

أثر الملكية الإدارية و الثقة الإدارية المفرطة
للمدير التنفيذي على مستوى الإحتفاظ بالنقدية
في الشركات المساهمة المصرية
" دراسة اختبارية على الشركات المسجلة
في البورصة المصرية "

د/ أسماء إبراهيم عبد الرحيم

مدرس المحاسبة

المعهد التكنولوجي العالي

بالمعاش من رمضان

ملخص البحث

يهدف البحث إلى دراسة واختبار أثر الملكية الادارية والثقة الادارية المفرطة للمدير التنفيذي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. ويختبر البحث الفروض على عينة مكونة من ٨٠ شركة مساهمة مقيدة في بورصة الاوراق المالية المصرية في الفترة من (٢٠١٣-٢٠١٨). وباستخدام نماذج لتحليل الانحدار، يوفر البحث دليلا اختبار على أن الثقة الادارية على علاقة سالبة بمستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المصرية بمعنى أنه في ظل زيادة (انخفاض) الثقة الادارية المفرطة تقوم الشركات بالاحتفاظ بنقدية أقل (أكبر)، كذلك تشير النتائج الاختبارية بوجود علاقة موجبة بين الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية بمعنى أنه في ظل زيادة (انخفاض) الملكية الادارية تقوم الشركات بالاحتفاظ بنقدية أكبر (أقل)، وتتسق تلك النتيجة مع فرض تقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين من خلال الاحتفاظ بالنقدية أو الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة عالية موجبة، مما يؤدي إلى ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية، كما اوضحت النتائج أيضا وجود علاقة سالبة بين الثقة الأدارية المفرطة للمدير التنفيذي، وعلاقة موجبة بين الملكية الأدارية في حالة اختبار تأثيرهما معا على مستوى الاحتفاظ بالنقدية .

الكلمات المفتاحية: الملكية الإدارية - الثقة الإدارية المفرطة - الاحتفاظ بالنقدية .

Abstract

This study aimed to test the impact of managerial ownership and CEO over confidence on the level of cash holding. The study investigates hypothesis on a sample of 80 Egyptian companies listed on Stock Exchange in the period (2013–2018). Using regression analysis, the paper offers empirical evidence that CEO over confidence has negative relation with the level of cash holding in Egyptian companies. This result means that increase (decrease) overconfidence, companies retain less (larger) cash .The results also indicate that there is positive relationship with the level of cash holding

This result means that increase (decrease) managerial ownership, companies retain more(less) cash.This result consistent with the hypotheses of no conflict of interest between management and shareholders through the retention of cash or investment in projects with positive net present value, leading to a high level of cash holding. The results also showed a negative relationship between the CEO overconfidence of the Executive Director and a positive relationship between the managerial ownership if they were tested together on the level of cash holding.

KeyWords: ManagerialOwnership- CEO Overconfidence- Cash holding

١. الإطار العام للبحث

١-١ مقدمة

تعد النقدية وما في حكمها من أهم موارد الشركة ، فهي تلعب دورا هاما في العديد من القرارات الاستثمارية والمالية، وكذلك تقييم المشروعات الاستثمارية والاوراق المالية (Zahedi et al., 2015). ومن ثم فانها تعد ذات أهمية لكل من أصحاب المصالح، المساهمين، الدائنين، والادارة لتقييم مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها، وتوزيعات الارباح، مواجهه مخاطر التقلبات غير المتوقعة واستغلال الفرص الاستثمارية (Bick et al., 2018). ويعد الاحتفاظ بالنقدية قرارا ماليا واداريا هاما لاي منشأة ويساهم في بقاء واستمرارية الشركة، كما يلعب أيضا دورا مهما في الازمات المالية (Al-Amri et al., 2015)، ونتيجة لأهمية الاحتفاظ بالنقدية فقد اوضح (Keyenes, 1936) منافع الاحتفاظ بالنقدية (Cash Holding). فقد اشار ان هناك منفعتين رئيسيتين من الاحتفاظ بالنقدية، دافع المعاملة (Transaction Motive) ، ودافع الوقاية (Precautionary Motive) بالنسبة لدافع المعاملة ، فقد أشارت دراسة (Bick et al., 2018 & Akhtar et al., 2018) ان من اهم دوافع الاحتفاظ بالنقدية . تخفيض تكلفة المعاملات المرتبطة ببيع الأصول أو الحصول على مصادر التمويل الخارجي، بينما تتمثل المنفعة الثانية في دافع الوقاية للتحوط من الاحداث المستقبلية غير المتوقعة وتحقيق أرباح غير متوقعة، واستغلال الفرص الاستثمارية (Shelik and Khan, 2015) ، بمعنى ان منشأة ما قد يمكنها استخدام احتياطاتها النقدية لتعويض قصور النقدية في المستقبل (Rizeanu, 2011)، وعلى الرغم من أهمية الاحتفاظ بالنقدية الا أن هناك تكاليف قد تترتب على الاحتفاظ بالنقدية ،والتي تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة، والتي تعبر عن العوائد المتوقع الحصول عليها من استثمار النقدية المحتفظ بها في مشروعات أخرى ذات عائد مرتفع (Sher, 2014)، بالإضافة إلى التأثيرات الضريبية المتوقعة للاحتفاظ بالنقدية (Sanchez-Bigell and Vidal, 2012) . وبالتالي يتحدد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية من خلال تحقيق التوازن بين المنافع والتكاليف المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية (Dittmar et al., 2003). وفي سوق مال مكتمل لا يوجد دافع للاحتفاظ بالنقدية ، حيث انه يمكن تحويل الأصول إلى نقدية أو الحصول على التمويل بتكلفة عادلة في السوق مباشرة عند الحاجة إلى نقدية .برغم ذلك فإن اكتمال السوق بسبب تكاليف المعاملات وعدم تماثل المعلومات يوفر أساسا منطقيا للاحتفاظ بالنقدية (Wai and Zhu, 2013) وقد تعددت الدراسات التي اهتمت بتحليل محددات الاحتفاظ بالنقدية (Arfan et al., 2012 & Guizani, 2017 & Hall et al., 2017 & Al-Amri et al., 2015 & Gilland et al., 2014 & Uyar and Kuzey, 2014 & Akben-Selcuk and Yilmaz, 2017 & Lee

(and Lee,2009) وقد هدفت تلك الدراسات الى تحليل العوامل التقليدية التي تدفع الشركات الى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية، مثل : حجم الشركة ،الربحية ، الرفع المالي ،فرص النمو، التوزيعات النقدية، والتدفقات النقدية، انماط هيكل الملكية . وقد اعتمدت تلك الدراسات على نظريات مختلفة لتفسير دوافع الشركات للاحتفاظ بالنقدية (نظرية المفاضلة الساكنة، نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل ،نظرية التدفق الحر، نظرية الوكالة)،وعلى الرغم من ان تلك الدراسات قد ركزت على تفسير العوامل التقليدية إلا ان هناك عوامل أخرى لم تنل الاهتمام الكافي مثل الثقة الإدارية المفرطة للمدير التنفيذي CEOOverConfidence إلا في السنوات الاخيرة (Huang–Meier et al.,2016& Narges Sarlak et al.,2018& Aktas et al.,2019& Deshmukh et al.2018)

١-٢ مشكلة البحث

تعد مخاطر السيولة وعدم توافر النقدية من أهم المخاطر التي تتعرض لها إدارة الشركات ، فعدم توافر النقدية في الوقت المناسب، قد يضع إدارة الشركة في موقف قد يؤدي لتوقفها،من أجل تخفيض مخاطر تعرض الشركة للعسر المالي تحتفظ الشركة بالنقدية وتعمل على توفيرها كضمان لنجاحها واستمرارها.

وقد ازداد اهتمام الشركات بالاحتفاظ بالنقدية ، حيث أشارت دراسة (Amess et al.,2015) حسب تقرير Deloitte في عام ٢٠١٤ أن افضل ١٠٠٠ منشأة عالمية غير مالية تحتفظ بنقدية مقدارها ٢,٨ تريليون دولار. وفي الولايات المتحدة وحسب تقرير Forbes فإن مجموع ما تحتفظ به الشركات من النقدية يعادل تقريبا ٥ تريليون دولار. وتشير تلك الارقام إلى أن الشركات تسعى فعليا للاحتفاظ بالنقدية.

يتحدد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية Optimal Level of Cash Holding وفقا لنظرية المفاضلة The Trade-off Theory من خلال المقارنة بين التكاليف الحدية، مثل: تكلفة الفرصة البديلة، تكاليف الوكالة، انخفاض العائد، والمشكلات الضريبية ، والمنافع الحدية مثل: انخفاض تكاليف المعاملات، وتخفيض المخاطر، تقليل احتمالات التعثر المالي، وتجنب زيادة تكلفة التمويل أو حتى نقص البدائل التمويلية. (Farinha et al.,2018). وتتأثر دوافع الشركة بمدى كفاءة سوق المال، في حالة الاسواق المكتملة The Perfect Capital Market يمكن تحويل الأصول إلى نقدية بسهولة أو الحصول على التمويل اللازم عن الحاجة الية بتكلفة منخفضة وبالتالي ينخفض الدافع للاحتفاظ بالنقدية، وعلى النقيض فإن عدم اكتمال السوق بسبب عدم تماثل المعلومات،

وتكاليف المعاملات تمثل دوافع قوية لدى الشركات للاحتفاظ بالنقدية (Amessetal.,2015). وفى هذا الصدد قدمت الدراسات (Habibetal.,2017 & Raoand Thaker, 2018) العديد من النظريات الى حاولت تفسير دوافع ومحددات الاحتفاظ بالنقدية منها نظرية المفاضلة الساكنة، نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، نظرية التدفق النقدى الحر، ونظرية الوكالة، كما أشارت نتائج دراسة (Hall et al.,2014) أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقد يتأثر ببعض العوامل الى تتعلق بالمتغيرات السياسية والثقافية فى البيئة المحيطة بينما أشارت نتائج دراسة كل من (Opler et al.,1999 & Rao and Thaker, 2018 & Habib et al.,2017)، إلى ان مستوى الاحتفاظ بالنقدية قد يتأثر بعوامل تتعلق بعضها بخصائص الشركة مثل حجم الشركة، الرفع المالى، هيكل الملكية، التوزيعات النقدية المدفوعة، التدفقات النقدية التشغيلية، الانفاق الاستثمارى، ومصروفات البحث والتطوير، كما أوضحت نتائج دراسة (Azinfar and Shiraseb,2016) إلى أهمية انماط الملكية بصفة عامة فى تحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فقد أوضحت نتائج دراسة (Mohd et al.,2015) إلى أهمية الملكية الادارية فى تحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية. كما أوضحت نتائج دراسة كل من (Jensen,1993 & Fazizadehetal.,2008) أن زيادة الملكية الادارية قد يؤدي إلى انخفاض مشاكل الوكالة وزيادة تقارب المصالح بين الادارة والمساهمين، مما ينشأ الدافع والقدرة على تحسين أداء الشركة وهو ما قد ينعكس على مستوى الاحتفاظ بالنقدية بالزيادة. وعلى الرغم من أهمية هيكل الملكية الإدارية فى تحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية فى الشركة إلا ان نتائج الدراسات جاءت متضاربة ما بين مؤيدة للعلاقة الايجابية والعلاقة السلبية ، فقد أشارت نتائج دراسة (Azinfar and shiraseb, 2016 & Mohd et al.,2015) إلى وجود تأثيرا إيجابيا للملكية الإدارية، بينما أوضحت نتائج دراسة (Abdioglu,2016) إلى وجود تأثيرا سلبيا للملكية الإدارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

بالرغم من أهمية تلك العوامل إلا أن هناك بعض العوامل الأخرى التى مازالت محل جدل ونقاش ولم تلقى بعد الاهتمام الكافى، فقد توصلت دراسة كل من (Huang–Meier et al.,2016 & Narges Sarlak et al.,2018& Aktas et al.,2019& Deshmukh et al.2018) إلى أن الثقة الادارية المفرطة للمدير التنفيذي CEO Over Confidence ترتبط بعلاقة سلبية بالاحتفاظ بالنقدية. فالثقة الأدارية المفرطة للمدير التنفيذي قد تؤدي إلى الإفراط فى تقدير قدرتهم على توليد التدفقات النقدية المستقبلية، وهو ما قد يؤثر على قراراتهم بشأن الاستثمار فى المشاريع ومقدار الاحتفاظ بالنقدية.

في ضوء ما سبق يمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤل التالي:
 ماهو أثر الثقة الادارية المفرطة للمدير التنفيذي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية؟"
 ماهو أثر الملكية الادارية للمدير التنفيذي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية؟"
 ماهو أثر كل من الملكية الإدارية والثقة الإدارية المفرطة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية؟"

٣-١ هدف البحث

في ضوء مشكلة البحث يتمثل هدف البحث في:
 أ. دراسة أثر الثقة الادارية المفرطة للمدير التنفيذي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
 ب. دراسة أثر الملكية الادارية للمدير التنفيذي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
 ج. دراسة أثر كل من الملكية الإدارية والثقة الإدارية المفرطة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٤-١ أهمية البحث

ترجع أهمية البحث إلى:
 أ- ندرة الدراسات السابقة في مجال دراسة أثر الثقة الادارية المفرطة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية بصفة عامة، وفي مصر بصفة خاصة.
 ب- يعد البحث مساهمة في الادبيات السابقة التي تستخدم نظريات عديدة وفروض لتفسير سلوك الاحتفاظ بالنقدية مثل: نظرية المفاضلة الساكنة، نظرية ترتيب اولويات مصادر التمويل- نظرية التدفق النقدي الحر- نظرية الوكالة، فرض الاستثمار المفرط ، فرض التمويل الخارجى.
 ج- توصلت نتائج الدراسات عن تأثير الثقة الادارية المفرطة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى نتائج مختلفة (Deshmukh et al.2018 & Huang-Meier et al.,2016) مما يسهم البحث الحالى فى توضيح العلاقة بين الثقة الادارية المفرطة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.
 د- توصلت نتائج الدراسات عن تأثير الملكية الأدارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى نتائج مختلفة (Sheikh and & Azinfar and shiraseb,2016 & Mohd et al., 2015 & Abdioglu,2016 & Kkan,2015) مما يسهم البحث الحالى فى محاولة توضيح العلاقة بين الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٥-١ حدود البحث

يركز البحث الحالى على الملكية الإدارية وأثر الثقة الادارية المفرطة باعتبارها أحد أبرز التحيزات السلوكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وليس على قيمة النقدية.

١-٦ خطة البحث

فى ضوء مشكلة البحث وتحقيقا لأهدافه تتضمن خطة البحث :

- ١- الأطار العام للبحث
- ٢- الأطار النظرى للبحث
- ١-٢ نظريات ودوافع الاحتفاظ بالنقدية.
- ٢-٢ العلاقة بين الثقة الادارية والملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية
- ٣- الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث.
- ٤- تصميم البحث.
- ٥- النتائج.
- ٦- التوصيات والدراسات المستقبلية.

٢. الأطار النظرى

١-٢ نظريات ودوافع الاحتفاظ بالنقدية

يهدف هذا الجزء إلى دراسة نظريات ودوافع الاحتفاظ بالنقدية ، حيث طورت العديد من النظريات بهدف تفسير دوافع احتفاظ الشركات بالنقدية، نظرا لان تلك النظريات توفر الدعائم الاساسية للدراسات السابقة وكذلك التأصيل لعلاقة الثقة الادارية المفرطة والاحتفاظ بالنقدية ، تقوم الباحثة فى هذا الجزء بدراسة لأهم تلك النظريات والتي توفر بدورها دوافع لاحتفاظ الشركة بالنقدية.

١-١-٢ نظرية المفاضلة الساكنة (Static Trade off Theory)

ترى نظرية المفاضلة الساكنة للاحتفاظ بارصدة النقدية أن الشركات لديها دافعين للاحتفاظ بارصدة النقدية: الدافع الأول : يتمثل فى دافع تكلفة المعاملات (Opler et al.,1999) و ينشأ هذا الدافع من تكلفة تحويل بدائل النقدية الى نقدية ،وطبقا لهذا الدافع فان الشركة تحتفظ بالنقدية بسبب أن زيادة الحصول على الأموال من أسواق المال يعد مكلفا كثيرا عن الاحتفاظ بالنقدية المتاحة نظرا لان التمويل الخارجى يتضمن تكاليف ثابتة وتكاليف متغيرة مرتبطة بزيادة التمويل الخارجى، الدافع الثانى: دافع الوقائى: ويستند هذا الدافع إلى تأثير عدم تماثل المعلومات ، والاحتفاظ باصول سائلة وتكلفة الديون. فالشركات قد تخفض من استثماراتها عندما تواجه عجزا فى النقدية (Opler et al.,1999) ويتناسب حجم العجز النقدية مع التكلفة، وذلك بسبب أن الشركات يجب أن تخفض الاستثمار أو تزيد من مصادر الاموال. وبذلك سوف يكون هناك مستوى أمثل للارصدة النقدية طبقا لهذه النظرية فان المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية يتحدد من خلال المفاضلة

بين المنافع الحدية والتكاليف المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية، وتستند تلك النظرية على فرض أن الشركات عند تحديد حجم النقدية المحتفظ به، تقوم بالمفاضلة بين التكاليف والمنافع المختلفة للتمويل من خلال الديون (Dittmar et al., 2003)، ويشير الدافع الوقائي أيضا إلى أن الشركات في ظل فرص الاستثمار الأفضل تحتفظ بنقدية أكثر بسبب أن الضغوط المالية تعتبر أكثر تكلفة (Opler et al., 1999) كما تحتفظ بالنقدية أيضا بهدف التغلب على الصدمات العكسية عندما يكون الوصول إلى أسواق مصادر رأس المال مكلفا، فالشركات التي لديها تدفقات نقدية عرضة للخطر ولديها فرص ضعيفة للوصول إلى رأس المال الخارجي تحتفظ بنقدية أكثر.

وقد أشارت دراسة (Ferreira and Vilela, 2004) أن هناك منافع للاحتفاظ بالنقدية وتتمثل في: (١) تخفيض تكلفة مصادر التمويل الخارجي، (٢) تخفيض احتمال التعرض للزمات المالية، (٣) توفير السعي نحو فرص استثمارية. ويرى (Al-Najjar, 2013). أن التكلفة الرئيسية للاحتفاظ بالنقدية تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر في الأصول السائلة . وطبقا لدراسة (Dittmar et al ., 2003) فإن هذه التكلفة تسمى تكلفة إجراء المعاملة - Cost- Of Garry، وفي حالة عدم قيام المديرين بتعظيم ثروة المساهمين واتجاههم لزيادة الاحتفاظ بالنقدية والاصول الخاضعة لسيطرتهم وبالتالي زيادة حرية التصرف الإداري Managerial Discretion فسوف تزداد تكلفة الاحتفاظ بالنقدية لزيادة تكلفة الوكالة (Guizani, 2017).

٢-١-٢ نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل Pecking Order Theory

تفترض هذه النظرية أنه لا يوجد مستوى أمثل للاحتفاظ بالنقدية بالنسبة للمنشأة، وتعتمد هذه النظرية في تفسير الاحتفاظ بالنقدية والاختيار بين مصادر التمويل على عدم تماثل المعلومات ، حيث يتم اختيار مصادر التمويل الأقل حساسية لعدم تماثل المعلومات ، نظرا لوجود ارتباط طردي بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة مصادر التمويل (Al-Najjar, 2013). لذلك فإن تقليل هذه التكلفة يتطلب من الشركات تمويل الاستثمارات أولا من الأرباح المحتجزة ، ثم من الديون الامنة Safe Debt، ثم تتدرج إلى ديون أقل خطورة Risky Debt، وأخيرا من حقوق الملكية. نظرا لأن تلك النظرية ترى بأن التمويل من خلال حقوق الملكية قد يكون مكلفا بسبب عدم تماثل المعلومات ، وبالتالي فإن تكلفة التمويل الخارجي للمشروعات تكون أعلى من تكلفة التمويل الداخلي. وبالتالي فإن الشركات تتجه نحو استخدام النقدية الداخلية. كما أشارت النظرية أن الشركات تستخدم النقدية كحاجز Abuffer بين الأرباح المحتجزة واحتياجات الاستثمار (Al - Najjar, 2015) لذلك فإن مستوى النقدية طبقا لهذه النظرية يتحدد كنتيجة لقرارات التمويل والاستثمار المختلفة ووفقا للنمو الهرمي للتمويل (The Hierarchal Pattern of financing) (Dittmar et al., 2003) ، وبالتالي

فانه عندما تكون التدفقات النقدية كافية لتمويل الاستثمارات الجديدة فإن الشركة يمكنها دفع التوزيعات وسداد الديون، وزيادة الاحتفاظ بالنقدية، وفي المقابل عندما تكون الأرباح المحتجزة غير كافية لتمويل الاستثمارات فإن الشركات يمكنها استخدام النقدية المحتفظ بها إذا لزم الأمر، وإصدار ديون جديدة (Guizani,2017). وبالتالي تعتمد هذه النظرية على قيام المديرين بتكوين أرصدة نقدية لتجنب الاعتماد على التمويل الخارجي نتيجة لعدم تماثل المعلومات من ناحية ، وفقد فرص استثمارية موجبة في حالة قصور مصادر التمويل الداخلية من ناحية أخرى (عفيفي ،٢٠١٥). أى أن نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل تتطوى على مشكلة الاختيار العكسي (Adverse selection Proplem). ومن ناحية أخرى يؤكد (Jensen,1986) أن الاحتفاظ بالنقدية بشكل مفرط قد يشير إلى تفضيل المديرين للاحتفاظ بالنقدية للسعى نحو تحقيق مصالحهم الخاصة.

٢-١-٣ نظرية التدفق النقدي الحر Free Cash Flow Theory

عرف (Jensen,1986) التدفق النقدي الحر بأنه الفائض من التدفقات النقدية بعد قيام الشركة بتمويل مشاريعها الاستثمارية الى لها صافى قيمة حالية موجبة. وبالتالي فان هذا التدفق النقدي يجب ان يدفع لمساهمي الشركة، وقد أوضح (Opler et al.,1999) في ضوء نظرية التدفق النقدي الحر أن هناك ثلاثة أسباب لتفسير احتفاظ إدارة الشركة بالنقدية ، وتتمثل هذه الأسباب في: ١) رغبة الإدارة في تجنب المخاطر ، فإذا كانت الإدارة كارهه للمخاطر فسوف تميل نحو الاحتفاظ بالنقدية لتجنب ظروف عدم التأكد المحيطة بالمستقبل، ٢) عدم رغبة الإدارة في إجراء توزيعات للمساهمين والاحتفاظ بالأموال داخل الشركة، ٣) السماح للإدارة بمرونة أكثر في الوصول إلى أهداف خاصة. كما اوضحت النظرية أن المديرين المتحفظين يفضلون الاحتفاظ بالنقدية بدلا من دفع التوزيعات للمساهمين لاستخدامها في ظل ظروف عدم التأكد كحائط وقائي فعندما يكون للمنشأة فرص استثمارية ضعيفة يميل المديرين لتكوين الارصدة النقدية لزيادة حجم الأصول الخاضعة لسيطرتهم واكتساب سلطة أوسع على قرارات الاستثمار (Guizani,2017) مما يوفر لهم الفرص لتحقيق منافعهم الخاصة دون التعرض لمراقبة من مقدمى رأس المال في حالة التمويل الخارجي (Dittmar and Mahrt- Smith 2007)

٢-١-٤ نظرية الوكالة Agency Theory

تعتبر مشاكل الوكالة محددًا هامًا من محددات الاحتفاظ بالنقدية في الشركات (Dittmar et al., 2003 & Lin et al., 2018) وترجع نظرية الوكالة أن المديرين يفضلون بناء امبراطورية في المستقبل Empire – Building من خلال توسعه حجم الشركة، وهو ما قد يؤدي إلى انفاق

المديرين للاموال المتاحة في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة على حساب المساهمين او توفير منافع خاصة لهم، فوجود أرصدة نقدية ربما يكون السبب في مشاكل الوكالة (Al-Najjar,2015). وقد أشارت دراسة (Jensen and Meckling,1976) إلى أن تعارض المصالح بين الادارة والمساهمين قد ينشأ عندما تحتفظ الشركات بمبالغ نقدية كبيرة ، فالمديرين المتحفظين يميلون إلى الاحتفاظ بالنقدية بدلا من دفع توزيعات نقدية للمساهمين من أجل سهولة الحصول على المنافع الخاصة بهم. ومن ناحية أخرى ترى دراسة (Richardson,2006) أن المديرين من المحتمل أن يبالغون في زيادة الاستثمار عندما تكون هناك تدفقات نقدية متاحة تحت تصرفهم،وقد قدمت دراسة كل من (Dittmaret al.,2003& Jensen and Meckling,1976) أدلة على أن الشركات الغنية بالنقد Cash-Rich Firms غالبا ما تشترك في أنشطة تدمر القيمة Value - Destroying Activities مثل زيادة الدفع في عمليات الاستحواذ،الاستثمارفي مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة على حساب المساهمين وعدم إعادة الفائض النقدي للمساهمين مما يشير إلى أن المديرين المتحفظين يميلون بقوة إلى استخدام النقدية المتراكمة في تحقيق منافعهم الخاصة . وقد أوضحت دراسة (Harford et al.,2008) ثلاثة فروض لتفسير العلاقة بين نظرية الوكالة والاحتفاظ بالنقدية هي:

أ- فرض المرونة Flexibility Hypothesis

طبقا لهذا الفرض فان المديرين ذو المصالح الذاتية يفضلون المرونة والتحرر من قيود سوق المال، وفي حالة المفاضلة بين زيادة الاستثمارات الحالية مقابل المرونة المستقبلية، فانهم يفضلون المرونة وفي حالة توافر فائض لدى الشركة في التدفق النقدي فانهم يفضلون عدم استثماره بالكامل، وبدلا من ذلك فانهم يحتفظون بجزء منه مفضلين الاحتفاظ باحتياطات نقدية كبيرة . أى ان فرض المرونة يتنبأ بوجود علاقة موجبة بين مشاكل الوكالة والنقدية المحتفظ بها. (بلال ، ٢٠١٧)

ب- فرض الانفاق Spending Hypothesis

طبقا لهذا الفرض فان المديرين أصحاب المصالح الذاتية يفضلون التوسع في الشركة وإنفاق الزيادة في التدفقات النقدية. وفي حالة قيام المديرين بالاحتفاظ بالنقدية فانهم سوف يبحثون عن وسائل أسرع للاستثمار النقدية في مشروعات تعظم منافعهم الخاصة (Liu et al.,2014)، وبالتالي فهم يفضلون الانفاق في الوقت الحاضر عن الاستثمار في المستقبل. ويتنبأ هذا الفرض بوجود علاقة سالبة بين تعارضات الوكالة والنقدية المحتفظ بها (Kusnadi,2011).

ج- فرض قوة حملة الأسهم Shareholders Power Hypothesis

طبقا لهذا الفرض فان وجود رقابة فعالة للمساهمين على المديرين قد يسمح لهم بزيادة الاحتفاظ بالنقدية وذلك للتغلب على مشاكل نقص الاستثمارات في حالة زيادة تكلفة التمويل الخارجي (بسبب عدم اكتمال سوق المال) . وتركز العديد من النماذج على المفاضلات التي تواجه المساهمين عند تحديد السيولة التي يجب أن تكون تحت تصرف الادارة واحتمال ضعف الاستثمارات نتيجة عدم تماثل المعلومات بين المديرين واصحاب رؤوس الأموال ، ويتنبأ الفرض بوجود علاقة موجبة بين تعارضات الوكالة والنقدية المحتفظ بها (عفيفي، ٢٠١٥)

٢-١-٥ نظرية التسلسل الهرمي Financial Hierarchy Theory

وفقا لهذه النظرية، لا يوجد مستوى أمثل للاحتفاظ بالنقدية فمعظم الشركات ليس لها مستوى نقدية بل تحدد النقدية بناء على احتياجاتها الاستثمارية (Hall et al., 2014)، وتقوم بترتيب مصادر التمويل الداخلية وفي حالة عدم كفايتها تلبى باقى احتياجاتها النقدية من المصادر الخارجية وقد أشارت دراسة (Dittmar et al. 2003) إلى أن النقدية هي نتيجة لقرارات التمويل والاستثمار المختلفة المقترحة من قبل النمط الهرمي للتمويل، كما أن الشركات التلديها مستويات عالية من التدفقات النقدية هي تلك التي تهتم بتوزيعات الارباح وقد تعتمد في تمويلها على الديون وبالتالي تميل إلى تراكم النقدية بغرض التحوط من المخاطر المستقبلية، كما أكدت دراسة (Akhtar et al., 2018) على أن الشركات التي تواجه قيودا مالية تكون أكثر ميلا لزيادة النقدية المحتفظ بها. وفي ضوء ما سبق يتضح أن تلك النظرية تكون أكثر وضوحا في ظل زيادة عدم تماثل المعلومات وضعف مستوى الافصاح. (مليجي، ٢٠١٨)

٢-٢ العلاقة بين الثقة الادارية والملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية

يهدف هذا الجزء من البحث إلى توضيح طبيعة العلاقة بين الثقة الإدارية المفرطة، الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٢-٢-١ العلاقة بين الثقة الادارية المفرطة للمدير التنفيذي ومستوى الاحتفاظ بالنقدية

تعتبر المبالغة في الثقة بالنفس من أكثر النزعات الإدراكية التي تم دراستها بشكل موسع، وتعني مبالغة الأفراد في تقدير صحة آرائهم وأحكامهم، فهم عادة يتميزون بالإيجابية بشكل عام ولا يرون أي احتمال بأن يرتكبوا أي أخطاء، وعادة ما يعززون الفضل لأنفسهم عند نجاحهم في الأداء أو عندما تكون توقعاتهم صحيحة، لكن وفي حال وقوعهم في الخطأ أو ثبوت فشلهم، يلجأون إلى لوم

الحظ وعوامل أخرى غير متوقعة، وتتباين هذه النزعة بشكل واسع بين الأشخاص. (Malmendier and Tate ,2005)

تمثل الثقة الزائدة للمديرين التنفيذيين في كونهم يؤمنون بشدة في تقديرهم الشخصي لقيمة الأصول المالية للشركة أكثر من تقدير المديرين الآخرين لها، أي انهم يبالغون في تقدير احتمال وقوع الأحداث، ويظهر هذا في مشكلتين أساسيتين: المشكلة الأولى: هي سوء المعايير أثناء تقدير الاحتمالات، والمشكلة الثانية: تتمثل في التفاؤل في تقييمهم لقدراتهم و إمكاناتهم. فالمديرون ذو الثقة الإدارية المفرطة يبالغوا في تقدير العوائد المستقبلية للمنشأة من المشاريع الاستثمارية كذلك من المتوقع أن يبالغوا في تقدير احتمالية وحجم الصدمات الايجابية للتدفقات النقدية المستقبلية من المشاريع الحالية والتقليل من حجم واحتمالية الصدمات والتدفقات النقدية المستقبلية السلبية . فالثقة الإدارية المفرطة للمدير التنفيذي قد تؤدي إلى الإفراط في تقدير قدرتهم على توليد التدفقات النقدية المستقبلية، وهو ما قد يؤثر على قراراتهم بشأن الاستثمار في المشاريع ومقدار الاحتفاظ بالنقدية.

(Ahmed and Dullmam, 2013)، ينظر الى المدير ذو الثقة المفرطة على أنه مدير المبالغة في تقدير العائدات المستقبلية من استثمارات الشركة أو ما يعادلها، والمبالغة في تقدير احتمال وتأثير الأحداث المواتية على أموال الشركة . والتقليل من احتمالية تأثير الأحداث السلبية على حالة التدفقات النقدية المستقبلية للمنشأة (Malmendier and tate,2005)، قد أشارت نتائج الدراسات السابقة (Malmendier and Tate, 2008 & Cordeiro, 2009& Deshmukh et al., 2012&Hirshleifer et al., 2011&Malmendier et al., 2013 بوجود علاقة بين صفات المبالغة بالثقة بالنفس لدى الرؤساء التنفيذيين مع عدد الاستحوادات التي تقوم بها الشركة ومعدل تكرارها ومستويات المخاطرة لدى الشركة بشكل عام، كما ربطت تلك الدراسات بين كل من الاستثمارات، وسياسة التوزيعات ، والتنبؤات الادارية والثقة الادارية المفرطة.

وقد أوضحت نتائج دراسة كل من (Haribr and Yang & Hilary and Hsu,2011) بوجود علاقة سلبية بين الثقة الزائدة بالنفس لدى الرئيس التنفيذي وبين التحسن في دقة التنبؤات، ويظهر هذا التحسن بشكل بارز أكثر عند النظر إلى فترة زمنية أطول بين تاريخ إصدار تنبؤات الإدارة وبين نهاية السنة المالية، وتوضح الدراسة أن هذا النوع من المدراء يميل إلى لوم الظروف الخارجية على أخطائهم ولا يتعلمون من أخطائهم. يمكن تعميم هذه النتائج بشكل موسع فيما يتعلق بتوقعات أرباح الشركات ، فالشركات التي يديرها مدراء مبالغون في الثقة بأنفسهم تكون أكثر بطئاً في رد فعلها تجاه الحوادث الفادحة أو في حال حدوث مخالفات إدارية واسعة، ويمكن أن ترجع ما حصل إلى الحظ السيئ وأطراف خارجية مثل العملاء او الموردين أو توجيه اللوم إلى بعض

الموظفين داخل الشركة، ومن خلال هذه الأساليب يتم تجنب التحقيق في جذور المشكلة والمسببات الحقيقية لما حصل من أخطاء وبالتالي يمكن تكرارها في المستقبل.

كما أشارت نتائج دراسة (Hirshleifer et al.,2012) إن المبالغة في الثقة بالنفس لدى الرئيس التنفيذي قد تساهم في تعزيز الابتكار والإقدام في القرارات المؤسسية، لكنها قد تتسبب في تكرار الأخطاء الإدارية. كما اوضحت دراسة (Weinstein, 1980 & svenson,1981 & Weinstein and Klein,1996) أن تأثير الثقة الادارية المفرطة قد يمتد إلى صناعة القرارات الاقتصادية والسلوك الادارى، فالثقة الادارية المفرطة هي أحد التفسيرات لعمليات الاندماج والاستحواذ المدمرة لقيمة الشركة، ويرجع ذلك إلى أن المديرين ذو الثقة الادارية المفرطة يبالغوا فى تقدير قيمة استثمارات الشركة فى مشاريع تعطى صافى قيمة عالية سالبة بطريق الخطأ، وادراكهم بانها تعطى صافى قيمة عالية موجبة. (Heaton, 2002). كما أوضح (Malmendier & Cordeiro,2009) (Malmendier & Tate,2005&2008) بان الثقة المفرطة للمدير التنفيذي قد تقود إلى المبالغة فى الاستثمارات ، وأن هؤلاء المديرين سوف ينخرطوا فى عمليات الاندماج والاستحواذ المدمرة لقيمة الشركة . كما أوضح (Deshmukh et al.,2013) ان المديرين ذو الثقة الادارية المفرطة يعمدوا إلى دفع توزيعات أقل من المديرين الآخرين، كما تؤثر على استثمارات الشركة، كما قد أشار (Schrand (Malmendier et al., 2011& and Zechman,2011,) بأن الثقة الادارية المفرطة قد يترتب عليها تحريف ونشوية السياسة المالية للمنشأة، وكذلك الغش فى التقارير المالية. المديرين ذو الثقة المفرطة يبالغوا فى تقدير العوائد المستقبلية للشركة من المشاريع الاستثمارية، كما من المتوقع ان يبالغوا فى تقدير احتمالية وحجم الصدمات اليجابية للتدفقات النقدية المستقبلية من الاستثمارات الحالية، والتقليل من حجم واحتمالية الصدمات والتدفقات النقدية المستقبلية السلبية (Ahmed and Dullman,2013). يوجد نوعان من الرؤساء التنفيذيين فقد أوضح (Aktas et al.,2019) أنه يوجد نوعان من الرؤساء التنفيذيين، المديرين التنفيذيين العقلانيين (Rational CEO) – المديرين التنفيذيين ذو الثقة الادارية المفرطة، كلا النوعان يهدف إلى تعظيم قيمة حملة الأسهم. أن المديرين ذو الثقة الادارية المفرطة (المتفائلين) أقل احتفاظا بالنقدية من المديرين العقلانيين (Rational CEO). وان الشركات التى يتم إدارتها بواسطة مديرين ذو الثقة الادارية المفرطة يحتفظوا بنقدية متوازنة، والتى تكون فى المتوسط ٢٤% أقل من الشركات التى يتم إدارتها بواسطة مديرين عقلانيين فالمديرين التنفيذيين ذو الثقة الادارية يبالغوا فى تقدير التدفقات النقدية المستقبلية للمنشأة، وتقليل المخاطر المرتبطة بالاستثمار، كما يروا بان شركاتهم مقومة باقل من قيمتها السوق، كما يتجنب الرؤساء التنفيذيين المفرطيين الثقة التمويل الخارجى، ويعتمدوا على التمويل الداخلى من الشركة

(Malmendier and Tate,2011)، حيث يعتقد المدير التنفيذي ذو الثقة الادارية المفرطة بان التمويل الخارجى أكثر تكلفة نسبيا من التمويل الداخلى. وهو ما قد ينعكس على الاستثمار الخاص بالشركة، حيث ان الاستثمار سوف يعتمد على توافر التمويل الداخلى (الاحتياطيّات النقدية _ التدفق النقدى التشغيلى).. أما إذا كان التمويل الداخلى كاف لتمويل جميع المشاريع الاستثمارية ذات صافى القيمة الحالية الموجبة ، فإن المديرين التنفيذيين ذو الثقة الادارية المفرطة لدية الرغبة أكثر من المديرين العقلانيين (Rational CEO) فى الاستثمار. وتمشيا مع هذه الفكرة فقد أوضح (Malemendier and Tate,2005-2008) بان المديرين التنفيذيين ذو الثقة الادارية المفرطة فى الشركات الغنية (Cash Rich) ترتبط بتسوهات فى الانفاق الراسمالى وعمليات الاندماج والاستحواذ المدمرة لقيمة الشركة مما يؤدى الى ردود فعل سلبية.

٢-٢-٢ العلاقة بين الملكية الادارية للمدير التنفيذى ومستوى الاحتفاظ بالنقدية

بصفة عامة يعبر هيكل الملكية عن هوية المساهمين فى الشركة، كما يعبر عن ملكية هؤلاء المساهمين الذين لديهم مصالح وأهداف متباينة (Denis and McConnell,2003) ويلعب هيكل الملكية دورا حيويا فى التأثير على قرارات الادارة وتحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Mohdetal.,2015& Azinfar and Shiraseb,2016). تشير الملكية الادارية إلى نسبة الأسهم المملوكة من جانب الإدارة العليا أو الإدارة التنفيذية ، والذين هما أيضا مساهمين وليهم الدافع لزيادة قيمة الشركة وزيادة ثروة المساهمين لأنها أيضا ستزيد من ثروتهم الخاصة (Puspitanmingrum and Atmini,2012)، كما أوضحت دراسة (Chauand Gary,2010) أن الملكية الإدارية قد تؤثر على تكاليف الوكالة من خلال تأثير تقارب المصالح مع حملة الأسهم الخارجيين، فوجود إدارة تتمتع بارتفاع نسبة الملكية قد يحدث تقارب للمصالح مع حملة الأسهم الخارجيين، وهنا قد لايتخذ المستثمرون الملاك قرارات تحقق مصالحهم الخاصة ، وهو ما قد يترتب عليه تخفيض تكاليف الوكالة ، أو من خلال زيادة نفوذ الإدارة مع زيادة حصتها فى الملكية ومن ثم يكون لديها الدافع لاتخاذ القرارات التى تحقق مصالحها وهو ما قد ينعكس على زيادة تكاليف الوكالة. وقد أشارت دراسة (Abdioglu,2016). أن هناك فرضان لتفسير طبيعة العلاقة بين الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

الفرض الأول: فرض تقارب المصالح، ويشير هذا الفرض إلى أن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية بين الإدارة والمساهمين، يؤدى إلى زيادة دوافع الإدارة لزيادة قيمة الشركة وزيادة ثروة المساهمين، وهو ما قد يؤدى إلى تقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين، وانخفاض مشاكل الوكالة من خلال زيادة الاحتفاظ بالنقدية أو استغلالها فى مشروعات استثمارية ذات صافى قيمة حالية موجبة، وما قد

يترتب عليه من ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية. أى أن طبقاً لهذا لفرض هناك علاقة طردية بين نسبة الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقد أيدت نتائج دراسة كل من (Mohd,et al., Roy,2018 & 2015) وجود علاقة طردية بين نسبة الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية

الفرض الثانى: فرض الحصانة الإدارية، ويشير هذا الفرض إلى أن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية يؤدي إلى صعوبة الرقابة وانخفاض السيطرة على الإدارة، مما قد يترتب عليه زيادة فرص الإدارة للقيام بالسلوك الانتهازي واستغلال النقدية المحتفظ بها لتحقيق المصالح الخاصة للإدارة على حساب المساهمين، وما قد يترتب عليه من انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية. أى أن طبقاً لهذا الفرض هناك علاقة عكسية بين نسبة الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. وقد أيدت نتائج دراسة كل من (Abdioglu, 2016 & Sheikh and Khan,2015) وجود علاقة عكسية بين نسبة الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. وهو ما قد يتفق مع فرض الحصانة الإدارية.

ويتضح مما سبق وجود اختلاف حول طبيعة العلاقة بين الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، فكما أوضح فرض تقارب المصالح إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، فى حين أوضح فرض الحصانة الإدارية وجود علاقة عكسية بين نسبة الملكية الإدارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٣- الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث

يهدف هذا الجزء إلى دعم الدراسات التحليلية فى الجزء السابق ، بدراسات اختبارية عن طبيعة العلاقة بين متغيرات البحث بما يسهم فى تطوير الفروض.

٣-١ دراسات السابقة عن طبيعة العلاقة بين الثقة الادارية المفرطة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

اشارت نتائج دراسة (Huang–Meier et al.,2016) بعدم وجود دليل بان الاحتفاظ بالنقدية بالنسبة للمديرين المتفائلين مرتبط بتفضيلاتهم لاستخدام الدين التحفظى . كما أوضحت النتائج بأن المديرين المتفائلين يحتفظ بالنقدية للاوقات الصعبة أكثر من المدير غير المتفائل، استهدفت هذه الدراسة اختبار تاثيرالثقة الادارية المفرطة للمدير التنفيذي (تفاؤل الرئيس التنفيذي) على مستوى الاحتفاظ بالنقدية ومقارنتها بين الشركات التى يتم ادارتها بواسطة مديرين متفائلين والشركات التى يتم إدارتها بواسطة مديرين غير متفائلين وقد إجريت الدراسة على عينة مكونة من ١٠٧٦ شركة (٤٣٢٠مشاهدة) بالنسبة للمديرين غير المتفائلين و ٥٦٠ شركة (١٥٨٣مشاهدة) بالنسبة للمديرين المتفائلين فى الفترة من (١٩٩٢-٢٠١٠).كما توصلت نتائج دراسة

(Narges Sarlak et al.,2018) بوجود علاقة سلبية بين الثقة الادارية المفرطة والاحتفاظ بالنقدية وأن جودة عملية المراجعة لا تقلل من شدة العلاقة بين الثقة الادارية والاحتفاظ بالنقدية، أي أن مديري الثقة المفرطة أقل استعداداً للاحتفاظ بالنقدية بسبب الاعتماد على الذات وتجاهل الطلب على النقد. وقد أجريت الدراسة على عينة مكونة من ١٧٠ شركة مسجلة في بورصة طهران في الفترة من (٢٠١٢-٢٠١٦).

وقد اتفقت تلك النتائج مع نتائج دراسة (Deshmukh et al.,2018) والتي أشارت بوجود علاقة سلبية ومباشرة بين الاحتفاظ بالنقدية والمدير ذو الثقة الادارية المفرطة، أن المديرين ذو الثقة الادارية المفرطة (المتفائلين) أقل احتفاظاً بالنقدية من المديرين العقلانيين (RationalCEO). وان الشركات التي يتم إدارتها بواسطة مديرين ذو الثقة الادارية المفرطة يحتفظوا بنقدية متوازنة، والتي تكون في المتوسط ٢٤% أقل من الشركات التي يتم إدارتها بواسطة مديرين عقلانيين. وقد أجريت الدراسة على عينة مكونة من ٢١٧٢ شركة مسجلة في بورصة استاندر اند بورز (١٩٣٢٨ مشاهدة) في الفترة من (٢٠١٢-١٩٩٢). استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطى المتعدد. كما توصلت نتائج دراسة (Aktas et al.,2019) والتي أجريت الدراسة على عينة من الشركات المسجلة في بورصة استاندر اند بورز مكونة من ١٢١٠٥ مشاهدة في الفترة من (١٩٩٣-٢٠١٣)، بان الشركات التي يتم إدارتها بواسطة مديرين ذو ثقة إدارية مفرطة تزيد قيمة النقدية فيها بمعدل ٢٨، دولار لكل ١ دولار. أي ان هناك تأثير إيجابي للثقة الادارية المفرطة على قيمة النقدية، كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة سلبية بين الثقة الإدارية للمديرين ومستوى الاحتفاظ بالنقدية وتتفق تلك النتيجة مع فرض الاستثمار المفرط والذي يعنى بان المديرين ذو الثقة المفرطة قد يبالغوا في تقدير قدرتهم على توليد التدفقات النقدية المستقبلية وهو ما قد يؤثر على قراراتهم بشأن الاستثمار في المشروعات الاستثمارية قد يترتب عليها تدمير النقدية المحتفظ بها.

في ضوء الدراسات السابقة يمكن صياغة الفرض الأول:

يوجد علاقة بين الثقة الادارية المفرطة للمدير التنفيذي ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٢-٣ دراسات السابقة عن طبيعة العلاقة بين الملكية الادارية المفرطة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

توصلت نتائج دراسة (Sheikh and Kkan,2015) إلى عدم وجود تأثيراً معنوياً للملكية الادارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. وقد أجريت الدراسة على عينة مكونة من ١٨٩ شركة مقيدة في سوق الاوراق المالية بكراتشي في باكستان في الفترة من (٢٠٠٨-٢٠١٢)، وقد اختلفت نتائج تلك الدراسة مع نتائج دراسة (Mohd et al.,2015) والتي أشارت إلى وجود علاقة ايجابية بين

الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وقد إجريت الدراسة على عينة مكونة من ٧٢٥ شركة مقيدة فى سوق الاوراق المالىزية فى الفترة من (٢٠٠٨-٢٠١٠) واستخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطى فى دراسة العلاقة بين انماط هيكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. واتفقت تلك النتائج مع ما توصلت اليه نتائج دراسة (Azinfar and shiraseb,2016) والتي إجريت على عينة مكونة من ٩٦ شركة من الشركات المقيدة فى سوق الأوراق المالية بطهران فى الفترة من (٢٠٠٤-٢٠١٣)، استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطى المتعدد وأشارت بوجود علاقة ايجابية بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية والملكية الادارية، واختلفت تلك النتائج مع نتائج دراسة (Abdioglu,2016) التى أشارت بوجود علاقة سلبية بين الملكية الادارية و مستوى الاحتفاظ بالنقدية. ، وقد إجريت الدراسة على عينة مكونة من ١٨١ مشاهدة للشركات المقيد فى سوق الاوراق المالية باسطنبول فى الفترة من (٢٠٠٥-٢٠١٣) .

يتضح من العرض السابق للدراسات السابقة ، اختلاف النتائج ما بين مؤيدة للعلاقة الإيجابية بين تركيز الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، كما أوضحت نتائج دراسة كل من (Mohd et al.,2015)، وما بين مؤيدة للعلاقة السلبية بين الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، كما اوضحت نتائج دراسة (Abdioglu,2016)، بينما أشارت نتائج دراسة (Sheikh and Kkan,2015) بعدم وجود تاثير معنوى للملكية الادارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية .

وفى ضوء الدراسات السابقة يمكن صياغة الفرض الثانى

يوجد علاقة بين تركيز الملكية الادارية للمدير التنفيذي ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

يتضح من العرض السابق للدراسات السابقة، انها انقسمت ما بين دراسات اهتمت بدراسة العلاقة بين الثقة الادارية المفرطة وتأثيرها على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقد اختلفت نتائج تلك الدراسات (Deshmukh et al.2018&Huang–Meier et al.,2016). ودراسات اهتمت بدراسة العلاقة بين انماط الملكية وأثرها على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقد اختلفت نتائج تلك الدراسات (Mohd & Sheikh and Kkan,2015 &Azinfar and shiraseb,2016 &et al., 2015 &Abdioglu,2016) ، وای من تلك الدراسات لم يتعرض بشكل مباشر لدراسة أثر كل من تركيز الملكية الادارية والثقة الادارية المفرطة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. فى محاولة فهم الأثر الاضافى لكل من الثقة الادارية المفرطة وتركيز الملكية الادارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال الفرض التالى:

يوجد علاقة بين الثقة الادارية المفرطة وتركز الملكية الادارية للمدير التنفيذي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٤- تصميم البحث

٤-١ مجتمع البحث وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث فى الشركات المساهمه المسجله فى البورصة المصرية (CASE) ، وتتضمن عينة الدراسة مجموعة من الشركات وذلك خلال الفترة (٢٠١٣-٢٠١٨) ، وتعتمد الباحثة على اختيار عينة عشوائية من الشركات المسجلة .ولتحقيق التجانس بين شركات العينة ، اعتمدت الباحثة على عدة معايير لتحقيق ذلك وهى:

٤-١-١ استبعاد المشاهدات المفقودة للشركات لأى متغير متضمن فى النماذج خلال فترة العينة.

٤-١-٢ تم استبعاد قطاعى البنوك والخدمات المالية، وذلك بسبب الطبيعة المالية لقطاعى البنوك والخدمات المالية، طبيعة هيكل راس المال ،والمتطلبات النقدية المحتفظ بها. ولاغراض التحليل تعتمد الباحثة على بيانات مالية من التقارير المالية للشركات المساهمة المصرية ، وقد جمعت البيانات من التقارير المالية للشركات المصرية. بتطبيق المعايير السابقة فقد توافر للباحثة عينة مبدئية مكونة من ٨٠ شركة فى الفترة من (٢٠١٣-٢٠١٨) .

ويوضح الجدول (١) شركات عينة الدراسة مصنفة على اساس قطاعى على النحو التالى.

جدول (١) التصنيف القطاعى لعينة البحث

مسلسل	القطاع الصناعى	عدد الشركات وفقا للتصنيف القطاعى (المجتمع)	عدد شركات العينة	نسبة شركات العينة
١	موارد اساسية	١٠	٨	١٠%
٢	اغذية ومشروبات	٢٩	١١	١٣,٧٥%
٣	رعاية صحية وأدوية	١٦	٩	١١,٢٥%
٤	عقارات	٣٥	٩	١١,٢٥%
٥	سياحة وترفيهية	١٩	٩	١١,٢٥%
٦	كيماويات	٨	٦	٧,٥%
٧	منتجات منزلية	١٠	٨	١٠%
٨	تشبيد وبناء	٢٥	١٠	١٢,٥%
٩	تجارة وموزعون	٣١	١٠	١٢,٥%
	اجمالي	١٨٣	٨٠	١٠٠%

٤-٢ مصادر جمع البيانات

٤-٢-١ موقع البورصة المصرية <http://www.egx.com.eg> للحصول على

التقارير المالية لشركات العينة

٤-٢-٢ شركة مصر لنشر المعلومات. www.egidegypt.com

٤-٣ نماذج البحث

تعتمد الباحثة في اختبار فروض البحث على ثلاثة نماذج للانحدار الخطي لاختبار أثر كل من الثقة الادارية المفرطة ، الملكية الادارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وأثر كل منهما على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وذلك على النحو التالي :

نموذج (أ): اختبار أثر الثقة الادارية المفرطة للمدير التنفيذي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEO\ Over\ Confidence_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_4 DIVID_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

حيث أن:

CASH _{it}	: النقدية المحتفظ بها للشركة i في العام t.
CEO Over Confidence _{it}	: الثقة الادارية المفرطة للمدير التنفيذي في الشركة i في العام t.
LEV _{it}	: نسبة الرفع المالى للشركة i في العام t.
SIZE _{it}	: حجم الشركة i في العام t.
CFO _{it}	: نسبة التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i في العام t.
DIVID _{it}	: التوزيعات النقدية المدفوعة للشركة i في العام t.
ε _{it}	: الخطأ للشركة i في العام t.

نموذج (ب): اختبار أثر الملكية الإدارية للمدير التنفيذي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية .

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEO\ MANOW_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_4 DIVID_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

حيث أن:

CASH _{it}	: النقدية المحتفظ بها للشركة i في العام t.
CEO MANOW _{it}	: الملكية الادارية للمدير التنفيذي في الشركة i في العام t.
LEV _{it}	: نسبة الرفع المالى للشركة i في العام t.
SIZE _{it}	: حجم الشركة i في العام t.
CFO _{it}	: نسبة التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i في العام t.
DIVID _{it}	: التوزيعات النقدية المدفوعة للشركة i في العام t.
ε _{it}	: الخطأ للشركة i في العام t.

نموذج (ج): اختبار أثر الملكية الإدارية و الثقة الادارية المفرطة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية .

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEO\ Over\ Confidence_{it} + \beta_2 CEO\ MANOW_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 DIVID_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

حيث أن:

CASH _{it}	: النقدية المحتفظ بها للشركة ا في العام t.
CEO Over Confidence _{it}	: الثقة الادارية المفرطة للمدير التنفيذي في الشركة ا في العام t.
CEO MANOW _{it}	: الملكية الادارية للمدير التنفيذي في الشركة ا في العام t.
LEV _{it}	: نسبة الرفع المالي للشركة ا في العام t.
SIZE _{it}	: حجم الشركة ا في العام t.
CFO _{it}	: نسبة التدفقات النقدية التشغيلية للشركة ا في العام t.
DIVID _{it}	: التوزيعات النقدية المدفوعة للشركة ا في العام t.
ε _{it}	: الخطأ للشركة ا في العام t.

٤-٤ التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث:

٤-٤-١ المتغير التابع

قياس الاحتفاظ بالنقدية : CASH

- يمثل متغير الاحتفاظ بالنقدية (المتغير التابع) في البحث، وتوجد عدة طرق لقياس الاحتفاظ بالنقدية من أهمها نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية (Habib and Hasan,2017) ، والفرق بين نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول للشركة ومتوسط الصناعة (Harford et al.,2008)، ونسبة النقدية وما في حكمها إلى القيمة السوقية للشركة أو قيمة المبيعات (Al- Najjar,2015).
- تم الاستناد في قياس هذا المتغير على أكثر الطرق دقة في النتائج وهي نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول مخصصا منها النقدية وما في حكمها، وذلك اتساقا مع الدراسات السابقة (Kusnadi et al.,2015 & Opler et al.,1999 & Abdioglu,2016).

■ بالأخذ في الاعتبار أن التصنيف القطاعي يعد عاملاً في تحديد الارصدة النقدية، أي أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية سوف يعتمد على خصائص الصناعة، لذا سوف تقوم الباحثة ببناء مقياس معدل على أساس قطاعي لنسبة نقدية الشركة إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية، لذلك يتم حساب متوسط نسبة النقدية إلى إجمالي الأصول داخل كل قطاع صناعي، ثم يتم حساب المقياس المعدل بالصناعة من خلال متغير كل شركة ناقص المتوسط على مستوى الصناعة بنسبة النقدية إلى إجمالي الأصول. (عفيفي، ٢٠١٥)

٤-٤-٢ المتغيرات المستقلة

■ قياس الثقة الإدارية المفرطة للمدير التنفيذي CEO Over Confidence

يمثل متغير الثقة الإدارية المفرطة (متغير مستقل) في البحث، وقد تم قياس هذا المتغير من خلال (متغير تقريبي) يأخذ القيمة (١ & صفر)، (١) إذا كان النفقات الرأسمالية للشركة مقسومة على إجمالي الأصول العام السابق أكبر من متوسط الاتفاق الراسمالي لاجمالي شركات القطاع، (صفر) غير ذلك. (Ben-David et al., 2013)

■ قياس تركيز الملكية الإدارية للمدير التنفيذي CEO MANOW

يمثل متغير الملكية الإدارية (متغير مستقل) في البحث، وقد تم قياس هذا المتغير من خلال نسبة الأسهم المملوكة من قبل الإدارة التنفيذية للشركة. (خليل، إبراهيم، ٢٠١٥).

٤-٤-٣ المتغيرات الضابطة

■ حجم الشركة SIZE

يتم قياس حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في الفترة، ويهدف استخدام حجم الشركة كمتغير ضابط إلى السيطرة على إقتصاديات الحجم في احتفاظ الشركات بالنقدية (Ahmed and Duellman, 2013)، فقد أوضحت 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 (Ozkan and Ozkan, 2004)، وبالتالي فإن الشركات كبيرة الحجم تحتفظ بمستوى منخفض من النقدية مقارنة بالشركات صغيرة، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Megginson et al., 2014 & Borhanuddin & ching, 2011) مع نظرية المفاضلة الساكنة حيث أشارت إلى وجود علاقة عكسية بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. بينما أوضحت نظرية تسلسل مصادر التمويل، نظرية الوكالة، ونظرية التدفق 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 (Ullah et al.,2014)، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Moh et al.,2015 & Abdioglu,2016) مع نظرية تسلسل مصادر التمويل، نظرية الوكالة، ونظرية التدفق النقدي الحر، في حين أشارت نتائج دراسة (Hassan et al.,2013) إلى عدم وجود علاقة بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

■ الرفع المالي LEV

يتم قياس الرفع المالي من خلال نسبة الديون إلى اجمالي الأصول، تشير الرافعة المالية إلى نسبة الديون المستخدمة لتمويل الاستثمارات، وتستخدم كمؤشر لقياس قدرة الشركات على سداد التزاماتها المالية (Kusnadi et al.,2015) وفقا لدراسة (Opler et al.,1999) فان الشركات في ظل انخفاض الرفع المالي يتوقع أن تحتفظ بنقدية أكثر، وذلك بسبب أن الشركة تكون معرضة لمراقبة أقل من قبل السوق بالإضافة إلى أن تكلفة الأموال تزيد مع الرفع المالي وتؤدي إلى زيادة تكلفة الفرصة البديلة لحيازة أموال السائلة (Ozkan and Ozkan,2004)، إلا أن نظريات الاحتفاظ بالنقدية قد اختلفت فيما بينها في تفسير علاقة الرفع المالي بمستوى الاحتفاظ بالنقدية . فقد أوضحت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى التفاعل العكسي للرافعة المالية مع التغيرات في مصادر التمويل الداخلية، ففي حالة وجود فائض نقدي فانه يستخدم في سداد الديون أو توفير السيولة النقدية، أما في حالة وجود عجز نقدي فانه يتم استنفاد المدخرات النقدية أو اللجوء إلى الديون (Tayem,2017)، كما يؤدي ارتفاع نسبة المديونية إلى زيادة الدور الرقابي للدائنين والحد من السلوك الانتهازي للادارة ومن ثم انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Ferreira and vilela,2004) ، فضلا عن أن الرافعة المالية تعكس مدى قدرة الشركة في الحصول على الديون حيث يتم استخدام الديون كبديل عن الاحتفاظ بالنقدية (John,1993)، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Habib and 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 مخاطر العسر المالي (Safdar,2017)، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (Ullah et al.,2014, & Sheikh and Khan 2015) مع نظرية المفاضلة الساكنة ، فقد أشارت إلى وجود علاقة طردية بين الرافعة المالية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

■ التوزيعات النقدية المدفوعة DIVID

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 باقل التكاليف، وبالتالي انخفاض الدافع للاحتفاظ بالنقدية مقارنة بالشركات التي لا تقوم بالتوزيعات النقدية (Ferreira and Viela,2004& Bates et al.,2009)، وقد اتفقت نتائج دراسة كل من (AL- Najjar and Belghitar,2011 & Ullah et al.,2014) مع نظرية المفاضلة الساكنة حيث توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين التوزيعات النقدية المدفوعة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. بينما أشارت دراسة (Ozkan and 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 and khan,2015) حيث توصلت إلى وجود علاقة طردية بين التوزيعات النقدية المدفوعة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، في حين خلصت دراسة (Hassan et al.,2013) إلى عدم وجود علاقة بين التوزيعات النقدية المدفوعة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية .

■ التدفقات النقدية التشغيلية CFO

تعد التدفقات مصدراً مباشراً للسيولة، وأحد أفضل مقاييس الصحة المالية للشركة وقد توصل كل من (Opler et al.,1999 & Ferrira and Vilela,2004 & Bates et al.,2009) إلى أن الشركات التي لديها تدفقات نقدية كبيرة سوف تلجأ إلى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية بسبب أن المديرين يفضلون استخدام مصادر التمويل داخلية على تلك الخارجية، ويتسق ذلك أيضاً مع نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، حيث أن الشركات في ظل ارتفاع التدفق النقدي سيكون لديها نقدية أكثر (Opler et al., 1999). برغم ذلك فقد أشار (Farinha et al.,2018). أن التدفق النقدي يمكن رؤيته كبديل للاحتياجات النقدية لتوفير متطلبات السيولة (علاقة عكسية في تلك الحالة). ويتم القياس من خلال التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية خلال العام إلى إجمالي الأصول.

جدول (٢) يوضح التعريفات الاجرائية لمتغيرات البحث

التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
	اسم المتغير	رمز المتغير
	المتغيرات المستقلة	
الاسهم المملوكة بواسطة الإدارة التنفيذية مقسومة على إجمالي عدد الأسهم. (Mohd,etal.,2015).	CEO MANOW	الملكية الإدارية
تم قياس هذا المتغير من خلال (متغير تقريبي) يأخذ القيمة (١ & صفر)، (١) إذا كانت النفقات الرأسمالية للشركة مقسومة على إجمالي الأصول العام السابق أكبر من متوسط الانفاق الراسمالي لاجمالي شركات القطاع ، (صفر) غير ذلك. (Ben-David et al.,2013)	CEO Over Confidence	الثقة الإدارية المفرطة
	المتغير التابع	
يتم حساب الأرصدة النقدية المحتفظ بها باستخدام نسبة النقدية ومافي حكمها إلى إجمالي الاصول ناقص النقدية ومافي حكمها، وذلك اتساقا مع الدراسات السابقة (Kusnadietal.,2015 & Abdioglu,2016.)	CASH _{it}	الاحتفاظ بالنقدية
	المتغيرات الضابطة	
يقاس باستخدام نسبة الديون إلى إجمالي الأصول. (Mohd,etal.,2015&Kusnadi et al.,2015)	LEV _{it}	الرفع المالي
اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول. (Kusnadietal.,2015).	SIZE _{it}	الحجم
التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية خلال العام إلى إجمالي الأصول. (Opler et al.,1999& Ferrira and Vilela,2004)	CFO _{it}	التدفقات النقدية التشغيلية
التوزيعات النقدية المدفوعة للسهم مقسومة على ربحية السهم (Safdar,2017)	DIVID _{it}	التوزيعات النقدية المدفوعة

بعد صياغة نماذج البحث، وكذلك التعريف الإجرائي للمتغيرات، تقوم الباحثة بمناقشة وتحليل النتائج.

٥- النتائج

٥-١ اختبار صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي

اعتمدت الباحثة عند تحليل البيانات على نموذج الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression Model لاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والضابطة ، كما

اعتمدت الباحثة فى تقدير معاملات نموذج الانحدار على أكثر الطرق المستخدمة وهى طريقة المربعات الصغرى العادية Ordinary Least Squares Analysis، حيث إنها تعطى تقديرات خطية وغير متحيزة Un biasedness، وذات أقل تباين Minimum Variance (عنانى ، ٢٠١١)، وحتى يمكن استخدام طريقة المربعات الصغرى فى تقدير معاملات غير متحيزة. ذات أقل تباين لنموذج الانحدار فيجب توافر عدة افتراضات. وسوف يتم توضيح أهم هذه الافتراضات وأساليب اختبار التحقق من توافرها.

أ- الارتباط الذاتى بين الاخطاء (استقلال الأخطاء) Autocorrelation

اعتمدت الباحثة على اختبار (Durbin –Watson) لفحص مدى وقوع النموذج فى هذه المشكلة أم لا. فقد تودى تلك المشكلة إلى أثر غير حقيقى للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وقد اشارت نتائج هذا الاختبار الى أن قيمة درين – واطسون فى الاختبار تساوى (١,٨٥٢)، ويتبين من ذلك أنه لا يوجد ارتباط ذاتى بين الأخطاء، وان النموذج لايعانى من هذه المشكلة .

ب- عدم وجود ارتباط خطى تام بين المتغيرات المستقلة. Multi-collinearity

اعتمدت الباحثة على معامل تضخم التباين (VIF) Variance Inflation Factor للتأكد من عدم وجود ارتباط خطى بين المتغيرات ، وتوصلت الباحثة إلى أن درجة الارتباط الخطى فى النموذج منخفضة ، حيث أن جميع قيم معاملات التضخم (VIF) لمتغيرات نموذج الانحدار لم تتجاوز (١٠)، وقيمة التباين المسموح به أكبر من (٠,٠٥)، وهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطى فى نموذج الدراسة (O'brien,2007).

جدول (٣) نتائج اختبار التداخل الخطى

المتغير	تضخم البيانات (VIF)	التباين المسموح به (tolerance)
CEO OverConfidence _{it}	١,٠٩٤	,٩١٤
CEOMANOW _{it}	١,٦٨٤	,٥٩٤
LEV _{it}	١,٥٧٣	,٦٣٦
SIZE _{it}	١,٧٣١	,٥٧٨
CFO _{it}	١,٥٠١	,٦٦٦
DIVID _{it}	١,١٠٦	,٩٠٤

ج- ثبات تباينات الأخطاء Heteroscedasticity

اعتمدت الباحثة على اختبار معامل ارتباط الرتب لسبيرمان، و ذلك للتحقق من ثبات التباينات بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وقد أوضحت نتائج الاختبار أن معامل ارتباط الرتب بين

$|e_{it}|$ ، \hat{Y}_{it} (CASH_{it}) غير معنوي، حيث: $\text{sign} = \text{Value} = 3,122 < P - \text{Value} = 5\%$. لذلك سوف يتم قبول فرض العدم، ورفض الفرض البديل بأن هناك اختلاف في التباينات.

٢-٥ الإحصاءات الوصفية

يوضح الجدول (٤) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة على مستوى شركات عينة الدراسة وهي قيمة كل من المتوسط والانحراف المعياري الحد الأدنى والحد الأقصى.

جدول (٤) الإحصاءات الوصفية

متغيرات البحث	الحد الأدنى Minimum	الحد الأقصى Maximum	المتوسط Mean	الانحراف المعياري Std.Deviation
المتغير المستقل				
الثقة الإدارية المفرطة CEO OverConfidence _{it}	٠	١	٠,٥٤	٠,٤٤٩
الملكية الإدارية CEOMANOW _{it}	٠,٠٠	٠,٨٦٥٣٤	٠,١٤١٦٠٦	٠,١٥٢٣٨٢
المتغير التابع				
الاحتفاظ بالنقدية CASH _{it}	٠,٠٠	٠,٩٨٢	٠,٣٤٠٥	٠,٢٤٦٢
المتغيرات الضابطة				
الرفع المالي LEV _{it}	٠,٢٨٦٨	٢,١٤٤	٠,٥٢٢٣	٠,٢٢٥٢
الحجم SIZE _{it}	٧,١٤٤	١٠,٠٠٢	٨,٤١٣٨	٠,٤٥٩٤
التدفق التشغيلي CFO _{it}	-٠,٤٣١٩	٠,٩٤٧٢	٠,١١٢٢	٠,١٦٧٠٦
التوزيعات المدفوعة DIVID _{it}	٠,٠٠٣٠	٠,٩٦٩٧	٠,٣٤٤٠٥	٠,٢٣٨٤

أوضحت الإحصاءات الوصفية مايلي :

- وجود مدى واسع بين قيم المتغير التابع CASH_{it} (الاحتفاظ بالنقدية) فيما بين شركات عينة البحث حيث نجد أن أكبر قيمة تم الحصول عليها لمتغير الاحتفاظ بالنقدية هي (٠,٩٨٢)، بينما نجد أن أقل قيمة تم الحصول عليها هي (٠,٠٠٠). وهذا يعنى وجود تفاوت بين شركات العينة فيما يخص نسبة الاحتفاظ بالنقدية، كما بلغ قيمة متوسط الاحتفاظ بالنقدية فى شركات العينة (٠,٣٤٠٥).

- بلغ متوسط قيم متغير الثقة الإدارية المفرطة فى شركات العينة CEO Over Confidence_{it} (٠,٥٤) . كما بلغ متوسط قيم متغير الملكية الادارية CEOMANOW_{it} (٠,١٤١٦٠)، والحد الأقصى للملكية الادارية فى شركات العينة (٠,٨٦٥٣٤)

- كما أوضحت الإحصاءات الوصفية أن الحد الأقصى لمتغير التدفق النقدى التشغيلى فى شركات العينة (٠,٩٤٧٢) ، متوسط قيمة التوزيعات المفوعة فى شركات العينة (٠,٣٤٤٠٥) ، والحد الأقصى للتوزيعات (٠,٩٦٩٧).

- بلغ متوسط حجم شركات العينة باللوغاريتم الطبيعي (٨,٤١٣٨)، ومتوسط الرفع المالي (٥٢٢٣).

٣-٥ تحليل الارتباط

يهدف هذا الاختبار إلى اختبار قوة العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وذلك عند مستوى معنوية ٥% وبمعامل ثقة ٩٥% وتعتبر العلاقة معنوية إذا كانت قيمة P (Value) أقل من ٥%. كما يهدف إلى اكتشاف الأزواج الخطى بين المتغيرات. فقد أشار (Gujarati,2003) إلى أن الأزواج الخطى يعد مقبولاً إذا بلغ معامل الارتباط (٨٠)، كحد أقصى. وتؤكد مصفوفة الارتباط لبرسون عدم وجود مشكلة الأزواج الخطى بين المتغيرات، حيث أن كل معاملات الارتباط بين المتغيرات المفسرة أقل من (٨٠)، حيث بلغ أقصى معامل ارتباط (٥١٧)، وذلك بين الاحتفاظ بالنقدية والتدفق النقدي التشغيلي. ويعرض الجدول (٥) مصفوفة ارتباط بيرسون للمتغير التابع الاحتفاظ بالنقدية ($CASH_{it}$)، والمتغيرات المستقلة. تظهر نتائج الارتباط لبيرسون على مستوى شركات العينة، كما هو موضح بالجدول رقم (٥) وجود ارتباط سالب بين متغير الاحتفاظ بالنقدية والثقة الإدارية المفرطة بقيمة (-,٤٦٤) عند مستوى (٠,٠٠٠)، ويعد ذلك مؤشراً على انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية مع زيادة الثقة الإدارية المفرطة للمدير التنفيذي، كما نلاحظ أيضاً وجود ارتباط موجب بين متغير الاحتفاظ بالنقدية ومتغير الملكية الإدارية بقيمة (٢٧٩)، عند مستوى (٠,٠٠٠)، ويعد ذلك أيضاً مؤشراً على ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية مع ارتفاع نسبة الملكية الإدارية للمديرين. وعن العلاقة الارتباطية بين متغير الاحتفاظ بالنقدية ومتغير الرفع المالي فقد اشارت النتائج إلى وجود علاقة ارتباط سالبة بقيمة (-,٣٧٩) عند مستوى (٠,٠٠٠)، ويعد هذا مؤشر أن الشركات في ظل ارتفاع نسبة الرفع المالي قد تلجأ لزيادة الاحتفاظ بالنقدية لتجنب مخاطر العسر المالي (Safdar,2017)، وعلاقة ارتباط موجبة وضعيفة بين متغير حجم الشركة والاحتفاظ بالنقدية بقيمة (١٤٣)، عند مستوى (٠,٠٠٢)، كما اوضحت نتائج الارتباط وجود علاقة ارتباط موجبة بقيمة (٥١٧)، عند مستوى (٠,٠٠٠)، ويعد هذا مؤشراً أن ارتفاع التدفق النقدي التشغيلي قد يترتب عليه ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية، كما يلاحظ أيضاً وجود علاقة ارتباط موجبة بين التوزيعات النقدية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية عند مستوى (٠,٠٠٠). وهذا يعنى أن الشركات التي تقوم بالتوزيعات النقدية قد تفضل زيادة توزيعات الأرباح لتجنب رد فعل السوق السلبي وبالتالي تميل الى الاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية

جدول (٥) مصفوفة الارتباط " بيرسون " للعلاقة بين متغيرات البحث

		CASHit	CEOOVERCONFIDENCEIT	CEOMANOWIT	LEVIT	SIZET	CFOIT	DIVIDIT
CASHit	Pearson Correlation	1						
	Sig. (2-tailed)							
	N	486						
CEOOVERCONFIDENCEIT	Pearson Correlation	-.464**	1					
	Sig. (2-tailed)	.000						
	N	486	486					
CEOMANOWIT	Pearson Correlation	.279**	-.094*	1				
	Sig. (2-tailed)	.000	.038					
	N	486	486	486				
LEVIT	Pearson Correlation	-.379**	.231**	.148**	1			
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.001				
	N	486	486	486	486			
SIZET	Pearson Correlation	.143*	-.112*	.630**	.135**	1		
	Sig. (2-tailed)	.002	.014	.000	.003			
	N	486	486	486	486	486		
CFOIT	Pearson Correlation	.517**	-.197**	.218**	-.407**	.278**	1	
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000		
	N	486	486	486	486	486	486	
DIVIDIT	Pearson Correlation	.216**	-.048	.226**	-.052	.279**	.066	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.296	.000	.255	.000	.146	
	N	486	486	486	486	486	486	486

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

٤-٥ تحليل الانحدار

أ. نتائج اختبار الفرض الأول " اثر الثقة الادارية المفرطة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية .

جدول (٦) نتائج تحليل الانحدار لاختبار أثر الثقة الإدارية المفرطة على الاحتفاظ بالنقدية.

اختبارات الازدواج الخطى		قيمة P	قيمة (t)	قيمة (Beta)	الخطأ المعياري	قيمة (B)	المتغيرات
VIF	tolerance						
		,٧٥٠	- ,٣١٩		,١٨٨	-,٠٦٠	ثابت الانحدار
١,٠٩٥	,٩١٣	***,٠٠٠	-٩,٣٤٠	-,٣٥٣	,٠٠٨	-,٠٧٤	الثقة الاداري المفرطة
١,٥٤٩	,٦٤٦	***,٠٠٠	-٣,٧٠١	-,١٦٦	,٠٤٠	-,١٤٧	الرفع المالي
١,١٤٩	,٨٧١	,٠٥٢	١,٩٤٨	,٠٧٥	,٠٢٣	,٠٤٥	الحجم
١,٤٩٧	,٦٦٨	***,٠٠٠	٥,٣٧٤	,٢٣٨	,٠٦٥	,٣٥٢	التدفق التشغيلي
١,٠٩٨	,٩١١	***,٠٠٠	٤,٣٧٦	,١٦٦	,٠٨٠	,٣٤٩	التوزيعات المدفوعة
تقييم معنوية النموذج							
معامل التحديد "R ² " ٣٧,٣				معامل الارتباط "R" ٦١,١			
قيمة (F) = ٥٧,١٠٣				معامل التحديد المعدل "R ² " المعدلة ٣٦,٦			
				معنوية (F) (,٠٠٠)			

+***- الفروق دالة عند مستوى معنوية ١% حيث أن (P < ,٠١)

** الفروق دالة عند مستوى ٥% حيث أن (P < ,٠٥)

تظهر نتائج الانحدار الموضحة بالجدول رقم (٦)، نتائج نموذج الانحدار للمعادلة رقم (١) أن النموذج دال إحصائياً، حيث بلغت قيمة F (٥٧,١٠٣) بمستوى دلالة F (,٠٠٠)، كما تبلغ القوة التفسيرية للنموذج (٣٦,٦)، حيث أن قيمة معامل التحديد (R² المعدلة) تساوي (,٣٦٦)، ويعني ذلك أن المتغير المستقل يفسر ٣٦,٦% من التباين في الاحتفاظ بالنقدية.

يتضح من نتائج الانحدار وجود علاقة سالبة وذات دلالة عند مستوى (0,000)، بين الثقة الادارية المفرطة للمدير التنفيذي والاحتفاظ بالنقدية، بمعنى أنه في ظل زيادة (انخفاض) الثقة الادارية المفرطة للمدير التنفيذي تقوم الشركات بالاحتفاظ بنقدية أقل (أكبر)، وتدعم تلك النتيجة صحة توقع الفرض الأول (1). وتتفق مع فرض الاستثمار المفرط والذي يعنى بان المديرين ذو الثقة المفرطة قد يبالغوا في تقدير قدرتهم على توليد التدفقات النقدية المستقبلية وهو ما قد يؤثر على قراراتهم بشأن الاستثمار فى المشروعات الاستثمارية قد يترتب عليها تدمير النقدية المحفوظ بها. كما تتسق تلك النتيجة مع ما توصلت اليه معظم الدراسات السابقة بوجود علاقة عكسية بين الثقة الادارية المفرطة والاحتفاظ بالنقدية (Narges Sarlak et al.,2018)، (Deshmukh et al.,2018). كما أوضحت النتائج وجود علاقة عكسية بين الرفع المالى ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، فقد يؤدي ارتفاع نسبة المديونية للشركة إلى زيادة الدور الرقابى للدائنين والحد من السلوك الانتهازى للادارة وبالتالي انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية، هذا بالإضافة إلى أن الرافعة المالى يعكس مدى قدرة الشركة فى الحصول على الديون وبالتالي يمكن استخدامها كبديل عن الاحتفاظ بالنقدية، وتتفق تلك النتيجة مع نظرية تسلسل مصادر التمويل،نظرية الوكالة، ونظرية التدفق الحر، كما تتسق تلك النتيجة مع ما توصلت اليه دراسة (Habib and Hasan,2017 & Bick et al.,2018)، كما قد تختلف مع نظرية المفاضلة الساكنة ونتائج دراسة (Sheikh and Khan,2015) والتي أشارت إلى وجود علاقة طردية بين الرفع المالى ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. كما أوضحت النتائج وجود علاقة موجبة بين التوزيعات النقدية المدفوعة والاحتفاظ بالنقدية، ويرجع ذلك إلى قيام الشركات بزيادة (تخفيض) التوزيعات المدفوعة مع الزيادة (النقص) فى الارصدة النقدية. ويتفق ذلك مع نموذج تكاليف المعاملات الذى ينطوى على أن الأصول السائلة تزيد من حجم التوزيعات النقدية للشركة (Opler et al.,1999). كما أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين التدفق التشغيلى والاحتفاظ بالنقدية فالشركات فى ظل تدفقات نقدية كبيرة سوف تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية بسبب أن المديرين يفضلون استخدام مصادر التمويل داخلية على تلك الخارجية، ويتسق ذلك أيضا مع نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، حيث أن الشركات فى ظل ارتفاع التدفق النقدى سيكون لديها نقدية أكثر (Opler et al., 1999). كما أوضحت النتائج عدم وجود علاقة معنوية بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، ويتفق ذلك مع نتائج دراسة (Hassan et al.,2013)

ب. نتائج اختبار الفرض الثاني " اثر الملكية الادارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية .
جدول (٧) نتائج تحليل الانحدار لاختبار أثر الملكية الادارية على الاحتفاظ بالنقدية.

المتغيرات	قيمة (B)	الخطأ المعياري	قيمة (Beta)	قيمة (t)	قيمة P	اختبارات الازدواج الخطي	
						VIF	tolerance
ثابت الانحدار	,٦٢١	,٢٣٧		٢,٦٢٠	,٠٠٩		
الملكية الادارية	,٥٤٢	,٠٨٠	,٣٣١	٦,٧٩٥	***,٠٠٠	,٥٩٤	١,٦٨٣
الرفع المالى	-,٢٣٠	,٠٤١	-,٢٦٠	-٥,٦٠٣	***,٠٠٠	,٦٥٢	١,٥٣٣
الحجم	-,٠٤٥	,٠٢٩	-,٠٧٥	-١,٥٢٧	,١٢٧	,٥٧٨	١,٧٣١
التدفق التشغيلي	,٣٩٩	,٠٦٨	,٢٦٩	٥,٨٩٤	***,٠٠٠	,٦٧٥	١,٤٨١
التوزيعات المدفوعة	,٣٠٤	,٠٨٣	,١٤٥	٣,٦٦٩	***,٠٠٠	,٩٠٦	١,١٠٤
تقييم معنوية النموذج							
معامل الارتباط "R" ٥٦,٩				معامل التحديد "R ² " ٣٢,٤			
معامل التحديد المعدل "R ² " المعدلة ٣١,٧				قيمة (F) = ٤٦,٠١٧			
معنوية (F)				(, ٠٠٠)			

*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١% حيث أن (P < ,٠١)

** الفروق دالة عند مستوى ٥% حيث أن (P < ,٠٥)

تظهر نتائج الانحدار الموضحة بالجدول رقم (٧)، نتائج نموذج الانحدار للمعادلة رقم (١) أن النموذج دال إحصائياً، حيث بلغت قيمة F (٤٦,٠١٧) بمستوى دلالة F (, ٠٠٠)، كما تبلغ القوة التفسيرية للنموذج (٣١٧)، حيث أن قيمة معامل التحديد (R² المعدلة) تساوى (٣١٧)، ويعنى ذلك أن المتغير المستقل يفسر ٣١,٧% من التباين فى الاحتفاظ بالنقدية .

يتضح من نتائج الانحدار وجود علاقة موجبة وذات دلالة عند مستوى (, ٠٠٠)، بين الملكية الادارية والاحتفاظ بالنقدية ، بمعنى أنه فى ظل زيادة (انخفاض) الملكية الادارية تقوم الشركات بالاحتفاظ بنقدية أكبر (أقل)، وتدعم تلك النتيجة صحة توقع الفرض الثانى (٢). وقد ترجع العلاقة الايجابية بين تركيز الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى تأثير فرض تقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين من خلال الاحتفاظ بالنقدية أو الاستثمار فى مشروعات ذات صافى قيمة عالية موجبة ، مما يترتب على ذلك ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وتتسق تلك النتيجة مع ما توصلت اليه معظم الدراسات السابقة بوجود علاقة موجبة بين الملكية الادارية والاحتفاظ بالنقدية (Mohd et al.,2015)، وعلى النقيض من دراسة (Abdioglu,2016) والتي أيدت العلاقة السلبية بين الملكية الادارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، بينما أشارت نتائج دراسة (Sheikh and Kkan,2015) بعدم وجود تأثير معنوى للملكية الادارية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية . كما أوضحت النتائج وجود علاقة عكسية بين الرفع المالى ومستوى الاحتفاظ بالنقدية ، وفقاً لدراسة (Opler et al.,1999) أن الشركات فى ظل انخفاض الرفع المالى يتوقع أن

تحتفظ بنقدية أكثر، وذلك بسبب أن الشركة تكون معرضة لمراقبة أقل من قبل السوق بالإضافة إلى أن تكلفة الأموال تزيد مع الرفع المالي وتؤدي إلى زيادة تكلفة الفرصة البديلة لحيازة أموال السائلة (Ozkan and Ozkan, 2004)، وتتفق تلك النتيجة مع نظرية تسلسل مصادر التمويل، نظرية الوكالة، ونظرية التدفق الحر، كما تتسق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Habib and Hasan, 2017 & Bick et al., 2018)، كما قد تختلف مع نظرية المفاضلة الساكنة ونتائج دراسة (Sheikh and Khan, 2015) والتي أشارت إلى وجود علاقة طردية بين الرفع المالي ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. كما أوضحت النتائج وجود علاقة موجبة بين التوزيعات النقدية المدفوعة والاحتفاظ بالنقدية، ويرجع ذلك إلى قيام الشركات بزيادة (تخفيض) التوزيعات المدفوعة مع الزيادة (النقص) في الارصدة النقدية. فقد أوضحت دراسة (Ozkan and Ozkan, 2004) إلى أن الشركات التي تقوم بالتوزيعات النقدية 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 and Khan, 2015) كما أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين التدفق التشغيلي والاحتفاظ بالنقدية فالشركات في ظل تدفقات نقدية كبيرة سوف تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية بسبب أن المديرين يفضلون استخدام مصادر التمويل داخلية على تلك الخارجية، ويتسق ذلك أيضا مع نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، حيث أن الشركات في ظل ارتفاع التدفق النقدي سيكون لديها نقدية أكثر (Opler et al., 1999). كما أوضحت النتائج عدم وجود علاقة معنوية بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، ويتفق ذلك مع نتائج دراسة (Hassan et al., 2013).

ج. نتائج اختبار الفرض الثالث " اثر الملكية الادارية والثقة الادارية المفرطة للمدير التنفيذي مع اعلی مستوى الاحتفاظ بالنقدية .

جدول (٨) نتائج تحليل الانحدار لاختبار أثر الثقة الادارية المفرطة والملكية الادارية على

الاحتفاظ بالنقدية.

اختبارات الازدواج الخطي		قيمة P	قيمة (t)	قيمة (Beta)	الخطا المعياري	قيمة (B)	المتغيرات
VIF	tolerance						
		,001	٣,٢٣٤		,٦٠٢	,٦٦٥	ثابت الانحدار
١,٠٩٤	,٩١٤	***,000	,٦٢٧ -١٢	-٠,٤٣٠	,٠٠٧	-٠,٠٩٢	الثقة الادارية المفرطة
١,٦٨٤	,٥٩٤	***,000	٧,٥٣٩	,٣١٨	,٠٦٩	,٥٢١	الملكية الادارية
١,٥٧٣	,٦٣٦	***,000	٤,٣٦٣ -	-٠,١٧٨	,٠٣٦	-٠,١٥٧	الرفع المالي
١,٧٣١	,٥٧٨	,٠٧٧	١,٧٧٣ -	-٠,٠٧٦	,٠٢٦	-٠,٠٤٥	الحجم
١,٥٠١	,٦٦٦	***,000	٥,٢٩٩	,٢١١	,٠٥٩	,٣١٣	التدفق التشغيلي
١,١٠٦	,٩٠٤	***,000	٣,٧٣٧	,١٢٨	,٠٧٢	,٢٦٩	التوزيعات المدفوعة

تقييم معنوية النموذج	
معامل الارتباط "R" ٧٠,٢ م	معامل التحديد "R" ٤٩,٣
معامل التحديد المعدل "R ² " المعدلة ٤٨,٦	قيمة (F) = ٧٧,٥٨١
معنوية (F)	(, ٠٠٠)

*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١% حيث أن $(P < ,٠١)$

** الفروق دالة عند مستوى ٥% حيث أن $(P < ,٠٥)$

تظهر نتائج الانحدار الموضحة بالجدول رقم (٨)، نتائج نموذج الانحدار للمعادلة رقم (٣) أن النموذج دال إحصائياً، حيث تبلغ قيمة F (٧٧,٥٨١) بمستوى دلالة F (, ٠٠٠)، كما تبلغ القوة التفسيرية للنموذج (٤٨٦،) ، حيث أن قيمة معامل التحديد (R^2 المعدلة) تساوي (٤٨٦،) ، ويعنى ذلك أن المتغير المستقل (الثقة الادارية والملكية الإدارية يفسران ٤٦,٨% من التباين فى الاحتفاظ بالنقدية . ويلاحظ من النتائج ارتفاع القوة التفسيرية للنموذج الثالث ٤٦,٨% مقارنة بالقوة التفسيرية للنموذج الاول ٣٦,٦% والنموذج الثانى ٣١,٧%. مما يعنى ارتفاع تأثير كل من الثقة الادارية للمدير التنفيذي والملكية الادارية معا على مستوى الاحتفاظ بالنقدية فى الشركات .

كما يتضح من نتائج الانحدار وجود علاقة موجبة وذات دلالة عند مستوى (, ٠٠٠)، بين الملكية الادارية والاحتفاظ بالنقدية ، بمعنى أنه فى ظل زيادة (انخفاض) الملكية الادارية تقوم الشركات بالاحتفاظ بنقدية أكبر (أقل)، ويرجع ذلك إلى تأثير فرض تقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين من خلال الاحتفاظ بالنقدية أو الاستثمار فى مشروعات ذات صافى قيمة حالية موجبة ، مما يؤدى إلى ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية وعلاقة سالبة بين الثقة الادارية المفرطة والاحتفاظ بالنقدية ، بمعنى أنه فى ظل زيادة (انخفاض) الثقة الادارية المفرطة تقوم الشركات بالاحتفاظ بنقدية أقل (أكبر) . كما أظهرت نتائج الانحدار وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى (, ٠٠٠)، بين التوزيعات المدفوعة والاحتفاظ بالنقدية، وتتفق تلك النتيجة مع نظرية المفاضلة الساكنة والتي تتنبأ بأن الأصول السائلة تزيد من حجم التوزيعات النقدية المدفوعة من قبل الشركات، ويمكن تفسير ذلك بأن كلما زادت التوزيعات النقدية المدفوعة فإن المديرين يفضلون الاحتفاظ بنقدية أكبر بسبب ارتفاع تكلفة الحصول على التمويل الخارجى. كما أوضحت النتائج أيضاً وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى (, ٠٠٠)، بين التدفقات النقدية التشغيلية والاحتفاظ بالنقدية ، أى انه كلما زادت التدفقات النقدية لدى الشركة فان المديرين يفضلون الاحتفاظ بالنقدية بشكل أكبر كمصدر تمويل داخلى ، وتتفق تلك النتيجة مع نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل والتي تتنبأ بوجود علاقة إيجابية بين التدفق النقدى التشغيلى والنقدية المحتفظ بها ، أخيراً أوضحت النتائج عدم وجود علاقة معنوية بين حجم الشركة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

- أوضحت نتائج الدراسة مايلي :
- قبول الفرض الأول : فقد اوضحت النتائج وجود علاقة سالبة بين الثقة الادارية المفرطة للمدير التنفيذي (كمتغير مستقل) والاحتفاظ بالنقدية (كمتغير تابع) ، بمعنى أنه فى ظل زيادة (انخفاض) الثقة الادارية المفرطة تقوم الشركات بالاحتفاظ بنقدية أقل (أكبر)،. كما تتسق تلك النتيجة مع ما توصلت اليه معظم الدراسات السابقة بوجود علاقة عكسية بين الثقة الادارية المفرطة والاحتفاظ بالنقدية (Narges Sarlak et al.,2018, (Deshmukh et al.,2018)
- قبول الفرض الثانى: فقد أوضحت النتائج وجود علاقة موجبة بين الملكية الادارية للمدير التنفيذي (كمتغير مستقل) والاحتفاظ بالنقدية(كمتغير تابع)، بمعنى أنه فى ظل زيادة (انخفاض) الملكية الادارية تقوم الشركات بالاحتفاظ بنقدية أكبر (أقل)، وترجع تلك العلاقة إلى تأثير فرض تقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين من خلال الاحتفاظ بالنقدية أو الاستثمار فى مشروعات ذات صافى قيمة حالية موجبة ، مما يؤدي إلى ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وتتسق تلك النتيجة مع ما توصلت اليه معظم الدراسات السابقة بوجود علاقة موجبة بين الملكية الأدارية والاحتفاظ بالنقدية (Mohd Azinfar and shiraseb,2016, et al.,2015).
- قبول الفرض الثالث : فقد أوضحت النتائج وجود علاقة موجبة بين الملكية الأدارية والاحتفاظ بالنقدية ، بمعنى أنه فى ظل زيادة (انخفاض) الملكية الأدارية تقوم الشركات بالاحتفاظ بنقدية أكبر (أقل)، وعلاقة سالبة بين الثقة الادارية المفرطة والاحتفاظ بالنقدية ، بمعنى أنه فى ظل زيادة (انخفاض) الثقة الادارية المفرطة تقوم الشركات بالاحتفاظ بنقدية أقل (أكبر) .
- بالنسبة للمتغيرات الضابطة فقد أوضحت النتائج وجود علاقة سالبة ودالة بين متغير الرفع المالى والاحتفاظ بالنقدية ، ووجود علاقة موجبة ودالة بين متغير كل من (التوزيعات النقدية المدفوعة ، التدفق النقدى التشغيلى) والاحتفاظ بالنقدية ،كما أوضحت النتائج عدم وجود علاقة بين متغير الحجم والاحتفاظ بالنقدية .

٦- التوصيات والدراسات المستقبلية

٦-١ فى ضوء ما توصل إليه البحث من نتائج يمكن تقديم مجموعة من

التوصيات التالية:

- ضرورة توجيه اهتمام الشركات إلى أن الاحتفاظ بالمستوى الأمثل للنقدية يتطلب تحقيق التوازن بين فوائد الاحتفاظ بالنقدية والتكاليف المرتبطة بها، وأن الانحراف عن هذا المستوى يؤثر سلبا على استمرارية وقيمة الشركة مستقبلا.
- متابعة الهيئة العامة لسوق المال الاصدارات المهنية لتفعيل دور هيكل الملكية فى حوكمة الشركات وتحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية، مما يساعد على خفض مشاكل الوكالة والحد من السلوك الانتهازى للادارة واستغلالها للنقدية المحتفظ بها.
- وضع حدود لمستوى الاحتفاظ بالنقدية داخل قطاعات سوق الاوراق المالية المصرية مع مراعاة طبيعة نشاط كل قطاع، ومراعاة تحقيق التوازن بين المبالغ والتكاليف الحدية ، ومدى خضوع كل نشاط للمعايير والاشتراطات القانونية لمستوى الاحتفاظ بالنقدية، مما يساهم فى تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية.
- الاهتمام بالتطبيق الجيد لممارسات حوكمة الشركات للحد من صراعات الوكالة، وتحسين جودة المعلومات المحاسبية وهو ما قد يؤثر على سياسة الشركة للاحتفاظ بالنقدية.

٦-٢ الدراسات المستقبلية

- فى ضوء ما توصل اليه البحث من نتائج يمكن توضيح بعض المجالات التى تشكل أساسا لبحوث مستقبلية.
- اختبار أثر أنماط هيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
 - اختبار أثر الثقة الأدارية المفرطة على قيمة الاحتفاظ بالنقدية.
 - اختبار أترتصنيف أنماط هيكل الملكية حسب طبيعة الملكية (الملكية العامة والخاصة ، الملكية المؤسسية والفردية)على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

المراجع

أولاً: المراجع العربية

بلال، السيد حسن سالم، (٢٠١٧)، "العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد الواحد والعشرون، العدد الرابع، ديسمبر، ص ص ٢٠٠-٢٤٨.

خليل، على محمود مصطفى، إبراهيم، منى مغربي، (٢٠١٥)، " أثر أنماط هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على جودة التقرير المالي عبر الانترنت بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، *الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس ، المجلد التاسع عشر، العدد الأول، ص ٦١٣-٦٧٣.

عفيفي، هلال عبد الفتاح السيد، ٢٠١٥، "أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المساهمة المصرية- دراسة اختبارية"، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنصورة، المجلد التاسع والثلاثون، العدد الرابع ، ص ص ٥٢-١١٨.

عنانى، محمد عبد السميع، (٢٠١١)، " التحليل القياسى والأحصائى للعلاقات الاقتصادية مدخل حديث باستخدام **Windows Spss**"، الطبعة الثالثة، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

مليجى، مجدى مليجى عبد الحكيم، (٢٠١٨)، " تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة: أدلة من بيئة الأعمال المصرية." *الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد الثانى والعشرون ، العدد الرابع ، ص ص ٣٣٠-٤٠١.

ثانياً: المراجع الأجنبية

- Abdioglu, N. (2016). Managerial Ownership and Corporate Cash Holdings: Insights from an Emerging Market. *Business and Economics Research Journal*, 7(2), 29.
- Ahmed, A. S., and Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51(1), 1-30.
- Akben-Selcuk, E., and Altiok-Yilmaz, A. (2017). Determinants of Corporate Cash Holdings: Firm Level Evidence from Emerging Markets. *In Global Business Strategies in Crisis* (pp. 417-428). Springer, Cham.
- Akhtar, T., Tareq, M. A., Sakti, M. R. P., and Khan, A. A. (2018). Corporate governance and cash holdings: the way for ward. *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(2), 152-170.
- Aktas, N., Louca, C., and Petmezas, D. (2019). CEO overconfidence and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 54, 85-106
- Al-Amri, K., Al-Busaidi, M., and Akguc, S. (2015). Conservatism and corporate cash holdings: a risk prospective. *Investment Management and Financial Innovations*, 12(1), 101-113
- Al-Najjar, B., and Belghitar, Y. (2011). Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis. *Managerial and decision Economics*, 32(4), 231-241.
- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International business review*, 22(1), 77-88.
- Al-Najjar, B. (2015). The Effect of Governance Mechanisms on Small and Medium-Sized Enterprise Cash Holdings: Evidence from the

- United Kingdom. *Journal of Small Business Management*, 53(2), 303-320.
- Amess, K., Banerji, S., and Lampousis, A. (2015). Corporate cash holdings: Causes and consequences. *International Review of Financial Analysis*, 42, 421-433.
- Arfan, M., Basri, H., Handayani, R., Shabri, M., Fahlevi, H., and Dianah, A. (2017). Determinants of cash holding of listed manufacturing companies in the Indonesian stock exchange-e. *DLSU Business and Economics Review*, 26(2), 1-12.
- Azinfar, K., and Shiraseb, Z. (2016). An investigation into the impact of ownership structure on the level of cash holdings in the companies accepted in Tehran Stock Exchange Market. *Marketing and Branding Research*, 3, 194-205.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., and Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of finance*, 64(5), 1985-2021.
- Ben-David, I., Graham, J. R., and Harvey, C. R. (2013). Managerial miscalibration. *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1547-1584.
- Bick, P., Orlova, S., and Sun, L. (2018). Fair value accounting and corporate cash holdings. *Advances in Accounting*, 40, 98-110.
- Bigelli, M., & Sánchez-Vidal, J. (2012). Cash holdings in private firms. *Journal of Banking & Finance*, 36(1), 26-35.
- Borhanuddin, R. I., and Ching, P. W. (2011). Cash Holdings, Leverage, Ownership Concentration and Board Independence: Evidence From Malaysia. *Management & Accounting Review* (MAR), 10(1), 63-88.

- Chau, G., and Gray, S. J. (2010). Family ownership, board independence and voluntary disclosure: Evidence from Hong Kong. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 19(2), 93-109.
- Cordeiro, L. (2009). Managerial overconfidence and dividend policy.- *Available at SSRN*1343805
- Denis, D. K., and McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(1), 1-36.
- Deshmukh, S., Goel, A. M., and Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463
- Deshmukh, S., Goel, A. M., and Howe, K. M. (2018). Do CEO Beliefs Affect Corporate Cash Holdings?. *Available at SSRN* 2566808.
- Dittmar, A., MahrtSmith, J., and Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(1), 111-133.
- Dittmar, A., and Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*, 83(3), 599-634.
- Farinha, J., Mateus, C., and Soares, N. (2018). Cash holdings and earnings quality: evidence from the Main and Alternative UK markets. *International Review of Financial Analysis*, 56, 238-252.
- Fazlzadeh, A., Hendi, A. T., and Mahboubi, K. (2011). The examination of the effect of ownership structure on firm performance in listed firms of Tehran stock exchange based on the type of the industry. *International Journal of Business and Management*, 6(3), 249.

- Ferreira, M. A., and Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
- Gill, A., and Shah, C. (2012). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 70-79.
- Guizani, M. (2017). The financial determinants of corporate cash holdings in an oil rich country: Evidence from Kingdom of Saudi Arabia. *Borsa Istanbul Review*, 17(3), 133-143.
- Gujarati, D. N. (2003). Basic Econometrics 4th edition .*McGraw Hill*, United states Military Academy. West Point.
- Habib, A., Hasan, M. M., and Al-Hadi, A. (2017). Financial statement comparability and corporate cash holdings. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(3), 304-321.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Social capital and corporate cash holdings. *International Review of Economics & Finance*, 52, 1-20.
- Hall, T., Mateus, C., and Mateus, I. B. (2014). What determines cash holdings at privately held and publicly traded firms? Evidence from 20 emerging markets. *International Review of Financial Analysis*, 33, 104-116.
- Harford, J., Mansi, S. A., and Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of financial economics*, 87(3), 535-555.
- Hassan,H.,Rezaei,F. and Anaraki,N.,(2013). Investigatuon the financial detrerminants of corporate cash holding in tehran stock exchang, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*,(5)6,92-106.

- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial management*, 31,33-45.
- Hilary, G., and Hsu, C. (2011). Endogenous overconfidence in managerial forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 300-313.
- Hirshleifer, D., Low, A., and Teoh, S. H. (2012). are overconfident CEOs better innovators?. *The journal of finance*, 67(4), 1457-1498.
- Hribar, P., and Yang, H. (2016). CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary Accounting Research*, 33(1),204-227.
- Huang-Meier, W., Lambertides, N., and Steeley, J. M. (2016). Motives for corporate cash holdings: the CEO optimism effect. *Review of quantitative finance and accounting*, 47(3), 699-732.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- John, T. A. (1993). Accounting measures of corporate liquidity, leverage, and costs of financial distress. *Financial Management*, 91-100.
- Keynes, J. M. (1936). The general theory of employment. Interest and Money Palgrave Macmillan,London
- Kusnadi, Y. (2011). Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value?. *PacificBasin Finance Journal*, 19(5), 554-570.

- Kusnadi, Y., Yang, Z., and Zhou, Y. (2015). Institutional development, state ownership, and corporate cash holdings: Evidence from China. *Journal of Business Research*, 68(2), 351-359.
- Lee, K. W., and Lee, C. F. (2009). Cash holdings, corporate governance structure and firm valuation. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 12(03), 475-508.
- Lin, C. M., Chan, M. L., Chien, I. H., and Li, K. H. (2018). The relationship between cash value and accounting conservatism: The role of controlling shareholders. *International Review of Economics & Finance*, 55, 233-245.
- Liu, Y., Mauer, D. C., and Zhang, Y. (2014). Firm cash holdings and CEO inside debt. *Journal of Banking & Finance*, 42, 83-100.
- Malmendier, U., and Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The journal of finance*, 60(6), 2661-2700.
- Malmendier, U., and Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Malmendier, U., Tate, G., and Yan, J. (2011). Overconfidence and early life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of finance*, 66(5), 1687-1733.
- Meggison, W. L., Ullah, B., and Wei, Z. (2014). State ownership, soft-budget constraints, and cash holdings: Evidence from China's privatized firms. *Journal of Banking & Finance*, 48, 276-291.
- Mohd, K. N. T., Latif, R. A., and Saleh, I. (2015). Institutional ownership and cash holding. *Indian Journal of Science and Technology*, 8(32), 1-6.
- Narges Sarlak, N., Faraji, O., Ezadpour, M., and Joudaki Chegeni, Z. (2018). CEO over-confidence and corporate cash holdings: emphasizing

- the moderating role of audit quality. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 25(2), 199-214.
- O'brien, R. M. (2007). A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors. *Quality & quantity*, 41(5), 673-690.
- 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.
- Ozkan, A., and Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of banking & finance*, 28(9), 2103-2134.
- Puspitanmingrum,d., and Atmini,s.,((2012), Corporate governance mechanism and thelevel of internet financial reporting: Evidence from Indonesian companies”, *Procedia Economics and Finance*, 2,:157 – 166..
- Rao, K. V., and Thaker, K. (2018). The Speed of Adjustment of Corporate Cash Holdings. *The Journal of Developing Areas*, 52(3), 139-151.
- Richardson, S. (2006). Overinvestment of free cash flow. *Review of accounting studies*, 11(2-3), 159-189.
- Roy, A. (2018). Corporate governance and cash holdings in Indian firms. In *Governance and Regulations' Contemporary Studies in Economics and Financial Analysis* ,99(June) ,93-119.
- Safdar,M.,(2017).” **Impact of Ownership structure on cash Holding and Debt Maturity**, Master Thesis, Faculty of Management and Social Sciences, Capital University of Science and Technolog, Islamabad, Pakistan, February.

- Schrand, C. M., and Zechman, S. L. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), 311-329.
- Sheikh, N. A., and Khan, M. I. (2015). The impact of board attributes and insider ownership on corporate cash holdings: Evidence from Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences (PJCSS)*, 9(1), 52-68.
- Sher, G. (2014). Cashing in for growth: Corporate cash holdings as an opportunity for investment in Japan (No. 14-221). *International Monetary Fund*.
- Svenson, O. (1981). Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers?. *Acta psychologica*, 47(2), 143-148.
- Tayem, G. (2017). The Determinants of Corporate Cash Holdings: The Case of a Small Emerging Market. *International Journal of Financial Research*, 8(1), 143-154.
- Ullah, H., Saeed, G., and Zeb, A. (2014). Corporate Ownership Structure and Firm Excess Cash Holdings: Evidenced from Emerging Markets, *Pakistan. Abasyn University Journal of Social Sciences*, 7(2), 229-244.
- Uyar, A., and Kuzey, C. (2014). Determinants of corporate cash holdings: evidence from the emerging market of Turkey. *Applied Economics*, 46(9), 1035-1048.
- Wai, W. Y., and Zhun, Y. (2013). The Effect of Corporate Governance on Cash Holdings: Evidence from Hong Kong . *Working paper*, Hong Kong Baptist University Hong Kong.
- Weinstein, N. D. (1980). Unrealistic optimism about future life events. *Journal of personality and social psychology*, 39(5), 806.

Weinstein, N. D., and Klein, W. M. (1996). Unrealistic optimism: Present and future. *Journal of Social and Clinical Psychology*, 15(1), 1-8.

Zahedi, J., Talebi, E., and Aval, S. L. (2015). Ownership Concentration, Cash Holding and Firm Value. *International Journal of Management, Accounting and Economics*, 902-912.