعي الدراسة التطبيقية إلي اختبار فروض البحث والذين قد سبق إشتقاقهما في شقه النظري، وذلك على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. وتم ذلك من خلال تقدير نماذج إنحدار متعدد لقياس معاملات الإنحدار للمتغيرات المختلفة ومدى معنويتها وذلك قياساً علي Ozkan (2004) ودراسة García-Teruel, et al. (2009) ودراسة Ullah, et al. (2014)، وإستخدام إختبار T مع قياس معامل التحديد المعدل Adjusted R-square ، وذلك إلي جانب اختبار مدى معنوية نموذج الانحدار من خلال إختبار F، بالإضافة لعرض الاحصاءات الوصفية المتمثلة في المتوسطات والقيم الدنيا والعليا والانحراف المعياري لمتغيرات البحث، كما تم تحديد معاملات ومعنوية الإرتباط بين تلك المتغيرات.

٦-٦-٢ مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية فى الفترة من سنة (٢٠١٢ - ٢٠١٧) ، إلي جانب ذلك إستلزم قياس بعض المتغيرات في إطار التحليل الإضافي للبحث (إستمرارية وتقلب الأرباح) الحصول علي بيانات خمس سنوات (السنة محل الإختبار وأربع سنوات سابقة عليها) وذلك قياساً علي دراسة Francis, et al.(2004) ; الحوشي (٢٠١٩)، وقد تكونت عينة الدراسة من عينة حكومية من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال فترة البحث، وقد تم الأخذ بالحسبان ضابطين عند إختيار الشركات بالعينة، أولاً: توافر البيانات اللازمة لقياس متغيرات البحث، ثانياً: إستمرار كون الشركات بالعينة مدرجة بالبورصة ويتم التعامل علي أسهمها خلال فترة البحث. وقد اعتمدت الدراسة على القوائم المالية للشركات المنتمية إلى ثمانية قطاعات (التشييد ومواد البناء، أغذية ومشروبات، موارد أساسية، كيماويات، رعاية صحية وأدوية، منتجات منزلية وشخصية، العقارات،

خدمات ومنتجات صناعية وسيارات) خلال فترة البحث وذلك بعد إستبعاد قطاعي البنوك والخدمات المالية بخلاف البنوك لطبيعتهم الخاصة ووجود قواعد تنظيمية خاصة تنعكس علي المعلومات الواردة بالقوائم المالية للمؤسسات المنتمية لتلك القطاعات، وذلك إتفاقاً مع دراسة بلال (٢٠١٧) والسيد (٢٠١٨) والحوشي (٢٠١٩)، وقد بلغ عدد شركات العينة ٦٤ شركة بإجمالي عدد مشاهدات ٣٨٤ (شركة - سنة) مشاهدة (٦٤ شركة * ٦ سنوات) . وقد إعتد الباحث في جمع البيانات على عدة مصادر تمثلت في شركة مصر لنشر المعلومات وموقع مباشر مصر وموقع البورصة المصرية، إلي جانب المواقع الإلكترونية للشركات الواردة بعينة البحث، وذلك قياساً علي دراسة بلال (٢٠١٧) والحوشي (٢٠١٩) .

٦-٦-٣ توصيف وقياس متغيرات الدراسة

إستناداً إلى فروض البحث، يمكن توصيف وقياس المتغيرات كما يلي:

أولاً: المتغيرات المستقلة

- أ- **الملكية المؤسسية Inst**: تم قياس ذلك المتغير بنسبة ملكية المؤسسات (البنوك ، شركات التأمين ، صناديق الإستثمار ، صناديق المعاشات، إتحادات العاملين) في أسهم الشركة، وذلك قياساً على دراسة(Ullah et al.(2014); Nguyen & Rahman (2018) ; السيد (٢٠١٨)
- ب- **جودة الأرباح Earnings Quality**: يمكن التعبير عن ذلك المتغير بعدة مقاييس منها جودة الإستحقاقات الإختيارية (Accrual Quality(AQ) ومدى إستمرارية الأرباح Persistence والتقلبات في الأرباح Volatility، وفي إطار التحليل الأساسي تم الإعتماد علي جودة الإستحقاقات كمقياس لجودة الأرباح المحاسبية (EQ_AQ)، وذلك علي إعتبار أنه مقياس شائع الإستخدام في العديد من الدراسات السابقة كدراسة Shin et al.(2009); García-Teruel, et al. (2012) Sun, et al.(2017) Latif et al.(2018) et al.، بإستخدام نموذج جونز المعدل والذي قدمه (Dechow et al., 1995) كمؤشر عكسي لجودة الإستحقاقات من خلال تقدير الإستحقاقات الإختيارية باعتباره النموذج المستخدم في العديد من الدراسات السابقة، وذلك قياساً على دراسة Sun, et al.(2012); Cheng & Reitenga (2009);Njah & Jarboui (2013); بلال(٢٠١٧); Shin, et al.(2018);

ونظراً لكون مستوي الإستحقاقات الإختيارية تعد مقياساً عكسياً لجودة الأرباح فإنه للوصول لمقياس لجودة الإستحقاقات يعبر عن جودة الأرباح (EQ_AQ) ، فإنه بعد تحديد مستوي الإستحقاقات الإختيارية ، تم تحديد قيمتها المطلقة و ضرب الناتج في (١- *) بحيث يعبر الناتج الأكبر عن

مستوي أعلى لجودة الأرباح والتقارير المالية، وذلك قياساً علي دراسة (Chen, et al.(2011).

ثانياً: المتغير التابع

الإحتفاظ بالنقدية Cash Hold: تم قياس ذلك المتغير بناء علي نسبة الأرصدة النقدية وما في حكمها إلي إجمالي الأصول بعد إستبعاد تلك الأرصدة النقدية وما في حكمها من إجمالي الأصول ، وذلك قياساً علي دراسة(Ullah, et al.(2014) ; بلال (٢٠١٧) ; Nguyen & Rahman (2018) ; السيد (٢٠١٨)

ثالثاً: المتغيرات الرقابية

هناك عدد من المتغيرات الرقابية التي يحتمل أن تتأثر بها نسبة الإحتفاظ بالنقدية، و من أهم تلك

المتغيرات:

أ- **حجم الشركة SIZE**: من المتوقع أن يتأثر مستوي الإحتفاظ بالنقدية بحجم الشركة فنظرية ترتيب الإختيار أو الإنتقاء لمصادر التمويل تشير لعلاقة طردية بين المتغيرين علي أساس أن الشركات الكبيرة تتمتع بأداء أفضل وتحتاج لتقديرة تحتفظ بها بدلاً من تسهيل أصولها، ومن ناحية أخرى وفقاً لنظرية المفاضلة فإن الشركات الأكبر حجماً لديها فرص متنوعة للإستثمار، كما أنه يقل إحتتمالية إفلاسها، ويكون لديها تكاليف معاملات وإقتراض أقل ويسهل عليها الوصول لمصادر تمويل خارجية لكونها تتأثر بشكل أقل بعدم تماثل المعلومات، لذا فمن المتوقع وجود علاقة عكسية بين حجم الشركة وأرصدة النقدية المحتفظ بها. (Anjum& Malik (2013,P.97) ; Farinha, et al.(2018,P.245) ; Manoel, et al.(2018,P.110) ، وقد تم قياس حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، وذلك قياساً علي دراسة Ozkan& Ozkan (2004) (2007) Han& Qiu (2008); García-Teruel & Martínez-Solano (2009); Bates, et al.(2009); García-Teruel, et al.(2009) ; Manoel, et al.(2018) ; Manoel& Moraes (2018)

ب- **عمر الشركة Age**: من المتوقع أن يؤثر عمر الشركة علي مستوي الإحتفاظ بالأرصدة النقدية، حيث تعد دورة حياة الشركة من المؤشرات علي العقبات المالية التي تواجه الشركة وهو من العوامل المؤثرة في عملية إدارة النقدية، فالشركات الأقدم يكون تعاني من درجة أقل من عدم تماثل المعلومات وتتحمل بتكلفة تمويل أقل بالمقارنة بالشركات الأحدث (Manoel& Moraes (2018,P.125) ، وقد تم قياس عمر الشركة باللوغاريتم الطبيعي لعمرها معبراً عنه بعدد السنوات منذ تاريخ إنشائها، وذلك قياساً علي دراسة (Kusnadi (2018) ; Manoel, et al. (2018) ; Manoel & Moraes (2018) ; (2003).

ت- **نسبة الرفع المالي Lev**: يلعب الرفع المالي دور مؤثر علي السياسة النقدية للشركة، فمن المتوقع وجود علاقة بين الرفع المالي والأرصدة النقدية المحتفظ بها ، إلا أن تلك العلاقة لاتتخذ شكل محدد، فالشركات ذات مستويات الرفع المالي العالية تميل للإحتفاظ بنقدية أعلى، نظراً لإرتفاع إحتمالية حدوث أزمات مالية و إفلاس بدافع الإحتياط. Han & Qiu (2007) Guney (2007) et al. (2007)، ومن أخري قد يرتبط الرفع المالي بعلاقة طردية بالإحتفاظ بالنقدية نتيجة لوجود أثر الإحلال Substitution effect وتوافر المرونة المالية للشركة ذات الرفع المالي. Guney, et al. (2007)، وقد تم قياس نسبة الرفع المالي بقسمة مجموع كل الديون القصيرة والطويلة الأجل علي صافي الأصول، وذلك قياساً علي دراسة (Manoel & Bates, et al. (2009) Moraes (2018) ;

ث- **التدفقات النقدية CFlow**: من المتوقع أن الشركات ذات التدفقات النقدية الأعلى سوف تحتفظ بنقدية أعلى (Bates, et al. (2009)، وتقاس بناتج قسمة مجموع كل من الدخل التشغيلي والإهلاكات وكذلك الإستهلاكات مقسوماً علي إجمالي الأصول، و ذلك قياساً علي دراسة Han & Qiu (2007) ; Guney, et al. (2007)

ج- **صافي رأس المال العامل NWC**: يستخدم ذلك المتغير كمؤشر علي السيولة للسيطرة أثر الإحلال بين الأرصدة النقدية والأصول المتداولة الأخرى التي قد تكون بديلاً للنقدية (Ozkan & Ozkan (2004); Sun, et al. (2012)، لذا فإنه من المتوقع أن يكون هناك علاقة عكسية بين رأس المال العامل ونسبة الإحتفاظ بالنقدية (Bates, et al. (2009)، ويقاس علي أساس نسبة رأس المال العامل (بعد إستبعاد الأرصدة النقدية من الأصول المتداولة) مقسوماً علي صافي الأصول، قياساً علي دراسة (Ferreira & Vilela (2004); Megginson, et al. (2014)

ح- **الديون البنكية BankD**: ويقاس علي أساس الديون البنكية كنسبة من الأصول، لكي يعكس الوزن النسبي للإقتراض من البنوك بالنسبة لإجمالي الديون، وذلك قياساً علي دراسة (Ferreira & Vilela (2004) Megginson, et al. (2014)

خ- **توزيعات الأرباح DIV**: تم تضمين ذلك المتغير لكون أن الشركات التي لا تقدم توزيعات أرباح لمساهميها يحتمل بأنها تواجه بقيود مالية. (Manoel & Moraes (2018, P.124)، وقد تم التعبير عن توزيعات الأرباح بمتغير وهمي يأخذ القيمة ١ في حال قيام الشركة بتوزيع أرباح ويأخذ القيمة صفر خلاف ذلك، قياساً علي دراسة (99) (Gorney, et al. (2007), Opler, et al. (2009) Bates, et al. (2009) Manoel & Moraes (2018) Megginson, et al. (2014) Farinha, et al. (2018)

د- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (**Market To Book (MTB)**): وتم قياسه علي أساس مجموع كل القيمة الدفترية لإجمالي الديون و القيمة السوقية لحقوق الملكية مقسوماً علي القيمة الدفترية لإجمالي الأصول، وذلك قياساً علي دراسة (Guney, et al.(2007); Sun, et al.(2012);

ذ- **الإنفاق الرأسمالي Capex**: من المتوقع أن تتأثر نسبة الاحتفاظ بالنقدية بالإنفاق الرأسمالي، فوفقاً لنظرية الإختيار الترتيبي Pecking order theory فإنه يفضل المديرين التمويل بإستخدام الأموال المتولدة داخلياً، الأمر الذي يجعل أنه من المتوقع أن الشركات ذات الإنفاق الرأسمالي المرتفع سوف تميل للإحتفاظ بأرصدة نقدية أعلى، علي أساس أن الإنفاق الرأسمالي يعكس تكلفة الأزمات المالية و فرص الإستثمار، بمعنى وجود علاقة طردية بين الإنفاق الرأسمالي والإحتفاظ بالنقدية (Bates, et al.(2009)، وقد تم قياس الإنفاق الرأسمالي علي أساس نسبة التغير في الأصول الثابتة مضافاً إليه الإهلاكات مقسوماً علي القيمة الدفترية للأصول ، وذلك قياساً علي دراسة (Sun, et al.(2012) ; Guney, et al.(2007)

ر- **النمو Growth**: وتم قياسه علي أساس معدل نمو المبيعات المحسوب علي أساس التغير في المبيعات بالنسبة لمبيعات العام السابق مقسوماً علي المبيعات السابقة، وذلك قياساً علي دراسة (Manoel& Moraes (2018); Megginson, et al.(2014)

ز- **إحتمال التعثر المالي بمؤشر Zscore**: من المتوقع وجود علاقة بين نسبة الإحتفاظ بالنقدية وإحتمالية التعثر المالي للشركة، هذه العلاقة غير محددة الإتجاه فمن الممكن أن تكون تلك العلاقة طردية فالشركات ذات zscore المنخفض تواجه بالتعثر المالي محتمل، وهو ما يعني إنخفاض الدافع للإحتفاظ بالأرصدة النقدية، ومن ناحية أخرى قد تكون العلاقة عكسية فإرتفاع إحتمال التعثر المالي (zscore المنخفض) يدفع الشركة وفقاً لدافع الإحتياط للإحتفاظ بمزيد من النقدية، وقد تم قياس ذلك المتغير وفقاً لدراسة (García-Teruel, et al.(2009) والتي إعتمدت علي نموذج Altman's (1968) المعدل بما جاء في دراسة (Begley, et al.(1996) وذلك وفقاً للمعادلة الآتية:

$$ZScore = 0.104*X1+ 1.010*X2+ 0.106*X3+ 0.003*X4+ 0.169*X5$$

حيث يمثل

X1 : نسبة رأس المال العامل لإجمالي الأصول.

X2 : نسبة الأرباح المحتجزة لإجمالي الأصول.

X3 : نسبة صافي الدخل التشغيلي لإجمالي الأصول.

X4 : نسبة القيمة الدفترية لرأس المال للقيمة الدفترية للديون.

X5 : نسبة المبيعات لإجمالي الأصول.

س-مدي ملموسية الاصول.Tang: من المتوقع أن تتأثر نسبة الاحتفاظ بالنقدية بنسبة الأصول الثابتة، فمن المتوقع أن تكون العلاقة عكسية بينهما (Farinha & Prego (2014) فكلما زادت تلك النسبة أدى ذلك لإنخفاض قدر النقدية الزائدة المطلوبة علي إعتبار أن إرتفاع تلك النسبة يشير إلي شركة أكثر إستقراراً ، وتم قياسه علي أساس نسبة الأصول الثابتة لإجمالي الأصول، وذلك قياساً علي دراسة (Ullah, et al.(2014)

ش-نسبة الديون طويلة الأجلLTD: من المتوقع أن يكون هناك تأثير للديون طويلة الأجل ومدة إستحقاق الديون Debt maturity علي نسب الاحتفاظ بالنقدية، لا يمكن توقع إتجاه تلك العلاقة حيث من الممكن أن يكون إتجاهها عكسي فالشركات ذات المستوي المرتفع للديون طويلة الأجل يمكن أن تحد من الإحتياطات النقدية نتيجة لزيادة تكلفة الأموال للإستثمار في السيولة ، كما يمكن أن تكون تلك العلاقة طردية فإرتفاع نسبة الديون طويلة الأجل يزيد من إحتماالية الأزمات المالية مما يدفع الشركات للإحتفاظ بمزيد من الأرصدة النقدية (Farinha,et al.(2018,P.27)، وتم قياسه علي أساس نسبة الديون التي تستحق بعد فترة أكثر من سنة بالنسبة لإجمالي الأصول، وذلك قياساً علي دراسة (Farinha et al.(2018) ; Ferreira & Vilela (2004).

ص- معدل العائد علي الأصول ROA: من المتوقع وجود تأثير لربحية الشركة علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية، وقد تم التعبير عن الربحية بدلالة معدل العائد علي الأصول وتم قياسه علي أساس صافي الربح مقسوماً علي القيمة الدفترية للأصول، وذلك قياساً علي دراسة (Manoel & Moraes (2018)

رابعاً: المتغير الوسيط Mediator: جودة الأرباح : والذي قد تم قياسه بذات الإسلوب المستخدم كما في (أولاً- ب).

٦-٦-٤ نموذج الدراسة

تم استخدام نموذج الانحدار التالي لاختبار فرض البحث الأول قياساً على دراسة Ozkan&Ozkan (2004) ودراسة Brown, et al.(2011) ودراسة Ullah, et al.(2014)

$$\text{Cashit} = \beta_0 + \beta_1 \text{Instit} + \beta_2 \text{Tangit} + \beta_3 \text{ROAit} + \beta_4 \text{Ageit} + \beta_5 \text{NWCit} + \beta_6 \text{Levit} + \beta_7 \text{CFLOWit} + \beta_8 \text{Capexit} + \beta_9 \text{LTDit} + \beta_{10} \text{BankDit} + \beta_{11} \text{MTBit} + \beta_{12} \text{Divit} + \beta_{13} \text{Growthit} + \beta_{14} \text{SIZEit} + \beta_{15} \text{ZScoreit} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

في حين تم استخدام نموذج الانحدار التالي لاختبار فرض البحث الثاني قياساً على دراسة Ozkan&Ozkan (2004) ودراسة Garcia-Teruel, et al. (2009)

$$\text{Cashit} = \beta_0 + \beta_1 \text{EQ_AQit} + \beta_2 \text{Tangit} + \beta_3 \text{ROAit} + \beta_4 \text{Ageit} + \beta_5 \text{NWCit} + \beta_6 \text{Levit} + \beta_7 \text{CFLOWit} + \beta_8 \text{Capexit} + \beta_9 \text{LTDit} + \beta_{10} \text{BankDit} + \beta_{11} \text{MTBit} + \beta_{12} \text{Divit} + \beta_{13} \text{Growthit} + \beta_{14} \text{SIZEit} + \beta_{15} \text{ZScoreit} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

في حين أنه لإختبار الفرض الثالث الخاص بتوسط جودة الأرباح للعلاقة بين الملكية المؤسسية والإحتفاظ بالنقدية تم إستخدام المعادلات الثلاثة الأتية:

$$\text{Cashit} = \beta_0 + \beta_1 \text{Instit} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

$$\text{EQ_AQit} = \beta_0 + \beta_1 \text{Instit} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

$$\text{Cashit} = \beta_0 + \beta_1 \text{Instit} + \beta_2 \text{EQ_AQit} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (3)$$

علي أن تكون قيمة معامل الإنحدار β_1 للملكية المؤسسية في المعادلة رقم (٣) بعد التحكم في جودة الأرباح وإدخاله بنموذج الإنحدار أقل منها من معامل الإنحدار β_1 للملكية المؤسسية في المعادلة رقم (١)

حيث:

Cashit : نسبة الأرصدة النقدية و ما في حكمها المحتفظ بها من جانب الشركة ا خلال الفترة t.

Instit : الملكية المؤسسية بالشركة ا خلال الفترة t.

EQ_AQit: جودة الأرباح بدلالة جودة الإستحقاقات للشركة ا خلال الفترة t.

Tangit : نسبة ملموسية الأصول للشركة ا خلال الفترة t.

- ROA_{it}** : معدل العائد علي الأصول للشركة ا خلال الفترة t.
- Age_{it}** : اللوغاريتم الطبيعي لعمر الشركة ا خلال الفترة t.
- NWC_{it}** : نسبة صافي رأس المال العامل للشركة ا خلال الفترة t.
- LEV_{it}** : نسبة الرفع المالي للشركة ا خلال الفترة t.
- CFlow_{it}** : نسبة التدفقات النقدية للشركة ا خلال الفترة t.
- Capex_{it}** : نسبة الإنفاق الرأسمالي للشركة ا خلال الفترة t.
- LTD_{it}** : نسبة الديون طويلة الأجل للشركة ا خلال الفترة t.
- BankD_{it}** : نسبة القروض البنكية للشركة ا خلال الفترة t.
- MTB_{it}** : نسبة القيمة السوقية إلي القيمة الدفترية للشركة ا خلال الفترة t.
- Div_{it}** : سداد الشركة ا لتوزيعات أرباح خلال الفترة t.
- Growth_{it}**: نسبة نمو الشركة ا خلال الفترة t.
- SIZE_{it}** : حجم الشركة ا خلال الفترة t.
- Zscore_{it}** : مؤشر Z الدال علي تعرض الشركة i لأزمات مالية خلال الفترة t.
- ε** : الخطأ العشوائى و الذي يمثل التغيرات العشوائية في طول التقرير المالي نتيجة لمتغيرات لم ترد بالنموذج.

٥-٦-٦ نتائج الدراسة التطبيقية

١-٥-٦-٦ الإحصائيات الوصفية

في هذه الجزئية سوف يعرض الباحث لعدد من الإحصائيات الوصفية لمتغيرات البحث خلال فترة الدراسة، حيث تم تخصيص الجدول رقم (١) لعرض الوسط الحسابي والانحراف المعياري وكذلك القيم العليا والدنيا لكافة متغيرات البحث، وذلك علي النحو التالي:

جدول 1: الإحصائيات الوصفية

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Cash Hold	384	.0011	.2692	.091288	.0793929
Inst	384	.0000	.7752	.186902	.1935969
EQ_AQ	384	-.8398	-.0019	-.147635	.1864581
Tang	384	.0004	.8222	.274426	.2516869
ROA	384	-.1149	.3808	.055054	.0910225
Age	384	1.9454	4.4913	3.279402	.5970661
NWC	384	-.2778	.5481	.071327	.1750305
Lev	384	.0000	.8783	.424239	.2093464
CFlow	384	-.0521	.3567	.077904	.0808700
Capex	384	-.0108	.2563	.030200	.0535078
LTD	384	.0000	.8828	.224179	.2524961
BankD	384	.0000	.7935	.195237	.2827433
MTB	384	.19	2.45	1.1844	.48612
DIV	384	0	1	.61	.487
Growth	384	-.8937	10.4471	.570866	.8012423
SIZE	384	17.4568	24.3749	20.608984	.7516502
Zscore	384	-.2864	2.3499	.324233	.3876959
Valid N (listwise)	384				

يتضح من الجدول السابق أن متوسط الأرصدة النقدية كنسبة من إجمالي الأصول يمثل ما يقرب من 9% من إجمالي أصول شركات العينة بإنحراف معياري بلغ ما يقرب من 0.08، في حين بلغ الأمر بالنسبة للملكية المؤسسية بشركات العينة ما يقرب من ضعف نسبة الاحتفاظ بالنقدية بحيث بلغ 18.7% أي ما يعادل في المتوسط أكبر من ضعف نسبة الأرصدة النقدية المحتفظ بها، وقد بلغ الإنحراف المعياري لمتغيري الملكية المؤسسية و جودة الأرباح (0.1935969 و 0.1864581) علي الترتيب، يبلغ متوسط العينة فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح 61% وهو ما يعني أن الجزء الأكبر من العينة يقوم بتوزيع أرباح، ومن الملاحظ من الجدول السابق أن متوسط نسب الرفع المالي والديون الطويلة الأجل كات قد بلغ (0.424239 و 0.224179) علي الترتيب وهو الأمر الذي يشير إلي نسب في المتوسط مرتفعة نسبياً للإقتراض من البنوك لمدد طويلة.

٦-٦-٥-٢ مصفوفة الارتباط بين متغيرات البحث

تم تخصيص الجدول رقم (٣) لعرض معاملات ارتباط بيرسون بين المتغير التابع بنسبة الاحتفاظ بالنقدية والملكية المؤسسية وجودة الأرباح، ومعاملات الارتباط ما بين المتغير التابع والمستقل مع المتغيرات الرقابية المختلفة.

جدول 2: معاملات ارتباط بيرسون بين متغيرات البحث

		Correlations																
		Cash Hold	Inst	EQ AQ	Tang	ROA	Age	NWC	Lev	CFrow	Capex	LTD	BankD	MTB	DIV	Growth	SIZE	Zscore
Cash Hold	Person Correlation Sq. (2-tailed)	1	-.197	-.204	-.082	.622	.085	.262	-.320	.022	.133	-.149	-.047	.348	.227	-.134	-.030	.032
Inst	Person Correlation Sq. (2-tailed)	-.197	1	.238	.074	-.023	.007	-.044	.022	-.038	-.133	.147	-.071	-.052	-.173	.131	-.121	.010
EQ AQ	Person Correlation Sq. (2-tailed)	-.204	.238	1	-.024	-.112	-.132	-.135	.027	.085	-.128	.125	-.173	.027	-.027	.183	.108	.028
Tang	Person Correlation Sq. (2-tailed)	-.082	.074	-.024	1	-.235	.013	-.324	-.238	-.110	.431	.315	.200	-.089	-.270	-.121	-.201	.036
ROA	Person Correlation Sq. (2-tailed)	.622	-.023	-.112	-.235	1	.085	.261	-.340	.317	-.123	-.218	-.131	.353	.483	-.120	.037	.040
Age	Person Correlation Sq. (2-tailed)	.085	.007	-.132	.013	.085	1	.014	.058	.169	.034	-.101	-.027	.107	.108	-.038	-.324	.030
NWC	Person Correlation Sq. (2-tailed)	.262	-.044	-.135	-.324	.261	.014	1	-.353	.284	-.024	.110	-.238	.217	.133	.035	-.215	.042
Lev	Person Correlation Sq. (2-tailed)	-.320	.022	.027	-.238	-.340	.026	-.353	1	-.034	-.135	-.034	.131	-.130	-.019	-.123	.122	-.120
CFrow	Person Correlation Sq. (2-tailed)	.022	-.038	.085	-.110	.317	.169	-.034	1	.076	-.120	-.030	.315	.482	-.072	-.138	.014	.014
Capex	Person Correlation Sq. (2-tailed)	.133	-.133	-.128	.431	-.123	.034	-.124	-.133	.076	1	.203	.142	.042	-.272	-.138	-.121	.030
LTD	Person Correlation Sq. (2-tailed)	-.149	.147	.125	.315	-.218	-.101	.110	.024	-.120	.203	1	.150	-.017	-.140	-.152	-.084	.032
BankD	Person Correlation Sq. (2-tailed)	-.047	-.071	-.173	.200	-.131	-.027	-.238	.131	-.030	.145	.150	1	-.312	-.072	-.188	.301	-.021
MTB	Person Correlation Sq. (2-tailed)	.348	-.052	.027	-.089	.353	.107	.217	-.130	.315	.042	-.017	-.312	1	.225	-.033	.018	.028
DIV	Person Correlation Sq. (2-tailed)	.227	-.173	-.027	-.178	.483	.108	.133	.010	.482	-.272	-.140	-.072	.228	1	.034	.339	.024
Growth	Person Correlation Sq. (2-tailed)	-.134	.131	.183	-.121	-.120	-.038	.030	-.123	-.072	-.138	-.152	-.188	-.033	.034	1	.137	.024
SIZE	Person Correlation Sq. (2-tailed)	-.030	-.121	.108	-.201	.037	-.324	-.215	.122	.138	-.121	-.084	.301	.138	.339	.137	1	-.052
Zscore	Person Correlation Sq. (2-tailed)	.032	.010	.028	.036	.040	.039	.042	-.120	.014	.089	.032	-.120	.058	.034	.024	.024	1

ومن واقع الجدول السابق يمكن التوصل إلي وجود إرتباط سلبي ومعنوي بين الإحتفاظ بالنقدية والملكية المؤسسية من جانب وجودة الأرباح (بدلالة جودة الإستحقاقات) حيث بلغت معاملات الإرتباط $(-0.197, -0.204)$ بمستويات معنوية مساوية للصفر، وفيما يتعلق بمعاملات الإرتباط بالمتغيرات الرقابية يتضح أيضاً من الجدول السابق وجود إرتباط سلبي معنوي بين كل من الإحتفاظ بالنقدية والرفع المالي للشركة ونسبة الديون طويلة الأجل ونسبة النمو حيث بلغت معاملات الإرتباط $(-0.320, -0.149, -0.154)$ بمستويات معنوية (صفر، $0.003, 0.002$) علي الترتيب، أما الإرتباط بنسبة التدفقات النقدية ورأس المال العامل والعائد علي الإستثمار فقد جاءت معاملات الإرتباط موجبة $(0.502, 0.262, 0.622)$ بمستويات معنوية مساوية للصفر، ومن ناحية أخرى إرتبط متغير نسبة القروض البنكية فقد إرتبط سلباً بشكل غير معنوي بنسبة الإحتفاظ بالنقدية، في حين إرتبط كل من حجم الشركة ومؤشر Z الدال علي تعرض الشركة لأزمات مالية طردياً بشكل غير معنوي بنسبة الإحتفاظ بالنقدية. وبالنسبة لمتغير الملكية المؤسسية فقد إرتبط طردياً بجودة الأرباح بدلالة جودة الإستحقاقات بمستوي معنوية مساوياً للصفر.

٦-٦-٥-٣ نتائج إختبار فروض البحث

يتناول الباحث في تلك الجزئية نتائج إختبار فروض البحث، ولكن بداية كان لزاماً التحقق من عدم وجود إزدواج خطي للتأكد من إستقلال المتغير المستقل عن باقي المتغيرات أي عدم وقوع المشكلة الإحصائية المعروفة بمشكلة الأزواج الخطى Multicollinearity المتعدد بين المتغيرات التفسيرية للدراسة، وذلك علي إعتبار أن قوة نموذج الإنحدار تعتمد على فرضية إستقلال تلك المتغيرات التفسيرية، وقد تم إجراء هذا الإختبار من خلال حساب معامل التباين المسموح Tolerance لكل متغير من هذه المتغيرات ومن ثم ايجاد معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor (VIF)، فإذا كان معامل التباين المسموح أقل من (١) فإن ذلك يشير إلى عدم وجود مشكلة الأزواج الخطى المتعدد. وفي حالة الإعتماد علي معامل تضخم التباين فإذا كانت قيمته أقل من (١٠) لن تظهر هذه المشكلة (بلال، ٢٠١٧، ص ٢٢٩). ويظهر جدول (٣) أن قيم معامل التباين المسموح كانت أقل من (١)، وقيم معامل (VIF) لجميع المتغيرات أقل من (١٠)، مما يشير إلى عدم وجود مشكلة الأزواج الخطى المتعدد.

جدول 3: إختبار الأزواج الخطي

Variable	Tolerance	Variance Inflation Factor (VIF)
Inst	0.815	1.227
EQ_AQ	0.741	1.350
Tang	0.400	2.503
ROA	0.392	2.549
Age	0.750	1.333
NWC	0.477	2.096
Lev	0.526	1.902
CFlow	0.446	2.241
Capex	0.667	1.500
LTD	0.682	1.467
BankD	0.583	1.716
MTB	0.598	1.672
DIV	0.481	2.081
Growth	0.795	1.258
SIZE	0.471	2.122
Zscore	0.960	1.042

٦-٦-٥-٣-أ نتيجة إختبار الفرض الاول

إستهدف هذا الفرض إختبار ما إذا كان هناك تأثير معنوي للملكية المؤسسية علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية . ويوضح الجدول رقم (٤) نتائج نموذج انحدار مستوي الإحتفاظ بالنقدية كمتغير تابع على الملكية المؤسسية وباقي المتغيرات. ويتضح من تحليل النتائج أن المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية تفسر 49.8% من التغير الكلي في مستوي الإحتفاظ بالنقدية (معامل التحديد $R^2 = 0.498$ Adj). وتظهر قيمة F (26.292) أن نموذج الانحدار ككل كان معنوي. وبلغت قيمة معامل انحدار الملكية المؤسسية (-0.067) وبلغت قيمة P.value وفقاً لاختبار T (صفر) اقل من مستوى المعنوية 0.05، مما يشير إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، وتتفق تلك النتيجة مع دراسة (Mohd, et al.(2015); Loncan (2018);Jebran, et al.(2019) في حين لا تتفق تلك النتيجة مع دراسات أخرى كدراسة (Brown, et al.(2011)Karpavičius& Yu(2017).

وبالنسبة للمتغيرات الرقابية فقد جاءت العلاقة طردية معنوية بين مستوي الإحتفاظ بالنقدية وكل من العائد علي الأصول كمؤشر علي ربحية الشركة ونسبة التدفقات النقدية والإنفاق الرأسمالي ونسبة القيمة السوقية للدفترية ، فقد جاءت قيمة معاملات إنحدار تلك المتغيرات كلها موجبة علي النحو التالي

(0.019,0.180,0.197,0.396) وبلغت قيمة P. value لكل منها على الترتيب، كما تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين نسبة الرفع الماليو مستوي الإحتفاظ بالنقدية، حيث بلغت قيمة معامل انحدار الرفع المالي (0.043) وقيمة P. value (0.002)، ومن ناحية أخرى جاءت علاقة باقي المتغيرات الرقابية بمستوي الإحتفاظ بالنقدية غير معنوية، فقد جاءت علاقة مستوي الإحتفاظ بالنقدية وكل من عمر الشركة ونسبة رأس المال العامل وتوزيعات الأرباح وحجم الشركة ونمو الشركة وإحتمالية تعثرها المالي عكسية غير معنوية، أما علاقة مستوي الإحتفاظ بالنقدية والقروض البنكية جاءت طردية غير معنوية.

جدول 4: نتائج نموذج انحدار الإحتفاظ بالنقدية على الملكية المؤسسية والمتغيرات الرقابية

اختبار F		Adj. R ²	اختبار T		معاملات الانحدار المقدر (β)	المتغيرات
مستوى المعنوية للنموذج	القيمة		مستوى المعنوية	القيمة		
0.000	26.292	0.498	.010	2.577	.146	(Constant)
			.000	-4.183	-.067	Inst
			.162	-1.402	-.025	Tang
			.000	8.000	.396	ROA
			.597	-.529	-.003	Age
			.161	-1.403	-.032	NWC
			.002	-3.140	-.043	Lev
			.000	3.830	.197	CFlow
			.005	2.830	.180	Capex
			.584	-.549	-.007	LTD
			.158	1.414	.018	BankD
			.007	2.732	.019	MTB
			.085	-1.729	-.014	DIV
			.232	-1.197	-.002	Growth
			.154	-1.430	-.003	SIZE
.426	-.797	-.002	Zscore			

يتضح من تحليل نتيجة اختبار الفرض الأول، أن مستوى الملكية المؤسسية كان له تأثير معنوي على مستوى الإحتفاظ بالنقدية، وبالتالي يتم قبول الفرض الأول القائل بوجود تأثير معنوي للملكية المؤسسية علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية.

ويرى الباحثان تلك النتيجة تعد منطقية في ضوء أن الملكية المؤسسية تتمتع بإمكانيات وسلطات غير مباشرة تجعل لها دور رقابي هام يساعد في تحسين آليات الحوكمة والحد من مشكلات الوكالة المصاحبة لإستغلال المديرين للأرصدة النقدية في تحقيق مكاسب ومنافع ذاتية من خلال أنشطة لا تعظم من ثروات المساهمين.

٦-٦-٥-٣-ب نتيجة إختبار الفرض الثاني

يوضح الجدول رقم (٥) نتائج نموذج انحدار نسبة الإحتفاظ بالنقدية كمتغير تابع على جودة الأرباح المقاسة بجودة الإستحقاقات وباقي المتغيرات الرقابية. ويتضح من تحليل النتائج أن المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية تفسر 49.2% من التغير الكلي في المتغير التابع المتمثل في مستوى الإحتفاظ بالنقدية (معامل التحديد $Adj. R^2=0.492$) وتظهر قيمة F أن نموذج الإندار ككل كان معنوي، وبلغت قيمة معامل انحدار جودة الأرباح (-0.064) وقيمة P. value (0.00) أقل من مستوى المعنوية (0.05) مما يشير إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين جودة الأرباح بدلالة جودة الإستحقاقات ومستوي الإحتفاظ بالنقدية وتتفق تلك النتيجة مع نتائج دراسات García-Teruel, et al.(2018);Shin, et al.(2018);Farinha, et al.(2012);Sun, et al.(2009); al. في حين لا تتفق تلك النتيجة مع دراسات سابقة أخرى كدراسة (Al-Dhamari & Ismail (2015) ، ويعد إرجاع إختلاف نتيجة البحث عن بعض الدراسات السابقة إلي إختلاف دوافع الإحتفاظ بمزيد من الأرصدة النقدية، حيث إفترضت تلك الدراسات الأخيرة أن المديرين يكون دافع الإحتفاظ بالنقدية هو الإحتياط وليس دافع تحقيق مصلحة ذاتية.

وبالنسبة للمتغيرات الرقابية فقد جاءت العلاقة طردية معنوية بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وكل من العائد علي الأصول ونسبة التدفقات النقدية والإنفاق الرأسمالي ونسبة القيمة السوقية للدفترية، فقد جاءت قيمة معاملات إندار تلك المتغيرات كلها موجبة علي النحو التالي (0.022,0.211,0.214,0.356) وبلغت قيمة P. value لكل منها (0.002,0.001,0.00,0.00) علي الترتيب، كما تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية و كل من نسبة الرفع الماليو نسبة رأس المال العامل ونسبة ملموسية الأصول، حيث بلغت قيمة معامل انحدار الرفع الماليو نسبة رأس المال العامل ونسبة ملموسية الأصول (-0.036, -0.05, -0.049) وقيمة P. value (0.002,0.041,0.042) علي الترتيب، ومن ناحية أخرى جاءت علاقة باقي

المتغيرات الرقابية بمستوي الإحتفاظ بالنقدية عكسية غير معنوية شاملة علاقتها بكل من عمر الشركة وتوزيعات الأرباح وحجم الشركة ونمو الشركة وإحتمالية تعثرها المالي عكسية غير معنوية، أما علاقة مستوى الإحتفاظ بالنقدية والقروض البنكية جاءت طردية غير معنوية.

جدول 5: نتائج نموذج انحدار مستوي الإحتفاظ بالنقدية على جودة الأرباح (بدلالة جودة الإستحقاقات) والمتغيرات الرقابية

اختبار F		Adj. R ²	اختبار T		معاملات الانحدار المقدر (β)	المتغيرات
مستوى المعنوية للنموذج	القيمة		مستوى المعنوية	القيمة		
0.000	25.741	0.492	.026	2.231	.127	(Constant)
			.000	-3.650	-.064	EQ_AQ
			.042	-2.039	-.036	Tang
			.000	7.185	.356	ROA
			.262	-1.124	-.006	Age
			.041	-2.053	-.050	NWC
			.000	-3.578	-.049	Lev
			.000	4.042	.214	CFlow
			.001	3.355	.211	Capex
			.677	-.416	-.006	LTD
			.296	1.047	.014	BankD
			.002	3.117	.022	MTB
			.296	-1.047	-.008	DIV
			.161	-1.404	-.002	Growth
			.214	-1.244	-.003	SIZE
.457	-.745	-.002	Zscore			

يتضح من تحليل نتيجة اختبار الفرض الثاني، أن جودة الأرباح كان لها تأثير معنوي على مستوى الإحتفاظ بالنقدية، وبالتالي يتم قبول الفرض الثاني القائل بوجود تأثير معنوي لجودة الأرباح علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية.

ويرى الباحث أن تلك النتيجة تعد منطقية في ضوء أن تدهور مستوى جودة الأرباح يعطي دلالة علي إرتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات، وبالتالي يحد ذلك من قدرات الشركة ويفرض عليها قيود مالية متشددة للحصول علي ما تحتاجه من نقدية من خلال مصادر الخارجي لإرتفاع مخاطر إقراضها،

الأمر الذي يدفعها للإعتماد علي مصادر التمويل الداخلي من خلال الإحتفاظ بالمزيد من الأرصدة النقدية، حتي ولو تجاوزت الحد الأمثل للأرصدة النقدية.

٦-٦-٥-٣-ج نتيجة إختبار الفرض الثالث

إستهدف هذا الفرض إختبار التوسط Mediation test لجودة الأرباح للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية ، وقد مر ذلك الإختبار (كما هو موضح بالجدول رقم ٦) بعدة مراحل تتمثل الأولي في إختبار الأثر الإجمالي للملكية المؤسسية علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية دون التحكم في تأثير جودة الأرباح (المقاسة بدلالة جودة الإستحقاقات) علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية، حيث جاء نموذج الإنحدار معنوياً نتيجة لكون متغير الملكية المؤسسية جاء معنوياً ($P\text{-value} = 0.00$)، وقد جاءت قيمة معامل الإنحدار الخاص بتلك الملكية المؤسسية (-0.078)، الأمر الذي يشير لعلاقة عكسية معنوية بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية. أما المرحلة الثانية لإختبار التوسط فقد تمثلت في إختبار الأثر غير المباشر للملكية المؤسسية علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية من خلال تأثيرها علي جودة الأرباح (بدلالة جودة الإستحقاقات) ، وتطلب ذلك نموذج إنحدار يعبر عن علاقة الملكية المؤسسية بجودة الأرباح ، حيث جاءت معنوية ذلك النموذج ($P\text{-value} = 0.00$)، وقد بلغ معامل إنحدار الملكية المؤسسية (0.227) ، الأمر الذي يشير لعلاقة طردية معنوية بين الملكية المؤسسية وجودة الأرباح (بدلالة جودة الإستحقاقات).

أما المرحلة الثالثة لإختبار التوسط فقد تتمثلت في إختبار الأثر المباشر للملكية المؤسسية علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية بعد التحكم في جودة الأرباح (بدلالة جودة الإستحقاقات) وأثرها علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية، وقد جاء نموذج الإنحدار معنوياً ($P\text{-value} = 0.00$)، كما جاءت معاملات إنحدار كل من الملكية المؤسسية و جودة الأرباح (-0.062 ، -0.069) وقيمة $P\text{-value}$ لتلك المتغيرات كانت (0.001 ، 0.002) علي الترتيب ، الأمر الذي يشير إلي علاقة عكسية معنوية بين كل من الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، وذات الأمر تحقق في علاقة جودة الأرباح بمستوي الإحتفاظ بالنقدية، وهو ما يتسق مع نتائج الإختبارات السابقة المتعلقة بفرضي البحث الأول والثاني.

جدول 6: يوضح نتائج إختبار توسط جودة الأرباح (بدلالة جودة الإستحقاقات وفقاً لنموذج Jones المعدل) للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية

المعادلة (٣) Cashit= $\beta_0 + \beta_1 Instit + \beta_2 EQ_AQ it + \epsilon it$				المعادلة (٢) EQ_AQ it= $\beta_0 + \beta_1 Inst it + \epsilon it$				المعادلة (١) Cashit= $\beta_0 + \beta_1 Instit + \epsilon it$				النموذج
المعوية	T	Std. Error	β	المعوية	T	Std. Error	β	المعوية	T	Std. Error	β	
.000	13.019	.007	.086	.000	-14.758	.013	-.190	.000	18.548	.005	.099	(Constant)
.002	-3.085	.020	-.062	.000	4.739	.048	.227	.000	-3.917	.020	-.078	Inst
.001	-3.267	.021	-.069	----	----	----	----	----	----	----	----	EQ_AQ
0.060				0.053				0.036				Adj. R ²
13.205				22.462				15.347				قيمة (F)
0.000				0.000				0.000				معوية النموذج

وباستعراض الجدول السابق نجد أن القيمة المطلقة لمعامل إنحدار الملكية المؤسسية قد إنخفضت من (0.078) إلي (0.062) بعد التحكم في جودة الأرباح وإدخاله كأحد المتغيرات التفسيرية للتغيرات في مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، ويعني هذا الإنخفاض إن إدخال جودة الأرباح بالنموذج قد حد من قوة شدة العلاقة العكسية بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية حيث فسر بدخوله جزء من الأثر الإجمالي للملكية المؤسسية علي الاحتفاظ بالنقدية، ويعد هذا الإنخفاض في معامل إنحدار الملكية المؤسسية ذو دلالة إحصائية حيث أظهرت نتائج كل من إختباري Sobel و Aroian معوية للأثر غير المباشر للملكية المؤسسية علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال جودة الأرباح (فقد جاءت إحصائية كلا الإختبارين أكبر من قيمة Z الجدولية عند مستوي ثقة ٩٥% والمساوية لـ 1.96، وهو ما جعل قيمة P-value لكلا الإختبارين أقل من مستوي المعوية 0.05)، وهو ما يعني أن جودة الأرباح (بدلالة جودة الأستحقاقات) تتوسط جزئياً للعلاقة بين كل من مستوي الملكية المؤسسية والإحتفاظ بالنقدية، حيث جاءت النتائج علي النحو التالي:

Test Name	Test statistic	Std. Error	P value
Sobel Test	2.5128	0.00214183	0.01198
Aroian Test	2.46584	0.00218262	0.01367

وتتمثل المعادلة المستخدمة في إحتساب قيمة Z لكل مناخباري **Sobel** و **Aroian** كل علي حده:

$$\text{Sobel Equation (Z)} = A * B / \sqrt{(B^2 * S_a^2 + A^2 * S_b^2)}$$

$$\text{Aroian Equation (Z)} = A * B / \sqrt{(B^2 * S_a^2 + A^2 * S_b^2 + S_a^2 * S_b^2)}$$

حيث

A = معامل الإنحدار غير المعياري بين المتغير المستقل (الملكية المؤسسية) والمتغير الوسيط (جودة الأرباح).

B = معامل الإنحدار غير المعياري بين المتغير الوسيط (جودة الأرباح) والمتغير التابع (مستوي الإحتفاظ بالنقدية).

S_a = الخطأ المعياري Standard error للعلاقة بين المتغير المستقل (الملكية المؤسسية) والمتغير الوسيط (جودة الأرباح).

S_b = الخطأ المعياري للعلاقة بين المتغير الوسيط (جودة الأرباح) والمتغير التابع (مستوي الإحتفاظ بالنقدية). (Sobel (1982)

وبناء علي ما تقدم يتضح من تحليل نتيجة اختبار الفرض الثالث، أن جودة الأرباح (المقاسة علي أساس جودة الأستحقاقات) تتوسط العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، وبالتالي يتم قبول الفرض الثالث القائل بأن جودة الأرباح تتوسط العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية.

٦-٥-٤ تحليل الحساسية

في تلك الجزئية يسعى الباحث للتحقق من متانة نتائج إختبارات فروض البحث التي تم التوصل لها بالأجزاء السابقة، وذلك بإعادة إختبار الفرض باستخدام مقاييس بديلة للمتغيرات، وذلك للتحقق من الحصول علي ذات النتائج رغم تغير طرق القياس، فيما يتعلق بالفرض الأول للبحث تم إعادة الإختبار بإستخدام مقياس بديل للملكية المؤسسية يتمثل في نسبة ملكية أكبر مالك كمؤسسة LargestIns بدلاً من إجمالي الملكية المؤسسية لكونه مقياس مناسب تم إستخدامه في دراسات سابقة كدراسة (Khan et al.(2005); Thomsen& Pedersen. (2000) لقياس فاعلية الملكية المؤسسية، ويوضح الجدول رقم (٧) نتائج نموذج انحدار مستوي الإحتفاظ بالنقدية كمتغير تابع على الملكية المؤسسية (المقاسة بدلالة ملكية أكبر الملاك المؤسسيين) وباقي المتغيرات التفسيرية . ويتضح من تحليل النتائج أن المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية تفسر 47.4% من التغير الكلي في مستوي الإحتفاظ بالنقدية (معامل التحديد Adj. R²=0.474) وتظهر قيمة F (24.016) أن نموذج الانحدار ككل كان معنوياً.

وقد بلغت قيمة معامل انحدار ملكية أكبر الملاك كمؤسسة (0.011) وبلغت قيمة P- value وفقاً لإختبار T (0.630) أكبر من مستوى المعنوية 0.05 (وأقل منه عند ١٠%)، مما يشير إلى وجود علاقة طردية ولكن غير معنوية بين الملكية المؤسسية (بدلالة ملكية أكبر الملاك كمؤسسة) و مستوى الإحتفاظ بالنقدية، وبالنسبة لباقي المتغيرات التفسيرية الأخرى فقد حافظت في غالبيتها علي ذات إتجاه ومعنوية علاقتها بمستوي الإحتفاظ بالنقدية. وقد إتفقت تلك النتيجة مع دراسة Karpavičius & Yu (2017) من حيث إتجاه العلاقة وكونها علاقة طردية، إلا أن نتيجة نموذج الإندثار جاءت معبرة عن علاقة غير معنوية بين ملكية كبار الملاك كمؤسسة ومستوي الإحتفاظ بالنقدية. ومن الجدير بالذكر أن دراسة Karpavičius & Yu قد أشارت إلي أن قد يكون سبب العلاقة الطردية المعنوية بين ملكية كبار الملاك كمؤسسات والإحتفاظ بالنقدية لا يمكن إرجاعه فقط لفاعلية الرقابة التي يمارسها كبار الملاك كمؤسسات ولكن لكون شركات عينة الدراسة قد إحتفظت بقدر من النقدية أقل من ذلك القدر الأمثل.

ويرى الباحث أن تلك النتيجة يمكن إرجاعها أن إرتفاع وتركز نسبة الملكية المؤسسية ببيئة الأعمال المصرية لم يعطي مؤشراً يعكس تحسن جودة أنشطة المتابعة التي تمارسها الملكية المؤسسية علي الإدارة للتحقق من وجود إنساق بين قرارات وتصرفات الإدارة ومصالح وتعظيم ثروة الملاك.

جدول 7: نتائج نموذج انحدار الإحتفاظ بالنقدية على الملكية المؤسسية (بدلالة ملكية أكبر الملاك كمؤسسة بدلاً من نسبة الملكية المؤسسية الإجمالية) والمتغيرات الرقابية

اختبار F		Adj. R ²	اختبار T		معاملات الانحدار المقدر (β)	المتغيرات
مستوى المعنوية للنموذج	القيمة		مستوى المعنوية	القيمة		
0.000	24.016	0.474	.024	2.274	.132	(Constant)
			.630	.482	.011	LargestInst
			.088	-1.710	-.031	Tang
			.000	7.316	.368	ROA
			.447	-.761	-.004	Age
			.328	-.979	-.023	NWC
			.001	-3.285	-.046	Lev
			.002	3.134	.163	CFlow
			.000	3.913	.248	Capex
			.130	-1.516	-.020	LTD
			.062	1.875	.025	BankD
			.001	3.210	.023	MTB
			.578	-.557	-.004	DIV

			.050	-1.965	-.003	Growth
			.176	-1.356	-.003	SIZE
			.426	-.797	-.002	Zscore

وبالنسبة للفرض الثاني للبحث تم استخدام نموذج (Kothari (2005) كنموذج بديل لنموذج Jones المعدل المستخدم في قياس جودة الإستحقاقات والذي يعبر عن ذلك المتغير EQ_AQKothari ، وذلك قياساً علي دراسة (Njah & Jarboui (2013) Nekhili, et al. (2016) Alhadi, et Njah & Trabelsi (2019) al.(2018)

ويوضح الجدول رقم (٨) نتائج نموذج إنحدار مستوي الإحتفاظ بالنقدية كمتغير تابع على جودة الأرباح (المقاسة باستخدام نموذج Kothari) وباقي المتغيرات التفسيرية . ويتضح من تحليل النتائج أن المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية تفسر 48.6% من التغير الكلي في مستوي الإحتفاظ بالنقدية (معامل التحديد $Adj. R^2=0.486$) وتظهر قيمة $F (25.103)$ أن نموذج الانحدار ككل كان معنوياً.

وقد بلغت قيمة معامل انحدار جودة الأرباح وفقاً لنموذج Kothari (-0.028) وبلغت قيمة P-value وفقاً لإختبار T (0.004) أقل من مستوى المعنوية 0.05 ، مما يشير إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين جودة الأرباح (بدلالة جودة الإستحقاقات المقاسة علي أساس نموذج Kothari) ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، وبالنسبة لباقي المتغيرات التفسيرية الأخرى فقد حافظت في غالبيتها علي ذات إتجاه ومعنوية علاقتها بمستوي الإحتفاظ بالنقدية . وتتمشى هذه النتيجة مع بعض الدراسات السابقة كدراسة Mansali, et al.(2019)

ويرى الباحث أن تلك النتيجة يمكن إرجاعها إلي عدم وجود تباين كبير بين مفردات العينة فيما يتعلق بالربحية، وذلك علي إعتبار أن الإختلاف الرئيسي بين نموذج Jones ونموذج Kothari يتمثل في معدل العائد علي الأصول كمكون يعكس ربحية الشركة لم يكن مؤثراً في علاقة جودة الأرباح بالإحتفاظ بالنقدية، فقد أظهرت نتائج نموذج الإنحدار علاقة طردية بين العائد علي الأصول ومستوي الإحتفاظ بالنقدية ، إلا أن إتجاه ومعنوية العلاقة بين جودة الأرباح المقاسة بنموذج Kothari لم تتغير مقارنة بنموذج Jones.

جدول 8: نتائج نموذج انحدار الإحتفاظ بالنقدية على جودة الأرباح
(بدلالة جودة الإستحقاقات المقاسة بنموذج Kothari بدلاً من نموذج Jones المعدل)
والمتغيرات الرقابية

اختبار F		Adj. R ²	اختبار T		معاملات الانحدار المقدر (β)	المتغيرات
مستوى المعنوية للنموذج	القيمة		مستوى المعنوية	القيمة		
0.000	25.103	0.486	.032	2.155	.123	(Constant)
			.004	-2.912	-.028	EQ_AQKothari
			.061	-1.876	-.033	Tang
			.000	6.951	.349	ROA
			.489	-.692	-.003	Age
			.296	-1.046	-.024	NWC
			.001	-3.299	-.046	Lev
			.001	3.390	.175	CFlow
			.000	3.873	.242	Capex
			.193	-1.305	-.017	LTD
			.099	1.654	.021	BankD
			.001	3.362	.024	MTB
			.413	-.820	-.007	DIV
			.066	-1.843	-.003	Growth
			.217	-1.237	-.003	SIZE
.187	-1.322	-.004	Zscore			

وفيما يتعلق بالفرض الثالث للبحث تم إجراء إختبار التوسط لجودة الأرباح بدلالة جودة الإستحقاقات وفقاً لنموذج Korathi (EQ_AQKorathi) بدلاً من Jones المعدل للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية (و تظهر نتائج ذلك الإختبار في الجدول رقم 9) ، وقد مر ذلك الإختبار بعدة مراحل تتمثل الأولى في إختبار الأثر الإجمالي للملكية المؤسسية علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية دون التحكم في المتغير المتعلق بجودة الأرباح وأثره علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية، حيث جاء نموذج الإندار معنوياً (P-value=0.00)، وقد جاءت قيمة معامل الإندار الخاص بتلك الملكية المؤسسية (-0.078)، الأمر الذي يشير لعلاقة عكسية معنوية بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية. أما المرحلة الثانية لإختبار التوسط فقد تمثلت في إختبار الأثر غير المباشر للملكية المؤسسية علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية من خلال تأثيرها علي جودة الأرباح (المقاسة بنموذج Korathi) ، وتطلب ذلك نموذج إندار يعبر عن علاقة الملكية المؤسسية بجودة الأرباح ، حيث جاءت معنوية ذلك النموذج (P-value= 0.008) ، وقد بلغ معامل إندار الملكية المؤسسية (0.217) ، الأمر الذي يشير لعلاقة طردية معنوية بين الملكية المؤسسية و جودة الأرباح (المقاسة بنموذج Korathi).

أما المرحلة الثالثة للإختبار فقد تمثلت في إختبار الأثر المباشر للملكية المؤسسية علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية بعد التحكم في جودة الأرباح (المقاسة بنموذج Korathi) و أثرها علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية، وقد جاء نموذج الإنحدار معنوياً (P-value=0.00)، كما جاءت معاملات إنحدار كل من الملكية المؤسسية وجودة الأرباح (0.069 ، -0.043) وقيمة P-value لتلك المتغيرات كانت 0.001 لكل منهما ، الأمر الذي يشير إلي علاقة عكسية معنوية بين كل من الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية ، وذات النتيجة بالنسبة لعلاقة جودة الأرباح بمستوي الإحتفاظ بالنقدية ، وما يتسق مع نتائج الإختبارات السابقة المتعلقة بفرضي البحث الأول والثاني .

جدول 9: يوضح نتائج إختبار توسط جودة الأرباح (بدلالة جودة الإستحقاقات وفقاً لنموذج Kothari) للعلاقة بين الملكية المؤسسية و مستوي الإحتفاظ بالنقدية

المعادلة (٣) Cash _{it} = β ₀ + β ₁ Inst _{it} + β ₂ EQ_AQ(Kothari) _{it} + ε _{it}				المعادلة (٢) EQ_AQ (Kothari) _{it} = β ₀ + β ₁ Inst _{it} + ε _{it}				المعادلة (١) Cash _{it} = β ₀ + β ₁ Inst _{it} + ε _{it}				النموذج
المعوية	T	Std. Error	β	المعوية	T	Std. Error	β	المعوية	T	Std. Error	β	
.000	15.260	.006	.090	.000	-9.811	.022	-.215	.000	18.548	.005	.099	(Constant)
.001	-3.468	.020	-.069	.008	2.669	.081	.217	.000	-3.917	.020	-.078	Inst
.001	-3.462	.012	-.043	----	----	---	---	----	----	---	---	EQ_AQKothari
0.063				0.016				0.036				Adj. R ²
13.887				7.125				15.347				قيمة (F)
0.000				0.008				0.000				معوية النموذج

وباستعراض الجدول السابق نجد أن القيمة المطلقة لمعامل إنحدار الملكية المؤسسية قد إنخفضت بعد التحكم في المتغير الخاص بجودة الأرباح (المقاسة بنموذج Korathi) وإدخاله كأحد المتغيرات التفسيرية للتغيرات بمستوي الإحتفاظ بالنقدية ، فقد كانت قيمة معامل إنحدار الملكية المؤسسية (0.078) وبعد الأخذ بالحسبان تأثير جودة الأرباح وصل معامل الإنحدار للملكية المؤسسية إلي (0.069) ، هذا الإنخفاض يعكس إنخفاض شدة قوة العلاقة العكسية بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية بعد التحكم في جودة الأرباح بإدخاله بالنموذج ، ويعد هذا الإنخفاض ذو دلالة

إحصائية حيث أظهرت نتائج إختبار كل من إختبار Sobel وإختبار Aroian معنوية للأثر غير المباشر للملكية المؤسسية علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية من خلال جودة الأرباح (فقد جاءت إحصائية كلا الإختبارين أكبر من قيمة Z الجدولية عند مستوي ثقة ٩٥% والمساوية لـ 1.96، وهو ما جعل قيمة P-value لكلا الإختبارين أقل من مستوي المعنوية 0.05)، وهو ما يعني أن جودة الأرباح (المقاسة بنموذج Korathi) تتوسط جزئياً للعلاقة بين كل من مستوى الملكية المؤسسية والإحتفاظ بالنقدية، حيث جاءت النتائج علي النحو التالي:

Test Name	Test statistic	Std. Error	P value
Sobel Test	2.63866	0.0012711	0.00832
Aroian Test	2.59285	0.00129356	0.00952

وبناء علي ما تقدم يتضح مما سبق تحقق صحة الفرض الثالث بتوسط جودة الأرباح للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية وذلك علي الرغم من تغيير نموذج قياس جودة الأرباح والإستحقاقات بإستخدام نموذج Korathi بدلاً من Jones المعدل.

٦-٥-٥-٥ التحليل الإضافي

في تلك الجزئية يسعى الباحث لعرض عدد من النتائج لإختبارات إضافية تتعلق أولاً: بتأثير نوعية الملكية المؤسسية من حيث كونها ملكية فاعلة Active أو غير فاعلة Passive علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية، وثانياً: تأثير إستخدام مقاييس بديلة لجودة الأرباح بخلاف جودة الإستحقاق والتي تتمثل في - في إطار حدود البحث - إستمرار وتقلب الأرباح، والتي تتمثل في إستمرارية وتقلب الأرباح علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية، وأخيراً: توسط المقاييس البديلة لجودة الأرباح بخلاف جودة الإستحقاق للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية.

فيما يتعلق بتأثير نوعية الملكية المؤسسية تم إعادة إختبار الفرض الأول مرة بإستخدام نسبة الملكية المؤسسية الفاعلة ومرة أخرى بإستخدام الملكية المؤسسية غير الفاعلة، ويوضح الجدول رقم (١٠) نتائج نموذج إنحدار الإحتفاظ بالنقدية كمتغير تابع على مستوي الملكية المؤسسية الفاعلة وباقي المتغيرات التفسيرية الأخرى. ويتضح من تحليل النتائج أن الملكية المؤسسية الفاعلة والمتغيرات الرقابية تفسر 53.8% من التغير الكلي في مستوي الإحتفاظ بالنقدية (معامل التحديد $Adj. R^2 = 0.53$) وتظهر قيمة F (30.757) أن نموذج الانحدار ككل كان معنوياً. وقد بلغت قيمة معامل إنحدار نسبة الملكية المؤسسية الفاعلة (-0.119) وبلغت قيمة P-value وفقاً لإختبار T (0.00) أقل من مستوي المعنوية 0.05، مما يشير إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين الملكية المؤسسية الفاعلة ومستوي

الإحتفاظ بالنقدية.

ويرى الباحث أن تلك النتيجة تعد منطقية في ضوء أن المستثمر المؤسسي الفاعل يمارس دور رقابي قوي للحد من مشكلات الوكالة علي إعتبار أنه عادة لا يتأثر بإدارة الشركة بالقدر الذي يتأثر به المالك المؤسسي غير الفاعل، الأمر الذي يسهم في الحد من النقدية الزائدة التي قد يستخدمها المديرون بشكل إنتهازي للإضرار بالمساهمين.

جدول 10: نتائج نموذج إندار الإحتفاظ بالنقدية على مستوى الملكية المؤسسية الفاعلة والمتغيرات الرقابية

اختبار F		Adj. R ²	اختبار T		معاملات الانحدار المقدر (β)	المتغيرات
مستوى المعنوية للنموذج	القيمة		مستوى المعنوية	القيمة		
0.000	30.757	0.538	.004	2.921	.159	(Constant)
			.000	-7.167	-.119	ActiveInst
			.126	-1.535	-.026	Tang
			.000	8.596	.407	ROA
			.270	-1.104	-.005	Age
			.329	-.978	-.021	NWC
			.007	-2.717	-.036	Lev
			.000	3.725	.182	CFlow
			.000	3.601	.214	Capex
			.092	-1.691	-.021	LTD
			.069	1.824	.022	BankD
			.012	2.530	.017	MTB
			.066	-1.842	-.014	DIV
			.202	-1.279	-.002	Growth
			.116	-1.577	-.003	SIZE
.646	-.460	-.001	Zscore			

فيما يتعلق بتأثير الملكية المؤسسية غير الفاعلة يوضح الجدول رقم (١١) نتائج نموذج إندار الإحتفاظ بالنقدية كمتغير تابع على مستوى الملكية المؤسسية غير الفاعلة وباقي المتغيرات التفسيرية الأخرى. ويتضح من تحليل النتائج أن الملكية المؤسسية غير الفاعلة و المتغيرات الرقابية تفسر 48.2% من التغير الكلي في مستوى الإحتفاظ بالنقدية (معامل التحديد $Adj. R^2 = 0.482$) وتظهر قيمة F (24.742) أن نموذج الانحدار ككل كان معنوياً. وقد بلغت قيمة معامل إندار الملكية المؤسسية غير الفاعلة (0.054) وبلغت قيمة P-value وفقاً لإختبار T (0.017) ، مما يشير إلى

وجود علاقة طردية معنوية بين الملكية المؤسسية غير الفاعلة ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، وتتعارض هذه النتيجة مع دراسة (Wang et al. (2020) التي توصلت لوجود دور رقابي لملكية البنوك للشركات يحد من مشكلات الوكالة والإحتفاظ بالنقدية الزائدة.

ويرى الباحثان تلك العلاقة الطردية التي تم التوصل إليها تعد منطقية في ضوء ما قد تم التوصل إليه من عدم فاعلية ملكية أكبر مالك كمؤسسة في التأثير علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية ، فنجاح الدور الرقابي الذي تمارسه البنوك بالشركات التي تمتلك جزء من أسهمها يتوقف علي عدة عوامل منها فاعلية آليات الحوكمة ورغبة كبار الملاك في الحد من النقدية الزائدة وتوفير البنوك فرص الإقراض للشركات المملوكة لها.

جدول 11: نتائج نموذج إندار الإحتفاظ بالنقدية على مستوي الملكية المؤسسية غيرالفاعلة والمتغيرات الرقابية

اختبار F		Adj. R ²	اختبار T		معاملات الإندار المقدره (β)	المتغيرات
مستوى المعنوية للنموذج	القيمة		مستوى المعنوية	القيمة		
0.000	24.742	0.482	.023	2.285	.131	(Constant)
			.017	2.396	.054	PassiveInst
			.060	-1.885	-.033	Tang
			.000	7.313	.365	ROA
			.280	-1.083	-.005	Age
			.467	-.727	-.017	NWC
			.002	-3.079	-.043	Lev
			.005	2.815	.146	CFlow
			.000	4.397	.285	Capex
			.034	-2.132	-.030	LTD
			.034	2.133	.028	BankD
			.002	3.195	.023	MTB
			.765	-.300	-.002	DIV
			.033	-2.146	-.004	Growth
			.189	-1.316	-.003	SIZE
.499	-.677	-.002	Zscore			

ومن ناحية أخرى في حال إستخدام إستمرارية الأرباح EQ_Persist بدلاً من جودة الأستحقاقات للتعبير عن مستوي جودة الأرباح ، يوضح الجدول رقم (12) نتائج نموذج إندار الإحتفاظ بالنقدية كمتغير تابع على إستمرارية الأرباح وباقي المتغيرات التفسيرية الأخرى. ويتضح من تحليل النتائج أن إستمرارية الأرباح و المتغيرات الرقابية تفسر 51.3% من التغير الكلي في مستوي الإحتفاظ بالنقدية

(معامل التحديد $R^2 = 0.513$ Adj.) وتظهر قيمة F (27.898) أن نموذج الانحدار ككل كان معنوياً. وقد بلغت قيمة معامل إندثار إستمرارية الأرباح (-0.015) وبلغت قيمة P-value وفقاً لإختبار T (0.00) ، مما يشير إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين إستمرارية الأرباح ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، وتتمشى هذه النتيجة مع بعض الدراسات السابقة كدراسة . Dechow, et al (2010).

ويرى الباحثان تلك النتيجة تعد منطقية في ضوء أن إنخفاض إستمرارية الأرباح يعني أن أرباح الشركة تتشكل بشكل أساسي من إستحقاقات وليس من تدفقات نقدية ، وهو ما يحد من معلوماتية تلك الأرباح ويزيد عد تماثل المعلومات، وهو ما يدفع الشركات للإحتفاظ بمزيد من الإرصدة النقدية لتوفير التمويل من مصادر ذاتية لتقليل الإعتماد علي سوق المال ومصادر التمويل الخارجي.

جدول 12: نتائج نموذج إندثار الإحتفاظ بالنقدية على إستمرارية الأرباح والمتغيرات الرقابية

اختبار F		Adj. R ²	اختبار T		معاملات الانحدار المقدره (β)	المتغيرات
مستوى المعنوية للنموذج	القيمة		مستوى المعنوية	القيمة		
0.000	27.898	0.513	.071	1.808	.101	(Constant)
			.000	-5.448	-.015	EQ_Persist
			.123	-1.548	-.027	Tang
			.000	7.497	.363	ROA
			.977	-.028	.000	Age
			.512	-.657	-.015	NWC
			.001	-3.243	-.044	Lev
			.027	2.227	.113	CFlow
			.000	4.085	.248	Capex
			.154	-1.428	-.018	LTD
			.053	1.942	.024	BankD
			.000	3.619	.025	MTB
			.767	-.297	-.002	DIV
			.163	-1.396	-.002	Growth
			.301	-1.037	-.002	SIZE
.254	-1.142	-.003	Zscore			

ومن ناحية أخرى في حال إستخدام تقلبات الأرباح EQ_Volat بدلاً من جودة الأستحقاقات، يوضح الجدول رقم (13) نتائج نموذج إندثار الإحتفاظ بالنقدية كمتغير تابع على تقلبات الأرباح وباقي المتغيرات التفسيرية الأخرى. ويتضح من تحليل النتائج أن تقلبات الأرباح والمتغيرات الرقابية تفسر

52.1% من التغير الكلي في مستوى الإحتفاظ بالنقدية (معامل التحديد $Adj. R^2 = 0.521$) وتظهر قيمة F (28.825) أن نموذج الانحدار ككل كان معنوياً. وقد بلغت قيمة معامل إنحدار تقلبات الأرباح (0.018) وبلغت قيمة P-value وفقاً لإختبار T (0.00) ، مما يشير إلى وجود علاقة طردية معنوية بين تقلبات الأرباح ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، وتتمشى هذه النتيجة مع دراسة Opler, (1999) et al. (2006 Nguyen) وCohen & Li (2016)

ويرى الباحث أن تلك النتيجة تعد منطقية في ضوء أن تقلبات الأرباح تعتبر مقياساً عكسياً لجودة الأرباح ، وبالتالي فإن زيادتها تعطي مؤشر علي إنخفاض جودة الربح وزيادة عدم تماثل المعلومات الأمر الذي يدفع إدارة الشركة للسعي علي تحقيق تراكم بالأرصدة النقدية للوقاية من تأثير الزيادة المتوقعة في تكلفة التمويل الخارجي كنتيجة لدافع الوقاية كأحد الدوافع التي تفسر سبب الإحتفاظ بالنقدية.

جدول 13: نتائج نموذج إنحدار الإحتفاظ بالنقدية على تقلبات الأرباح والمتغيرات الرقابية

اختبار F		Adj. R ²	اختبار T		معاملات الانحدار المقدره (β)	المتغيرات
مستوى المعنوية للنموذج	القيمة		مستوى المعنوية	القيمة		
0.000	28.825	0.521	.005	2.800	.155	(Constant)
			.000	6.059	.018	EQ_Volat
			.189	-1.317	-.022	Tang
			.000	7.343	.352	ROA
			.036	-2.103	-.010	Age
			.420	-.807	-.018	NWC
			.006	-2.769	-.037	Lev
			.000	3.604	.179	CFlow
			.000	3.935	.237	Capex
			.137	-1.490	-.019	LTD
			.071	1.810	.023	BankD
			.005	2.795	.019	MTB
			.493	-.686	-.005	DIV
			.019	-2.347	-.004	Growth
			.078	-1.769	-.004	SIZE
.233	-1.196	-.003	Zscore			

وفيما يتعلق بإختبار التوسط جودة الأرباح للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، تم إجراء إختبارين إضافين يتعلق الأول بتوسط إستمرارية الأرباح EQ_Persist لتلك العلاقة محل الدراسة، أما الإختبار الثاني فيتعلق بتوسط تقلبات الأرباح EQ_Volat لذات العلاقة . بالنسبة لإستمرارية الأرباح يظهر الجدول رقم (14) نتائج ذلك الإختبار، فيما يتعلق بالأثر الإجمالي للملكية

وباستعراض الجدول السابق نجد أن القيمة المطلقة لمعامل إنحدار الملكية المؤسسية قد إنخفضت بعد التحكم في المتغير الخاص بجودة الأرباح (بدلالة إستمرارية الأرباح) وإدخاله كأحد المتغيرات التفسيرية للتغيرات بمستوي الاحتفاظ بالنقدية ، فقد كانت قيمة معامل إنحدار الملكية المؤسسية (0.078) وبعد الأخذ بالحسبان تأثير جودة الأرباح وصل معامل الإنحدار الملكية المؤسسية إلي (0.064) ، هذا الإنخفاض يعكس إنخفاض شدة قوة العلاقة العكسية بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية بعد التحكم في جودة الأرباح بإدخاله بالنموذج، ويعد هذا الإنخفاض ذو دلالة إحصائية حيث أظهرت نتائج إختبار كل من إختبار Sobel وإختبار Aroian معنوية للأثر غير المباشر للملكية المؤسسية علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية من خلال جودة الأرباح (فقد جاءت إحصائية كلا الإختبارين أكبر من قيمة Z الجدولية عند مستوي ثقة ٩٥% والمساوية لـ 1.96 ، وهو ما جعل قيمة P-value لكلا الإختبارين أقل من مستوي المعنوية 0.05) ، وهو ما يعني أن جودة الأرباح بدلالة إستمرارية الأرباح تتوسط جزئياً للعلاقة بين كل من مستوي الملكية المؤسسية والاحتفاظ بالنقدية، حيث جاءت النتائج علي النحو التالي

Test Name	Test statistic	Std. Error	P value
Sobel Test	3.13070101	0.00052321	0.0017439
Aroian Test	3.09473335	0.00052929	0.0019699

وبناء علي ما تقدم يتضح مما سبق تحقق صحة الفرض الثالث بتوسط جودة الأرباح للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية وذلك علي الرغم من الإعتماد علي إستمرارية الأرباح كبديل عن جودة الإستحقاقات

وبالنسبة لتوسط تقلبات الأرباح للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية، يظهر الجدول رقم (15) نتائج ذلك الإختبار، فيما يتعلق بالأثر الإجمالي للملكية المؤسسية علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية دون التحكم في أثر جودة الأرباح بدلالة تقلبات الأرباح علي الاحتفاظ بالنقدية، حيث جاء نموذج الإنحدار معنوياً (P-value= 0.00) ، وقد جاءت قيمة معامل الإنحدار الخاص بتلك الملكية المؤسسية (-0.078) ، الأمر الذي يشير لعلاقة عكسية معنوية بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية. وفيما يخص الأثر غير المباشر للملكية المؤسسية علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية من خلال تأثيرها علي جودة الأرباح (المقاسة بدلالة تقلبات الأرباح) جاءت معنوية ذلك النموذج (P-value= 0.009) ، وقد بلغ معامل إنحدار الملكية المؤسسية (-0.646) ، وهو ما يعني وجود علاقة عكسية معنوية بين الملكية المؤسسية و جودة الأرباح (بدلالة تقلبات الأرباح).

وفيما يتعلق باختبار الأثر المباشر للملكية المؤسسية علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية بعد التحكم في جودة الأرباح (بدلالة تقلبات الأرباح) وأثرها علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فقد جاء نموذج الإنحدار معنويا (P-value= 0.00)، كما جاءت معاملات إنحدار كل من الملكية المؤسسية وجودة الأرباح (0.024, -0.062)، أما قيمة P-value لتلك المتغيرات فقد كانت (0.000 ، 0.001) علي الترتيب، الأمر الذي يشير إلي علاقة عكسية معنوية بين كل من الملكية المؤسسية مستوى الاحتفاظ بالنقدية، في حين أن العلاقة بين تقلبات الأرباح كمقياس لجودتها ومستوي الاحتفاظ بالنقدية جاءت طردية معنوية ، وهو ما يتفق مع ما قد تم التوصل إليه من نتائج.

جدول 15: يوضح نتائج إختبار توسط جودة الأرباح (بدلالة تقلبات الأرباح) للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية

المعادلة (٣) Cash _{it} = β0 + β1 Inst _{it} + β2 EQ_Volat _{it} + eit				المعادلة (٢) EQ_Volat _{it} = β0 + β1 Inst _{it} + eit				المعادلة (١) Cash _{it} = β0 + β1 Inst _{it} + eit				النموذج
المعنوية	T	Std. Error	β	المعنوية	T	Std. Error	β	المعنوية	T	Std. Error	β	
.000	11.944	.006	.076	.000	14.500	.066	.961	.000	18.548	.005	.099	(Constant)
.001	-3.250	.019	-.062	.009	-2.620	.247	-.646	.000	-3.917	.020	-.078	Inst
.000	6.121	.004	.024	----	----	---	---	----	----	---	---	EQ_Volat
												Adj. R ²
												قيمة (F)
												معنوية النموذج
				0.015				0.036				
				6.866				15.347				
				0.009				0.000				

وباستعراض الجدول السابق نجد أن القيمة المطلقة لمعامل إنحدار الملكية المؤسسية قد إنخفضت بعد التحكم في المتغير الخاص بجودة الأرباح (بدلالة تقلبات الأرباح) وإدخاله كأحد المتغيرات التفسيرية للتغيرات بمستوي الاحتفاظ بالنقدية ، فقد كانت قيمة معامل إنحدار الملكية المؤسسية (0.078) وبعد الأخذ بالحسبان تأثير جودة الأرباح وصل معامل الإنحدار الملكية المؤسسية إلي (0.062) ، هذا الإنخفاض يعكس إنخفاض شدة قوة العلاقة العكسية بين الملكية المؤسسية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية بعد التحكم في جودة الأرباح (تقلبات الأرباح) بإدخاله بالنموذج ، ويعد هذا الإنخفاض ذو دلالة إحصائية حيث أظهرت نتائج إختبار كل من إختبار Sobel وإختبار Aroian

معنوية للأثر غير المباشر للملكية المؤسسية علي مستوى الإحتفاظ بالنقدية من خلال جودة الأرباح (فقد جاءت إحصائية كلا الإختبارين أكبر من قيمة Z الجدولية عند مستوى ثقة ٩٥% والمساوية لـ 1.96 ، وهو ما جعل قيمة P-value لكلا الإختبارين أقل من مستوي المعنوية 0.05) ، وهو ما يعني أن جودة الأرباح بدلالة تقلبات الأرباح تتوسط جزئياً للعلاقة بين كل من مستوي الملكية المؤسسية والإحتفاظ بالنقدية، حيث جاءت النتائج علي النحو التالي:

Test Name	Test statistic	Std. Error	P value
Sobel Test	-3.2699301	0.00057249	0.00107574
Aroian Test	-3.23846353	0.00057805	0.00120175

وبناء علي ما تقدم يتضح مما سبق تحقق صحة الفرض الثالث بتوسط جودة الأرباح للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية و ذلك علي الرغم من الإعتماد علي تقلبات الأرباح كبديل عن جودة الإستحقاقات ، وتتمشى هذه النتيجة مع بعض الدراسات السابقة كدراسة Nguyen (2006).

ويرى الباحث أن تلك النتيجة تعد منطقية في ضوء أن وجود الملكية المؤسسية له دور في الحد من تأثير التقلبات بالأرباح علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية ، نظراً لما توفره المؤسسات المالكة من مصادر تمويل لمواجهة أي نقص بالنقدية ، أما في حال تلك الملكية وغياب الإلتزام الضمني لتغطية أي عجز بالنقدية يدفع الشركات للإحتفاظ بمستويات أعلى من النقدية لمواجهة المخاطر التي تتعرض لها الشركة والمتمثلة في عدم التأكد وتقلب أرباح الشركة.

٦-٧ النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة

من خلال استعراض البحث بشقيه النظري والتطبيقي، توصل الباحث إلى عدة نتائج الهامة، بالإضافة إلى عدة توصيات ومجالات مقترحة للبحث وذلك علي النحو التالي:

فيما يتعلق بالنتائج التي تم التوصل إليها من واقع الجانب النظري والعملية للبحث إن أهمها مايلي:

- توجد عدة نظريات لتفسير سلوك الإدارة في الإحتفاظ بالنقدية ومن أهم تلك النظريات نظرية ترتيب الإختيار أو الإنتقاء لمصادر التمويل ونظرية الوكالة والتي فسرت السلوك الإنتهازي للإدارة للإحتفاظ بنقدية قد تتجاوز المستوي الأمثل منها لتحقيق مصالح ذاتية ، كما تعددت دوافع الإحتفاظ بالنقدية ويتمثل أهم تلك الدوافع في دافع تكاليف المعاملات والتي تزيد في ظل زيادة مستوي عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية و الخارجية، وهو ما يعطي مؤشراً علي إنخفاض جودة الأرباح والتقارير المالية.

- يمكن للملكية المؤسسية ونوعيتها ممارسة دور رقابي علي إدارات الشركات المملوكة ، وهو ما إنعكس علي نتائج العديد من الدراسات التي إجريت بدول مختلفة أظهرت وجود تأثير للملكية المؤسسية ونوعيتها علي جودة الأرباح والتقارير المالية.
- أظهرت مصفوفة معاملات إرتباط بيرسون وجود إرتباط سلبي ومعنوي بين الإحتفاظ بالنقدية والملكية المؤسسية من جانب و جودة الأرباح (بدلالة جودة الإستحقاقات) من ناحية أخرى ، كما إرتبطت نسبة الملكية المؤسسية طردياً بجودة الأرباح المقاسة بدلالة جودة الإستحقاقات. يوجد إرتباط سلبي معنوي بين كل من الإحتفاظ بالنقدية و الرفع المالي للشركة ونسبة الديون طويلة الأجل ونسبة النمو ، ويرتبط مستوى الإحتفاظ بالنقدية طردياً ومعنوياً بنسبة التدفقات النقدية ورأس المال العامل والعائد علي الإستثمار ، ومن ناحية أخرى إرتبطت نسبة القروض البنكية سلباً بشكل غير معنوي بنسبة الإحتفاظ بالنقدية والتي قد إرتبطت أيضاً طردياً و لكن بشكل غير معنوي بكل من حجم الشركة ومؤشر Z الدال علي تعرض الشركة لأزمات مالية.
- توجد علاقة عكسية معنوية بين مستوي الملكية المؤسسية ونسبة الإحتفاظ بالنقدية، فقد أظهر التحليل الأساسي للبحث أن زيادة النسبة الإجمالية لكافة الملاك كمؤسسات - كمؤشر علي الدور الرقابي الذي تمارسه تلك المؤسسات علي الإدارة - قد ترتب عليه إنخفاضاً ذو دلالة إحصائية في نسبة الإحتفاظ بالنقدية. وهو ما قد ترتب عليه قبول الفرض الأول للبحث.
- أظهر تحليل الحساسية لتأثير الملكية المؤسسية علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية في حال إستخدام نسبة ملكية كبار الملاك كمؤسسة للتعبير عن مستوي الملكية المؤسسية كبديل للنسبة الإجمالية للملكية المؤسسية وجود علاقة طردية غير معنوية بين الملكية المؤسسية ونسبة الإحتفاظ بالنقدية.
- أظهر التحليل الإضافي لتأثير نوعية الملكية المؤسسية (من حيث كونها ملكية مؤسسية فاعلة أو غير فاعلة) علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية أنه توجد علاقة طردية معنوية بين الملكية المؤسسية الفاعلة ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، في حين جاءت العلاقة بين الملكية المؤسسية غير الفاعلة ونسبة الإحتفاظ بالنقدية عكسية معنوية.
- توجد علاقة عكسية معنوية بين جودة الأرباح المقاسة بدلالة مستوي جودة الإستحقاقات ونسبة الإحتفاظ بالنقدية ، فقد أظهر التحليل الأساسي للبحث أن زيادة مستوي جودة الأرباح - كمؤشر علي زيادة شفافية القوائم المالية- قد ترتب عليه إنخفاضاً ذو دلالة إحصائية في نسبة الإحتفاظ بالنقدية. وهو ما قد ترتب عليه قبول الفرض الثاني للبحث. وقد أظهر تحليل الحساسية لتأثير جودة الأرباح بدلالة جودة الإستحقاقات علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية في حال إستخدام نموذج Korathi

بدلاً من Jones المعدل لإدخال عامل ربحية الشركة المتمثل في معدل العائد علي الأصول تحقق ذات العلاقة العكسية بين جودة الأرباح ومستوي الإحتفاظ بالنقدية.

- أظهر التحليل الإضافي لتأثير جودة الأرباح علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية ، بإستخدام مقاييس بديلة لجودة الأرباح بخلاف جودة الإستحقاقات (تمثلت في إستمرارية و تقلبات الأرباح وفقاً لما جاء بحدود البحث) أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين إستمرارية الأرباح ومستوي الإحتفاظ بالنقدية ، في حين جاءت العلاقة بين تقلبات الأرباح (كمؤشر عكسي لجودة الأرباح) ومستوي الإحتفاظ بالنقدية طردية ذات دلالة إحصائية.

- جودة الأرباح بدلالة جودة الإستحقاقات (وفقاً لنموذج Jones المعدل ونموذج Korathi في إطار تحليل الحساسية) تتوسط العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية ، وبالتالي تم قبول الفرض الثالث للبحث علي أساس أن العلاقة العكسية المعنوية بين نسبة الملكية المؤسسية الإجمالية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية جاءت نتيجة لكون الزيادة في الملكية المؤسسية قد أدت لتحسن معنوي بجودة الأرباح الأمر الذي ترتب عليه إنخفاض ذو دلالة إحصائية بمستوي الإحتفاظ بالنقدية.

- أظهر التحليل الإضافي لتوسط جودة الأرباح (المقاسة بدلالة مقاييس بديلة بخلاف جودة الإستحقاقات تتمثل في إستمرارية وتقلبات الأرباح وذلك في إطار ما جاء بحدود البحث) للعلاقة بين الملكية المؤسسية و مستوي الإحتفاظ بالنقدية أن إستمرارية الأرباح تتوسط تلك العلاقة علي إعتبار أن زيادة الملكية المؤسسية قد أدي إلي تحسن معنوي في إستمرارية الأرباح الأمر الذي ترتب عليه إنخفاض ذو دلالة إحصائية بمستوي الإحتفاظ بالنقدية، وفيما يتعلق بتقلبات الأرباح فقد أظهر التحليل الإضافي للبحث توسطها للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية، وذلك نتيجة لكون الزيادة في الملكية المؤسسية قد أدت لإنخفاض معنوي بمستوي تقلبات الأرباح الأمر الذي ترتب عليه إنخفاض ذو دلالة إحصائية بمستوي الإحتفاظ بالنقدية، وذلك نتيجة لوجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين تقلبات الأرباح و مستوي النقدية المحتفظ بها.

وبناء علي ما تقدم فإن من أهم توصيات البحث ما يلي:

- تشجيع المؤسسات علي إمتلاك أسهم الشركات علي أساس أن ذلك الشكل من أشكال الملكية من الأهمية لما يمكن أن يمارسه من أنشطة متابعة لأداء الإدارة يمكن أن يحد من مشكلات الوكالة، حيث يمكن للملكية المؤسسية أن تقيد حرية الإدارة في الإثراء علي حساب المساهمين من خلال ما يمكنها تحقيقه من منافع ذاتية بإستغلال الأرصدة النقدية المبالغ فيها التي قررت الإدارة الإحتفاظ بها، إلي جانب كون تلك المؤسسات يمكن أن تحد من القيود المالية المفروضة علي الشركات المملوكة لها .

- دعم الدور الحوكمي للملكية المؤسسية بتشجيع وجود تمثيل لذلك الشكل من أشكال الملكية بمجالس إدارات الشركات و خاصة للمؤسسات ذات القدرة علي مقاومة ضغوط الإدارة ، بحيث يمكن لتلك المؤسسات تقييد أي سلوك إنتهازي تمارسه الإدارة ضد باقي المساهمين بإستغلال الأصول النقدية لتحقيق منافع خاصة.
 - تشجيع هيئة الرقابة المالية للإطلاع بدور في دعم الشفافية لتحسين ثقة المتعاملين بالبورصة فيما يتعلق بإدارة السياسة النقدية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية بإلزام تلك الشركات بالإفصاح عن سياستها النقدية وذلك للحد من عدم تماثل المعلومات.
 - تشجيع هيئة الرقابة المالية علي تنظيم دورات توعية لأهم المشاركين بسوق المال حول أهم دوافع إدارات الشركات للإحتفاظ بمزيد من الأصول النقدية ، وتوضيح تأثير حرية التصرف المتاحة في الإختيار بين البدائل المحاسبية علي إدارة السياسات النقدية للشركات.
 - ضرورة تشجيع الدولة علي إجراء تنوع في محفظة الملاك كمؤسسات بأشكالها المختلفة المحلية والأجنبية مع تشجيع أشكال الملكية المؤسسية الطويلة الأجل لدعم الدور الرقابي الذي من الممكن أن تمارسه تلك الملكية لحماية ثروة المساهمين وخاصة من الأقليات ممن لا تتوافر لديهم الموارد والقدرات اللازمة لممارسة متابعة فاعلة لسلوكيات المديرين الإنتهازية.
 - ضرورة إضطلاع الدولة بإصدار عدد من القوانين لتوفير الغطاء الكافي لحماية المستثمرين وبخاصة صغار المستثمرين من محاولات إستغلالهم ، ومع ضرورة وجود دعم أكبر لجودة التقارير المالية.
- وأخيراً وفيما يتعلق بأهم مجالات البحث المقترحة فأهمها ما يلي:**
- أثر المدي الزمني للملكية المؤسسية علي مستوي وقيمة الإحتفاظ بالنقدية - دراسة تطبيقية.
 - أثر الملكية المؤسسية علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة - دراسة تطبيقية.
 - أثر الملكية الإدارية وطبيعتها علي مستوي وقيمة الإحتفاظ بالنقدية - دراسة تطبيقية.
 - أثر تركيز أشكال الملكية علي جودة الأرباح ومستوي الإحتفاظ بالنقدية - دراسة تطبيقية.
 - أثر فاعلية أليات حوكمة الشركات علي مستوي وقيمة الإحتفاظ بالنقدية - دراسة تطبيقية.
 - أثر مستوي الإحتفاظ بالنقدية علي الأداء المالي الشركات - دراسة تطبيقية.
 - أثر تقديم و أنعاب الخدمات التي قدمها مراقب الحسابات بخلاف المراجعة التقليدية للقوائم المالية التاريخية علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية - دراسة تجريبية.

- أثر مستوي و جودة الإفصاح الإلكتروني للشركات المقيدة بالبورصة علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية.
- أثر قابلية القوائم المالية للمقارنة علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية.
- علاقة قيمة الإحتفاظ بالنقدية بالتحفظ المحاسبي - دراسة تطبيقية.
- أثر الملكية الحكومية علي مستوي الإحتفاظ بالنقدية - دراسة تطبيقية.
- علاقة الإحتفاظ بمستوي نقدية مرتفع بالقيود المالية المفروضة علي الشركة و كفاءة الإستثمار - دراسة تطبيقية.
- علاقة جودة مراجعة الحسابات بتقييم السوق للأرصدة النقدية المحتفظ بها - دراسة تطبيقية.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- الحوشي ، محمد محمود . (٢٠١٩). "أثر دورة حياة الشركة علي العلاقة بين المعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة و جودة الأرباح : دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية "مجلة الأسكندرية للبحوث المحاسبية جامعة الأسكندرية - كلية التجارة - قسم المحاسبة والمراجعة ، المجلد الثالث ، العدد الثالث، ص ١٤٣-٢٠٦.
- السيد، محمد صابر حمودة. (٢٠١٨). " أثر أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية : دراسة تطبيقية" مجلة الفكر المحاسبي جامعة عين شمس - كلية التجارة - قسم المحاسبة والمراجعة ، المجلد ٢٢ ، العدد الرابع، ص ١٤٤٣-١٥٢٣.
- بلال، السيد حسن سالم. (٢٠١٧). "العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها : دراسة إختبارية على الشركات المساهمة المصرية" مجلة الفكر المحاسبي جامعة عين شمس - كلية التجارة - قسم المحاسبة والمراجعة ، المجلد ٢١ ، العدد الرابع، ص ٢٠٠-٢٤٨.
- عفيفي، هلال عبدالفتاح السيد (٢٠١٥)، أثر حوكمة مجلس الإدارة على الإحتفاظ بالنقدية فى الإحتفاظ بالنقدية : دراسة إختبارية، المجلة المصرية للدراسات التجارية جامعة المنصورة - كلية التجارة (مج ٣٩، ٤٤) ، ص ص (١١٨ - ٥١)

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Al-dhamari, R., & Ku Ismail, K. N. I. (2015). Cash holdings, political connections, and earnings quality: some evidence from Malaysia. *International Journal of Managerial Finance*, 11(2), 215-231.
- Alhadi, S. A.; Senik, R., & Johari, J. (2018) Institutional Ownership and Earnings Quality pre-and post-IFRS. *Journal of Economics and Management* 12 (S2): 747-757
- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International business review*, 22(1), 77-88.
- _____ & 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.
- Altamuro, J., & Beatty, A. (2006). Do internal control reforms improve earnings quality. *The Ohio State University, Working Paper*.
- Ameer, R. (2010). The role of institutional investors in the inventory and cash management practices of firms in Asia. *Journal of Multinational Financial Management*, 20(2-3), 126-143.
- Anjum, S., & Malik, Q. A. (2013). Determinants of corporate liquidity—an analysis of cash holdings. *Journal of Business and Management*, 7(2), 94-100.
- Bao, S. R., & Lewellyn, K. B. (2017). Ownership structure and earnings management in emerging markets—An institutionalized agency perspective. *International Business Review*, 26(5), 828-838.
- Barton, J.; Hansen, T. B., & Pownall, G. (2010). Which performance measures do investors around the world value the most—And why?. *The*

- Accounting Review*, 85(3), 753-789.
- 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), 1371.
- 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.
- Belghitar, Y., & Khan, J. (2013). Governance mechanisms, investment opportunity set and SMEs cash holdings. *Small Business Economics*, 40(1), 59-72.
- Benkraiem, R. (2008). The influence of institutional investors on opportunistic earnings management. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 5(1), 89-106.
- Bokpin, G. A. (2011). Ownership structure, corporate governance and dividend performance on the Ghana Stock Exchange. *Journal of Applied Accounting Research*.
- Brown, C.; Chen, Y., & Shekhar, C. (2011). Institutional ownership and firm cash holdings. *Financial Research Network*, 10, 9-12.
- Bukit, R. B., & Nasution, F. N. (2015). Employee diff, free cash flow, corporate governance and earnings management. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 211, 585-594.
- Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The accounting review*, 86(4), 1255-1288.
- Cheng, C. A., & Reitenga, A. (2009). Characteristics of institutional investors and discretionary accruals. *International Journal of Accounting & Information Management*.

- Chung, R.; Firth, M., & Kim, J.-B. (2005). *Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. Journal of Business Research, 58(6), 766–776.*
- Cohen, D. A., & Li, B. (2016). Why do firms hold less cash? A customer base explanation. *A Customer Base Explanation (December 2016), Working paper*
- 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.*
- Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). *Earnings quality*. The Research Foundation of Chartered Financial Analyst (CFA) Institute
- _____, Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of accounting and economics, 50(2-3), 344–401.*
- 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.*
- 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.*
- Farinha, L., & Prego, P. (2014). Cash holdings determinants in the Portuguese economy. *Financial Stability Report, May, 107–115.*
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management, 10(2), 295–319.*
- Francis, J.; LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting review, 79(4), 967–1010.*
- Gaio, C., & Raposo, C. (2011). Earnings quality and firm valuation:

- international evidence. *Accounting & Finance*, 51(2), 467-499.
- García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2008). On the determinants of SME cash holdings: Evidence from Spain. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(1-2), 127-149.
-
- _____ & Sánchez-Ballesta, J. P. (2009). Accruals quality and corporate cash holdings. *Accounting & Finance*, 49(1), 95-115.
- Guney, Y.; Ozkan, A., & Ozkan, N. (2007). International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings. *Journal of Multinational financial management*, 17(1), 45-60.
- Han, S., & Qiu, J. (2007). Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 43-57.
- Harford, J.; Kecskés, A., & Mansi, S. (2012). Investor horizons and corporate cash holdings. *Available at SSRN 2000226*.
- Harris, M., & Raviv, A. (2017). Why do firms sit on cash? An asymmetric information approach. *The Review of Corporate Finance Studies*, 6(2), 141-173.
- 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.
- Islam, S. (2012). Manufacturing firms' cash holding determinants: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*, 7(6), 172.
- 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.
- Kafayat, A.; Rehman, K. U., & Farooq, M. (2014). Factors effecting corporate

- cash holding of non-financial firms in Pakistan. *Acta Universitatis Danubius. Œconomica*, 10(3).
- Kariuki, S. N.; Namusonge, G. S., & Orwa, G. O. (2015). Determinants of corporate cash holdings: evidence from private manufacturing firms in Kenya. *International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences*, 4(6), 15-33.
- Karpavičius, S., & Yu, F. (2017). How institutional monitoring creates value: Evidence for the free cash flow hypothesis. *International Review of Economics & Finance*, 52, 127-146.
- Kazemian, S., & Sanusi, Z. M. (2015). Earnings management and ownership Structure. *Procedia Economics and Finance*, 31, 618-624.
- 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).
- Khan, R.; Dharwadkar, R., & Brandes, P. (2005). Institutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination. *Journal of Business Research*, 58(8), 1078-1088.
- Kusnadi, Y. (2003). Corporate cash holdings and corporate governance mechanisms. *Available at SSRN 479401*.
- Latif, A. W.; Latif, A., & Abdullah, F. (2017). Influence of Institutional Ownership on Earnings Quality: Evidence for Firms Listed on the Pakistan Stock Exchange. *Pakistan Business Review*, October.
- Lemma, T. T.; Negash, M., Mlilo, M., & Lulseged, A. (2018). Institutional ownership, product market competition, and earnings management: Some evidence from international data. *Journal of Business Research*, 90, 151-163.
- Lin, C. M.; Chan, M. L., Chien, I. H., & Li, K. H. (2018). The relationship between cash value and accounting conservatism: The role of

- controlling shareholders. *International Review of Economics & Finance*, 55, 233-245.
- Lin, L., & Manowan, P. (2012). Institutional ownership composition and earnings management. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 15(04), 1250022.
- Liu, C. (2016, July). Earnings Transparency and Corporate Cash Holdings. In *29th Australasian Finance and Banking Conference*.
- Loncan, T. (2018). Foreign institutional ownership and corporate cash holdings: Evidence from emerging economies. *International Review of Financial Analysis*.
- Louis, H.; Sun, A. X., & Urcan, O. (2012). Value of cash holdings and accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 29(4), 1249-1271.
- Manoel, A. A. S., & da Costa Moraes, M. B. (2018). Cash Holdings in Brazil: a study considering the effects of financial constraints and the adoption of international financial reporting standards. *Revista Universo Contábil*, 14(2), 118-136.
- _____, M. B., Santos, D. F. L., & Neves, M. F. (2018). Determinants of corporate cash holdings in times of crisis: insights from Brazilian sugarcane industry private firms. *International Food and Agribusiness Management Review*, 21(2), 201-218.
- _____, Nagano, M. S., & Sobreiro, V. A. (2018). Cash holdings and corporate governance: The effects of premium listing in Brazil. *Review of development finance*, 8(2), 106-115.
- Mansali, H.; Derouiche, I., & Jemai, K. (2019). Accruals quality, financial constraints, and corporate cash holdings. *Managerial Finance*.
- Meggison, W. L.; Ullah, B., & Wei, Z. (2014). State ownership, soft-budget

- constraints, and cash holdings: Evidence from China's privatized firms. *Journal of Banking & Finance*, 48, 276-291.
- 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.
- Moh'd, M. A.; Perry, L. G., & Rimbey, J. N. (1995). An investigation of the dynamic relationship between agency theory and dividend policy. *Financial Review*, 30(2), 367-385.
- Nekhili, M.; Amar, I. F. B., Chtioui, T., & Lakhil, F. (2016). Free cash flow and earnings management: The moderating role of governance and ownership. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 32(1), 255-268.
- Nelson, M. W., & Skinner, D. J. (2013). How should we think about earnings quality? A discussion of "Earnings quality: Evidence from the field". *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), 34-41.
- Nguyen, P. (2005). How sensitive are Japanese firms to earnings risk? Evidence from cash holdings. 1-41. [Online] **Available at** : http://www.ssrn/Sensitivity_earnings_riskNguyen.pdf
- _____ & Rahman, N. (2018). Institutional ownership, cross-shareholdings and corporate cash reserves in Japan. *Accounting & Finance*.
- Nichols, D. C., & Wahlen, J. M. (2004). How do earnings numbers relate to stock returns? A review of classic accounting research with updated evidence. *Accounting Horizons*, 18(4), 263-286.
- Njah, M., & Jarboui, A. (2013). Institutional investors, corporate governance, and earnings management around merger: evidence from French absorbing firms. *Journal of Economics Finance and Administrative Science*, 18(35), 89-96.

- Njah, M., & Trabelsi, R. (2019). Large institutional investors and the pressure to manage earnings surrounding seasoned equity offerings. *International Journal of Law and Management*.
- 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.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of banking & finance*, 28(9), 2103-2134.
- Ozkan, S.; Can, G., & Ocak, M. (2018) Effects of IFRS adoption on corporate cash holdings: Evidence from an emerging market. Available at : <https://www.researchgate.net/publication/329468357>
- Salehi, A.; Mohammadi, S., & Afshari, M. (2016). Impact of institutional ownership and board independence on the relationship between excess free cash flow and earnings management. *Advances in Mathematical Finance and Applications*, 2(3), 91-105.
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings quality. *Accounting horizons*, 17, 97-110.
- Shin, M.; Kim, S.; Shin, J., & Lee, J. (2018). Earnings quality effect on corporate excess cash holdings and their marginal value. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(4), 901-920.
- Sobel ME. Asymptotic confidence intervals for indirect effects in structural equation models. *Sociological methodology*. 1982 Jan 1;13(1982):290-312.
- Šodan, S. (2015). The impact of fair value accounting on earnings quality in eastern European countries. *Procedia Economics and Finance*, 32, 1769-1786.
- Sun, Q.; Yung, K., & Rahman, H. (2012). Earnings quality and corporate cash

- holdings. *Accounting & Finance*, 52(2), 543-571.
- Taghavi, S. A. M., & Javanmard, A. (2013), The Effects of Earning Management on Corporate Cash Holdings: Empirical Evidence From Iran. Shiraz. *Journal of System Management*, Vol. 1, No. 2, 95-119
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
- Tran, Q. T. (2020). Financial crisis, shareholder protection and cash holdings. *Research in International Business and Finance*, 52, 101131.
- Ullah, H.; Saeed, G., & Zeb, A. (2014). Corporate Ownership Structure and Firm Excess Cash Holdings: Evidenced from Emerging Markets, **Pakistan**. *Abasyn University Journal of Social Sciences*, 7(2).
- Wang, H.; Luo, T.; Tian, G. G., & Yan, H. (2020). How does bank ownership affect firm investment? Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 105741.
- Ward, C.; Yin, C., & Zeng, Y. (2018). Institutional investor monitoring motivation and the marginal value of cash. *Journal of Corporate Finance*, 48, 49-75.
- Wasiuzzaman, S. (2014). Analysis of corporate cash holdings of firms in Malaysia. *Journal of Asia Business Studies*, 8(2), 118-135.
- Zhong, L.; Chourou, L., & Ni, Y. (2017). *On the association between strategic institutional ownership and earnings quality: Does investor protection strength matter?* *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(6), 429-450

مخرجات التحليل الإحصائي لبيانات عينة البحث

نتيجة إختبار الفرض الأول

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.719 ^a	.517	.498	.0544427
a. Predictors: (Constant), Zscore, LTD, MTB, SIZE, Inst, Lev, Growth, Capex, Age, NWC, BankD, DIV, CFlow, Tang, ROA				

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.169	15	.078	26.292	.000 ^b
	Residual	1.091	368	.003		
	Total	2.260	383			
a. Dependent Variable: Cash Hold						
b. Predictors: (Constant), Zscore, LTD, MTB, SIZE, Inst, Lev, Growth, Capex, Age, NWC, BankD, DIV, CFlow, Tang, ROA						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.146	.057		2.577	.010		
	Inst	-.067	.016	-.168	-4.183	.000	.815	1.227
	Tang	-.025	.017	-.080	-1.402	.162	.400	2.503
	ROA	.396	.050	.463	8.000	.000	.392	2.549
	Age	-.003	.005	-.022	-.529	.597	.750	1.333
	NWC	-.032	.023	-.074	-1.403	.161	.477	2.096
	Lev	-.043	.014	-.157	-3.140	.002	.526	1.902
	CFlow	.197	.051	.208	3.830	.000	.446	2.241
	Capex	.180	.064	.126	2.830	.005	.667	1.500
	LTD	-.007	.013	-.024	-.549	.584	.682	1.467
	BankD	.018	.013	.067	1.414	.158	.583	1.716
	MTB	.019	.007	.128	2.732	.007	.598	1.672
	DIV	-.014	.008	-.090	-1.729	.085	.481	2.081
	Growth	-.002	.002	-.049	-1.197	.232	.795	1.258
	SIZE	-.003	.002	-.075	-1.430	.154	.471	2.122
Zscore	-.002	.003	-.029	-.797	.426	.960	1.042	
a. Dependent Variable: Cash Hold								

نتيجة إختبار الفرض الثاني للبحث

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.716 ^a	.512	.492	.0547402

a. Predictors: (Constant), Zscore, LTD, MTB, SIZE, EQ_AQ, Lev, Capex, Growth, Age, NWC, DIV, BankD, CFlow, Tang, ROA

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.157	15	.077	25.741	.000 ^b
	Residual	1.103	368	.003		
	Total	2.260	383			

a. Dependent Variable: Cash Hold

b. Predictors: (Constant), Zscore, LTD, MTB, SIZE, EQ_AQ, Lev, Capex, Growth, Age, NWC, DIV, BankD, CFlow, Tang, ROA

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.127	.057		2.231	.026		
	EQ_AQ	-.064	.017	-.154	-3.650	.000	.741	1.350
	Tang	-.036	.018	-.118	-2.039	.042	.399	2.508
	ROA	.356	.049	.415	7.185	.000	.398	2.515
	Age	-.006	.005	-.047	-1.124	.262	.743	1.345
	NWC	-.050	.024	-.113	-2.053	.041	.437	2.287
	Lev	-.049	.014	-.180	-3.578	.000	.524	1.908
	CFlow	.214	.053	.226	4.042	.000	.425	2.352
	Capex	.211	.063	.147	3.355	.001	.693	1.443
	LTD	-.006	.014	-.019	-.416	.677	.660	1.515
	BankD	.014	.013	.051	1.047	.296	.562	1.780
	MTB	.022	.007	.146	3.117	.002	.607	1.649
	DIV	-.008	.008	-.053	-1.047	.296	.511	1.958
	Growth	-.002	.002	-.057	-1.404	.161	.803	1.245
	SIZE	-.003	.002	-.066	-1.244	.214	.471	2.122
Zscore	-.002	.003	-.028	-.745	.457	.959	1.042	

a. Dependent Variable: Cash Hold

نتائج إختبار الفرض الثالث للبحث

علاقة مستوي الملكية المؤسسية بالإحتفاظ بالنقدية

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.197 ^a	.039	.036	.0754120
a. Predictors: (Constant), Inst				

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.087	1	.087	15.347	.000 ^b
	Residual	2.172	382	.006		
	Total	2.260	383			
a. Dependent Variable: Cash Hold						
b. Predictors: (Constant), Inst						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.099	.005		18.548	.000		
	Inst	-.078	.020	-.197	-3.917	.000	1.000	1.000
a. Dependent Variable: Cash Hold								

علاقة مستوي الملكية المؤسسية بجودة الأرباح (بدلالة جودة الإستحقاقات)

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.236 ^a	.056	.053	.1814436
a. Predictors: (Constant), Inst				

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.739	1	.739	22.462	.000 ^b
	Residual	12.576	382	.033		
	Total	13.316	383			
a. Dependent Variable: EQ_AQ						
b. Predictors: (Constant), Inst						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.190	.013		-14.758	.000		
	Inst	.227	.048	.236	4.739	.000	1.000	1.000
a. Dependent Variable: EQ_AQ								

علاقة كل من مستوي الملكية المؤسسية وجودة الأرباح (بدلالة جودة الإستحقاقات)
بالإحتفاظ بالنقدية

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.255 ^a	.065	.060	.0744747
a. Predictors: (Constant), EQ_AQ, Inst				

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.146	2	.073	13.205	.000 ^b
	Residual	2.113	381	.006		
	Total	2.260	383			
a. Dependent Variable: Cash Hold						
b. Predictors: (Constant), EQ_AQ, Inst						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.086	.007		13.019	.000		
	Inst	-.062	.020	-.157	-3.085	.002	.944	1.059
	EQ_AQ	-.069	.021	-.167	-3.267	.001	.944	1.059
a. Dependent Variable: Cash Hold								

نتائج تحليل الحساسية

علاقة الملكية المؤسسية (بدلالة أكبر الملاك كمؤسسة) بالإحتفاظ بالنقدية :

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.703 ^a	.495	.474	.0557044
a. Predictors: (Constant), Zscore, LTD, MTB, SIZE, LargestIns, Lev, Growth, Capex, Age, NWC, BankD, DIV, CFlow, Tang, ROA				

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.118	15	.075	24.016	.000 ^b
	Residual	1.142	368	.003		
	Total	2.260	383			
a. Dependent Variable: Cash Hold						
b. Predictors: (Constant), Zscore, LTD, MTB, SIZE, LargestIns, Lev, Growth, Capex, Age, NWC, BankD, DIV, CFlow, Tang, ROA						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.132	.058		2.274	.024		
	LargestIns	.011	.023	.018	.482	.630	.939	1.065
	Tang	-.031	.018	-.100	-1.710	.088	.401	2.494
	ROA	.368	.050	.429	7.316	.000	.399	2.504
	Age	-.004	.005	-.033	-.761	.447	.745	1.342
	NWC	-.023	.023	-.052	-.979	.328	.482	2.076
	Lev	-.046	.014	-.168	-3.285	.001	.526	1.902
	CFlow	.163	.052	.172	3.134	.002	.458	2.184
	Capex	.248	.063	.173	3.913	.000	.703	1.422
	LTD	-.020	.013	-.067	-1.516	.130	.710	1.409
	BankD	.025	.013	.090	1.875	.062	.590	1.695
	MTB	.023	.007	.153	3.210	.001	.607	1.647
	DIV	-.004	.008	-.029	-.557	.578	.511	1.959
	Growth	-.003	.002	-.080	-1.965	.050	.822	1.217
	SIZE	-.003	.002	-.074	-1.356	.176	.464	2.154
Zscore	-.002	.003	-.032	-.836	.404	.959	1.042	
a. Dependent Variable: Cash Hold								

علاقة جودة الأرباح (بدلالة جودة الإستحقاقات) بالإحتفاظ بالنقدية

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.711 ^a	.506	.486	.0550910
a. Predictors: (Constant), Zscore, LTD, MTB, SIZE, EQ_AQKothari, Lev, Capex, Growth, Age, NWC, BankD, DIV, CFflow, Tang, ROA				

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.143	15	.076	25.103	.000 ^b
	Residual	1.117	368	.003		
	Total	2.260	383			
a. Dependent Variable: Cash Hold						
b. Predictors: (Constant), Zscore, LTD, MTB, SIZE, EQ_AQKothari, Lev, Capex, Growth, Age, NWC, BankD, DIV, CFflow, Tang, ROA						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.123	.057		2.155	.032		
	EQ_AQKothari	-.028	.010	-.112	-2.912	.004	.908	1.102
	Tang	-.033	.018	-.109	-1.876	.061	.401	2.497
	ROA	.349	.050	.407	6.951	.000	.392	2.549
	Age	-.003	.005	-.029	-.692	.489	.752	1.329
	NWC	-.024	.023	-.055	-1.046	.296	.482	2.077
	Lev	-.046	.014	-.167	-3.299	.001	.527	1.898
	CFflow	.175	.052	.184	3.390	.001	.455	2.198
	Capex	.242	.062	.169	3.873	.000	.709	1.411
	LTD	-.017	.013	-.057	-1.305	.193	.714	1.401
	BankD	.021	.013	.079	1.654	.099	.587	1.704
	MTB	.024	.007	.158	3.362	.001	.606	1.649
	DIV	-.007	.008	-.042	-.820	.413	.515	1.941
	Growth	-.003	.002	-.074	-1.843	.066	.823	1.215
	SIZE	-.003	.002	-.066	-1.237	.217	.471	2.123
Zscore	-.004	.003	-.050	-1.322	.187	.935	1.069	
a. Dependent Variable: Cash Hold								

إختبار توسط جودة الأرباح (المقاسة بنموذج Kothari) للعلاقة بين الملكية
المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية
علاقة مستوي الملكية المؤسسية بالإحتفاظ بالنقدية

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.197 ^a	.039	.036	.0754120
a. Predictors: (Constant), Inst				

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.087	1	.087	15.347	.000 ^b
	Residual	2.172	382	.006		
	Total	2.260	383			
a. Dependent Variable: Cash Hold						
b. Predictors: (Constant), Inst						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.099	.005		18.548	.000		
	Inst	-.078	.020	-.197	-3.917	.000	1.000	1.000
a. Dependent Variable: Cash Hold								

علاقة الملكية المؤسسية بجودة الأرباح (المقاسة بنموذج Kothari)

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.135 ^a	.018	.016	.30824987
a. Predictors: (Constant), Inst				

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.677	1	.677	7.125	.008 ^b
	Residual	36.297	382	.095		
	Total	36.974	383			
a. Dependent Variable: EQ_AQKothari						
b. Predictors: (Constant), Inst						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.215	.022		-9.811	.000		
	Inst	.217	.081	.135	2.669	.008	1.000	1.000
a. Dependent Variable: EQ_AQKothari								

علاقة كل من جودة الأرباح (المقاسة بنموذج Kothari) و الملكية المؤسسية و مستوي الإحتفاظ بالنقدية

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.261 ^a	.068	.063	.0743505
a. Predictors: (Constant), EQ_AQKothari, Inst				

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.154	2	.077	13.887	.000 ^b
	Residual	2.106	381	.006		
	Total	2.260	383			
a. Dependent Variable: Cash Hold						
b. Predictors: (Constant), EQ_AQKothari, Inst						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.090	.006		15.260	.000		
	Inst	-.069	.020	-.173	-3.468	.001	.982	1.019
	EQ_AQKothari	-.043	.012	-.173	-3.462	.001	.982	1.019
a. Dependent Variable: Cash Hold								

علاقة الملكية المؤسسية الفاعلة بمستوى الإحتفاظ بالنقدية

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.700 ^a	.490	.469	.0559595

a. Predictors: (Constant), Zscore, LTD, Age, NWC, MTB, Growth, DIV, BankD, ActiveInst, Capex, Lev, CFlow, SIZE, ROA, Tang

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.107	15	.074	23.574	.000 ^b
	Residual	1.152	368	.003		
	Total	2.260	383			

a. Dependent Variable: Cash Hold
b. Predictors: (Constant), Zscore, LTD, Age, NWC, MTB, Growth, DIV, BankD, ActiveInst, Capex, Lev, CFlow, SIZE, ROA, Tang

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.123	.058		2.120	.035		
	ActiveInst	.060	.023	.108	2.565	.011	.786	1.272
	Tang	-.023	.018	-.077	-1.279	.202	.387	2.585
	ROA	.395	.050	.460	7.877	.000	.406	2.466
	Age	-.005	.005	-.039	-.908	.364	.733	1.364
	NWC	-.013	.024	-.030	-.554	.580	.474	2.108
	Lev	-.036	.015	-.133	-2.482	.014	.481	2.081
	CFlow	.204	.049	.214	4.141	.000	.517	1.934
	Capex	.284	.066	.198	4.325	.000	.662	1.510
	LTD	-.025	.014	-.081	-1.760	.079	.656	1.524
	BankD	.012	.012	.043	.942	.347	.679	1.472
	MTB	1.001E-5	.000	.046	1.116	.265	.830	1.205
	DIV	-.004	.008	-.025	-.478	.633	.508	1.970
	Growth	-.004	.002	-.088	-2.135	.033	.821	1.218
	SIZE	-.002	.002	-.045	-.837	.403	.483	2.071
Zscore	-.001	.003	-.020	-.522	.602	.955	1.047	

a. Dependent Variable: Cash Hold

علاقة الملكية المؤسسية غير الفاعلة بمستوي الإحتفاظ بالنقدية

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.746 ^a	.556	.538	.0521982

a. Predictors: (Constant), Zscore, LTD, MTB, SIZE, PassiveInst, Lev, Growth, Capex, Age, NWC, BankD, DIV, CFlow, Tang, ROA

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.257	15	.084	30.757	.000 ^b
	Residual	1.003	368	.003		
	Total	2.260	383			

a. Dependent Variable: Cash Hold

b. Predictors: (Constant), Zscore, LTD, MTB, SIZE, PassiveInst, Lev, Growth, Capex, Age, NWC, BankD, DIV, CFlow, Tang, ROA

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.159	.054		2.921	.004		
	PassiveInst	-.119	.017	-.258	-7.167	.000	.927	1.079
	Tang	-.026	.017	-.084	-1.535	.126	.401	2.491
	ROA	.407	.047	.475	8.596	.000	.394	2.536
	Age	-.005	.005	-.044	-1.104	.270	.751	1.332
	NWC	-.021	.022	-.049	-.978	.329	.482	2.076
	Lev	-.036	.013	-.131	-2.717	.007	.521	1.919
	CFlow	.182	.049	.191	3.725	.000	.457	2.189
	Capex	.214	.059	.149	3.601	.000	.705	1.418
	LTD	-.021	.012	-.069	-1.691	.092	.717	1.396
	BankD	.022	.012	.082	1.824	.069	.590	1.695
	MTB	.017	.007	.114	2.530	.012	.599	1.670
	DIV	-.014	.008	-.090	-1.842	.066	.503	1.987
	Growth	-.002	.002	-.049	-1.279	.202	.814	1.228
	SIZE	-.003	.002	-.080	-1.577	.116	.471	2.122
Zscore	-.001	.003	-.016	-.460	.646	.957	1.045	

a. Dependent Variable: Cash Hold

علاقة إستمرارية الأرباح بمستوي الإحتفاظ بالنقدية

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.729 ^a	.532	.513	.0536022
a. Predictors: (Constant), Zscore, LTD, MTB, EQ_Persist, SIZE, Lev, Capex, Growth, Age, NWC, BankD, DIV, CFlow, Tang, ROA				

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.202	15	.080	27.898	.000 ^b
	Residual	1.057	368	.003		
	Total	2.260	383			
a. Dependent Variable: Cash Hold						
b. Predictors: (Constant), Zscore, LTD, MTB, EQ_Persist, SIZE, Lev, Capex, Growth, Age, NWC, BankD, DIV, CFlow, Tang, ROA						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.101	.056		1.808	.071		
	EQ_Persist	-.015	.003	-.203	-5.448	.000	.920	1.087
	Tang	-.027	.017	-.087	-1.548	.123	.401	2.492
	ROA	.363	.048	.423	7.497	.000	.399	2.504
	Age	.000	.005	-.001	-.028	.977	.739	1.352
	NWC	-.015	.023	-.034	-.657	.512	.480	2.084
	Lev	-.044	.013	-.159	-3.243	.001	.527	1.899
	CFlow	.113	.051	.119	2.227	.027	.444	2.253
	Capex	.248	.061	.173	4.085	.000	.709	1.410
	LTD	-.018	.013	-.060	-1.428	.154	.716	1.396
	BankD	.024	.013	.090	1.942	.053	.590	1.694
	MTB	.025	.007	.166	3.619	.000	.606	1.651
	DIV	-.002	.008	-.015	-.297	.767	.516	1.939
	Growth	-.002	.002	-.055	-1.396	.163	.813	1.229
SIZE	-.002	.002	-.054	-1.037	.301	.470	2.128	
Zscore	-.003	.003	-.042	-1.142	.254	.958	1.044	
a. Dependent Variable: Cash Hold								

علاقة تقلبات الأرباح بمستوى الاحتفاظ بالنقدية

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.735 ^a	.540	.521	.0531348
a. Predictors: (Constant), Zscore, LTD, MTB, SIZE, EQ_Volat, Growth, Capex, Lev, Age, NWC, BankD, DIV, CFlow, Tang, ROA				

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.221	15	.081	28.825	.000 ^b
	Residual	1.039	368	.003		
	Total	2.260	383			
a. Dependent Variable: Cash Hold						
b. Predictors: (Constant), Zscore, LTD, MTB, SIZE, EQ_Volat, Growth, Capex, Lev, Age, NWC, BankD, DIV, CFlow, Tang, ROA						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.155	.055		2.800	.005		
	EQ_Volat	.018	.003	.227	6.059	.000	.893	1.119
	Tang	-.022	.017	-.074	-1.317	.189	.400	2.502
	ROA	.352	.048	.411	7.343	.000	.398	2.510
	Age	-.010	.005	-.088	-2.103	.036	.714	1.401
	NWC	-.018	.022	-.041	-.807	.420	.481	2.078
	Lev	-.037	.013	-.136	-2.769	.006	.521	1.919
	CFlow	.179	.050	.188	3.604	.000	.457	2.189
	Capex	.237	.060	.165	3.935	.000	.709	1.411
	LTD	-.019	.013	-.062	-1.490	.137	.717	1.395
	BankD	.023	.013	.083	1.810	.071	.590	1.695
	MTB	.019	.007	.127	2.795	.005	.603	1.660
	DIV	-.005	.008	-.034	-.686	.493	.518	1.932
	Growth	-.004	.002	-.091	-2.347	.019	.825	1.213
	SIZE	-.004	.002	-.091	-1.769	.078	.469	2.130
Zscore	-.003	.003	-.043	-1.196	.233	.958	1.044	
a. Dependent Variable: Cash Hold								

توسط إستمرارية الأرباح للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية
علاقة الملكية المؤسسية بمستوي الإحتفاظ بالنقدية

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.197 ^a	.039	.036	.0754120

a. Predictors: (Constant), Inst

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.087	1	.087	15.347	.000 ^b
	Residual	2.172	382	.006		
	Total	2.260	383			

a. Dependent Variable: Cash Hold

b. Predictors: (Constant), Inst

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.099	.005		18.548	.000		
	Inst	-.078	.020	-.197	-3.917	.000	1.000	1.000

a. Dependent Variable: Cash Hold

علاقة الملكية المؤسسية بإستمرارية الأرباح

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.128 ^a	.016	.014	1.0027994
a. Predictors: (Constant), Inst				

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6.443	1	6.443	6.407	.012 ^b
	Residual	384.142	382	1.006		
	Total	390.585	383			
a. Dependent Variable: EQ_Persist						
b. Predictors: (Constant), Inst						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.148	.071		-2.083	.038		
	Inst	.670	.265	.128	2.531	.012	1.000	1.000
a. Dependent Variable: EQ_Persist								

علاقة كل من الملكية المؤسسية وإستمرارية الأرباح بمستوي الإحتفاظ بالنقدية

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.335 ^a	.112	.107	.0725657
a. Predictors: (Constant), EQ_Persist, Inst				

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.253	2	.127	24.064	.000 ^b
	Residual	2.006	381	.005		
	Total	2.260	383			
a. Dependent Variable: Cash Hold						
b. Predictors: (Constant), EQ_Persist, Inst						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.096	.005		18.571	.000		
	Inst	-.064	.019	-.161	-3.316	.001	.984	1.017
	EQ_Persist	-.021	.004	-.273	-5.617	.000	.984	1.017

a. Dependent Variable: Cash Hold

توسط تقلبات الأرباح للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية
علاقة الملكية المؤسسية بمستوي الإحتفاظ بالنقدية

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.197 ^a	.039	.036	.0754120

a. Predictors: (Constant), Inst

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.087	1	.087	15.347	.000 ^b
	Residual	2.172	382	.006		
	Total	2.260	383			

a. Dependent Variable: Cash Hold
b. Predictors: (Constant), Inst

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.099	.005		18.548	.000		
	Inst	-.078	.020	-.197	-3.917	.000	1.000	1.000

a. Dependent Variable: Cash Hold

علاقة الملكية المؤسسية بالتقلبات بالأرباح

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.133 ^a	.018	.015	.9339777
a. Predictors: (Constant), Inst				

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5.989	1	5.989	6.866	.009 ^b
	Residual	333.224	382	.872		
	Total	339.213	383			
a. Dependent Variable: EQ_Volat						
b. Predictors: (Constant), Inst						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.961	.066		14.500	.000		
	Inst	-.646	.247	-.133	-2.620	.009	1.000	1.000
a. Dependent Variable: EQ_Volat								

علاقة كل من الملكية المؤسسية وتقلبات الأرباح بمستوي الإحتفاظ بالنقدية

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.353 ^a	.125	.120	.0720507
a. Predictors: (Constant), EQ_Volat, Inst				

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.282	2	.141	27.142	.000 ^b
	Residual	1.978	381	.005		
	Total	2.260	383			
a. Dependent Variable: Cash Hold						
b. Predictors: (Constant), EQ_Volat, Inst						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.076	.006		11.944	.000		
	Inst	-.062	.019	-.157	-3.250	.001	.982	1.018
	EQ_Volat	.024	.004	.296	6.121	.000	.982	1.018
a. Dependent Variable: Cash Hold								