



أثر آليات التحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بال نقدية: دراسة تطبيقية في بيئة الأعمال الكويتية

**The Impact of Managerial Entrenchment
mechanisms on the level of Cash Holding: An
applied study in Kuwait's business environment**

أ/ مسفر ناصر مسفر ناصر الحيان
باحث دكتوراه

أ.د/ علي مجاهد أحمد السيد	د/ إبراهيم زكريا عرفات
أستاذ التكاليف والمحاسبة الإدارية	أستاذ المحاسبة المساعد
وعميد كلية التجارة – جامعة كفر الشيخ	كلية التجارة – جامعة كفر الشيخ

مجلة الدراسات التجارية المعاصرة

كلية التجارة – جامعة كفر الشيخ
المجلد العاشر - العدد الثامن عشر - الجزء الأول
يوليو ٢٠٢٤م

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

ملخص البحث:

يهدف البحث إلى دراسة أثر آليات التحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. ولكي يتحقق هذا الهدف تم تقسيم هذه الدراسة إلى شقين، الشق النظري لتأصيل موضوع الدراسة واستطلاع الجهود السابقة في هذا المجال، والشق التطبيقي لاختبار فروض الدراسة، وذلك من خلال دراسة أثر ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، وفترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه، واستقلالية مجلس الإدارة، والملكية الإدارية، والرافعة المالية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، من خلال التحليل الإحصائي للبيانات التي تم جمعها من القوائم المالية، وتوزيعها على عينة الدراسة المتمثلة في ٢٧ شركة من الشركات غير المالية المدرجة ببورصة الكويت للأوراق المالية. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة احصائية لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، واستقلالية مجلس الإدارة، والرافعة المالية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وعدم وجود أثر ذو دلالة احصائية لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول، والملكية الإدارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

الكلمات المفتاحية: ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، واستقلالية مجلس الإدارة، والرافعة المالية، وفترة بقاء المدير التنفيذي الأول، والملكية الإدارية، ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

Abstract

This research aims at examine the impact of Managerial Entrenchment mechanisms on the level of Cash Holding. To achieve this objective, this research has been divided into two parts; the theoretical part for reviewing the literature in this field. Then, the practical part tested the research hypotheses, by examining the impact of the executive director, the executive director's tenure, the independence of the board of directors, administrative ownership, and financial leverage on the level of Cash Holding, by statistical analysis of the data collected from the financial statements and distributing it among the study sample of 27 non-financial companies listed on the Kuwait Stock Exchange. The results of the research indicate that there are statistically significant impact of dual role of the executive director, the independence of the board of directors, and financial leverage on the level of Cash Holding. There are no statistically significant impact of the executive director's tenure and the administrative ownership on the level of Cash Holding

Keywords: dual role of the executive director, the independence of the board of directors, financial leverage, the executive director's tenure, the administrative ownership, and the level of Cash Holding.

١. الإطار العام للبحث:

١/١ مقدمة البحث:

تعتبر النقدية من أهم موارد أي منشأة فهي تؤثر بشكل كبير على فرص النمو المتاحة ومستوى المخاطر التي تتعرض لها المنشأة، فقد يؤدي ارتفاع مستويات النقدية المحتفظ بها إلى إساءة استخدامها مثل استثمارها في مشروعات في غير صالح المنشأة تؤدي إلى انخفاض قيمتها، بينما نجد أنه كلما انخفضت مستويات النقدية عن المستوى المناسب فقد يؤدي ذلك إلى ضياع الفرص الاستثمارية المربحة، وبالتالي فإن قرار تحديد المستوى الأمثل من النقدية الذي يجب على المنشأة الاحتفاظ به يعتبر من القرارات الهامة التي لها تكلفة فرصة بديلة.

وترجع أهمية دراسة الاحتفاظ بالنقدية إلى المخاطر المرتبطة بها، حيث يمكن النظر إلى الاحتفاظ بالنقدية كاستراتيجية لإدارة المخاطر، حيث نجد أن الشركات المعرضة لمخاطر أعلى مثل ارتفاع تكلفة التمويل أو التقلبات في أرباحها تحتفظ بالمزيد من النقدية، حيث وجد (Kim et al., 1998) أن الشركات التي تعاني من ارتفاع تكاليف التمويل الخارجي، وعدم استقرار الأرباح، وانخفاض العائد على الأصول ستحتفظ بقدر أكبر من الأصول السائلة، كما وجد (Denis and Sibilkov, 2010) أن الشركات التي تعاني من القيود المالية تميل إلى الاحتفاظ بقدر أكبر من النقدية، وذلك لتوفير الاحتياجات النقدية اللازمة لها للتحوط ضد هذه القيود.

وقد أكد (Bates et al., 2009) على أن الاحتفاظ بالنقدية يمكن أن يكون وسيلة فعالة لإدارة المخاطر الاستراتيجية من خلال تقليل التأثير السلبي المحتمل للأزمات المالية، فعلى سبيل المثال يميل المديرون للاحتفاظ بالنقدية كرد فعل للتغيرات المفاجئة في التدفقات النقدية أو لاغتنام الفرص الاستثمارية المتاحة، ولقد توصل (Jensen, 1986) إلى نظرية التدفق النقدي الحر والذي يفترض فيها بأنه في المتوسط تؤثر التدفقات النقدية الحرة على كفاءة القرارات الاستثمارية حيث يتيح النقد الفائض في الشركة الفرصة للمديرين للحصول على العوائد الخاصة بهم دون الخضوع للرصد المرتبط بالتمويل الخارجي مما يسمح لهم بتنفيذ المشروعات ذات صافي القيمة الحالية السالبة، وهذا ما أكدت عليه دراسة (Chung et al., 2015) بأنه كلما ارتفعت مستويات النقدية المحتفظ بها كلما كانت هناك فرصة أكبر للمديرين لاستخدام تلك النقدية في تحقيق مصالحهم الذاتية على حساب مصلحة المساهمين.

بينما وجد (Mikkelsen and Partch, 2003) أن الاحتفاظ بمبلغ كبير من النقدية يمكن أن يؤدي إلى تحسن في أداء الشركات بسبب انخفاض تكاليف التمويل الخارجي، بالإضافة إلى انخفاض التعارض في المصالح بين الإدارة والمساهمين، واتفق معه في هذه النتيجة (Denis and Sibilkov, 2010) بأن الحيازات النقدية تسمح للشركات بتنفيذ استثمارات ذات قيمة مضافة بينما الشركات التي تواجه قيوداً مالية ستخسر مثل تلك الفرص الاستثمارية بسبب عدم تماثل المعلومات.

ويمثل التحصين الإداري أحد المظاهر البارزة لمشكلة الوكالة، وذلك من خلال تبني المديرين استراتيجيات للتحصين الإداري يمكنهم من خلالها توسيع مساحتهم الخيارية، وإعاقة أو إفشال آليات الرقابة المختلفة (أبو سالم وعلوان، ٢٠١٨)، مما يؤدي إلى سيطرة الإدارة وتحكمها في اتخاذ القرارات واختيار السياسات التي تساعد على تحقيق مصالحها الشخصية، أو تخفيض حجم الجهد

المبدول (Rodrigues and Antonio, 2011). وبالتالي فإن التحصين الإداري يحدث عندما يكتسب المديرين قوة أو سلطة كبيرة تمكنهم من استغلال موارد الشركة في تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصالح باقي أصحاب المصلحة.

كما أن آليات التحصين الإداري يمكن أن تسمح للمديرين بالسعي نحو تحقيق مصالحهم الذاتية وتحقيق الثروة على حساب المساهمين الخارجيين وسيكون ذلك باتخاذ قرارات وتفضيل بدائل لا تمثل البدائل المثلى اللازمة لتعظيم قيمة الشركة كالقرارات المرتبطة بهيكل التمويل (Ehikioya et al., 2021) وقرارات الاحتفاظ بالنقدية (Martins, 2019).

٢/١ مشكلة البحث:

تعتبر النقدية من أهم وأكثر الأصول المتداولة سيولة واقل الأصول ربحاً (Safdar, 2017). كما تعتبر من وجهة النظر المحاسبية من أكثر الحسابات خطراً نظراً لارتباطها بعدد كبير من المعاملات المحاسبية فضلاً عن سهولة استغلالها مقارنة بالأصول الأخرى، ومن ثم فإنها ذات أهمية للعديد من أصحاب المصالح مثل المساهمين، الدائنين، الإدارة، والمراجعين لتقييم مدي قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المختلفة، توزيعات الأرباح، مواجهة مخاطر التقلبات غير المتوقعة، واستغلال الفرص الاستثمارية (Bick et al., 2018).

وتقوم الشركات بالاحتفاظ بالنقدية لتحقيق العديد من المنافع التي تتمثل في انخفاض تكاليف المعاملات المرتبطة ببيع الأصول أو الحصول على مصادر التمويل الخارجية، التحوط ضد مخاطر التقلبات غير المتوقعة (Sheikh and Khan, 2015)، استغلال الفرص الاستثمارية الإضافية وتحقيق أرباح غير متوقعة، انخفاض مشاكل الوكالة، فضلاً عن انخفاض الأعباء الضريبية المرتبطة بإعادة العائدات الأجنبية (Sanchez and Yurdagul, 2013).

إلا أن هناك تكاليف مرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية والتي تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة التي تعبر عن العائد المتوقع الحصول عليه من استثمار النقدية المحتفظ بها في مشروعات ذات عائد مرتفع (Sher, 2014)، فضلاً عن العيوب الضريبية المحتملة للاحتياطات النقدية (Bigelli and Sanchez-Vidal, 2012)، وبالتالي يتحدد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية وفقاً لنظرية المفاضلة الساكنة من خلال تحقيق التوازن بين المنافع والتكاليف الحدية المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية.

ويؤدي ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية في ظل انفصال الملكية عن الإدارة إلى زيادة مشاكل الوكالة وزيادة السلوك الانتهازي للإدارة واتخاذ القرارات التي تخدم مصالحها الخاصة على حساب المساهمين وخاصة مع سهولة التصرف واستغلال النقدية مقارنة بالأصول الأخرى (Garanina and Kaikova, 2016)، وبالتالي فمن الضروري وجود العديد من الأساليب التي تساهم في انخفاض مشاكل الوكالة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة واستغلالها لنقدية الشركة.

وقد ظهر مفهوم التحصين الإداري لتحقيق مصالح المديرين من خلال زيادة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ونمو الملكية الإدارية للأسهم وتوسيع دور المدير التنفيذي من خلال متابعة اتخاذ القرارات الملائمة لمجلس الإدارة، ويعد التحصين الإداري مفهوماً حديثاً نسبياً في مجال الأعمال والمحاسبة، فقد تم تطوير نظرية التحصين الإداري من قبل (Garcia-Sanchez et al., 2020)، وهي توفر فهماً أفضل لهيمنة الرئيس التنفيذي على حوكمة الشركات، حيث تفترض هذه النظرية أن

المديرين لا غنى عنهم للمساهمين ويجعل طردهم صعباً ويستغل المديرون سلطاتهم وعدم تماثل المعلومات وضعف نظام الحوكمة في الحصول على مزايا شخصية أكبر، والحد من مخاطر الفصل، ويضمن المديرون تحصيلهم من خلال القيام باستثمارات خاصة، والتي يكون توجيهها وربحيتهما مشروطاً بتواجدهم على رأس العمل بالشركة (Bousetta, 2021).

ويمكن للمديرين المتحصنين أن يحتفظوا بالنقدية بدلاً من زيادة المدفوعات للمساهمين عندما يكون لدى الشركة فرص استثمارية ضعيفة؛ حيث أن تحويل النقدية إلى منافع خاصة يكون نسبياً أسهل من الحصول على منافع من أصول ذات سيولة أقل للمديرين. وقد أشار (Dittmar et al., 2003) أيضاً إلى أن مشاكل الوكالة تعتبر محدداً هاماً لاحتفاظ الشركات بالنقدية، وقد عرضوا دعماً قوياً لأهمية حوكمة الشركات في تحديد النقدية المحتفظ بها؛ حيث تأتي آليات حوكمة الشركات كأدوات رقابية على سلوك الإدارة في الحد من سيطرة المديرين على استغلال الأصول النقدية لتحقيق رغباتهم الشخصية، مثل الانخراط في استثمارات لا تحقق الفائدة الاقتصادية المرجوة، والحد من مشاكل نظرية الوكالة، وتقليل عدم تماثل المعلومات (Manoel and Moraes, 2021).

وعلى النقيض من ذلك فإن ضعف آليات الحوكمة تتسبب في تحصين الإدارة ومن ثم يزيد احتمال الاحتفاظ بنقدية زائدة (Akguc and Choi, 2013; Wai and Zhu, 2013). إلا أن (Harford et al., 2008) فسروا أن المديرين المتحصنين قد يحتفظوا بنقدية أقل نسبياً، حيث أن المديرين يسرعون في إنفاق النقدية في استثمارات غير ضرورية لتحقيق منافع لأنفسهم في الأجل القصير.

ويتضح للباحثين مما سبق اختلاف نتائج الدراسات السابقة فيما يتعلق بتأثير التحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وندرة الدراسات السابقة التي تناولت أثر آليات التحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في البيئة الكويتية، وبالتالي يحاول الباحثين اختبار أثر بعض آليات التحصين الإداري وهي ازدواجية دور الرئيس التنفيذي الأول، فترة بقاء المدير التنفيذي، ومستوى استقلال مجلس الإدارة، والملكية الإدارية، والرافعة المالية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال الكويتية. وبالتالي يمكن للباحثين بلورة المشكلة البحثية في السؤال البحثي الرئيسي التالي

هل يوجد أثر لآليات التحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية؟

وينقسم هذا السؤال الرئيسي للأسئلة البحثية الفرعية التالية:

١. هل يوجد أثر لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على مستوى الاحتفاظ بالنقدية؟
٢. هل يوجد أثر لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه على مستوى الاحتفاظ بالنقدية؟
٣. هل يوجد أثر لاستقلالية مجلس الإدارة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية؟
٤. هل يوجد أثر للملكية الإدارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية؟
٥. هل يوجد أثر للرافعة المالية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية؟

٣/١ هدف البحث

سعى الباحثون من خلال هذه الدراسة لتحقيق الهدف البحثي الرئيسي التالي:

دراسة أثر آليات التحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

وينقسم هذا السؤال الرئيسي للأسئلة البحثية الفرعية التالية:

١. دراسة أثر ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
٢. دراسة أثر فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
٣. دراسة أثر استقلالية مجلس الإدارة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
٤. دراسة أثر الملكية الإدارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
٥. دراسة أثر الرافعة المالية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٤/١ أهمية البحث:

تتمثل أهمية البحث في كلٍ من الأهمية العلمية والعملية للبحث على النحو التالي:

١/٤/١ الأهمية العلمية للدراسة:

تتمثل الأهمية العلمية للبحث في:

١. تتمثل أهمية الدراسة في التعرف على أثر آليات التحصين الإداري على مستوى النقدية المحتفظ بها، مما يقدم تفسيراً جديداً لدوافع الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات، حيث يترتب على زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية أو انخفاضه عن المستوى الأمثل العديد من الأضرار التي قد تلحق بالمنشأة سواء في الأجل القصير أو الطويل.
٢. ندرة في الدراسات التي تناولت أثر آليات التحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية خاصة في البيئة الكويتية.
٣. الاحتفاظ بالنقدية يعتبر أحد المتغيرات البحثية الهامة في الأدب المحاسبي في الآونة الأخيرة خاصة بعد قيام العديد من الدول بتحرير سعر الصرف الخاص بها، مما أدى إلى إعادة النظر في القيمة الحقيقية للأرصدة المحتفظ بها من النقدية سواء من وجهة نظر الإدارة أو المساهمين خاصة وإنها تمثل الضمان لاستمرار العمليات التشغيلية المستقبلية لأي منشأة، بالإضافة إلى كونها وسيلة فعالة لإدارة المخاطر الاستراتيجية من خلال تقليل التأثير السلبي المحتمل للآزمات المالية.

٢/٤/١ الأهمية العملية للدراسة:

تتمثل الأهمية العملية للبحث في:

١. توفر نتائج البحث الحالي رؤى حيوية للمستثمرين ومديري التمويل بشأن استراتيجيات تنويع محافظهم الاستثمارية. كذلك، فإن نتائج وأثار تحصين الإدارة تعد معلومات مهمة للمستثمرين ومديري التمويل في اختيارهم للشركات الكويتية للاستثمار فيها.
٢. من المتوقع أن توجه نتائج البحث اهتمام أصحاب المصالح نحو الدور الإيجابي أو السلبي والذي قد تلعبه آليات التحصين الإداري في التأثير على مستوى الاحتفاظ بالنقدية بما يساعد على حماية مصالحهم وترشيد قراراتهم.

٣. من المتوقع أن تفيد نتائج هذا البحث المسؤولين عن بورصة الأوراق المالية من خلال تقديمها لمعلومات تحليلية بشأن آليات التحصين الإداري المختلفة وأثارها المحتملة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٤. من المتوقع أن تفيد نتائج هذا البحث في تفعيل الدور الرقابي للجهات التنظيمية للتحقق من مدي التزام الشركات بإصدار تقارير مالية ينخفض بها عدم تماثل المعلومات بما يؤدي إلى الاحتفاظ بالمستوى الأمثل من النقدية.

٥/١ فروض البحث

لتحقيق الهدف الرئيسي للبحث وللإجابة على السؤال البحثي قام الباحثون بصياغة الفرض البحثي الرئيسي التالي:

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لآليات التحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

وينقسم هذا السؤال الرئيسي للأسئلة البحثية الفرعية التالية:

١. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٢. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٣. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لاستقلالية مجلس الإدارة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٤. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للملكية الإدارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٥. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٦/١ منهجية البحث:

اعتمد الباحثون على استخدام المنهجين التاليين:

١/٦/١ المنهج الاستنباطي:

وذلك من خلال استعراض أهم الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين آليات التحصين الإداري ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، بهدف استنباط وتطوير العناصر الرئيسية للإطار النظري للبحث لاسيما فروض الدراسة.

٢/٦/١ المنهج الاستقرائي:

يستخدم الباحث المنهج الاستقرائي لبناء الدراسة التطبيقية من خلال تحليل محتوى التقارير المالية للشركات الكويتية المدرجة بالبورصة وكذلك المواقع الإلكترونية لتلك الشركات وذلك للحصول على البيانات اللازمة لقياس متغيرات الدراسة واختبار الفروض البحثية واستخلاص النتائج.

٧/١ خطة البحث

يتناول الباحثون الجزء الباقي من البحث في النقاط التالية:

الدراسات السابقة التي تتعلق بموضوع البحث.

الإطار النظري للبحث.

الدراسة الميدانية.

خلاصة ونتائج وتوصيات ومجالات البحث المستقبلية.

٢. الدراسات السابقة التي تتعلق بموضوع البحث:

١/٢ دراسة (Mohd, et al., 2015)

هدفت الدراسة إلى فحص أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث اعتمدت الدراسة على عدد من المتغيرات المستقلة المتمثلة في الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، حجم مجلس الإدارة، ازدواجية دور المدير التنفيذي، فضلاً عن عدد من المتغيرات الحاكمة التي تتمثل في الرافعة المالية، الربحية، وحجم الشركة، وقد أجري الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (٧٢٥) شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية الماليزي خلال الفترة من ٢٠٠٨م – ٢٠١٠م.

وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثيراً إيجابياً لكل من الملكية الإدارية، ازدواجية دور المدير التنفيذي، والربحية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن وجود تأثيراً سلبياً لكل من الملكية المؤسسية، والرافعة المالية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بينما لوحظ عدم وجود تأثيراً معنوياً لكل من حجم الإدارة، وحجم الشركة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٢/٢ دراسة (Kusnadi, et al., 2015)

هدفت الدراسة إلى تحديد أثر كل من الملكية المؤسسية وملكية الدولة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن تأثير عدد العوامل الحاكمة التي تتمثل في النفقات الرأسمالية، التغير في المخزون، التوزيعات المدفوعة، الرافعة المالية، فرص النمو، التدفقات النقدية التشغيلية، التغير في صافي رأس المال العامل، حجم الشركة، عمر الشركة، والناتج المحلي الإجمالي، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من (٩٧٤٣) مشاهدة للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية الصيني خلال الفترة من ١٩٩٩م – ٢٠٠٧م.

وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثيراً إيجابياً لكل من الملكية المؤسسية، التوزيعات المدفوعة، والناتج المحلي الإجمالي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فضلاً عن وجود تأثيراً سلبياً لكل من الرافعة المالية، التدفقات النقدية التشغيلية، التغير في صافي رأس المال العامل، النفقات الرأسمالية، وعمر الشركة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بينما لوحظ عدم وجود تأثيراً معنوياً لكل من التغير في المخزون، فرص النمو، وحجم الشركة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٣/٢ دراسة (Abdioglu, 2016)

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الملكية الإدارية وعدد من المتغيرات الحاكمة التي تتمثل في حجم الشركة، التوزيعات المدفوعة، نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، السيولة، الرافعة المالية، العائد على حقوق الملكية، التدفقات النقدية، والأصول الملموسة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (١٨١) مشاهدة للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بإسطنبول خلال الفترة من ٢٠٠٥م - ٢٠١٣م.

وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثيراً سلبياً لكل من الملكية الإدارية، حجم الشركة، السيولة، والأصول الملموسة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بينما لوحظ عدم وجود تأثيراً معنوياً لكل من التوزيعات المدفوعة، نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، الرافعة المالية، العائد على حقوق الملكية، والتدفقات النقدية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٤/٢ دراسة (حداد، وعبد، ٢٠١٧)

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الحاكمية المؤسسية وهيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وكما هدفت أيضاً البحث في معرفة أثر مستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة ٢٠١٢-٢٠١٤. وتم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال: حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، والجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وتم قياس هيكل الملكية من خلال: الملكية المؤسسية، وملكية مجلس الإدارة، وتركز الملكية، والملكية غير الأردنية. أما مستوى الاحتفاظ بالنقدية فتم قياسه كنسبة النقدية وشبه النقدية إلى إجمالي الأصول وتم قياس قيمة الشركة بمؤشر توبين $Tobin's\ Q\ ratio$. واعتمدت الدراسة على التقارير المالية السنوية لـ ٩٦ شركة صناعية وخدمية لجمع البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة.

وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية للحاكمية المؤسسية وهيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث تبين وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة والجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي وملكية أعضاء مجلس الإدارة مع مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ووجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة والملكية غير الأردنية مع مستوى الاحتفاظ بالنقدية. كما أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة، وتبين وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للملكية المؤسسية وتركز الملكية على قيمة الشركة، ووجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي والملكية غير الأردنية على قيمة الشركة.

٥/٢ دراسة (محمد، ٢٠٢١)

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر العلاقة بين الملكية الإدارية والرافعة المالية على نسبة الاحتفاظ بالنقدية، وللتحقق من هذا الأثر تمت الدراسة في ظل وجود خصائص الشركة كمتغيرات وسيطة والمثلة في ربحية السهم وحجم الشركة ونسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول وحجم مجلس الإدارة، وذلك بالتطبيق على ثلاثين شركة مدرجة بالبورصة المصرية خلال عام ٢٠٢٠.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين كلا من الملكية الإدارية ونسبة الاحتفاظ بالنقدية وبين الرافعة المالية ونسبة الاحتفاظ بالنقدية. وأظهرت نماذج الانحدار المتعدد أن هناك تأثير

ذات دلالة معنوية من علاقة الملكية الإدارية والرافعة المالية في ظل وجود المتغيرات الوسيطة وكان لكلا الملكية الإدارية والرافعة المالية معامل انحدار بقيمة سالبة وهذا يؤكد معنوية العلاقة السببية ويعني أن العلاقة بين الملكية الإدارية والرافعة المالية تؤدي إلى خفض نسبة الاحتفاظ بالنقدية. كان للمتغيرات الوسيطة أيضا تأثير معنوي على نسبة الاحتفاظ بالنقدية فكان لربحية السهم وحجم الشركة تأثير معنوي طردي، بينما كان لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول وحجم مجلس الإدارة تأثير معنوي عكسي.

٦/٢ دراسة (الغندور، ٢٠٢١)

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر الدور المعدل لآليات حوكمة الشركات في العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، ولتحقيق هذا الهدف تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من (٣٠٠) مشاهدة من الشركات غير المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من ٢٠١٧ إلى ٢٠١٩. ولقياس المتغير المستقل- الإفصاح عن المخاطر- تم استخدام طريقة تحليل المحتوى اليدوي، عن طريق مؤشر إفصاح مقترح يتكون من (٧٥) بندا موزعة على (١٠) مجموعات رئيسية، تعبر عن المخاطر المالية وغير المالية، أما المتغير التابع- مستوى الاحتفاظ بالنقدية- تم قياسه بالاعتماد على نسبة الأرصدة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول.

وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي معنوي للإفصاح عن المخاطر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وتأثير سلبي معنوي لآلية مجلس الإدارة- متمثلة في حجم مجلس الإدارة. واستقلالية المجلس، والفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب- على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وتأثير سلبي معنوي لآلية هيكل الملكية- متمثلة في ملكية كبار المساهمين، والملكية المؤسسية- على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وتأثير سلبي معنوي قوي لآليات حوكمة الشركات المقترحة مجتمعة معا على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وأن هناك تأثير سلبي معنوي لحجم الشركة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٧/٢ دراسة (Yun et al., 2021)

هدفت الدراسة إلى فحص الدور المعدل للعوامل الخاصة بالشركة على العلاقة بين مستوي الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركات في الصين، وذلك على عينة مكونة من (٢٥٧٥) شركة مدرجة خلال الفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠١٦. حيث تمثل المتغير المستقل بالاحتفاظ بالنقدية، أما المتغير التابع فقد تمثل بأداء الشركات، أما المتغير المعدل فهو خصائص الشركة والذي تم قياسه بعدة متغيرات وهي: الملكية الحكومية، وحوكمة الشركات مقاسه بحجم مجلس الإدارة واستقلالية أعضائه، والملكية العائلية، وتركز الملكية.

وتوصلت الدراسة إلى أن السمات الخاصة بالشركة هي عوامل مهمة تؤثر على الارتباط بين المقتنيات النقدية وأداء الشركة. فقد أشارت إلى أن المقتنيات النقدية تعمل على تحسين أداء الشركات التي تتمتع بحوكمة قوية. وإن الملكية العائلية وتركز الملكية تؤثران سلبا على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقد والأداء، بينما تعمل الملكية الحكومية بشكل إيجابي على تعديل هذه العلاقة.

٨/٢ دراسة (Aksar et al., 2022)

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل الدور المعدل للحاكمة المؤسسية للشركات على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار للشركات المدرجة في البورصة في الاقتصادات الآسيوية الناشئة الإفريقية والمتعثرة مالياً، وقد تكونت عينة الدراسة من ٤٠٠ شركة باكستانية وهندية للفترة ما بين ٢٠٠٦-٢٠١٩. حيث تمثل المتغير المستقل بالاحتفاظ بالنقدية، أما المتغير التابع فقد تمثل بكفاءة الاستثمار، أما المتغير المعدل فهو الحاكمة المؤسسية، فقد تم إنشاء مؤشر للحاكمة مكون من عدة متغيرات وهي: حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، واجتماعات مجلس الإدارة، والجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير العام.

وتوصلت الدراسة إلى أن الحاكمة المؤسسية للشركات تلعب دوراً معدلاً للعلاقة ما بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية ومستوى كفاءة الاستثمار، فهي تعمل على تحسين كفاءة الاستثمار للشركات المتعثرة مالياً في الهند، في حين تقلل من عدم كفاءة الاستثمار في الباكستان، وكما توصلت الدراسة إلى أن الإدارة الجيدة للنقد تحسن من قدرة الشركات على تقليل من مشكلة الوكالة والاستفادة من فرص الاستثمار خاصة في الشركات الهندية.

٩/٢ دراسة (الجوهري وسليمان، ٢٠٢٣)

هدفت الدراسة إلى فحص أثر التحفظ المحاسبي وأنماط الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية كأحد الآليات التي يُمكن الاعتماد في الحد من مخاطر انخفاض التدفقات النقدية التشغيلية وذلك على عينة من الشركات المُقيدة بالبورصة المصرية بلغ عددها (٨٥) شركة خلال الفترة من عام ٢٠١٦ وحتى عام ٢٠٢٠.

وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر معنوي إيجابي لكلٍ من التحفظ المحاسبي، والملكية الإدارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، في حين توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي -غير معنوي- لتركز الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بينما أشارت النتائج إلى وجود أثر معنوي سلبي لكلٍ من الملكية المؤسسية، والملكية الأجنبية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، كما أشارت النتائج إلى وجود أثر معنوي سلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على مخاطر انخفاض التدفقات النقدية التشغيلية، في حين أشارت نتائج التحليل الإضافي إلى وجود أثر معنوي لمستوى التحفظ المحاسبي على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية ومخاطر انخفاض التدفقات النقدية التشغيلية.

تحليل الدراسات السابقة للبحث من وجهة نظر الباحثين.

من خلال استعراض بعض الدراسات المحاسبية التي تناولت العلاقة بين آليات التحصين الإداري ومستوى الاحتفاظ بالنقدية يتضح للباحث اختلاف النتائج حول مدي تأثير التحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية فمن الدراسات ما أثبت تأثير إيجابي للتحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Mohd, et al., 2015؛ حداد وعيد، ٢٠١٧، الجوهري وسليمان، ٢٠٢٣) ومنها ما أثبت تأثير سلبي (Abdioglu, 2016؛ الغندور، ٢٠٢١) ومنها ما لم يثبت وجود أي علاقة بين التحصين الإداري ومستوى الاحتفاظ بالنقدية (Sheikh & Khan, 2015).

أوجه الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة (تحديد الفجوة البحثية).

من خلال العرض السابق للدراسات السابقة يمكن للباحثين توضيح أوجه الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة كما يلي:

- ١ - ندرة الدراسات السابقة في حدود علم الباحث التي تربط بين متغيرات البحث التحصين الإداري ومستوي الاحتفاظ بالنقدية في دولة الكويت.
- ٢ - اعتمد البحث الحالي على إجراء دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة بدولة الكويت لبيان أثر آليات التحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٣. الإطار النظري للبحث:

١/٣ ماهية الاحتفاظ بالنقدية Cash Holding:

تلعب النقدية دورًا حيويًا في تحقيق الاستقرار الاقتصادي للشركة، والوفاء بالتزاماتها التشغيلية، بالإضافة إلى كونها وسيلة منخفضة التكلفة لتمويل الفرص الاستثمارية (Rehman et al., 2021). ولهذا، يُعد قرار الاحتفاظ بالنقدية من أهم القرارات المالية (عبد المنعم، ٢٠٢١) لما يحققه من مرونة مالية للشركة (Yun et al., 2021) في مواجهة حالة عدم التأكد المسيطرة على بيئة الأعمال المعاصرة ذات التنافسية الشديدة (La Rocca and Cambrea, 2019).

ويعكس مفهوم الاحتفاظ بالنقدية نسبة النقدية وما في حكمها إلى صافي الأصول (Tran et al., 2021). وقد أوضح معيار المحاسبة الدولي رقم (٧) المعدل ٢٠١٥ والمتعلق بقائمة التدفقات النقدية المقصود بالنقدية (وهي النقدية بالصندوق والودائع تحت الطلب) وما في حكمها (هي الاستثمارات قصيرة الأجل ذات السيولة المرتفعة والتي يمكن تحويلها إلى نقدية محددة، ويكون خطر تغير قيمتها ضئيل).

وفي هذا السياق، يرى الباحثين أن تراكم الأرصدة النقدية قد يُشكل عنصرًا تأمينيًا للشركة في بيئة الأعمال الديناميكية؛ نظرًا لحمايتها من المخاطر المختلفة المتوقع مواجهتها في أسواق المال الناشئة مثل مخاطر الانكماش الاقتصادي وما يعقبه من أزمات مالية.

٢/٣ دوافع الاحتفاظ بالنقدية:

تعددت دوافع الإدارة للاحتفاظ بالنقدية ما بين دوافع تتعلق بتكاليف المعاملات وأخرى ترتبط بالتحوط ومواجهة المخاطر وثالثة تتعلق بالمضاربة وغيرها من الدوافع التي يمكن للباحثين من خلال تحليل الدراسات السابقة توضيحها من خلال الجدول التالي رقم (١):

جدول رقم (١)
دوافع الاحتفاظ بالنقدية

الدوافع	التفسير
دافع تكاليف المعاملات The Transaction Costs Motive	تحتفظ الشركات بالنقدية للوفاء بأنشطتها التشغيلية وسداد مدفوعاتها اليومية وتلبية احتياجاتها المستقبلية وبالتالي فإن الاحتفاظ بالنقدية يساهم في تخفيض تكاليف معاملات التمويل أو تجنب التخلص من الأصول عند الحاجة العاجلة إلى النقدية (Gu., 2017)، وتختلف الحاجة للنقدية باختلاف طبيعة الأعمال فبعض الشركات الكبيرة خاصة متعددة الجنسيات وذات الانتشار الجغرافي تحتاج إلى تكوين أرصدة نقدية كبيرة ومتركمة لتجنب الأزمات المالية المحتملة وتمويل الفرص الاستثمارية ودفع الضرائب وتلبية الاحتياجات التشغيلية غير العادية مقارنة بالشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم (Wu et al., 2017).
دافع التحوط من المخاطر (دافع الوقاية) The Precautionary Motive	يهدف هذا الدافع إلى تعزيز كفاءة إدارة الشركات لسياساتها الاستثمارية (محمد، ٢٠١٧، Etemad, 2016)، فالشركات تحتفظ بالنقدية لتأمين التمويل اللازم للفرص الاستثمارية خاصة عندما تكون الموارد التمويلية الخارجية عالية التكلفة، حيث تحرص الشركات على توفير مستوى معين من النقدية لمقابلة التقلبات غير المتوقعة (Dudley and Zhang, 2016)، وغالبًا ما تتحدد قوة الدافع الوقائي في ضوء مخاطر الطوارئ المفاجئة وبالتالي إذا كانت الشركات تعمل في قطاع متقلب النشاط فإن حصتها النقدية الاحتياطية ستكون أعلى من الشركات التي تعمل في بيئة أقل تقلبًا (Dittmar et al., 2003)
دافع المضاربة Speculative Motive	يرى كل من (Opler et al., 1999, Ozkan and Ozkan, 2004) أن الهدف الرئيسي للاحتفاظ بالنقدية لدوافع المضاربة هو استثمار هذه النقدية في مشروعات استثمارية مستقبلية.
دافع الوكالة The Agency Motive	تعتبر مشاكل الوكالة محدد هام لاحتفاظ الشركة بالنقدية (عفيفي، ٢٠١٥) وتفسر ذلك نظرية الوكالة بأن فرصة المديرين المتحصنين (التنفيذيين بالشركة) Entrenched Managers في تحقيق مصالحهم الذاتية على حساب مصالح المساهمين تزيد بشكل أكبر عند احتفاظ الشركة بأرصدة نقدية متركمة عن غيرها من الأصول الأقل سيولة (Ronald and Hamadi, 2016; Sun et al., 2012) لذلك يفضل المديرون الاحتفاظ بالمزيد من النقدية عن دفع توزيعات الأرباح للمساهمين (Bick, et al., 2017) حيث تكون لهم سلطة تقديرية عالية.
الدافع الضريبي Tax Motive	يتعلق هذا الدافع بإعادة إيرادات الشركات التابعة الأجنبية إلى أوطانها من الشركات متعددة الجنسيات (أبو زنت، ٢٠١٥) فعندما يكون معدل الضريبة في البلدان التابعة الأجنبية أقل مما هو عليه في البلد الأم قد تختار الشركات الاحتفاظ بالأرباح المحقة نقدًا بدلاً من إعادتها إلى البلد الأم وتسديد العبء الضريبي. وقد تنتهج الشركات هذا السلوك خاصة عندما تكون غير مقيدة ماليًا في البلد الأم (Desai et al., 2007).

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على الدراسات السابقة

وبالإضافة إلى الدوافع السابقة، أشارت دراسة (Harford et al., 2008) بأن المديرون يميلون للاحتفاظ بالنقدية باعتبارها مصدر للفرح Cash as A Source of Joy، أو بدافع تجنب زيادة

تكاليف التمويل الخارجي، وتكلفة الفرصة البديلة، أو بدافع تخفيف القيود المالية، أو دافع الإشارة Signaling Motive أو دافع التنوع Diversification Motive، أو دافع المنافسة، أو دوافع سياسية وثقافية.

٣/٣ محددات الاحتفاظ بالنقدية:

هناك العديد من العوامل المؤثرة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية التي أوصت بها نظريات الاحتفاظ بالنقدية والتي يمكن أن تؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وتتمثل تلك العوامل فيما يلي (Hoque et al., 2020; Batuman et al., 2021; Zhou et al., 2021):

١/٣/٣ حجم الشركة:

تناولت نظريات الاحتفاظ بالنقدية والعديد من الدراسات السابقة ومنها (Dittmar, et al., 2003; Borhanuddin and Ching, 2011; Megginson, et al., 2014) العلاقة بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية إلا أنها اختلفت فيما بينها حول طبيعة هذه العلاقة، حيث أشارت نظرية المفاضلة الساكنة إلى أن زيادة حجم الشركة يعطيها القدرة على الدخول في أسواق الأوراق المالية والحصول على مصادر التمويل الخارجية بأقل التكاليف (Dittmar, et al., 2003)، كما أن حالات التعثر المالي تكون أقل حدوثاً في الشركات كبيرة الحجم (Ozkan and Ozkan, 2004)، وبالتالي فإن الشركات كبيرة الحجم تحتفظ بمستوى منخفض من النقدية مقارنة بالشركات صغيرة الحجم، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Borhanuddin and Ching, 2011; Megginson, et al., 2014) مع نظرية المفاضلة الساكنة حيث أشارت إلى وجود علاقة عكسية بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

بينما أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل، ونظرية الوكالة، ونظرية التدفق النقدي الحر إلى وجود علاقة طردية بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد يرجع ذلك إلى أن زيادة حجم الشركة يؤدي إلى زيادة النفقات اليومية وزيادة الحاجة إلى الاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية لسداد الالتزامات المختلفة في الوقت المحدد، كما أن الشركات كبيرة الحجم تتميز بارتفاع حجم التدفق النقدي الحر الذي يؤدي إلى ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية مقارنة بالشركات صغيرة الحجم (HamidUllah, et al., 2014)، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Mohd, et al., 2015; Abdioglu, 2016) مع نظرية تسلسل مصادر التمويل، ونظرية الوكالة، ونظرية التدفق النقدي الحر، في حين توصلت نتائج دراسة (Hassan, et al., 2013) إلى عدم وجود علاقة بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٢/٣/٣ الرافعة المالية:

تعبر الرافعة المالية عن نسبة الديون المستخدمة لتمويل الاستثمارات وتستخدم كمؤشر لقياس مدى قدرة الشركات على سداد التزاماتها المالية في تاريخ الاستحقاق (Kusnadi, et al., 2015)، إلا أنه لوحظ اختلاف نظريات الاحتفاظ بالنقدية والدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى التفاعل العكسي للرافعة المالية مع التغيرات في مصادر التمويل الداخلية، ففي حالة وجود فائض نقدي فإنه يستخدم في سداد الديون أو توفير السيولة النقدية، أما في حالة وجود عجز نقدي فإنه يتم استئفاد

المخدرات النقدية أو اللجوء إلى الديون (Tayem, 2017)، كما يؤدي ارتفاع نسبة المديونية إلى زيادة الدور الرقابي للدائنين والحد من السلوك الانتهازي للإدارة ومن ثم انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Ferreira and Vilela, 2004)، فضلاً عن أن الرافعة المالية تعكس مدى قدرة الشركة في الحصول على الديون حيث يتم استخدام الديون كبديل عن الاحتفاظ بالنقدية، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Habib & Hasan, 2017; Bick, et al., 2018) مع نظرية تسلسل مصادر التمويل حيث خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

في حين أشارت نظرية المفاضلة الساكنة إلى احتياج الشركات ذات نسبة المديونية المرتفعة إلى الاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية للحد من احتمال حدوث مخاطر الإفلاس أو التعثر المالي (Safdar, 2017)، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (HamidUllah, et al., 2014; Sheikh & Khan, 2015) مع نظرية المفاضلة الساكنة حيث أشارت إلى وجود علاقة طردية بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٣/٣/٣ التوزيعات النقدية المدفوعة:

تعتبر التوزيعات النقدية المدفوعة عن نسبة التوزيعات النقدية المدفوعة للسهم إلى ربحية السهم (Safdar, 2017)، إلا أنه لوحظ وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين التوزيعات النقدية المدفوعة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث أشارت نظرية المفاضلة الساكنة إلى أن قيام الشركات بالتوزيعات النقدية يؤدي إلى الاحتفاظ بمستوى منخفض من النقدية حيث تكون هذه الشركات أقل تعرضاً للمخاطر، أكثر قدرة للوصول إلى أسواق الأوراق المالية، وأكثر قدرة للحصول على مصادر التمويل الخارجية بأقل التكاليف، وبالتالي انخفاض الدافع للاحتفاظ بالنقدية مقارنة بالشركات التي لا تقوم بالتوزيعات النقدية (Ferreira & Vilela, 2004; Bates, et al., 2009)، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Al-Najjar & Belghitar, 2011; HumidUllah, et al., 2014) مع نظرية المفاضلة الساكنة حيث توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين التوزيعات النقدية المدفوعة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

بينما أشارت دراسة (Ozkan & Ozkan, 2004) إلى أن الشركات التي تقوم بالتوزيعات النقدية بشكل منهجي قد تفضل زيادة توزيعات الأرباح لتجنب رد فعل السوق السلبي وبالتالي تميل إلى الاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية، ويتفق ذلك مع دراسة كل من (Megginson, et al., 2014; Sheikh & Khan, 2015) حيث توصلت إلى وجود علاقة طردية بين التوزيعات النقدية المدفوعة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، في حين خلصت دراسة (Hasaan, et al., 2013) إلى عدم وجود علاقة بين التوزيعات النقدية المدفوعة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٤/٣/٣ أنماط هيكل الملكية:

يعبر هيكل الملكية عن هوية المساهمين في الشركة فضلاً عن نسب ملكية هؤلاء المساهمين الذين لديهم مصالح وأهداف متباينة (Denis and McConnell, 2003)، وتلعب أنماط هيكل الملكية دوراً هاماً في تفعيل دور هيكل الملكية كأحد آليات حوكمة الشركات (Alves, 2012)، فضلاً عن دورها الحيوي في التأثير على قرارات الإدارة وتحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Mohd, et al., 2015; Azinfar and Shiraseb, 2016).

ونظراً لأهمية أنماط هياكل الملكية فقد قامت العديد من المنظمات المهنية بإصدار التشريعات التي تقضى بضرورة الإفصاح عن أنماط هياكل الملكية حيث تطلب مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB ضرورة الإفصاح عن معاملات الشركة مع الأطراف ذوى العلاقة التي تملك حصص في الشركة ويعطيها حق التأثير عليها (معيار المحاسبة الدولي رقم ٢٤، فقرة ١٧)، بينما تطلبت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD ضرورة الإفصاح عن نسبة الملكية لكبار المساهمين وحقوق التصويت والعمليات التي تمكن بعض المساهمين من السيطرة بما لا يتوافق مع نسبة ملكيتهم في الشركة (OECD, 2004)، ويمكن تناول أنماط هياكل الملكية وطبيعة علاقتها بمستوى الاحتفاظ بالنقدية كما يلي:

١. الملكية المشتتة:

يشير تشتت الملكية إلى نسبة الأسهم حرة التداول في سوق المال (Paniagua, et al., 2018)، وقد لوحظ وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين تشتت الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث أن ارتفاع نسبة التداول الحر يؤدي إلى انخفاض الدافع لدى صغار المساهمين للرقابة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة مما يعطيها الفرصة لتحقيق مصالحها الخاصة على حساب المساهمين، فضلاً عن عدم الرغبة لدى صغار المساهمين في التأثير على قرارات الإدارة وإلزامها بإجراء توزيعات نقدية وما يستتبعه من ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Alves, 2012)، وقد خلصت نتائج دراسة (HamidUllah, et al., 2014) إلى وجود علاقة طردية بين نسبة تشتت الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، بينما خلصت نتائج دراسة (Zahedi, et al., 2015) إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة تشتت الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٢. الملكية المركزة:

يعبر تركيز الملكية عن نسبة الأسهم المملوكة من جانب كبار المساهمين الذين يملكون ٥% أو أكثر (Younas, et al., 2017)، وقد لوحظ وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين تركيز الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث يشير فرض الرقابة الفعالة إلى أن ارتفاع نسبة تركيز الملكية يؤدي إلى زيادة الدور الرقابي لكبار المساهمين، والحد من السلوك الانتهازي للإدارة، فضلاً عن التأثير على قرارات الإدارة وإلزامها بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين أو القيام بمشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة مما يؤدي إلى انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Alves, 2012)، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Guney, et al., 2007; Hamidullah, et al., 2014) مع فرض الرقابة الفعالة حيث خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة تركيز الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

بينما يشير فرض الحياد السلبي إلى ميل كبار المساهمين إلى تجميع النقدية لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب صغار المساهمين وتتحول مشكلة الوكالة من تضارب المصالح بين الإدارة والساهمين إلى تضارب المصالح بين كبار وصغار المساهمين (Alves, 2012)، وبالتالي يؤدي ارتفاع نسبة تركيز الملكية إلى انخفاض الدور الرقابي من جانب كبار المساهمين وعدم الرغبة في التأثير على قرارات الإدارة وإلزامها بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين مما يؤدي إلى ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Masood & Shah, 2014; Zahedi et al., 2015) مع فرض الحياد السلبي حيث توصلت إلى وجود علاقة طردية بين نسبة تركيز الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. وتنقسم الملكية المركزة:

أ. الملكية الإدارية

تعتبر الملكية الإدارية عن نسبة الأسهم المملوكة من جانب الإدارة العليا أو الإدارة التنفيذية (Abdioglu, 2016)، فقد لوحظ وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث يشير فرض تقارب المصالح إلى أن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية يؤدي إلى زيادة دوافع الإدارة لارتفاع قيمة الشركة وزيادة ثروة المساهمين، مما يؤدي إلى تقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين وانخفاض مشاكل الوكالة من خلال الاحتفاظ بالنقدية أو استغلالها في مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة وما يستتبعه من ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Mohd, et al., 2015; Roy, 2018) مع فرض تقارب المصالح حيث أشارت إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

بينما يشير فرض الحصانة الإدارية إلى أن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية يؤدي إلى انخفاض السيطرة وصعوبة الرقابة على الإدارة مما يزيد من فرص الإدارة للقيام بالسلوك الانتهازي واستغلال كافة النقدية المحتفظ بها لتحقيق مصالحها الخاصة على حساب المساهمين وما يستتبعه من انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Sheikh and khan, 2015; Abdioglu, 2016) مع فرض الحصانة الإدارية حيث خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

ب. الملكية المؤسسية:

تشير الملكية المؤسسية إلى نسبة الأسهم المملوكة من جانب المؤسسات مثل البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، الشركات القابضة، صناديق التقاعد والمعاشات، واتحاد العاملين (Nagata & Nguyen, 2017)، وقد لوحظ وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث يشير فرض الرقابة الفعالة إلى إمكانية استخدام الملكية المؤسسية كأحد آليات الحوكمة حيث يتوافر لدى هيئات الاستثمار الإمكانات والقدرة على الرقابة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة (Alves, 2012)، وبالتالي يؤدي ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية إلى زيادة الدور الرقابي لهيئات الاستثمار وإلزام الإدارة التي تحتفظ بمستوى مرتفع من النقدية بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين بدلاً من الاحتفاظ بها مما يؤدي إلى انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Ozkan & Ozkan, 2004; Megginson, et al., 2014) مع فرض الرقابة الفعالة حيث توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

في حين يشير فرض الحياد السلبي إلى عدم إمكانية استخدام الملكية المؤسسية في تحقيق الرقابة الفعالة على الإدارة حيث تميل هيئات الاستثمار إلى بيع أسهم الشركة ذا مستوى الأداء الضعيف عن القيام بإنفاق الموارد في الرقابة وتحسين الأداء، ومن ثم انخفاض قدرة هيئات الاستثمار على الرقابة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة (Alves, 2012)، وبالتالي يؤدي ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية إلى ضعف الرقابة الفعالة من جانب هيئات الاستثمار وعدم قدرتها على إلزام الإدارة بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين مما يؤدي إلى ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد اتفقت نتائج دراسة (Roy, 2018) مع فرض الحياد السلبي حيث أشارت إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الملكية المؤسسية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

ج. الملكية الأجنبية

تعتبر الملكية الأجنبية عن نسبة الأسهم المملوكة من جانب المستثمرين الأجانب (Vo, 2018)، إلا أنه لوحظ وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين الملكية الأجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية حيث أشارت دراسة كل من (Safdar, 2017; Roy, 2018) إلى أن ارتفاع نسبة الملكية الأجنبية يؤدي إلى زيادة دوافع المستثمرين الأجانب لتحقيق العوائد المرتفعة من إدارة أصول الشركة، وبالتالي يفضل الاحتفاظ بمستوى منخفض من النقدية نظراً لانخفاض العائد المتحقق من النقدية مقارنة بالأصول الأخرى (HamidUllah, et al., 2014)، فضلاً عن زيادة قدرة المستثمرين الأجانب على إلزام الإدارة بإتباع السياسات النقدية واتخاذ القرارات المرتبطة بانخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Safdar, 2017)، بينما خلصت نتائج دراسة كل من (Megginson, et al., 2014; Vo, 2018) إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الملكية الأجنبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٥/٣/٣ تقلبات التدفقات النقدية:

ناقشت دراسة (Bigelli and Sánchez-Vidal, 2012) أثر جودة التدفقات النقدية- من حيث: (١) استمرارية التدفقات النقدية مستقبلاً Permanence of Future Cash Flows، (٢) تدفقات نقدية تشغيلية Operating Cash Flows، (٣) ثبات التدفقات النقدية Persistence of Cash Flows على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. حيث أشارت الدراسة إلى أنه كلما زادت درجة عدم التأكد في تحقق تدفقات نقدية مستقبلاً كلما زاد احتمال إفلاس الشركة، ومن ثم فإن الشركة ستبتع الدافع التحوطي عند اختيار مستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث تعمل الشركة في مثل هذه الظروف على زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية كلما زادت التقلبات في التدفقات النقدية.

وقد أضافت الدراسة أن العلاقة السابقة سوف تختلف باختلاف تركيز الملكية Ownership Concentration بالشركة، وبالتالي فإن درجة تركيز الملكية سوف يكون لها تأثير على تلك العلاقة، حيث وجدت الدراسة دليلاً تطبيقياً على أن الشركات ذات درجة تركيز الملكية الأعلى سوف تعاني من المزيد من القيود المالية التي تفرض عليها الاحتفاظ بمزيد من الأصول النقدية بصرف النظر عن درجة عدم التأكد في التدفقات النقدية المستقبلية، أما الشركات ذات تشتت الملكية Ownership Dispersion الأعلى حتى وأن كان لديها درجة عالية من التقلبات في التدفقات النقدية فإنه من الممكن أن يكون لديها مصادر خارجية لتمويل استثماراتها دون الحاجة إلى الاحتفاظ بمزيد من الأصول النقدية. كما أشارت دراسة (Bigelli and Sánchez-Vidal, 2012) إلى أن فترة تحويل بعض الأصول المتداولة مثل حسابات القبض وحسابات المخزون لأصول نقدية لها دور هام في تحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية بالشركة، فالشركات ذات معدلات دوران المخزون وحسابات القبض المرتفعة ستكون أقل ميلاً للاحتفاظ بالنقدية في الأجل القصير والعكس صحيح.

٤/٣ مزايا الاحتفاظ بالنقدية:

أشارت دراسة (Yun et al., 2021) إلى أن فوائد الاحتفاظ باحتياطي نقدية كبيرة تنبع من نظرية تفضيل السيولة (Liquidity Preferences Theory) لـ (Keynes, 1936)، والتي تقترح ثلاثة أسباب رئيسة للاحتفاظ بالأصول السائلة وهي: توفير تكاليف المعاملات المستقبلية

وتوفير الوقت اللازم لتصفية الأصول، واغتنام فرص النمو المستقبلية، وأخيراً إنقاذ الشركات من الصدمات غير المتوقعة مثل الأزمات المالية. وهذا ما أكدته دراسة (Ferreira and Vilela, 2004) بأن هناك العديد من الفوائد المتعلقة بالاحتفاظ بالنقد: أولاً، تقلل الموجودات النقدية من احتمالية حدوث ضائقة مالية لأنها تعمل كاحتياطي أمان لمواجهة الخسائر غير المتوقعة أو قيود جمع الأموال الخارجية. ثانياً، تسمح الموجودات النقدية بمتابعة سياسة الاستثمار المثلى حتى عند تلبية القبول المالية. خلاف ذلك، فإن قيود جمع الأموال الخارجية ستجبر الشركة على التخلي عن المشاريع الاستثمارية ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة. ثالثاً، تساهم النقدية المحتفظ بها في تقليل تكاليف جمع الأموال الخارجية أو تصفية الأصول الحالية. وكما أشارت هذه الدراسة إلى أن التكلفة الحدية التقليدية للاحتفاظ بالنقد هي تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال بسبب انخفاض العائد على الأصول السائلة. وقد أشارت دراسة (شبيطة، ٢٠٢٠) إلى أن الشركات تحتفظ بمستوى عالٍ من النقدية من أجل اغتنام فرص الاستثمار التي تدر أرباحاً عالية وتحتاج إلى نقد سريع، وكما تساعد النقدية المحتفظ بها الشركة على تسير عملياتها التشغيلية المتكررة، وسداد التزاماتها دون الحاجة إلى الاقتراض مجدداً.

٥/٣ ماهية التحصين الإداري:

يحدث التحصين الإداري عندما يستخدم المديرون سلطتهم في تحقيق المصالح الشخصية بدلاً من مصالح المساهمين؛ فالتحصين الإداري شكل من أشكال صراع الوكالة بين المديرين والمساهمين، في مواجهة آليات الحوكمة والرقابة غير الفعالة، فقد يتابع المديرون مصالحهم على حساب المساهمين ويسعون إلى تحقيق الأهداف الشخصية للحفاظ على وظائفهم وتجنب مراقبة أصحاب المصلحة بدلاً من تحقيق أهداف الشركة، وقد أشار (FLorackis and Ozkan, 2009) إلى التحصين الإداري على أنه إلى أي مدى لم يلتزم المديرون بقواعد العمل في إطار النطاق الكامل لحوكمة الشركات وآليات الرقابة، متضمنة المراقبة بواسطة المجلس، التهديد بالعزل أو الاستيلاء، حوافز الأسهم أو المكافآت المبنية على الأداء. كما عرف (Rodrigues and Antonis, 2011) التحصين الإداري بأنه موقف يتسم بامتلاك المديرين لسلطة أكبر من سلطتهم مقارنة بأصحاب المصالح الأخرى في المنشأة. بمعنى أنهم يمتلكون لقوة أكبر من الأطراف الأخرى التي تعتمد على استدامة وأداء المنشأة. وتشير دراسة (Ammari, 2016) أن للتحصين الإداري إستراتيجيات يستخدمها المديرون التنفيذيون لتغيير البيئة التي تعمل فيها الشركة (هيكل الرقابة، المنافسة في سوق التوظيف، العلاقات مع الشركاء) لزيادة قوتهم ضد المساهمين والشركاء المختلفين للشركة.

وتعني حالة التحصين للمديرين أن لديهم مراقبة أقل من المساهمين من هؤلاء المديرين غير المتحصنين، حيث تزداد تكاليف الوكالة مع انخفاض مراقبة مجلس الإدارة والمساهمين، فمع انخفاض المراقبة من المساهمين فإن المديرين الراسخين (المتحصنين) يديرون بسهولة الأعمال التي تفضل مصالحهم الذاتية بدلاً من مصالح المساهمين، لذلك ترى نظرية الوكالة بأن المديرين الراسخين يتخذون قرارات متعلقة بالاستثمار "لبناء إمبراطورية" لتحقيق مصالحهم كزيادة الأعمال أو القطاعات الجغرافية من خلال صفقات الاندماج والاستحواذ (Hope and Thomas, 2018)، كما قد تقلل هذه القرارات المتعلقة بالاستثمار أرباح التشغيل وتخفض قيمة الشركة، مما قد يحفز المديرين الراسخين للتعطيل على المعلومات المالية.

ويرى (Kachouri, 2020) أن التحصين الإداري يتمثل في مجموعة من السياسات التي يقوم بها المدبرون لزيادة القوة الذاتية والشرعية لهم أمام المساهمين واستغلال نقاط الضعف في البيئة الرقابية للشركة لاحتفاظهم بمناصبهم وأوضاعهم المالية وتحسين الأداء المالي للشركة والحكم على قراراتهم نتيجة الفصل بين الإدارة والملكية. كما يمكن تعريف التحصين الإداري بأنه مجموعة من الاستراتيجيات التي يتبناها المدبرون لزيادة دورهم في إدارة الشركة وزيادة فرصهم في تعظيم رأس المال (Fagbemi et al., 2022)،

ويتضح من تعريف التحصين الإداري أن المدبرين المتحصنين ربما يختاروا السياسات الاستثمارية التي تحقق مصالحهم دون النظر إلى مصالح المساهمين (Kumar and Rabinovitch, 2013). فعندما يساهم المدبرون في زيادة أداء المنشأة فإنه يمكن القول بامتلاك المدبرين لقوة زائدة عن أصحاب المصالح الآخرين، وتعتبر تلك القوة شرعية، حيث أنها تتبع من اعتراف المنشأة بقدرة المدبرين على تحسين الأداء (عفيفي، ٢٠١٧).

وللتحصين الإداري والحوكمة الضعيفة عواقب سلبية على الأداء التشغيلي والمالي، فقد أظهرت الدراسات أن المدبرين المتحصنين يميلون إلى اختيار السياسات الاستثمارية والمالية التي ليست في مصلحة مختلف أصحاب المصلحة في الشركات (عفيفي، ٢٠١٧). فالتحصين الإداري هو المدى الذي يُمكن معه للمدبرين عدم الالتزام بإجراءات وقواعد العمل وآليات الرقابة بما يحد من فعاليتها، إضافة إلى قيام بعض المدبرين بتحصين أنفسهم ضد الضغوط التي يُمكن أن تُمارس عليهم من خلال آليات حوكمة الشركات الداخلية والخارجية (أبو سالم وعلوان، ٢٠١٨). وفي نفس السياق تشير دراسة (Lan Le et al., 2019) إلى التحصين الإداري على أنه المدى من عدم التزام المدبرين الكامل بالآليات نظام حوكمة الشركات الذي يوضح آليات الرقابة ومراقبة مجلس الإدارة لقراراتهم وأعمالهم، حيث يعمل المدبرون على استغلال نواحي الضعف في أعمال الرقابة لتحقيق مصالحهم، فالمدبرون الذين يتمتعون بالتحصين قد يتبعون سياسات مالية تحقق مصالحهم الذاتية أكثر من مصالح المساهمين.

ومما سبق يتضح أن التحصين الإداري يُعد أحد المسببات الأساسية لزيادة مشاكل الوكالة، حيث يترتب عليه غالباً زيادة سلطة وقوة ونفوذ المدبرين مقارنة بأصحاب المصالح الآخرين في الشركة، وهو ما ينتج عنه سيطرة الإدارة وتحكمها في اتخاذ القرارات بالشكل الذي يترتب عليه استغلال موارد الشركة في تحقيق منافعهم الخاصة على حساب الملاك وأصحاب المصالح الآخرين (عبدالمع، ٢٠٢١)، فالتحصين الإداري غالباً ما يجعل المدبرين يميلون إلى أن يكونوا أقل طموحاً ويتجنبون اتخاذ القرارات الصعبة أو القيام باستثمارات محفوفة بالمخاطر العالية (Bangmek, 2020)

ويقوم التحصين الإداري على فرضية أساسية هي: أنه عادة يسعى المدبرون لإيجاد طرق أو أساليب مختلفة بما في ذلك امتلاك عدد من أسهم الشركة من أجل حماية مصالحهم الخاصة، وضمان زيادة قوتهم وسيطرتهم بما يوفر لهم سلطة كافية للتحكم في الشركة، كما يسعون إلى زيادة سيطرتهم بما يحقق لهم الأمان الداخلي والاحتفاظ بمناصبهم، كما يحاولون دائماً إشعار المساهمين بأنهم لا يمكن الاستغناء عنهم، وبالإضافة إلى ذلك فإن هؤلاء المدبرون المتحصنون يحاولون دائماً البحث عن طرق لإضعاف الآليات الرقابية لتجنب المساءلة من قبل الأطراف الداخلية أو الخارجية

(Noviyanti and Agustina, 2021)، ومعنى ذلك أن التحصين الإداري يُعد أحد المسببات الأساسية لزيادة المشاكل الناجمة عن الوكالة.

وبالطبع، فإن تحصين المديرين لا يتم بصورة رسمية ولا يتم الاعتراف به رسميًا، ولكن يتم بنائه ضمن شبكة من العلاقات غير الرسمية التي يسيطر عليها المديرين أو ما يعرف ببناء الإمبراطورية الإدارية، حيث يسمح لهم التحصين بزيادة قوتهم تجاه أصحاب المصلحة بشكل غير شرعي، ومع ذلك، هناك اتجاه آخر محدود يرى أن التحصين الإداري يمكن أن يكون مفيدًا إذا ساهم في خلق القيمة وتطوير الشركة ككل (Rodrigues and Antonio, 2011)، حيث يُمكن أن يتم الاستفادة منه عن طريق السعي نحو المزيد من تقارب المصالح فيما بين المساهمين والإدارة، وذلك مع الاهتمام المتزايد بآليات الحوكمة والرقابة ونظم المكافآت المرتبطة بالقياس الموضوعي للأداء (Kumar and Zattoni, 2016)، فلا يُمكن النظر دائمًا إلى التحصين الإداري كدليل على عدم كفاءة الإدارة، فقد يترتب عليه تجنب الخسائر أو إضافة قيمة للشركة، بالإضافة إلى الحفاظ على علاقات الشركة مع الآخرين بما يضمن بقاء الشركة ونموها، كما يُمكن أن يستفيد المديرين من التحصين الإداري في الحفاظ على مناصبهم نتيجة تحقيق المزيد من الربحية للمساهمين (عيفي، ٢٠١٧).

كما أوضحت دراسة (عرفات، ٢٠٢٢، ص ٤٣٢) أن استراتيجية التحصين الإداري تمر بثلاثة مراحل يحاول المديرين خلالها تحييد القيود المفروضة عليهم من قبل الأطراف الأخرى:

المرحلة الأولى: تثمين المديرين The Mangers Valorization

يبدأ المديرين خلال هذه المرحلة قصارى جهدهم لإظهار كفاءتهم الإدارية من أجل كسب ثقة المساهمين حيث يخضع المديرين خلال هذه المرحلة إلى مستوى عال من الرقابة ومن ثم يسعون دائمًا إلى تحسين أداء المشروع واتخاذ قرارات استثمارية مربحة تزيد من ثروات المساهمين. وفي هذه المرحلة يقوم المديرين بتكوين رأس مالهم في شكل سمعة جيدة ما يساعدهم في البدء في تحييد آليات الرقابة المختلفة.

المرحلة الثانية: تخفيض الرقابة The Control Reduction

بعد تثمين دور المديرين من قبل باقي أصحاب المصالح وخاصة المساهمين وبعد تأكيد المديرين من قيمتهم ومدي أهميتهم عند المساهمين، يبدأ المديرين في تخفيض فعالية الآليات الرقابية المختلفة بتغيير هيكل الرقابة كهيكل مجلس الإدارة من خلال ترشيح أعضاء داخليين أو الاعتماد على وجودهم في المستويات الإدارية العليا من الشركة.

المرحلة الثالثة: استخدام القوة Power Usage

يعلم المديرين في هذه المرحلة أن تكلفة استبدالهم أصبحت باهظة جدًا بالنسبة للملاك، وأن تكلفة إعادة التنظيم الناتجة عن استبدالهم ستكون مرتفعة جدًا، لذلك يتمتع المديرين في هذه المرحلة بقدرة عالية على اتخاذ قرارات والدخول في استثمارات محددة لا تعظم بالضرورة من ثروة الملاك وإنما تزيد من منافعهم الشخصية.

٦/٣ آليات (بنود) التحصين الإداري:

تتعدد وسائل وآليات التحصين الإداري، ومن أهم هذه الآليات ما يلي:

١. الملكية الإدارية:

تُعد الملكية الإدارية أحد الوسائل التي يلجأ إليها المديرون لتحسين أنفسهم (Beyer et al., 2012)، وأكد على هذا (Shuto and Takada, 2010; Kumar and Zattoni, 2016) حيث وجدوا أن هناك علاقة إيجابية بين الملكية الإدارية ومستوى التحصين الإداري.

والملكية الإدارية "Managerial Ownership" هي حصة الإدارة في حقوق ملكية الشركة، وتحسب بنسبة عدد الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة إلى عدد الأسهم المصدرة، وعادة ما يتم استخدام الملكية الإدارية لتخفيف مشاكل الوكالة بين المديرين والمساهمين (Shuto and Takada, 2010).

وتشير الدراسات إلى أن مستويات الملكية الإدارية تعكس مشكلتين للوكالة بين المديرين والمساهمين؛ هما تأثير تقارب المصالح وتأثير تحصيل الإدارة؛ فتأثير تقارب المصالح هو توقع نظري بأن المديرين ذوي الأسهم الأكبر لديهم حوافز أقوى للعمل بما يتماشى مع مصالح المساهمين الخارجيين، أما تأثير تحصيل الإدارة فيرتبط بمشكلة الوكالة المتمثلة في أن المديرين ذوي الأسهم الأكبر لديهم سيطرة أكبر على الشركات، وبالتالي، فإنهم يمتلكون مجالاً أكبر للعمل على مصالحهم الخاصة (Shuto and Takada, 2010).

وبالتالي فإن الملكية الإدارية لها تأثيران متعارضان على تصرفات المديرين. ويرى (Mandaci and Gumus, 2010; Kumar and Zattoni, 2016) أنه طبقاً لفرضية تقارب المصالح، فإن الملكية الإدارية الأكبر يترتب عليها حرص المديرين على تحسين أداء وقيمة الشركة بما يحقق الموائمة بين مصالحهم ومصالح المساهمين، بسبب المنافع التي يحققها المديرون نتيجة القرارات الصحيحة التي يتخذونها، بالإضافة إلى تحملهم للمخاطر في حالة وجود خسائر ناتجة عن قراراتهم الخاطئة (Nugraha, 2021).

وفي هذا الشأن، أشارت مجموعة من الدراسات (Mandaci and Gummus, 2010; Kumar and Zattoni, 2016) إلى أن آليات الحوكمة لا تلغي إمكانية تحصيل المديرين لأنها تصبح مكلفة ويصعب على مجالس الإدارة والمساهمين إلزائها، مما يجعل من الصعب على مجالس الإدارة انتزاع السيطرة من المديرين التنفيذيين الذي خدموا لفترة طويلة، ويمكن اعتبار الملكية الإدارية أحد الآليات التي تساعد على تقارب مصالح المديرين والمساهمين، مما قد يخفف من مشاكل الوكالة، بالإضافة إلى أن المديرين الذين لديهم ملكية عالية يركزون أكثر على تحسين أداء وقيمة الشركة في الأجل الطويل، لأن ذلك يحقق لهم منافع في اتجاهين؛ الأول: ما يعود عليهم من نفع نتيجة لتزايد قيمة الشركة والأرباح الموزعة التي يكون لهم نصيب فيها، والثاني: زيادة ثقة المساهمين ومجلس الإدارة في كفاءتهم وبالتالي الحفاظ على مراكزهم وسلطتهم.

٢. ازدواجية دور الرئيس التنفيذي:

وتعني ازدواجية دور الرئيس التنفيذي "CED Duality" الحالة التي يجمع فيها الرئيس التنفيذي بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي (العضو المنتدب)، تؤيد نظرية الوكالة

أن القيادة المركزية للمنشأة (الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة) تؤدي إلى تحصين المدير التنفيذي وانخفاض استقلال مجلس الإدارة ويقلل من قدرته على أداء الدور المنوط به بشأن الإشراف والرقابة على تصرفات وقرارات الإدارة التنفيذية (أبو سالم وعلوان، ٢٠١٨)، مما يؤثر سلباً على عملية الإشراف والرقابة، ويجعل تقييم أداء الإدارة التنفيذية يتصف بعدم الموضوعية، إضافة إلى زيادة مشاكل الوكالة والسلوك الانتهازي للإدارة التنفيذية، وبالتالي ارتفاع تكاليف الوكالة (Florackis and Ozkan, 2009)، وأكد على هذا المعنى Solikhah and Jariyah (2020) حيث أشارا إلى أنه من المرجح أن تتسبب ازدواجية دور الرئيس التنفيذي في مجلس الإدارة إلى تعارض في الوظائف ومن ثم تضارب في المصالح مما يؤدي إلى تحيز وعدم موضوعية دور رئيس مجلس الإدارة.

في حين أن توزيع المسؤوليات والأدوار بين شخصين منفصلين سيقول من القوة الشاملة للمدير (Overall Power)، ويؤدي إلى زيادة كفاءة المجلس في أداء دوره الرقابي والإشرافي. كما توضح نظرية الإشراف (Stewardship Theory) أن الجمع بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يعطى المدير التنفيذي قوة أكبر، ويوفر له حافز على الانجاز كما أنه يزيل أي غموض داخلي أو خارجي فيما يتعلق بالمسؤولية عن تحقيق النتائج ويقلل من الارتباك (Confusion) والصراع المحتمل بينهما، كما يدعم كفاءة وفعالية اتخاذ القرارات الإستراتيجية (Christensen et al., 2015).

ويوصى دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات الكويتي بأهمية الفصل بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، حيث أشار إلى عدم تفضيل ازدواجية الدور على النحو التالي: "يتولى مجلس الإدارة انتخاب رئيس المجلس وتعيين العضو المنتدب (الرئيس التنفيذي)، ولا يفضل الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب. وفي حال عدم إمكان ذلك يجب الإفصاح عن أسباب ذلك في التقرير السنوي والموقع الإلكتروني للشركة. وفي هذه الحالة وطبقاً لأفضل الممارسات الدولية يتم تعيين نائب رئيس مجلس إدارة مستقل يرأس الاجتماعات التي تناقش أداء الإدارة التنفيذية" (دليل الحوكمة بيت التمويل الكويتي، ٢٠١٣). حيث أن ازدواجية المدير التنفيذي تمارس على أنها تحصين غير محدود، وأن هذا التحصين يتم من خلال المنصب الرسمي. وبالتالي سوف يتمتع المديرين التنفيذيين بنفوذ أكبر، وهذا قد يترتب عليه التأثير على تحقيق منافعهم الذاتية (Castaner and Kavadis, 2013).

وقد أوضح (Linck et al., 2008) أن ازدواجية المدير التنفيذي قد تدفعه إلى التأثير على البيانات المالية للمنشأة، وهو ما قد يؤثر على أداء المنشأة، كما أوضح أن ازدواجية المدير التنفيذي يزيد من احتمالية إفلاس المنشأة، لأن القوة الممنوحة للمدير التنفيذي ستسمح له بالإبقاء على الوضع الراهن للمنشأة حتى لو كان الأداء ضعيف. أي أن المدير التنفيذي لن يسعى لتحسين الأداء في حالة الضعف أو زيادته في حالة القوة.

لذا يرى (Krause and semadeni, 2013) ضرورة فصل دور المدير التنفيذي عن رئيس مجلس الإدارة حيث أن الازدواجية تؤدي إلى تركيز السلطة في يد شخص واحد، وبذلك جعل الدور الرقابي للمجلس غير فعال. فالازدواجية تقيد من استقلال المجلس وتخفف من إمكانية قيام المجلس بدور الإشراف. وتتسق وجهة النظر تلك مع نظرية الوكالة، بسبب أن الازدواجية تؤسس لتحصين المدير التنفيذي من خلال تخفيض مراقبة وفعالية المجلس، حيث أن الازدواجية تعد مؤشراً على أن

القرار والرقابة عليه لم يتم الفصل بينهما، مما يجعل من الصعوبة للمديرين أن يكونوا صادقين عند تقييم الأداء نتيجة سعي الإدارة التنفيذية للشركة لتحقيق مصالحها الذاتية بشكل انتهازي على حساب مصالح الأطراف الأخرى ذات المصلحة في الشركة (أبو سالم وعلوان، ٢٠١٨؛ Ehikioya et al., 2021).

٣. فترة بقاء الرئيس التنفيذي في منصبه:

تعد فترة بقاء الرئيس التنفيذي في منصبه (عدد السنوات التي شغلها الرئيس التنفيذي منصب المدير التنفيذي) الركن الأكثر أهمية في عملية وضع إطار للتحصين الإداري، وقد اختبرت عدد من الدراسات العلاقة بين فترة بقاء الرئيس التنفيذي في منصبه ومستوى التحصين الإداري، ووجد أن هناك ارتباط إيجابي بينهما (Beyer et al., 2012). حيث أن طول فترة بقاء الرئيس التنفيذي في منصبه سوف يساعده على إقامة المزيد من العلاقات داخل وخارج الشركة (Limbach et al., 2016). وطبقاً لنظرية الوكالة فإنه كلما طالت مدة بقاء الرئيس التنفيذي في منصبه، يكون لديه الوقت الكافي لبناء إمبراطورية إدارية وتجميع القوى، ومحاولة السيطرة أكثر على مجلس الإدارة وإضعاف آليات الرقابة الداخلية الأخرى، وبالتالي من المحتمل أن يتجه نحو تحقيق مصلحته الخاصة ولو على حساب مصالح المساهمين (Chen et al., 2012). فقد أوضح (Ammari et al., 2016) أن مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ترتبط إيجابياً بالجودة والمهارة الإدارية.

بمرور الوقت فإن طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه ترتبط بمزيد من التحصين الإداري، ويرجع ذلك إلى أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه تؤثر على اتخاذ القرارات، وسياسات الاستثمار، وعمليات الاستحواذ (Xie, 2014)، فكلما طالت فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه كلما كان محصناً، ومن المحتمل أن يزيد ذلك من قوته في السعي نحو تحقيق مصلحته الشخصية. فتثبيت المدير التنفيذي في منصبه تجعل المدير التنفيذي قادر على تحقيق مصلحته الشخصية. بالإضافة إلى أنه يكون قادر على التحكم في نظم المعلومات الداخلية للمنشأة، وبذلك يكون قادر على الاستحواذ على معلومات عن أداء المنشأة (Hill and Phan, 1991)، وتشير نظرية الوكالة إلى أن المديرين التنفيذيين الذين يشغلون مناصبهم لفترة طويلة ربما يصبحون أكثر تحسناً للأسباب التالية (عيفي ٢٠١٧):

- ١- في ظل الثبات الوظيفي يزيد تأثير المدير التنفيذي الأول نتيجة لسجل الأداء الجيد.
- ٢- المدير التنفيذي الأول الذي يشغل منصبه لفترة طويلة قد يؤثر على تشكيل مجلس الإدارة، وذلك من خلال تعيين مديرين جدد يدينون له بالولاء.
- ٣- المدير التنفيذي الأول قد تزيد قوته النسبية في ظل اكتسابه رقابة على نظم الإجراءات والمعلومات الداخلية وقد يمنحه ذلك القدرة على الاستحواذ على معلومات ملائمة أو التأثير على برنامج وخطة مجلس الإدارة.

ففي ظل استمرار المدير التنفيذي في منصبه لفترة طويلة فإنه من المحتمل أن يصبح متحسناً أكثر في وظيفته بسبب أنه يمتلك فرصة أكبر ووقت كاف لبناء تحالفات وتجميع للقوة. نتيجة لذلك، يتجه المدير التنفيذي نحو سيطرة أكثر على المجالس وآليات الرقابة الداخلية الأخرى، ومن المحتمل أكثر أن يسعى إلى تحقيق مصلحته الخاصة بدلاً من مصالح المساهمين؛ وقد أوضحت دراسة (Limbach et al., 2016) أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه سوف تساعد المدير على إقامة المزيد من العلاقات من داخل وخارج المنشأة، والتي قد يترتب عليها حصيلة من

المنافع للمدير التنفيذي. كما أوضحت دراسة (Ammari et al, 2016) أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه تجعل المدير يختار المشروعات الأكثر خطورة والأعلى ربحية.

٤. استقلال مجلس الإدارة:

يعد مجلس الإدارة أحد الآليات الحاكمة لأداء المديرين في المنشأة من وجهة نظر حملة الأسهم، ويتولى مجلس الإدارة مهمة الرقابة على أداء المديرين للحد من سلوكهم غير المرغوب، ووضع استراتيجيات المنشأة التي تهدف إلى تعظيم الأرباح. ولكي يستطيع مجلس الإدارة أن يؤدي مهامه على الوجه الأكمل لابد أن يتمتع بدرجة استقلالية. يقصد باستقلالية مجلس الإدارة هو أن يكون معظم أعضاء مجلس الإدارة أعضاء خارجين (غير تنفيذيين) (دليل الحوكمة بيت التمويل الكويتي، ٢٠١٣)، وتأكيداً على أهمية استقلال مجلس الإدارة وضع دليل الحوكمة آلية تشكيل المجلس على النحو التالي: "يتم تشكيل مجلس الإدارة من عدد مناسب من الأعضاء على نحو يمكنه من الاضطلاع بوظائفه وواجباته وبما في ذلك تشكيل لجانه. كما يجب أن تكون أغلبية أعضاء المجلس من غير التنفيذيين بينهم عضوين مستقلين على الأقل يتمتعون بمهارات فنية وتحليلية مما يجلب نفعاً للمجلس وللشركة. وطبقاً لأفضل الممارسات الدولية يتم مراعاة مزيج أعضاء المجلس دون التحيز لجنس أو عقيدة. وفي جميع الأحوال يتعين عند اختيار الأعضاء المستقلين وغير التنفيذيين مراعاة أن يكون العضو قادراً على تخصيص الوقت والاهتمام الكافي للشركة وألا يكون هناك تعارضاً مع مصالح أخرى له" (دليل الحوكمة بيت التمويل الكويتي، ٢٠١٣). وقد حدد (بيت التمويل الكويتي، ٢٠١٣) ثلاثة أنواع من أعضاء مجلس الإدارة هي:

أ. عضو مجلس الإدارة التنفيذي: هو عضو مجلس الإدارة الذي يشغل منصباً تنفيذياً في الشركة.

ب. عضو مجلس الإدارة غير التنفيذي: هو عضو مجلس الإدارة الذي لا يشغل منصباً تنفيذياً في الشركة ولا يتقاضى راتباً شهرياً أو سنوياً منها بخلاف ما يتقاضاه عن عضويته بمجلس الإدارة، ولا يجوز له أن يقدم أي استشارات أو خدمات مدفوعة الأجر سواء للشركة أو شركاتها التابعة أو الأطراف المرتبطة بها.

ج. عضو مجلس الإدارة المستقل: هو عضو غير تنفيذي بمجلس الإدارة وغير مساهم بالشركة ويتم تعيينه كعضو من ذوي الخبرة، تنحصر علاقته بالشركة في عضويته بمجلس إدارتها. وهذا العضو لا يمثل المالك وليس له تعاملات جوهرية مع الشركة ولا يتقاضى منها أجراً أو عمولات أو أتعاب باستثناء ما يتقاضاه مقابل عضويته بمجلس الإدارة. وليس له مصلحة خاصة بالشركة، كما لا تربطه صلة نسب أو قرابة بأي من مساهميها، أو أعضاء مجلس إدارتها، أو قياداتها التنفيذية حتى الدرجة الثانية. وهو أيضاً ليس من كبار العاملين بالشركة أو مستشاريها أو مراقبي حساباتها خلال الثلاث سنوات السابقة على تعيينه في المجلس، كما يجب ألا تتجاوز مدة عضويته كمستقل بالمجلس ست سنوات متتالية كحد أقصى وإلا أصبح عضواً غير مستقل.

وأشارت دراسة (عرفات، ٢٠٢٢، ص ٤٣٥) إلى أنه كلما ارتفع عدد ونسبة الأعضاء غير التنفيذيين بالمجلس كلما ازداد استقلاله عن الإدارة التنفيذية ومن ثم فعاليته في فرض رقابة فعالة على أداء المديرين بالإدارة التنفيذية. فوجود عضو تنفيذي في مجلس الإدارة يعني مشاركة هذا العضو في صنع القرار وتنفيذه والرقابة على عملية التنفيذ ما يضعف كثيراً من فعالية المجلس في فرض رقابة فعالة على الإدارة التنفيذية، وتتفاقم هذه المشكلة مع ارتفاع نسبة المديرين التنفيذيين بالمجلس (انخفاض مستوى استقلالية المجلس).

ومع ارتفاع عدد ونسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين وانخفاض مستوى استقلال المجلس يزيد مستوى التحصين الإداري لهؤلاء المديرين، حيث تزيد قدرة المديرين المحصنين على:

أ. الضغط على المجلس من أجل اتخاذ قرارات تساعد في تحقيق منافعهم الشخصية، ومن ثم تحصين هذه القرارات ضد أي تدخل محتمل من الآليات الرقابية الأخرى.

ب. تحديد آليات الرقابة المختلفة والعمل على إضعاف فعاليتها في فرض رقابة فعالة على أداء هؤلاء المديرين المحصنين بالإدارة التنفيذية للشركة.

ويعد استقلال مجلس الإدارة أحد الآليات المهمة لحوكمة الشركات، حيث أصبح ينظر إلى الأعضاء المستقلين وغير التنفيذيين في مجالس الإدارة باعتبارهم عنصراً رئيسياً من عناصر الرقابة الداخلية، ومؤشراً مهماً من مؤشرات جودة تطبيق الحوكمة (أبو سالم وعلوان، ٢٠١٨).

ويعتمد المساهمين على مجلس الإدارة في الإشراف والرقابة على أنشطة وتصرفات المديرين، من أجل التحقق من أن المديرين يعملون لصالح المساهمين، لذلك فمن الضروري الاهتمام بزيادة عدد الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة لتعزيز الجانب الرقابي على المديرين التنفيذيين، وطبقاً لنظرية الوكالة، فإن وجود الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة سيترتب عليه الحد من السلوك الانتهازي للإدارة، وبالتالي انخفاض تكاليف الوكالة، كما أنه يساعد على تسوية الخلافات الداخلية وتحسين العلاقات بين الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح الآخرين، مما يحسن من أداء وقيمة الشركة (Salehi, et al., 2020). أما نظرية أصحاب المصالح فتري أن المديرين المستقلين لديهم حافز أكثر لحماية حقوق أصحاب المصلحة، ويتوافر لديهم وعي باحتياجاتهم وتوقعاتهم خوفاً من تكاليف السمعة الكبيرة التي يتحملونها في حالة فشل المنشأة. وبالتالي يمكن القول أن وجود عدد كافي من الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة، يترتب عليه غالباً الحد من ممارسات التحصين الإداري.

٥. الرافعة المالية (المديونية):

تمثل الرافعة المالية مقياس لنسبة دين الشركة إلى حقوق الملكية أو لإجمالي الأصول، ويمكن للشركة ذات الرافعة المالية المثلى أن تتمتع بمزايا عديدة مثل تعظيم العوائد مع استخدام حقوق ملكية أقل للمساهمين، بالإضافة إلى تحقيق مزايا ضريبية حيث أن مصروفات فوائد الديون تخفض من الضرائب، ومع ذلك فإن الشركة ذات المديونية العالية تتعرض أيضاً لخطر الإفلاس والإعسار في حالة عدم سداد الديون (Salehi, et al., 2020).

ويعتبر التمويل عن طريق الديون والتي تعبر عنها الرافعة المالية أحد آليات التحصين الإداري، حيث أوضح (Jensen, 1986) أن التمويل بالديون من الأمور التي تقلل من مشاكل الوكالة المرتبطة بالتدفقات النقدية الحرة، حيث أن الاعتماد على الديون يفرض على الشركة التزامات معينة يلزم الوفاء بها وإلا تعرضت الشركة للإفلاس، وبالتالي عدم القدرة على الدخول في استثمارات غير مجدية مما يقلل من التكاليف الخاصة بالوكالة، أي أنه يمكن القول أنه كلما ارتفعت نسبة الدين تتخفف فرصة التحصين الإداري، وذلك بناءً على أنه مع ارتفاع نسبة المديونية تزداد اشتراطات وتعهّدات المديونية وبالتالي فرض المزيد من إجراءات الرقابة على الشركة (أبو سالم وعلوان، ٢٠١٨). وقد اثبتت دراسة (Martins, 2019) أن المديرين الراغبين في زيادة مستوى التحصين

الإداري يفضلون دائما الاعتماد على مستويات منخفضة من الديون بهدف الحد من الضغوط الرقابية التي يمكن أن تفرض عليهم من قبل الجهات الدانئة للشركة (عرفات، ٢٠٢٢، ص ٤٣٩).

٧/٣ أثر آليات التحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية:

التحصين الإداري يُعد أحد المسببات الأساسية لزيادة مشاكل الوكالة، حيث يترتب عليه غالبا زيادة سلطة وقوة ونفوذ المديرين مقارنة بأصحاب المصالح الآخرين في الشركة، ومع سعي المديرين المحصنون الى تحقيق مصالحهم الذاتية والتي غالباً لا تعظم من قيمة المساهمين يحاول هؤلاء المديرين إخفاء أثار تحركاتهم من خلال إدارة معلومات التقرير المالي بالانخراط في ممارسات إدارة الأرباح بل وأحياناً بالتلاعب غير القانوني بالأرباح، ومع إدراك المديرين إلى خطورة اكتشاف هذه الممارسات وعواقبها الوخيمة التي قد تصل إلى المسائلة القانونية، ومع التسليم بأن حوكمة الشركات هي نظام من القواعد والممارسات يتم من خلاله توجيه عمليات الشركات والرقابة عليها، ويحدد هيكل ومبادئ الحوكمة الحقوق والمسؤوليات لمختلف أصحاب المصالح في الشركة، ويسعى إلى تقليل صراعات الوكالة التي تنشأ من اختلاف دوافع كل من الملاك والمديرين (Filatotchev et al., 2018; Nakpodia and Adegbite, 2018) سيسعى هؤلاء المديرين إلى تبني استراتيجيات وسياسات دون المستوى الأمثل في هذه الشركات، مثل الانخراط في أنشطة تجعل المديرين على ما يبدو أنهم لا غنى عنهم، مع التلاعب المتكرر بمقاييس الأداء ومقاومة عمليات التغيير والقرارات الجذرية (Kumar and Zattoni, 2016).

وقد قدم الأدب المحاسبي أدلة تفسر طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وآليات الحوكمة الجيدة حيث أشارت دراسة (Chen, 2008) إلى أن المديرين المحصنون يميلون إلى تحقيق مصالحهم الذاتية بشكل أكبر من تعزيز قيمة المساهمين خاصة عندما تحتفظ الشركة باحتياطي نقدية بدلاً من استثمار هذه النقدية في استثمارات مربحة، لذلك فإن الشركات التي تتمتع بآليات الحوكمة الجيدة من المحتمل أن تواجه صراعات وكالة أقل وبالتالي انخفاض الاحتفاظ بالاحتياطي النقدية (Harford et al., 2008).

ويعد مجلس الإدارة أحد آليات الحوكمة الداخلية الرئيسية التي تتولى تحديد إستراتيجية الشركة وتوجيهاتها، واتخاذ القرارات التي من شأنها التأثير على أداء الشركة، ومراقبة الإدارة نيابة عن المساهمين (Paniagua et al., 2018) ويساهم استقلال أعضاء المجلس في تحقيق رقابة فعالة على أداء المديرين التنفيذيين وتحقيق الانضباط داخل الشركة مما ينعكس على الحد من الممارسات الانتهازية الإدارية وبالتالي الاحتفاظ بنقدية أقل (Al-Najjar and Clark, 2017). وفي هذا السياق، ترى نظرية المفاضلة أن استقلال المجلس يعزز من جودة الإفصاح عن المعلومات ويخفض من عدم تماثلها مما يؤدي إلى زيادة شفافية المعلومات ومن ثم زيادة فرصة الشركة في الوصول إلى مصادر التمويل الخارجية وبالتالي انخفاض رغبة في الاحتفاظ بنقدية كبيرة. واتساقاً مع نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل فإن استقلال مجلس الإدارة يوفر حماية أفضل للمساهمين، ويخفض من صراعات الوكالة مما ينعكس على انخفاض دافع الاحتفاظ بالنقدية (عفيفي، ٢٠١٥). وبالنسبة لحجم المجلس فيعد عامل مؤثر في قرارات الشركة خاصة المرتبطة بقرارات التمويل فتعقد عمليات الشركة قد يتطلب زيادة حجم المجلس لتوفير رقابة أفضل على أداء الإدارة مما يقلل من نزاعات الوكالة وبالتالي ينعكس على انخفاض الاحتفاظ بالنقدية. وفي المقابل، يرى

البعض أن هناك صعوبة في التنسيق بين الأعضاء في المجالس الكبيرة، وبالتالي انخفاض في عمليات الرقابة وهو ما ينعكس على زيادة الاحتفاظ بالنقدية (Al-Najjar and Clark, 2017).

كما أن ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول تخفض من فعالية رقابة المجلس وتؤدي إلى زيادة مشاكل الوكالة وهو ما ينعكس على زيادة الاحتفاظ بالنقدية (Wai and Zhu, 2013). لذلك فإن ممارسات الحوكمة الضعيفة قد يترتب عليها قيام الشركة بدفع المزيد من التوزيعات النقدية من أجل تخفيض مشكلة الخطر الأخلاقي مما قد يدفع الشركة إلى تزايد الاحتفاظ بالنقدية (عفيفي، ٢٠١٥).

ويرى (Akben-Selcuk and Altiok-Yilmaz, 2017) أن الشركات في الأسواق الناشئة التي لديها رافعة مالية بسبب اعتمادها على التمويل الخارجي يكون عليها الاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية، مما يعنى أن هناك علاقة موجبة بينهما حيث أن زيادة الرافعة المالية وزيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية نتيجة اعتماد الشركة على التمويل الخارجي لتمويل الاستثمارات الجديدة. بينما يرى (Arfan, 2017) أن العلاقة بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية علاقة سلبية في الشركات المدرجة في البورصة الاندونيسية، ويشير إلى أهمية إدارة النقدية لتحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية، كما يجب على الشركات الصناعية (الإنتاجية) أن تأخذ في الاعتبار تأثير كلا من الرافعة المالية، والربحية، والنفقات الرأسمالية عند تحديد مستوى النقدية المناسب للتمويل المستقبلي.

ويتضح للباحثين مما سبق اختلاف نتائج الدراسات السابقة فيما يتعلق بتأثير آليات التحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وندرة الدراسات السابقة التي تناولت أثر آليات التحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في البيئة الكويتية، وبالتالي يحاول الباحث اختبار آثار آليات التحصين الإداري وهي ازدواجية دور الرئيس التنفيذي الأول، فترة بقاء المدير التنفيذي، ومستوى استقلال مجلس الإدارة، والملكية الإدارية، والرافعة المالية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال الكويتية، لذلك يمكن صياغة الفرض الرئيسي للدراسة كالتالي:

H1: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لآليات التحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال الكويتية.

١/٧/٣ أثر ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على مستوى الاحتفاظ بالنقدية:

ازدواجية دور المدير التنفيذي، يمكن أن تعزز التحصين الإداري من خلال الجمع بين أدوار الرئيس والمدير التنفيذي (Lee et al., 2020)، حيث يسمح هيكل القيادة المزدوج هذا للرئيس التنفيذي بتعزيز الهيمنة الهيكلية والمعلوماتية على مجلس الإدارة وتحرير نفسه من إشراف المديرين، في الواقع يمنح منصب ازدواجية دور المدير التنفيذي امتيازات مهمة فيما يتعلق بجدول الأعمال والمناقشة في اجتماعات مجلس الإدارة، كما أنه يمنح الشخص القدرة على التحدث نيابة عن مجلس الإدارة (Salehi et al., 2015)، علاوة على ذلك، من خلال العمل في لجنة الترشيح، قد يشارك المدير بشكل كبير في عملية اختيار المديرين، وبالتالي يفضل المديرين الداخليين اختيار المرشحين الخارجيين ذوي التبعية غير الرسمية أو الاجتماعية، حيث قد يشعر هؤلاء المدراء بأنهم ملتزمون اجتماعيًا تجاه المدير التنفيذي الذي فضل تعيينهم، مما يقلل من فعالية مجلس الإدارة. وفيما يتعلق بدور ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول في العلاقة بين عدم تماثل المعلومات ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. توصلت نتائج دراسة (Salehi, et al., 2015) على عينة مكونة من (٧٢٥) شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية الماليزي خلال الفترة من ٢٠٠٨م - ٢٠١٠م،

إلى وجود تأثيراً إيجابياً لازدواجية دور المدير التنفيذي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية؛ حيث أن ازدواجية دور المدير التنفيذي تعتبر مؤشر علي ضعف آليات حوكمة الشركات لأنها قد تؤدي إلى الحد من شفافية ودقة المعلومات المفصح عنها، وبالتالي تخفيض جودة التقارير والقوائم المالية وزيادة عدم تماثل المعلومات، وبالتالي الحد من قدرة تلك الشركات في الحصول على التمويل الخارجي، مما قد يدفع الشركة إلى تزايد الاحتفاظ بالنقدية.

وعلى النقيض من ذلك توصلت دراسة (عبد، ٢٠٢٢) إلى وجود تأثير سلبي لازدواجية دور المدير التنفيذي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية؛ حيث أن ازدواجية دور المدير التنفيذي قد يؤدي إلى الحد من مشاكل الوكالة، وتخفيض درجة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة العليا والمستثمرين، وزيادة السرعة في عملية اتخاذ القرارات، وقد تجعل المدير أكثر مسؤولية عن قراراته وأكثر تجنباً للمخاطرة، وهو ما يؤثر بالسلب على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

بينما توصلت دراسة (Sheikh and Khan, 2015) بالاعتماد على عينة مكونة من (١٨٩) شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بكراتشي في باكستان خلال الفترة من ٢٠٠٨م - ٢٠١٢م، إلى عدم وجود تأثيراً معنوياً لازدواجية دور المدير التنفيذي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. ومع اختلاف نتائج الدراسات السابقة فيما يتعلق بأثر ازدواجية دور المدير التنفيذي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وندرة هذه الدراسات في بيئة الأعمال العربية لاسيما بيئة الأعمال الكويتية فإن الباحث يختبر هذه العلاقة في بيئة الأعمال الكويتية ومن ثم يمكن صياغة الفرض البحثي الفرعي الأول كالتالي:

H1.1: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لازدواجية دور المدير التنفيذي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال الكويتية.

٢/٧/٣ أثر فترة بقاء المدير التنفيذي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية:

أشارت دراسة (Wu, 2020) أن فترة عمل الرؤساء التنفيذيين هي المحدد التفسيري الأكثر تقدماً للتحصين الإداري، فمع زيادة الأقدمية سيكون لدى المدير الوقت اللازم لتوحيد السلطة التقديرية من خلال بناء شبكة العلاقات التعاونية مع أصحاب المصلحة وإبرام العقود الضمنية، ومن خلال هذه العلاقات يتمكن الرئيس التنفيذي من جعل استبداله عملية صعبة وهذا يعزز التحصين الإداري، علاوة على ذلك تمكن المدة الطويلة للرئيس التنفيذي بالشركة التأثير على اختيار المديرين من أجل ملء مجلس الإدارة بالأعضاء الداعمين (Salehi et al., 2019)، من ناحية أخرى عندما يكتسب الرئيس التنفيذي الخبرة في مجال العمل والقوة ضد مجلس الإدارة والمساهمين خلال فترة ولايتهم، فهم أقل اهتماماً بالأمن الوظيفي وأكثر استعداداً للانخراط في استثمارات تقديرية غير فعالة، كما يزداد خمول الرؤساء التنفيذيين وتجنبهم للمخاطرة مع الحيازة حيث يبدو أن الرؤساء التنفيذيين ذوي الفترات الطويلة أكثر تحفظاً في صنع القرار، بالمقابل الشركات التي لديها رؤساء تنفيذيون بفترات أقصر ستظهر أداءً أعلى (Wu, 2020)، في الواقع يبدو أن مجال عرض الرؤساء التنفيذيين معقد بدرجة أكبر بسبب مراقبة المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة، الأمر الذي سيؤدي على الأرجح إلى قرارات شاملة أفضل، إلى جانب ذلك يميل الرؤساء التنفيذيون ذو الفترات القصيرة إلى اتخاذ قرارات استثمارية أكثر جرأة وصرامة لإبلاغ السوق بكفاءتهم وقدراتهم المتفوقة، من ناحية أخرى تفترض نظرية الإشراف التوافق الوثيق بين مصالح الرئيس التنفيذي

(الوكيل) ومصالح شركتهم، حيث يشير هذا السلوك غير الأناني والإيثاري إلى أن المدير التنفيذي يتخذ قرارات مفيدة نيابة عن الشركة، علاوة على ذلك فإن عدم اليقين والتعقيد في عملية صنع القرار سيتطلبان مديراً يتمتع بمهارات معرفية محددة لا يمكن اكتسابها وتعزيزها إلا بالوقت الذي يقضيه في إدارة الأعمال.

ويتوقع الباحثين وجود علاقة بين طول فترة بقاء المدير التنفيذي والاحتفاظ بالنقدية؛ حيث إن فترة استمرار المدير التنفيذي لفترة طويلة يمكن أن يؤدي إلى تراكم الخبرة لديهم بالسياسات المحاسبية التي تطبقها الشركة، مما يساعدهم على فهم أعمال الشركة ورسم السياسات الاستثمارية والتمويلية بشكل أفضل، لقدرته في الحصول على المعلومات المالية الخاصة بالعمليات الأكثر ملائمة لتقليل المخاطر المرتبطة بها وتحقيق ربحية أكثر. كما أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه يمكن أن يزيد من تحصنه من خلال الاهتمام بإقامة علاقات مع أطراف مؤثرة كمديرين في مجلس الإدارة للمساعدة على اتخاذ قرارات في سياسات الاستثمار والتمويل التي تتخذها الشركة. ولاختبار هذه العلاقة في البيئة الكويتية قام الباحث بصياغة الفرض البحثي الفرعي الثاني كالتالي:

H1.2: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لفترة بقاء المدير التنفيذي على الاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال الكويتية.

٣/٧/٣ أثر مستوي استقلال مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية:

في شركات المساهمة يتكون مجلس الإدارة من أعضاء تنفيذيين مسؤولين عن الأعمال التنفيذية بالشركات، إلى جانب عضويتهم بمجلس الإدارة لذا يطلق عليهم أعضاء من الداخل Inside Directors. وأعضاء غير تنفيذيين وهم الذين لا يتولون أية أعمال تنفيذية داخل الشركة، لذا يطلق عليهم أعضاء من الخارج Outside Directors (غريب، ٢٠١٦).

قد أظهرت دراسة (Salehi et al., 2020) أن استقلال مجلس الإدارة خنسة الأعضاء من الخارج- في الشركات البرازيلية يؤدي إلى تحسين قرارات المجلس، ويجعلها أكثر موضوعية واستقلالية. كما توصلت دراسة (Mamatzakakis and Bermpei, 2015) إلى أن استقلال مجلس الإدارة يعتبر محدد أساسي لكفاءة المجلس ومدى قيامه بمهامه الإشرافية والرقابية، ويرتبط استقلال المجلس بعلاقة موجبة بأداء المنشأة فهو يقلل من مخاطر التحصين الإداري Managerial Entrenchment، نظراً لما يتمتع به الأعضاء المستقلون من خبرات موضوعية في عملية صنع القرار، ويتفق ذلك مع نظرية الوكالة (Agency Theory) التي ترى أن استقلال المجلس يعزز من الرقابة على أنشطة الإدارة، ويحد من تضارب المصالح بين الملاك والمديرين، وهو ما يقلل من تكاليف الوكالة (Liao, et al., 2015). أما نظرية أصحاب المصالح فترى أن المديرين المستقلين لديهم حافز أكثر لحماية حقوق أصحاب المصلحة، ويتوافر لديهم وعي باحتياجاتهم وتوقعاتهم خوفاً من تكاليف السمعة الكبيرة التي يتحملونها في حالة فشل المنشأة (Chen and Zhang, 2014). وهذا ما توصلت له دراسة (Rutledge et al., 2016) موضحة أن المنشآت التي لديها نسبة عالية من المديرين غير التنفيذيين تكون أكثر قدرة على الاهتمام بمصالح المساهمين والسيطرة على معدلات الرفع المالي وتعزيز الأوضاع المالية للمنشأة.

وبالتالي يتوقع الباحثين وجود علاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والاحتفاظ بالنقدية؛ حيث أن أعضاء مجلس الإدارة من الخارج والذين يعملون بوصفهم ممثلين عن المساهمين، يكون لديهم دوافع

خاصة لمنع واكتشاف السلوك الانتهازي الذي يمكن أن تمارسه الإدارة، وهذه الدوافع ترجع إلى ثلاثة عوامل هي: الحفاظ على سمعتهم وخبراتهم، الخوف من المساءلة القانونية، حماية حقوق المساهمين. ولاختبار هذه العلاقة في البيئة الكويتية صاغ الباحث الفرض البحثي الفرعي الثالث كما يلي:

H1.3: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى استقلال مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال الكويتية.

٤/٧/٣ أثر الملكية الإدارية على الاحتفاظ بالنقدية:

الملكية الإدارية هي آلية حوافز مالية ورافعة لترسيخ الإدارة ويعبر عنها بنسبة الأسهم المملوكة من جانب الإدارة العليا والإدارة التنفيذية إلى إجمالي الأسهم (Abdioglu, 2016)، ووفقاً لنظرية "تقارب المصالح"، كلما زادت نسبة الملكية الإدارية، زادت مواعمة المصالح بين المديرين التنفيذيين والمساهمين، مما يؤدي إلى خفض تكاليف الوكالة. أما وفقاً لنظرية الوكالة فإن ملكية الأسهم من قبل المديرين تساهم في تقارب المصالح بين الإدارة وحملة الأسهم الخارجيين، كما يؤدي إلى انخفاض تكاليف الرقابة وتحسين أداء الشركة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة (Yang et al., 2008).

وفي الواقع وصفت دراسة (Salehi et al., 2021) الملكية الإدارية بأنها آلية حوكمة تمنع تضارب المصالح من خلال التوفيق بين المديرين ومصالح المساهمين. ومع ذلك، فإن المساهمة الأقل للمديرين من شأنها أن تقود الوكيل لتفضيل المصالح الشخصية، دون التأثير على ثروة المساهمين. في المقابل تؤكد دراسة (Ammari et al., 2016) المتعلقة بالتحصين الإداري أنه عندما تصبح هذه المشاركة في رأس المال أكثر أهمية، يهرب المدير التنفيذي من مراقبة المساهمين، وهكذا كلما زادت النسبة المئوية للأسهم المملوكة للسلطة التنفيذية، ستزداد قدرتها على الانسحاب من سيطرة المساهمين وإدارة الشركة وفقاً لمصالحها الخاصة بدلاً من أهداف المالكين، وهذا ما أبدته أشارت دراسة (Pergola and Joseph, 2011) حيث توصلت الدراسة إلى أنه طبقاً لتأثير الحصانة فإن تزايد الملكية الإدارية يخفض من مصداقية المعلومات المحاسبية لتزايد ممارسات إدارة الأرباح وضعف آليات الرقابة على تصرفات الإدارة.

وعلى الرغم من أن الملكية الإدارية تشير إلى تملك الإدارة لجزء من أسهم الشركة، وكلما نمت هذه النسبة أدى ذلك إلى ارتفاع دوافع الإدارة لزيادة قيمة الشركة وتعظيم ثروة المساهمين، ما يؤدي إلى تقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين وانخفاض مشاكل الوكالة، إلا أنه تباينت الآراء فيما يتعلق بمدى تأثير الملكية الإدارية على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والاحتفاظ بالنقدية، فقد توصلت دراسة (Salehi, et al., 2015) بالتطبيق على عينة مكونة من (٧٢٥) شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية الماليزي خلال الفترة من ٢٠٠٨م - ٢٠١٠م إلى وجود تأثيراً إيجابياً للملكية الإدارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. كما توصلت دراسة (Azinfar and Shiraseb, 2016) بالاعتماد على عينة مكونة من (٩٦) شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بظهران خلال الفترة من ٢٠٠٤م - ٢٠١٣م، إلى وجود تأثير إيجابياً للملكية الإدارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

وعلى النقيض من ذلك اكدت دراسة (Abdioglu, 2016) بالتطبيق على عينة مكونة من (١٨١) مشاهدة للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بإسطنبول خلال الفترة من ٢٠٠٥م – ٢٠١٣م، على وجود تأثيراً سلبياً للملكية الإدارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. بينما أثبتت دراسة (Sheikh and Khan, 2015) بالتطبيق على عينة مكونة من (١٨٩) شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بكراتشي في باكستان خلال الفترة من ٢٠٠٨م – ٢٠١٢م، عدم وجود تأثيراً معنوياً للملكية الإدارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. ولاختبار هذه العلاقة في بيئة الاعمال الكويتية يمكن صياغة الفرض البحثي الفرعي الرابع كما يلي:

H1.4: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للملكية الإدارية على الاحتفاظ بالنقدية في بيئة الاعمال الكويتية.

٥/٧/٣ أثر الرافعة المالية على الاحتفاظ بالنقدية.

تمثل الرافعة المالية نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي أصول الشركة (أو إلى حقوق الملكية)، وتبين الرافعة المالية قدرة الشركة على اقتراض الديون من الغير والحصول على التمويل المطلوب للمشروعات. ويساعد مستوى الاحتفاظ بالنقدية في تمويل المشروعات داخلياً من موارد الشركة دون الحصول على تمويل خارجي يؤثر على تكلفة الحصول على الأموال ويؤدي لزيادة الرافعة المالية للوفاء بالتزامات الشركة تجاه أصل الدين أو الفوائد المرتبطة به مما يؤدي لزيادة النقدية التي تحتفظ بها الشركة.

وترى (Wasiuzzaman, 2014) أن الشركة التي لديها رافعة مالية بسبب الديون يؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية لتلافي حالة الإفلاس، فوجود رافعة مالية مرتفعة يعني لجوء الشركة للاحتفاظ بالنقدية للوفاء بالتزاماتها المالية، مما يعني وجود علاقة إيجابية بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. ويرى (Akben-Selcuk and Altiok-Yilmaz, 2017) أن الشركات في الأسواق الناشئة التي لديها رافعة مالية بسبب اعتمادها على التمويل الخارجي يكون عليها الاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية، مما يعني أن هناك علاقة موجبة حيث أن زيادة الرافعة المالية تؤدي إلى زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية نتيجة اعتماد الشركة على التمويل الخارجي لتمويل الاستثمارات الجديدة.

ويرى (Bick and Batty, 2017) أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يتأثر بمستوى الرافعة المالية بالشركة حيث يمكن أن تزيد للوفاء بالتزامات عليها. ويؤكد (Borhanuddin, 2011) أن هناك علاقة سلبية بين الرافعة المالية وقدرة الشركة على الوفاء بالديون حيث تؤثر سياسة الشركة بشأن الاحتفاظ بالنقدية على قرارها بشأن تمويل الشركات، كما أن الشركات التي لديها ممارسات آليات حوكمة ضعيفة لديها ارتفاع في مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

بينما يرى (Arfan, 2017) أن العلاقة بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية علاقة سلبية في الشركات المدرجة في البورصة الاندونيسية، ويشير إلى أهمية إدارة النقدية لتحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية، كما يجب على الشركات الصناعية (الإنتاجية) أن تأخذ في الاعتبار تأثير كلا من الرافعة المالية، والربحية، والنفقات الرأسمالية عند تحديد مستوى النقدية المناسب للتمويل المستقبلي.

في حين توصل (بلال، ٢٠١٧) بالتطبيق على عينة مكونة من (١٢٦) شركات من الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من ٢٠١٣م – ٢٠١٥م، إلي عدم وجود تأثيراً معنوياً للرافعة المالية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

ويرى (Rao, and Thaker, 2018) تضارب العلاقة بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال وجود علاقة إيجابية بين النقدية المحتفظ بها والرافعة المالية العالية للشركة بسبب زيادة مخاطر التخلف عن السداد والضائقة المالية، بينما يشير أن الرافعة المالية قد تؤدي إلى تأثير سلبي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية عند استخدامها لتقليل المشاكل المتعلقة بالوكالة.

ويرى الباحثون أن الدراسات السابقة أوضحت أن الرافعة المالية والتي تدل على قدرة الشركة على تمويل مشروعاتها من الأسواق الخارجية يمكن أن تؤثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، كما أشارت الدراسات إلى تضارب النتائج لهذا التأثير هل هو إيجابي أم سلبي من خلال الشركات التي تشترك بالعينة والتي تؤثر على النتائج، كذلك توافر إدارة قوية للنقدية يساعد في اتخاذ قرار بتحديد الحد الأقصى للرافعة المالية التي تسمح بها الإدارة والتكاليف التي يمكن تحملها. وقد لوحظ أن الإدارة تفضل استخدام المصادر الداخلية للتمويل على المصادر الخارجية وذلك لأنه يوجد تفاوت في التكاليف بين مصادر التمويل المتاحة. بالإضافة إلي أن عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمديرين ومصادر التمويل والمستثمرين يؤدي إلى اختلاف في تكاليف التمويل مما يؤثر علي قرار المدير في التفضيل بين المصادر المختلفة المتاحة للتمويل وبالتالي قرار الاحتفاظ بالنقدية. ويمكن للباحث من أجل اختبار هذه العلاقة في بيئة الاعمال الكويتية صياغة الفرض الفرعي الخامس كما يلي:

H1.5: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على الاحتفاظ بالنقدية في بيئة الأعمال الكويتية.

٤. الدراسة التطبيقية:

١/٤ الهدف من الدراسة التطبيقية.

هدفت الدراسة التطبيقية بشكل رئيسي إلى دراسة أثر آليات التحصين الإداري على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك من خلال دراسة أثر ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ودراسة أثر فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ودراسة أثر استقلالية مجلس الإدارة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ودراسة أثر الملكية الإدارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ودراسة أثر الرافعة المالية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٢/٤ مجتمع وعينة الدراسة:

١/٢/٤ مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة التطبيقية من جميع الشركات المساهمة الكويتية المدرجة ببورصة الأوراق المالية الكويتية فيما عدا قطاعي (البنوك والخدمات المالية بخلاف البنوك) وذلك خلال عامي (٢٠٢١ و ٢٠٢٢) وقد بلغت عدد الشركات المتداولة في البورصة لعام ٢٠٢١ عدد ١٤٥ شركة منهم عدد ٥٧ شركة تنتمي لقطاعات (البنوك، والخدمات المالية، والتأمين) وبالتالي يتكون مجتمع الدراسة من ٨٨ شركة (التقرير السنوي للبورصة الكويتية، ٢٠٢١).

٢/٢/٤ عينة الدراسة: سيتم اختيار عينة الدراسة وفقاً للاعتبارات التالية:

أ- أن تكون الشركة مدرجة وتم تداول أسهمها ولم تتوقف عن التداول في البورصة خلال فتره الدراسة.

ب- إمكانية الحصول على البيانات اللازمة لقياس متغيرات الدراسة مثل توافر التقارير المالية للشركات على المواقع الإلكترونية للشركات أو على الموقع الإلكتروني للبورصة الكويتية.

ج- أن تكون القوائم المالية معدة عن السنة المالية التي تبدأ في ١/١ وتنتهي في ١٢/٣١ من كل عام. د-توافر تشكيل مجلس الإدارة من أجل تحديد فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه.

وبناءً على ما سبق فقد قام الباحثين باختيار عينة مكونه من ٢٧ شركة من الشركات غير المالية المدرجة ببورصة الكويت للأوراق المالية والجدول التالي يوضح التوزيع القطاعي لعينة الدراسة.

جدول (١)

أسماء شركات العينة

م	القطاع	اسم الشركة
١	قطاع العقارات	العربية العقارية
٢		الوطنية العقارية
٣		العقارات المتحدة
٤		الإنماء العقارية
٥		عقار للاستثمارات العقارية
٦		التمدين العقارية
٧		الصالحية العقارية
٨		التجارية العقارية
٩	القطاع الصناعي	الصناعات الهندسية الثقيلة وبناء السفن
١٠		المتكاملة القابضة
١١		شركة الصناعات الوطنية
١٢		المعادن والصناعات التحويلية
١٣		الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية
١٤	قطاع الخدمات الاستهلاكية	السينما الوطنية الكويتية
١٥		إيفا للفنادق والمجمعات
١٦		الأولى للتسويق المحلي للوقود
١٧		جياذ القابضة
١٨		طيران الجزيرة ش.م.ك.ع
١٩	قطاع الطاقة	الفنادق الكويتية ش.م.ك.ع
٢٠		الخليجية للاستثمار البترولي
٢١		برقان لحفر الآبار
٢٢	مواد أساسية	بوبيان للبتر وكيموايات
٢٣		السكب الكويتية
٢٤	الرعاية الصحية	التقدم التكنولوجي
٢٥		ياكو الطبية
٢٦	تكنولوجيا وإتصالات	الاتصالات المتنقلة (زين)
٢٧		حيات للاتصالات (حيات كوم)

المصدر: من إعداد الباحثين.

٣/٤ متغيرات الدراسة وكيفية قياسها:

يوضح الجدول التالي كيفية قياس كل متغير من متغيرات الدراسة

جدول (٢)

متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

المتغير	الرمز	كيفية القياس	المرجع
ازدواجية دور المدير التنفيذي	CEODUAL	متغير وهمي يأخذ القيمة واحد إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) هو نفسه رئيس مجلس الإدارة أو القيمة صفر إذا لم يكن ذلك.	(عبد المنعم، ٢٠٢١)
فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه	CEOTENURE	تمثل فترة بقاء المدير التنفيذي الأول بمنصبه من بداية تعيينه حتى نهاية الفترة	
المتغير	الرمز	كيفية القياس	المرجع
إستقلالية مجلس الإدارة	BIND	يقاس بنسبة عدد الأعضاء غير التنفيذيين إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة بالشركة.	(عبد المنعم، ٢٠٢١)
الملكية الإدارية	BOWN	نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة بالشركة	
الرافعة المالية	Lev	من خلال قسمة إجمالي الديون طويلة وقصيرة الأجل على إجمالي الأصول.	
الإحتفاظ بالنقدية	Cash	نسبة النقدية وما في حكمها إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في نهاية السنة المالية.	(بلال، ٢٠١٧)
المتغيرات الرقابية			
معدل العائد على الأصول	ROA	(صافي الربح بعد الضرائب/إجمالي الأصول) $\times 100$	
حجم الشركة	Z	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.	

٤/٤ الأساليب الإحصائية المستخدمة:

من أجل اختبار فروض البحث وإتمام الدراسة التطبيقية استخدم الباحث العديد من الأساليب الإحصائية المناسبة وهي كما يلي:

١- أسلوب **One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test** للتحقق من افتراض التوزيع الطبيعي لبيانات المتغيرات.

٢- أسلوب **(Pearson Correlation Coefficient)** للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي (Multicollinearity).

٣- أسلوب الانحدار المتعدد **Multiple Regression** من أجل اختبار فروض البحث.

٥/٤ اختبارات التحقق من صلاحية البيانات للخضوع لتحليل الانحدار المتعدد:

يتطلب استخدام نموذج الانحدار في التحليل واختبار الفروض توافر مجموعة من الافتراضات والتي بدون توافرها قد تتأثر صحة نتائج التحليل، ومن أهم هذه الافتراضات أن تتبع بيانات المتغيرات لنمط التوزيع الطبيعي وبالأخص المتغير التابع طالما توجد متغيرات مستقلة وهمية، وألا يكون هناك ارتباط ذاتي بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض بما يؤثر في نتائج نموذج الانحدار.

وقد قام الباحث بإجراء اختبار One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test للتحقق من افتراض التوزيع الطبيعي لبيانات المتغير التابع، فإذا كانت البيانات تتبع التوزيع الطبيعي يتم استخدام الاختبارات المعلمية أما إذا كانت البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي يتم استخدام الاختبارات اللامعلمية.

ويوضح جدول (٣) التالي ملخصاً لإجراء اختبار Kolmogorov-Smirnov لبيانات المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والرقابية.

جدول رقم (٣)

اختبار Kolmogorov-Smirnov

Test Statistic	Asymp. Sig. (2-tailed)	
٠.٢٠٩	٠.٠٧٠	الاحتفاظ بالنقدية
--	--	ازدواجية الدور
٠.١٢١	٠.٠٨٦	فترة بقاء المدير
٠.١٨٩	٠.١١٠	استقلالية مجلس الإدارة
٠.٢٧٤	٠.٠٦٧	الملكية الإدارية
٠.١٠٢	٠.٢٠٠	الرافعة المالية
٠.٣٥٦	٠.٠٦٢	معدل العائد على الأصول
٠.٢٠١	٠.٠٩٢	حجم الشركة

المصدر: مخرجات برنامج SPSS

ويتضح من الجدول السابق أن قيمة Sig لجميع المتغيرات أكبر من ٠.٠٥ وبالتالي فإن بيانات هذه المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي وتعد ملائمة لإجراء الاختبارات المعلمية، وصالحة لتطبيق نموذج الانحدار.

كما قام الباحثين بإيجاد علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة، للتأكد من خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، تم إجراء اختبار معامل ارتباط بيرسون لدراسة درجة الارتباط الذاتي بين المتغيرات المستقلة، وذلك من خلال جدول (٤) التالي:

جدول رقم (٤)
الارتباط بين المتغيرات المستقلة

المتغيرات		CEO DUAL	CEO TENURE	BIND	BOWN	Lev	ROA	Z
CEODUAL	R	١						
	Sig							
CEOTENURE	R	٠.٤٠٢	١					
	Sig	٠.٠٠٣						
BIND	R	٠.١٣٣-	٠.٠٤٣-	١				
	Sig	٠.٣٣٩	٠.٧٥٨					
BOWN	R	٠.٥٩٣	٠.٣٤٨	٠.٠٤٦-	١			
	Sig	٠.٠٠٠	٠.٠١٠	٠.٧٤٠				
Lev	R	٠.٣٠٩	٠.٠٩٨	٠.٢٦١	٠.١٩٦-	١		
	Sig	٠.٠٢٣	٠.٤٨١	٠.٠٥٦	٠.١٥٥			
ROA	R	٠.٢٤٧	٠.٠٩٧	٠.٢٧٤-	٠.٤١٦	٠.١٠٦-	١	
	Sig	٠.٠٧٢	٠.٤٨٥	٠.٠٤٥	٠.٠٠٢	٠.٤٤٧		
Z	R	٠.٣٤٥	٠.١٥٩	٠.٢٠٥	٠.٣١١	٠.١٦٠	٠.٠٣٠-	١
	Sig	٠.٠١١	٠.٢٥٢	٠.١٣٦	٠.٠٢٢	٠.٢٤٦	٠.٨٢٧	

المصدر: مخرجات برنامج SPSS

يتضح من جدول (٤) السابق عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي بين متغيرات نموذج الدراسة، حيث لا يوجد أي معامل ارتباط يزيد عن ٨٠% حيث يشير (Gujarati, 2003) إلى أن درجة الازدواج الخطي بين متغيرات الدراسة تعتبر مقبولة إذا ما بلغ معامل الارتباط بين أي منهما ٠.٨ كحد أقصى وهو ما لم يحدث بين متغيرات هذه الدراسة، مما يدل على صلاحية البيانات لإجراء تحليل الانحدار.

٦/٤ اختبار الفرض الفرعي الأول:

ينص هذا الفرض على أنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على مستوى الاحتفاظ بالنقدية".

من أجل اختبار الفرض الفرعي الأول استخدم الباحث أسلوب الانحدار المتعدد بطريقة Enter وسيقوم الباحثين باختبار هذا الفرض من خلال نموذج الانحدار التالي:

$$\text{Cash} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEODUAL} + \beta_2 \text{ROA} + \beta_3 \text{Z} + \varepsilon$$

حيث أن:

Cash تعبر عن المتغير التابع، مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

β_0 تعبر عن الجزء الثابت في معادلة الانحدار.

β_1 β_3 تعبر عن معاملات المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية.

CEODUAL: تعبر عن ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول.

ROA: تعبر عن معدل العائد على الأصول.

Z: تعبر عن حجم الشركة.

ε تعبر عن الخطأ العشوائي في نموذج الانحدار.

ويوضح جدول (٥) التالي بعض المقاييس التي تم حسابها للنموذج المقدر وهي:

جدول رقم (٥)

اختبار الفرض الفرعي الأول

Model summary			
Model	R	R ²	Adjusted R ²
	.507 ^a	.257	.179
Anova			
Model	F		Sig.
	7.317		.000 ^b
COEFFICIENTS			
MODEL	Unstandardized	T	Sig.
	B		
Constant	0.009	0.061	0.952
CEODUAL	0.114	2.221	0.026
ROA	0.261	1.379	0.174
Z	0.001	0.058	0.954

المصدر: مخرجات برنامج SPSS

من الجدول السابق يمكن استخلاص النتائج التالية:

١- قيمة معامل الارتباط R يساوي ٠.٥٠٧، وهذا يعني وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغير المستقل (ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول) والمتغير التابع (مستوى الاحتفاظ بالنقدية) وهو ارتباط معنوي حيث بلغت معنوية النموذج (Sig= 0.000).

٢- قيمة معامل التحديد R Square تساوي ٠.٢٥٧، وهذا يعني أن ٢٥.٧% من التغير في مستوى الاحتفاظ بالنقدية يرجع التغير إلى المتغير المستقل، وباقي التغير يرجع إلى عوامل أخرى خارج النموذج.

٣- بناء على النتائج الواردة في الجدول السابق وبالنظر الي قيمة F المحسوبة ٧.٣١٧ وبمستوي معنوية ٠.٠٠٠ للنموذج، فيما بلغت قيمة (B) للأثر المشترك (٠,١١٤) فإن ذلك يشير الى قبول الفرض الفرعي الأول الذي ينص على أنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على مستوى الاحتفاظ بالنقدية".

٧/٤- اختبار الفرض الفرعي الثاني:

ينص هذا الفرض على أنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول على مستوى الاحتفاظ بالنقدية".

من أجل اختبار الفرض الفرعي الثاني استخدم الباحث أسلوب الانحدار المتعدد بطريقة Enter وسيقوم الباحثين باختبار هذا الفرض من خلال نموذج الانحدار التالي:

$$\text{Cash} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEOTENUR} + \beta_2 \text{ROA} + \beta_3 \text{Z} + \varepsilon$$

حيث أن:

Cash تعبر عن المتغير التابع، مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
 β_0 تعبر عن الجزء الثابت في معادلة الانحدار.
 $\beta_1, \dots, \beta_3$ تعبر عن معاملات المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية.
 CEOTENUR: تعبر عن فترة بقاء المدير التنفيذي الأول.
 ROA: تعبر عن معدل العائد على الأصول.
 Z: تعبر عن حجم الشركة.
 ε تعبر عن الخطأ العشوائي في نموذج الانحدار.
 ويوضح جدول (٦) التالي بعض المقاييس التي تم حسابها للنموذج المقدر وهي:

جدول رقم (٦)

اختبار الفرض الفرعي الثاني

Model summary			
Model	R	R ²	Adjusted R ²
	.482 ^a	.233	.153
Anova			
Model	F		Sig.
	2.910		.023 ^b
COEFFICIENTS			
MODEL	Unstandardized	T	Sig.
	B		
Constant	-.016	-.103	.918
CEOTENUR	-.005	-.560	.578
ROA	.199	1.132	.263
Z	.006	.353	.726

المصدر: مخرجات برنامج SPSS

من الجدول السابق يمكن استخلاص النتائج التالية:

- ١- قيمة معامل الارتباط R يساوي ٠.٤٨٢، وهذا يعني وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغير المستقل (فترة بقاء المدير التنفيذي الأول) والمتغير التابع (مستوى الاحتفاظ بالنقدية) وهو ارتباط معنوي حيث بلغت معنوية النموذج (Sig= 0.023).
- ٢- قيمة معامل التحديد R Square تساوي ٠.٢٣٣، وهذا يعني أن ٢٣.٣% من التغير في مستوى الاحتفاظ بالنقدية يرجع إلى التغير في المتغير المستقل، وباقي التغير يرجع إلى عوامل أخرى خارج النموذج.

٣- بناء على النتائج الواردة في الجدول السابق وبالنظر الى قيمة F المحسوبة ٢.٩١٠ وبمستوي معنوية ٠.٠٢٣ للنموذج، فيما بلغت قيمة (B) للأثر المشترك (-٠.٠٠٥) فإن ذلك يشير الى رفض الفرض الفرعي الثاني وقبول الفرض العدمي الذي ينص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول على مستوى الاحتفاظ بالنقدية".

٨/٤- اختبار الفرض الفرعي الثالث:

ينص هذا الفرض على أنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لاستقلالية مجلس الإدارة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية".

من أجل اختبار الفرض الفرعي الثالث استخدم الباحث أسلوب الانحدار المتعدد بطريقة Enter وسيقوم الباحثين باختبار هذا الفرض من خلال نموذج الانحدار التالي:

$$\text{Cash} = \beta_0 + \beta_1 \text{BIND} + \beta_2 \text{ROA} + \beta_3 \text{Z} + \varepsilon$$

حيث أن:

Cash تعبر عن المتغير التابع، مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

β_0 تعبر عن الجزء الثابت في معادلة الانحدار.

β_1 β_3 تعبر عن معاملات المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية.

BIND: تعبر عن استقلالية مجلس الإدارة.

ROA: تعبر عن معدل العائد على الأصول.

Z: تعبر عن حجم الشركة.

ε تعبر عن الخطأ العشوائي في نموذج الانحدار.

ويوضح جدول (٧) التالي بعض المقاييس التي تم حسابها للنموذج المقدر وهي:

جدول رقم (٧)

اختبار الفرض الفرعي الثالث

Model summary			
Model	R	R ²	Adjusted R ²
	.516 ^a	.267	.190
Anova			
Model	F		Sig.
	6.989		.000 ^b
COEFFICIENTS			
MODEL	Unstandardized	T	Sig.
	B		
Constant	.076	.522	.604
BIND	.382	2.190	.022
ROA	.148	.862	.393
Z	.017	.927	.358

المصدر: مخرجات برنامج SPSS

من الجدول السابق يمكن استخلاص النتائج التالية:

١- قيمة معامل الارتباط R يساوي ٠.٥١٦، وهذا يعني وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغير المستقل (استقلالية مجلس الإدارة) والمتغير التابع (مستوى الاحتفاظ بالنقدية) وهو ارتباط معنوي حيث بلغت معنوية النموذج (Sig= 0.000).

٢- قيمة معامل التحديد R Square تساوي ٠.٢٦٧، وهذا يعني أن ٢٦.٧% من التغير في مستوى الاحتفاظ بالنقدية يرجع إلى التغير في المتغير المستقل، وباقي التغير يرجع إلى عوامل أخرى خارج النموذج.

٤- بناء على النتائج الواردة في الجدول السابق وبالنظر إلى قيمة F المحسوبة ٦.٩٨٩ وبمستوى معنوية ٠.٠٠٠ للنموذج، فيما بلغت قيمة (B) للأثر المشترك (٠.٣١٠) فإن ذلك يشير إلى قبول الفرض الفرعي الثالث الذي ينص على أنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لاستقلالية مجلس الإدارة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية".

٩/٤- اختبار الفرض الفرعي الرابع:

ينص هذا الفرض على أنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للملكية الإدارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية".

من أجل اختبار الفرض الفرعي الرابع استخدم الباحث أسلوب الانحدار المتعدد بطريقة Enter وسيقوم الباحثين باختبار هذا الفرض من خلال نموذج الانحدار التالي:

$$\text{Cash} = \beta_0 + \beta_1 \text{BOWN} + \beta_2 \text{ROA} + \beta_3 \text{Z} + \varepsilon$$

حيث أن:

Cash تعبر عن المتغير التابع، مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

β_0 تعبر عن الجزء الثابت في معادلة الانحدار.

β_1 β_3 تعبر عن معاملات المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية.

BOWN: تعبر عن الملكية الإدارية.

ROA: تعبر عن معدل العائد على الأصول.

Z: تعبر عن حجم الشركة.

ε تعبر عن الخطأ العشوائي في نموذج الانحدار.

ويوضح جدول (٩) التالي بعض المقاييس التي تم حسابها للنموذج المقدر وهي:

جدول رقم (٩)

اختبار الفرض الفرعي الرابع

Model summary			
Model	R	R ²	Adjusted R ²
	.478 ^a	.228	.148
Anova			
Model	F	Sig.	
	2.843	.025 ^b	

Model summary			
COEFFICIENTS			
MODEL	Unstandardized	T	Sig.
	B		
Constant	-.038	-.246	.807
BOWN	-.237	-.618	.539
ROA	.273	1.388	.172
Z	.007	.360	.720

المصدر: مخرجات برنامج SPSS

من الجدول السابق يمكن استخلاص النتائج التالية:

١- قيمة معامل الارتباط R يساوي ٠.٤٧٨، وهذا يعني وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغير المستقل (الملكية الإدارية) والمتغير التابع (مستوى الاحتفاظ بالنقدية) وهو ارتباط معنوي حيث بلغت معنوية النموذج (Sig= 0.025).

٢- قيمة معامل التحديد R Square تساوي ٠.٢٢٨، وهذا يعني أن ٢٢.٨% من التغير في مستوى الاحتفاظ بالنقدية يرجع إلى التغير في المتغير المستقل، وباقي التغير يرجع إلى عوامل أخرى خارج النموذج.

٣- بناء على النتائج الواردة في الجدول السابق وبالنظر إلى قيمة F المحسوبة ٢.٨٤٣ وبمستوى معنوية ٠.٠٢٥ للنموذج، فيما بلغت قيمة (B) للأثر المشترك (-٠.٢٣٧) فإن ذلك يشير إلى رفض الفرض الفرعي الرابع وقبول الفرض العدمي الذي ينص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للملكية الإدارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية".

١٠/٤- اختبار الفرض الفرعي الخامس

ينص هذا الفرض على أنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول على مستوى الاحتفاظ بالنقدية".

من أجل اختبار الفرض الفرعي الخامس استخدم الباحث أسلوب الانحدار المتعدد بطريقة Enter وسيقوم الباحثين باختبار هذا الفرض من خلال نموذج الانحدار التالي:

$$\text{Cash} = \beta_0 + \beta_1 \text{LEV} + \beta_2 \text{ROA} + \beta_3 \text{Z} + \varepsilon$$

حيث أن:

Cash تعبر عن المتغير التابع، مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

β_0 تعبر عن الجزء الثابت في معادلة الانحدار.

β_1 β_3 تعبر عن معاملات المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية.

LEV: تعبر عن الرافعة المالية.

ROA: تعبر عن معدل العائد على الأصول.

Z: تعبر عن حجم الشركة.

ε تعبر عن الخطأ العشوائي في نموذج الانحدار.
ويوضح جدول (١٠) التالي بعض المقاييس التي تم حسابها للنموذج المقدر وهي:

جدول رقم (١٠)
نتائج اختبار الفرض الفرعي الخامس

Model summary			
Model	R	R ²	Adjusted R ²
	.478 ^a	.260	.188
Anova			
Model	F		Sig.
	7.843		.005 ^b
COEFFICIENTS			
MODEL	Unstandardized	T	Sig.
	B		
Constant	.044	.295	.769
LEV	.150	2.446	.028
ROA	.212	1.280	.207
Z	.004	.203	.840

المصدر: مخرجات برنامج SPSS

من الجدول السابق يمكن استخلاص النتائج التالية:

١- قيمة معامل الارتباط R يساوي ٠.٤٧٨، وهذا يعني وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغير المستقل (الرافعة المالية) والمتغير التابع (مستوى الاحتفاظ بالنقدية) وهو ارتباط معنوي حيث بلغت معنوية النموذج (Sig= 0.005).

٢- قيمة معامل التحديد R Square تساوي ٠.٢٦٠، وهذا يعني أن ٢٦.٠% من التغير في مستوى الاحتفاظ بالنقدية يرجع إلى التغير في المتغير المستقل، وباقي التغير يرجع إلى عوامل أخرى خارج النموذج.

٥- بناء على النتائج الواردة في الجدول السابق وبالنظر إلى قيمة F المحسوبة ٧.٨٤٣ وبمستوى معنوية ٠.٠٠٥ للنموذج، فيما بلغت قيمة (B) للأثر المشترك (٠.١٥٠) فإن ذلك يشير إلى قبول الفرض الفرعي الخامس الذي ينص على أنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية".

٥. خلاصة ونتائج وتوصيات البحث.

أولاً: خلاصة البحث

يمكن التحقق من صحة الفرض الرئيسي للبحث من خلال التحقق من صحة الفروض الفرعية، حيث تشير نتائج التحليل الإحصائي للفروض الفرعية إلى ما يلي:

١. قبول الفرض الفرعي الأول بأنه "يوجد أثر ذو دلالة احصائية لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على مستوى الاحتفاظ بالنقدية".
٢. رفض الفرض الفرعي الثاني وقبول الفرض العدمي بأنه "لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية لفترة بقاء المدير التنفيذي الأول على مستوى الاحتفاظ بالنقدية".
٣. قبول الفرض الفرعي الثالث بأنه "يوجد أثر ذو دلالة احصائية لاستقلالية مجلس الإدارة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية".
٤. رفض الفرض الفرعي الرابع وقبول الفرض العدمي بأنه "لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للملكية الإدارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية".
٥. قبول الفرض الفرعي الخامس بأنه "يوجد أثر ذو دلالة احصائية للرافعة المالية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية".

ثانياً: توصيات البحث: يوصي الباحثون بما يلي:

- ١- وضع حدود لمستوي الاحتفاظ بالنقدية داخل قطاعات سوق الأوراق المالية التي تعمل علي تحقيق التوازن بين المنافع والتكاليف الحدية وتراعي طبيعة نشاط كل قطاع ومدى خضوعه للمعايير والاشتراطات القانونية لمستوي الاحتفاظ بالنقدية، مما يساهم في تحديد المستوي الأمثل للاحتفاظ بالنقدية وحماية مصالح كافة الأطراف ذوي العلاقة.
- ٢- قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بمتابعة كافة المستجدات وإصدارات المنظمات المهنية لتحديد المستوي الأمثل للاحتفاظ بالنقدية مما يساعد علي انخفاض مشاكل الوكالة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة وعدم تماثل المعلومات واستغلالها للنقدية المحتفظ بها.
- ٣- ضرورة اهتمام الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية الكويتي بتقدير مستوي الاحتفاظ بالنقدية اعتماداً علي أهم العوامل المؤثرة علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية والتي تتمثل في عدم تماثل المعلومات وآليات التحصين الإداري.
- ٤- يجب علي هيئة الرقابة المالية زيادة الاهتمام بمجالس الإدارة وخاصة تشكيل المجلس وتحفيز الشركات علي الامتثال الحقيقي لأفضل ممارسات حوكمة الشركات، كما يجب منح اهتمام إضافي لتعزيز الممارسات المتعلقة بزيادة استقلالية مجلس الإدارة وتشديد العقوبات علي الشركات التي تخالف القواعد المتعلقة بحوكمة الشركات.
- ٥- تفعيل الدور الرقابي لهيئة سوق المال الكويتي للتحقق من التزام الشركات بالإفصاح عن معلومات عن آليات التحصين الإداري ما يؤدي إلي تحسين جودة الإفصاح وما يستتبعه من انخفاض عدم تماثل المعلومات وتحسين مستوي الاحتفاظ بالنقدية.

٦. قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية:

١. أبو زنت، عبده أحمد، (٢٠١٥)، أثر حوكمة الشركات والنقد المحتفظ به علي قيمة الشركة: دراسة تطبيقية علي الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، ص ص ٢١-٢٨.
٢. أبو سالم، سيد سالم محمد؛ وعلوان، محمد فؤاد محمد، (٢٠١٨)، تأثير آليات التحصين الإداري علي قيمة الشركة: نظرية الوكالة مقابل نظرية الإشراف: دراسة اختبارية علي الشركات المساهمة المصرية، **الفكر المحاسبي**، ٢٢(٢)، ص ص ٤١٠-٤٦٨.
٣. الجوهري، إبراهيم؛ سليمان، حامد، (٢٠٢٣)، أثر التحفظ المحاسبي وأنماط الملكية علي الاحتفاظ بالنقدية ودورها في الحد من مخاطر انخفاض التدفقات النقدية التشغيلية: دراسة تطبيقية، **المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية**، المجلد ٧، العدد ٤، ص ص ١٥١-١٩٧.
٤. الغندور، محمد مصطفى، (٢٠٢١)، الدور المعدل لآليات حوكمة الشركات في العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر ومستوي الاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية، **المجلة المصرية للدراسات التجارية**، جامعة المنصورة، مج ٤٥، ع ١، ص ص ٢-٧٢.
٥. بلال، السيد حسن سالم، (٢٠١٧)، العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها: دراسة اختبارية علي الشركات المساهمة المصرية، **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد ٧، المجلد ٢١، ص ص ٢٠٠-٢٤٨.
٦. حداد، رويده حنا إبراهيم؛ عبد، سوزان رسمي حسن، (٢٠١٧)، أثر الحاكمية المؤسسية وهيكل الملكية علي مستوي الاحتفاظ بالنقدية وانعكاسها علي قيمة الشركة: دراسة ميدانية علي الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان، رسالة دكتوراة، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن.
٧. شبيطة، محمد، (٢٠٢٠)، أثر هيكل رأس المال والاحتفاظ بالنقدية علي قيمة المنشأة: دراسة اختبارية علي الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، **المجلة الأردنية في إدارة الأعمال**، ١٦(١)، ص ص ٥٣-٦٨.
٨. عبد المنعم، ريم محمد محمود، (٢٠٢١)، العلاقة بين التحصين الإداري وجودة الأرباح: دراسة اختبارية علي الشركات المساهمة المصرية، **المجلة العلمية للدراسات المحاسبية**، ٣(٢)، ص ص ١-٧٥.
٩. عبده، إيمان محمد السعيد سلامة، (٢٠٢٢)، أثر جودة المعلومات المحاسبية الداخلية والمنافسة في سوق المنتج علي الاحتفاظ بالنقدية ودور تنويع الشركات - دراسة تطبيقية، **مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية**، العدد الثالث، المجلد السادس، ص ص ١٩٧-٢٥١.
١٠. عرفات، إبراهيم زكريا، (٢٠٢٢)، أثر الملكية المؤسسية علي العلاقة بين التحصين الإداري ونوع مراقب الحسابات: دراسة تطبيقية في بيئة الأعمال المصرية، **مجلة الدراسات التجارية المعاصرة**، المجلد الثامن، العدد الثالث عشر، ص ص ٤٢٨-٤٥٧.

١١. عفيفي، هلال عبد الفتاح، (٢٠١٥)، أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المساهمة المصرية: دراسة اختبارية، **المجلة المصرية للدراسات التجارية**، جامعة المنصورة، مج ٣٩، ع ٤، ص ص ٥١-١١٨.
١٢. عفيفي، هلال عبد الفتاح، (٢٠١٧)، أثر التحصين الإداري وإدارة الأرباح على مكافأة مجلس الإدارة: دراسة اختبارية علي الشركات المساهمة المصرية، **مجلة البحوث التجارية**، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول، ص ص ٣٣٩-٤٤٢.
١٣. غريب، عادل ممدوح، (٢٠١٦)، أثر خصائص مجلس الإدارة والملكية المؤسسية في جودة المراجعة الخارجية في الشركات المساهمة السعودية: دراسة تطبيقية، **مجلة الإدارة العامة**، المجلد السادس والخمسون، العدد الثالث، ص ص ٤٩٥-٥٢٦.
١٤. محمد، أحمد محمد شوقي، (٢٠١٧)، أثر التحفظ المحاسبي والتوزيعات علي المساهمين وانشطة المسؤولية الاجتماعية علي الأداء المالي المستقبلي: دراسة تطبيقية علي الشركات المدرجة في البورصة المصرية، **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد ٢١، ص ص ٩٣٢-٩٧٥.
١٥. محمد، هشام سعيد إبراهيم، (٢٠٢١)، تأثير العلاقة بين الملكية الإدارية والرافعة المالية علي مستوى الاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية علي الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، **مجلة الفكر المحاسبي**، جامعة عين شمس، مج ٢٥، ع ١، ص ص ١-٥٢.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

- 1- Abdioglu, N., (2016), "Managerial Ownership and Corporate Cash Holdings: Insights from an Emerging Market", **Business and Economics Research Journal**, Vol. 7, No. 2, PP. 29-41.
- 2- Ahmed, A. S., Billings, B. K., Morton, R. M., & Stanford- Harris, M. (2002). The role of accounting conservatism in mitigating bondholder- shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. **The Accounting Review**, 77(4), 867-890.
- 3- Akben-Selcuk, E., & Altioik-Yilmaz, A. (2017). Determinants of corporate cash holdings: Firm level evidence from emerging markets. **Global Business Strategies In Crisis: Strategic Thinking And Development**, 417-428.
- 4- Akguc, S., & Choi, J. J. (2013, May). Cash holdings in private and public firms: Evidence from Europe. **In Proceedings, Academy of International Business Conference**, Temple University, United States.
- 5- Aksar, M., Hassan, S., Kayani, M., Khan, S., & Ahmed, T. (2022). Cash holding and investment efficiency nexus for financially

- distressed firms: The moderating role of corporate governance. **Management Science Letters**, 12(1), 67-74.
- 6- Al-Amri, K., Al-Busaidi, M., & Akguc, S. (2015). Conservatism and Corporate Cash Holdings: A Risk Prospective. **Investment Management and Financial Innovations**, (12, № 1), 101-113.
- 7- Al-Najjar, B & Belghitar, Y., (2011), "Corporate Cash Holdings and Dividend Payments: Evidence from Simultaneous Analysis", **Managerial and Decision Economics**, Vol. 32, No. 4, November, PP. 231-241
- 8- Al-Najjar, B., (2013). "The Financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets". **International Business Review**.22:77-88.
- 9- AL-Najjar, B., and E., Clark. (2017). "Corporate governance and cash holdings in Mena: Evidence from internal and external governance Practices". **Research in International Business and Finance**. (39):1-12
- 10- Alves, S., (2012), "Ownership Structure and Earnings Management: Evidence from Portugal" **Australasian Accounting Business and Finance Journal**, Vol. 6, No. 1, PP. 57-74.
- 11- Ammari, A., Bouteska, A. and Regaieg, B. (2016). CEO Entrenchment and performance: New Evidence Using Nonlinear Principal Component Analysis. Online at https://mpra.ub.uni-muenchen.de/75529/MPPA_Paper_No._75529, posted 15 December 2016 15:58 UTC.
- 12- Arfan, M., Basri, H., Handayani, R., Shabri, M., Fahlevi, H., & Dianah, A. (2017). Determinants of cash holding of listed manufacturing companies in the Indonesian stock exchange. **DLSU Business and Economics Review**, 26(2), 1-12.
- 13- Azinfar, K. & Shiraseb, Z., (2016), "An Investigation into the Impact of Ownership Structure on the Level of Cash Holdings in the Companies Accepted in Tehran Stock Exchange Market", **Marketing and Branding Research**, Vol. 3, PP. 194-205.
- 14- Ball, R. and Shivakumar, L., (2005), "The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition", **Journal of accounting research**, (44) 2: 207-242.

- 15- Bangmek, R. (2020). Dual Entrenchment and Accounting Conservatism: CEO Turnover and Family Firms. **Business Administration Journal**, 166, 82-103.
- 16- 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**, Vol. 64, No. 5, October, PP. 1985-2021.
- 17- Batuman, B., & Yilidiz, Y., & Karan, M. B. (2021). "The Impact of the Global Financial Crisis on Corporate Cash Holdings: Evidence from Eastern European Countries". **Borsa Istanbul Review**.
- 18- Beyer, M., Czarnitzki, D., & Kraft, K. (2012). Managerial ownership, entrenchment and innovation. **Economics of Innovation and New Technology**, 21(7), 679- 699.
- 19- Bick, P., Orlova, S., & Sun, L. (2018). Fair value accounting and corporate cash holdings. **Advances in Accounting**, 40, 98-110.
- 20- Bigelli, M. & Sánchez-Vidal, J., (2012), "Cash Holdings in Private Firms", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 36, No. 1, PP. 26-35.
- 21- Borhanuddin, R. & Ching, P., (2011), "Cash Holdings, Leverage, Ownership Concentration and Board Independence: Evidence from Malaysia", **Malaysian Accounting Review**, Vol. 10, No. 1, PP. 63-88.
- 22- Bousetta, M. (2021). Managerial Entrenchment and Firm Performance: Evidence from Moroccan Listed Companies. **Central European Management Journal**, 29(3), 40-62.
- 23- Castañer, X., and Kavadis, N. (2013). Does “good” governance prevent “bad” strategy? A study of corporate governance, financial diversification, and value creation by French corporations, 2000- 2006. **Strategic Management Journal**, 34(7): 863-876.
- 24- Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012). The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. **Contemporary Accounting Research**, 29(1), 252-282.

- 25- Chen, J. J., and Zhang, H. (2014). The impact of the corporate governance code on earnings management–Evidence from Chinese listed companies. **European Financial Management**, 20(3): 596- 632.
- 26- Chen, Y. R. (2008). "Corporate Governance and Cash Holdings: Listed New Economy Versus Old Firms". **Corporate Governance: An International Review**. 16(5): 430–442.
- 27- Christensen, B. E., Glover, S. M., Omer, T. C., & Shelley, M. K. (2016). Understanding audit quality: Insights from audit professionals and investors. **Contemporary Accounting Research**, 33(4), 1648-1684.
- 28- Chung, K. H., Kim, J. C., Kim, Y. S., & Zhang, H. (2015). Information asymmetry and corporate cash holdings. **Journal of Business Finance & Accounting**, 42(9-10), 1341-1377.
- 29- Denis, D. & McConnell, J., (2003), "International Corporate Governance", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 38, No. 1, March, PP. 1-36.
- 30- Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. **The Review of Financial Studies**, 23(1), 247-269.
- 31- Desai, M. A., Dyck, A., & Zingales, L. (2007). Theft and taxes. **Journal of financial economics**, 84(3), 591-623.
- 32- 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.
- 33- Dudley, E., and N., Zhang. (2016)."Trust and corporate cash holdings". **Journal of Corporate Finance**. 41:363-387.
- 34- Ehikioya, b. I., omankhanlen, a. E., & omodero, c. O. (2021). Investigating the impact of managerial entrenchment on corporate financial structure: evidence from Nigeria. **Asian Economic and Financial Review**, 11(7), 563-574.
- 35- Etemad, M., & Joker, E. (2016). Relation between firm diversification and the value of corporate cash holding for firms accepted in stock market. **International Research Journal of Applied and Basic Sciences**.10,99-104.
- 36- Fagbemi, T. O., Osemene, O. F., & Agbaje, O. (2022). Management entrenchment, firm characteristics and earnings management of

- conglomerate companies in Nigeria. **Jurnal Administrasi Bisnis**, 9(1), 1-30.
- 37- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. **European financial management**, 10(2), 295-319.
- 38- Filatotchev, I.; A., Poulsen and R. Greg. (2018). "Corporate governance of a multinational enterprise: Firm industry and institutional perspectives". **Journal of Corporate Finance**. 3(3): 1-8.
- 39- Florackis, C., & Ozkan, A. (2009). The Impact of Managerial Entrenchment on Agency Costs: An Empirical Investigation Using UK Panel Data. **European Financial Management**, 15(3), 497-528.
- 40- Garanina, T. & Kaikova, E., (2016), "Corporate Governance Mechanisms and Agency Costs: Cross-Country Analysis", **Corporate Governance**, Vol. 16, No. 2, PP. 347-360.
- 41- García Lara, J. M., García Osma, B., & Penalva, F. (2011). Conditional conservatism and cost of capital. **Review of accounting studies**, 16, 247-271.
- 42- García- Sánchez, I. M., Hussain, N., Khan, S. A., & Martínez-Ferrero, J. (2020). Managerial entrenchment, corporate social responsibility, and earnings management. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 27(4), 1818-1833.
- 43- Gu, T., (2017). "U. S multinationals and cash holdings". **Journal of Financial Economics**. 125:344-368.
- 44- 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**, Vol. 17, No. 1, February, PP. 45-60.
- 45- Habib, A. & Hasan, M., (2017), "Social Capital and Corporate Cash Holdings", **International Review of Economics and Finance**, Vol. 52, PP. 1-20.
- 46- HamidUllah, H., Rehman, S., Saeed, G. & Zeb, A., (2014), "Corporate Ownership Structure and Firm Excess Cash Holdings: Evidenced from Emerging Markets, Pakistan", **Abasyn Journal of Social Sciences**, Vol. 7, No. 2, PP. 229- 244

- 47- Harford, J., S., Mansi and W., Maxwell. (2008)." Corporate governance and firm cash holdings in the US". **Journal of Financial Economics**".87(1):535-555.
- 48- Hassan, H., Rezaei, F. & Anaraki, N., (2013), "Investigating the Financial Determinants of Corporate Cash Holdings in Tehran Stock Exchange", **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business**, Vol. 5, No. 6, PP. 92-106.
- 49- Hill, C. W. L., and Phan, P. (1991). CEO tenure as a determinant of CEO pay. **Academy of Management Journal**, 34:707–717.
- 50- Hope, O. K., & Thomas, W. B. (2008). Managerial empire building and firm disclosure. **Journal of Accounting Research**, 46(3), 591-626.
- 51- Hoque, M. N., Bhuiyan, M. B. U., Nomura, T., & van Zijl, T. (2022). Determinants of cash holdings—evidence from New Zealand local councils. **Public Money & Management**, 42(8), 605-615.
- 52- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American economic review**, 76(2), 323-329.
- 53- John, T., (1993), "Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage, and Costs of Financial Distress" **Financial Management**, Vol. 22, No. 3, Autumn, PP. 91-100.
- 54- Kachouri, M., Salhi, B., & Jarboui, A. (2020). The impact of gender diversity on the relationship between managerial entrenchment and corporate social responsibility: evidence from UK companies. **Journal of Global Responsibility**, 11(3), 197-217.
- 55- Keynes, J. M. (1936). The general theory of interest, employment and money.
- 56- Kim, Chang-Soo, D.C. Mauer, and A.E. Sherman (1998). "The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, vol. 33(3), p. 305-334.
- 57- Kim, Y., Park, M., & Wier, B. (2012). "Is earnings quality associated with corporate social responsibility?". **The Accounting Review**. 87. 761–796.
- 58- Krause, R., and Semadeni, M. (2013). Apprentice, departure, and demotion: An examination of the three types of CEO–board

- chair separation. **Academy of Management Journal**, 56: 805-826
- 59- Kumar, P. & Zattoni, A. (2016). Ownership, managerial entrenchment, and corporate performance, **Corporate Governance: An International Review**, 21: 1-3.
- 60- Kumar, P., and Rabinovitch, R. (2013). CEO entrenchment and corporate hedging: Evidence from the oil and gas industry. **Journal of financial and quantitative analysis**, 48(3): 887-917.
- 61- Kusnadi, Y., Yang, Z. & Zhou, Y., (2015), "Institutional Development, State Ownership, and Corporate Cash Holdings: Evidence from China", **Journal of Business Research**, Vol. 68, PP. 351-359.
- 62- La Rocca, M. and Cambrea, D. (2019), 'The effect of cash holdings on firm performance in large Italian companies'. **Journal of International Financial Management & Accounting**, Vol.30, No.1, pp.30-59.
- 63- LaFond, R., & Watts, R. L. (2008). The information role of conservatism. **The accounting review**, 83(2), 447-478.
- 64- Lan, P, L. L. P., Vo, D. H., Nguyen, T. C., & McAleer, M. (2019). Firm History and Managerial Entrenchment: Empirical Evidence for Vietnam Listed Firms. **Journal of Reviews on Global Economics**, 8, 803-814.
- 65- Lee, R. J., & Kao, H. S. (2020). The Effect of Ceo Power on Tax Avoidance: Evidence From Taiwan. **Global Journal of Business Research**, 14(1), 1-27.
- 66- Liao, L. K., Mukherjee, T., & Wang, W. (2015). Corporate governance and capital structure dynamics: an empirical study. **Journal of Financial Research**, 38(2): 169-192. 51.
- 67- Limbach, P., Schmid, M. and Scholz, M. (2016). All good things come to an end: CEO tenure and firm value. 19th Annual Conference of the Swiss **Society for Financial Market Research (SGF)**.
<https://www.alexandria.unisg.ch/publications/248324>.
- 68- Linck, J., Netter, T. Yang, M. (2008). The Determinants of Board Structure. **Journal of Financial Economics**, (87) :308-328.
- 69- Mamatzakis, E., and Bermpei, T. (2015). The effect of corporate governance on the performance of US investment banks.

- Financial Markets, Institutions & Instruments**, 24(2-3):191-239
- 70- Mandaci, P., & Gumus, G. (2010). Ownership concentration, managerial ownership and firm performance: Evidence from Turkey. **South East European Journal of Economics and Business**, 5(1), 57-66.
- 71- Manoel, A. A. S., & Moraes, M. B. D. C. (2022). Accounting conservatism and corporate cash levels: Empirical evidence from Latin America. **Corporate Governance: An International Review**, 30(3), 335-353.
- 72- Martins, H. C. (2019). Investor protection, managerial entrenchment, and cash holdings: Cross-country evidence. **International Finance**, 422-438.
- 73- Masood, A. & Shah, A., (2014), "Corporate Governance and Cash Holdings in Listed Non-Financial Firms of Pakistan", **Business Review**, Vol. 9, No. 2, July – December, PP. 48-73.
- 74- Megginson, W., Ullah, B. & Wei, Z., (2014), "State Ownership, Soft-Budget Constraints, and Cash Holdings: Evidence from China's Privatized Firms ", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 48, PP. 276-291.
- 75- Mikkelsen, W. H., & Partch, M. M. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance?. **Journal of financial and quantitative analysis**, 38(2), 275-294.
- 76- Mohd, K., Latif, R. & Saleh, I., (2015), "Institutional Ownership and Cash Holding", **Indian Journal of Science and Technology**, Vol. 8, No. 32, November, PP. 1-6.
- 77- Nagata, K. & Nguyen, P., (2017), "Ownership Structure and Disclosure Quality: Evidence from Management Forecasts Revisions in Japan", **Journal of Accounting and Public Policy**, Vol. 36, PP. 451-467.
- 78- Nakpodia, F., and E., Adegbite. (2018)."Corporate governance and elites". **Accounting Forum**. 42(1):17-31.
- 79- Noviyanti, A., & Agustina, L. (2021). Factors Affecting Accounting Conservatism in Indonesia. **Accounting Analysis Journal**, 10 (2), 116-123.
- 80- Nugraha, N. M. (2021). The Influence of Institutional Ownership, Managerial Ownership, and Board of Commissioners on

- Agency Costs. **Turkish Journal of Computer and Mathematics Education (TURCOMAT)**, 12(8), 1381-1387.
- 81- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R. (1999). "The determinants and implications of corporate cash holdings". **Journal of Financial Economics**. 52 (1): 3-46.
- 82- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). "Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies". **Journal of Banking and Finance**, 28. 2103–2134.
- 83- Paniagua, J., R. Rivelles and J. Sapena. (2018). "Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure". **Journal of Business Research**. 3(3):1-6.
- 84- Pergola, T. M.; & G.W. Joseph (2011), "Corporate Governance and Board Equity Ownership", **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, 11(2): 200-213.
- 85- Rao, K. V., & Thaker, K. (2018). The speed of adjustment of corporate cash holdings. **The Journal of Developing Areas**, 52(3), 139-151.
- 86- Rehman, A., Ahmad, T., Hussain, S. and Hassan, S. (2021), 'Corporate cash holdings and firm life cycle: evidence from China', **Journal of Asia Business Studies**, Vol. 15, No. 4, pp. 625-642.
- 87- Rodrigues, J. J. M., & António, N. J. D. S. (2011). Managers' entrenchment, power and corporate governance. **Euro Asia Journal of Management**, 21(1,2), 39-50.
- 88- Ronald W., and M., Hamadi. (2016). "Cash holding and control-oriented finance". **Journal of Corporate Finance**. 41:410-425.
- 89- Roy, A., (2018), "Corporate Governance and Cash Holdings in Indian Firms", **Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis**, Vol. 99, June, PP. 93-119.
- 90- Rutledge, R. W., Karim, K. E., & Lu, S. (2016). The Effects of Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: Evidence from the NASDAQ-100 Index with Controls for Endogeneity. **Journal of Applied Business & Economics**, 18(2).
- 91- Safdar, M., (2017), "Impact of Ownership Structure on Cash Holding and Debt Maturity Structure", **Master Thesis**, Faculty of Management & Social Sciences, Capital University of Science and Technology, Islamabad, Pakistan, February.

- 92- Salehi, M., Dashtbayaz, M. L., & Mohtashami, M. (2020). The Effects of Corporate Characteristics on Managerial Entrenchment. **Iranian Journal of Management Studies**, 14(1), 245-272.
- 93- Sánchez, J. & Yurdagul, E., (2013), "Why Are Corporations Holding So Much Cash?", **The Regional Economist**, Vol. 21, No. 1, January, PP. 5-8.
- 94- Sheikh, N. & Khan, M., (2015), "The Impact of Board Attributes and Insider Ownership on Corporate Cash Holdings: Evidence from Pakistan", **Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences**, Vol. 9, No. 1, PP.52-68.
- 95- Sher, G., (2014), "Cashing in for Growth: Corporate Cash Holdings as an Opportunity for Investment in Japan ", **IMF Working paper, International Monetary Fund**, PP. 1-34.
- 96- Shuto, A., & Takada, T. (2010). Managerial ownership and accounting conservatism in Japan: A test of management entrenchment effect. **Journal of Business Finance & Accounting**, 37 (7-8), 815-840.
- 97- Solikhah, B., & Jariyah, J. (2020). Corporate governance attribute, blockholder ownership and accounting conservatism: Which aspects reduce the cost of equity?. **Accounting**, 6 (7), 1275-1284.
- 98- Sun, Q., K., Yung and H., Rahman. (2012)."Earnings quality and corporate cash holdings". **Accountings and Finance**. (52).543-571.
- 99- Tayem, G., (2017), "The Determinants of Corporate Cash Holdings: The Case of a Small Emerging Market", **International Journal of Financial Research**, Vol. 8, No. 1, PP. 143-154.
- 100- Tran, Q. T. (2020). "Corporate Cash Holding and Financial Crisis: New Evidence from an Emerging Market". **Eurasian Business Review**, 10: 271-285.
- 101- Vo, X., (2018), "Foreign Ownership and Corporate Cash Holdings in Emerging Markets", **International Review of Finance**, Vol. 18, No. 2, PP. 297-303.
- 102- Wai, W. Y. and Y. Zhu. (2013)."The Effect of Corporate Governance on Cash Holding: Evidence from Hong Kong. **Working Paper**, Hong Kong Baptist University, Hong Kong.

- 103- Wasiuzzaman, S., (2014), "Analysis of Corporate Cash Holdings of Firms in Malaysia", **Journal of Asia Business Studies**, Vol. 8, No. 2, PP. 118-135.
- 104- Wu, W.; Y., Yong and S., Zhou. (2017)."Multinational Firms and Cash Holdings: Evidence from China". **Finance Research Letters**. 20:184-191.
- 105- Xie, Y., Y. Zhang., and J. Zhou. (2012). National Level, City Level Auditor Industry Specialization and Analyst Forecast Properties. **International Journal of Auditing** 16: 248 -267.
- 106- Younas, Z., Klein, C. & Zwergel, B., (2017), "The Effects of Ownership Concentration on Sustainability: A Case of Listed Firms from USA, UK and Germany", **Corporate Ownership & Control**, Vol. 14, No. 3, Spring, PP. 113-121.
- 107- Yun, J., Ahmed, H., Jebran, K. and Muhammad, S. (2021), 'Cash holdings and firm Performance relationship: Do firm-specific factors matter?', **Economic Research-Ekonomska Istrazivanja**, Vol.34, No.1, pp.1233-1305.
- 108- Zahedi, J.; E., Talebi and S., Aval. (2015)."Ownership Concentration, Cash Holding and Firm Value". **International Journal of Management, Accounting and Economics**, 2(8): 902- 912.
- 109- Zhou, M., & Cao, J., & Lin, B. (2021). "CEO Organization Identification and Firm Cash Holding". **China Journal of Accounting Research**, 14: 183-205.