



علاقة الاحتفاظ بالنقدية بعوائد الأسهم:  
هل هناك تأثير لهيكل الملكية؟  
(دراسة إمبريقية على الشركات المساهمة المصرية)

إعداد

د. السيد جمال محمد القزاز

مدرس المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

said33@gmail.com

أحمد ياسر جعفر

باحث ماجستير محاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

ahmed.yasser190033@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق  
المجلد الخامس والأربعين - العدد الرابع أكتوبر 2023  
رابط المجلة: <https://zcom.journals.ekb.eg/>

## ملخص البحث:

يهدف هذا البحث إلى اختبار ودراسة أثر أنماط هيكل الملكية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم في البيئة المصرية. وتم الاعتماد في قياس عوائد الأسهم على العائد الكلي للسهم، وتم استخدام ثلاث أنماط لهيكل الملكية وهي: الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، وتشنت الملكية. ولتحقيق أهداف هذا البحث فقد تم الاعتماد على عينة من الشركات المساهمة غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية مكونة من 97 شركة بعدد (481 مشاهدة) خلال الفترة من 2014-2018، وتوصلت النتائج الاختبارية باستخدام نموذج الانحدار المتعدد الأول إلى عدم وجود علاقة ذو دلالة احصائية بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم. كما تشير نتائج نموذج الانحدار المتعدد الثاني إلى عدم وجود أثر تفاعلي بين (الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، وتشنت الملكية) والاحتفاظ بالنقدية على عوائد الأسهم في البيئة المصرية. وتوصلت النتائج الاختبارية باستخدام نموذج الانحدار المتعدد الأول إلى عدم وجود علاقة ذو دلالة احصائية بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم. كما تشير نتائج نموذج الانحدار المتعدد الثاني إلى عدم وجود أثر تفاعلي بين (الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، وتشنت الملكية) والاحتفاظ بالنقدية على عوائد الأسهم في البيئة المصرية.

**المصطلحات الأساسية:** عوائد الأسهم، الاحتفاظ بالنقدية، هيكل الملكية.

## مشكلة البحث:

يتجه أغلب المستثمرين إلى أسواق الأوراق المالية لاستثمار أموالهم وفوائض تدفقاتهم النقدية وذلك لإيمانهم أن الاستثمار في الأوراق المالية يحقق مزايا أهمها الأمان من أن الورقة المالية جيدة وإلا لما أدرجت في البورصة، السيولة الدائمة للورقة المالية (إمكانية البيع والشراء في أية لحظة) والعدالة من أن المستثمرين جميعهم يحصلون على المعلومات نفسها المتعلقة بالأوراق المالية المدرجة، لذلك يجب على المستثمر أولاً أن يدرك حجم المخاطر المحيطة بعملية الاستثمار والعوائد المتوقعة وبالتالي تحقيق أعلى عائد على هذه الاستثمارات.

وتعتبر عوائد الأسهم من أهم العوامل لاختيار سهم معين من قبل المستثمرين، حيث يُعرف العائد على أنه التدفق النقدي الفعلي الذي حصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة، وهو إجمالي المكاسب أو الخسائر المحققة للاستثمار خلال فترة معينة ويتكون من توزيعات الأرباح والتغير في قيمة السهم خلال الفترة. وقد أوضح (أبو عمرو، 2014) أن تحديد عوائد الأسهم يكون له أهمية كبيرة في الحكم على مدى نجاح الشركة من خلال معرفة حجم هذه العوائد واستقرارها أو اتجاه نموها وزيادتها، مع مقارنة العوائد التي تحصل عليها الشركة بالعوائد التي تم الحصول عليها في الشركات الأخرى المماثلة. ومن جانب آخر ووفقاً لنظرية الوكالة والعلاقة بين مجلس الإدارة وحملة الأسهم، فإن احتفاظ الشركات بالنقدية لا بد أن يسبقه أسباب وتلحق به آثار وراء الاحتفاظ بها وعدم استثمارها الأمر الذي يؤثر بدوره على عوائد الأسهم (الباز، 2020).

حيث ذكر (زلط، 2019) أن الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري تقوم بدراسة كيفية تحديد مستوى الاحتفاظ بالنقدية والذي يمكن أن تستخدمه الشركة في قراراتها الاستثمارية طويلة الأجل وفي سداد مدفوعاتها اليومية المتعلقة بعملياتها التشغيلية، وما إذا كان يتأثر مستوى النقدية المحتفظ بها بتطبيق الشركات المقيدة في البورصة لسياسيات التحفظ المحاسبي من ناحية وكذلك تأثيره في تقلبات أسعار الأسهم من ناحية أخرى. كما أكدت دراسة (Bates et al., 2009) أن الشركات تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية، حيث إن النقدية تعتبر من أهم وأكثر الأصول المتداولة سيولة وأقلها ربحاً. بالإضافة إلى ذلك فإن النقدية تعتبر ذات أهمية للعديد من أصحاب المصالح مثل الإدارة، المساهمين، الدائنين، المراجعين لتقييم مدى قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها، واستغلال الفرص الاستثمارية، ومواجهة مخاطر التقلبات غير المتوقعة، وكذلك توزيعات الأرباح. (Bick et al., 2018)

واستناداً إلى ما سبق، أشار المعيار المحاسبي المصري رقم (4) والخاص بقائمة التدفقات النقدية إلى تعريف النقدية وما في حكمها، حيث أشار إلى أن النقدية تتضمن (النقدية بالصندوق والودائع تحت الطلب) أما بالنسبة لما في حكم النقدية فهي الاستثمارات قصيرة الأجل (حيث يمكن تحويلها إلى نقدية بسهولة واحتمال تعرضها لمخاطر التغير في القيمة ضئيل)، وهناك العديد من التعريفات الخاصة بالاحتفاظ بالنقدية، حيث عرفها (Opler et al., 1999) على أنها حيازة النقدية وما في حكمها من قبل الشركة. وهو ما أكدته دراسة (Aktas et al., 2019)، حيث أشارت إلى أن مفهوم الاحتفاظ بالنقدية هو عبارة عن مقدار النقدية وتتمثل في الصندوق والودائع تحت الطلب وما في حكمها وتتمثل في الاستثمارات قصيرة الأجل منسوبة إلى إجمالي الأصول المفصّل عنها في قائمة المركز المالي.

وباستقراء الدراسات السابقة والتي تناولت التأثيرات المختلفة للاحتفاظ بالنقدية وجد من بينها دراسات قد تناولت العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم كما أن نتائج تلك الدراسات متضاربة ومتباينة، حيث أشارت دراسة (Gulzani, 2017) لوجود علاقة موجبة بين المتغيرين حيث أن الشركات الأكثر احتفاظاً بالنقدية أكثر أماناً من غيرها من الشركات لأنها تسيطر بشكل كبير علي مخاطر السيولة، كما يمكن للمتعاملين علي أسهم تلك الشركات تحقيق عوائد أكبر من الشركات الأخرى من خلال التعرف علي المعلومات الخاصة بالنقدية المحتفظ بها، وهو ما أكدت عليه دراسة (Lam et al., 2015)، في حين توصلت دراسة (Rashid et al., 2016) والتي اختبرت العلاقة بين المتغيرين بالتطبيق على عينة من الشركات الباكستانية لوجود علاقة سالبة بينهما، وفي ضوء ما سبق ولوجود ندرة نسبية في الدراسات التي تناولت تلك العلاقة في البيئة المصرية فيمكن اختبار تلك العلاقة في البيئة المصرية من خلال صياغة جانب من المشكلة في التساؤل البحثي التالي:

### **هل يوجد علاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم في البيئة المصرية؟**

ونتيجة لما سبق عرضه من تضارب في نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم فكان ذلك دافعاً لبعض الدراسات للبحث حول العوامل التي من شأنها التأثير على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم، حيث أشارت بعض الدراسات أن تلك العلاقة تتوقف على عوامل أخرى كدراسة (Cao et al., 2017) والتي توصلت إلى أن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم علاقة متذبذبة وتتوقف علي عوامل أخرى مثل: درجة الرفع المالي، وحجم الشركة، وزيادة النفقات الرأسمالية، ومصاريف البحوث والتطوير، والتذبذب في التدفقات النقدية، وفي

البيئة المصرية أوضح (إبراهيم، 2018) أن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم علاقة متغيرة وتتوقف على درجة المخاطر المنتظمة، وبالتالي يتضح ان العلاقة بين المتغيرين إنما تتوقف على العديد من العوامل الأخرى المتفاعلة وبالتالي كان ذلك دافعاً للبحث عن متغيرات أخرى منظمة لتلك العلاقة. ولأن هيكل الملكية يُعد أحد الأدوات الرقابية الهامة كما أن هيكل الملكية اجتذب اهتمام العديد من الباحثين لما له من أثر رقابي على سلوك الإدارة عند اتخاذ القرارات المستقبلية مثل قرارات الاستثمار والتمويل وغيرها من القرارات المؤثرة على عوائد الأسهم، حيث يعبر هيكل الملكية عن هوية أصحاب الحقوق في الشركة وحجم ممتلكاتهم، ويعتبر أحد الأعمدة الرئيسية لحوكمة الشركات، وهو ما أكدته دراسة (Alves, 2012)، حيث أشارت إلى أن هيكل الملكية يعبر عن هوية المساهمين في الشركة بالإضافة إلى نسب ملكية هؤلاء المساهمين الذين لديهم مصالح وأهداف متباينة، وكما تلعب أنماط هيكل الملكية دوراً هاماً كإحدى آليات حوكمة الشركات في التأثير على قرارات الإدارة المختلفة مما ينعكس على عوائد الأسهم وغيرها من المتغيرات الهامة داخل الشركة وخارجها، ونتيجة لما سبق فسيتم اختبار الدور التفاعلي لهيكل الملكية مع الاحتفاظ بالنقدية ومدى انعكاس ذلك على عوائد الأسهم، وهو ما يمثل الجانب الآخر من مشكلة البحث، والذي يمكن صياغته في التساؤل البحثي التالي:

**هل يوجد أثر لهيكل الملكية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم في البيئة المصرية؟**

### **هدف البحث:**

يهدف البحث بشكل رئيسي إلى اختبار دور هيكل الملكية كمتغير منظم لعلاقة الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري.

### **ويتفرع من هذا الهدف الرئيسي الاهداف الفرعية التالية:**

- 1- اختبار ودراسة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الاسهم في سوق الأوراق المالية المصري.
- 2- اختبار ودراسة أثر الملكية الإدارية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الاسهم في سوق الأوراق المالية المصري.
- 3- اختبار ودراسة أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الاسهم في سوق الأوراق المالية المصري.

4- اختبار ودراسة أثر تشتت الملكية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري.

### أهمية البحث:

ترجع أهمية البحث الحالي إلى عدة اعتبارات لعل من أهمها ما يأتي:

- 1- ندرة الدراسات التي اهتمت بدراسة أثر هيكل الملكية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الاسهم في البيئة العربية بوجه عام، وفي البيئة المصرية بوجه خاص.
- 2- يحاول البحث الحالي تقديم بعض المتغيرات المنظمة والمفسرة للتعارض في نتائج الدراسات السابقة التي تناولت علاقة الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم، مما يعطي البحث الحالي بعداً إضافياً يميزه عن الدراسات السابقة.
- 3- يمكن لهذا البحث أن يسهم في تحسين إدراك الشركات لأهمية الاحتفاظ بالنقدية من خلال الحكم على دورها في التأثير على عوائد الأسهم، مما يؤدي إلى الحفاظ على المستثمرين الحاليين وجذب مستثمرين جدد.
- 4- يوضح هذا البحث الدوافع التي تدفع الشركة للاحتفاظ بالنقدية وكذلك التأثيرات المختلفة لذلك الاحتفاظ مع اختبار أثره على عوائد الأسهم.

### خطة البحث:

في ضوء مشكلة البحث وتحقيقاً لأهدافه، سيتم تقسيم الجزء المتبقي منه على النحو التالي:

القسم الأول: الإطار النظري للبحث.

القسم الثاني: الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث.

القسم الثالث: الدراسة الإمبريقية.

### القسم الأول: الإطار النظري للبحث

مقدمة: تعد عوائد الأسهم هي محور اهتمام الإدارة بالقرارات والسياسات التي تمارسها في شركات الأعمال المعاصرة، والتي تجسد النهج المنظم لوظيفة الإدارة المالية، والتي شهدت تطورات هائلة تجاوزت فيها الإدارة أسلوبها ونمطها واجراءاتها المجردة والتي تقتصر على الحفاظ على تدفق الأموال داخل الشركة وتحديد السيولة الكافية واللازمة للتوافق مع عملياتها التشغيلية إلى كونها وظيفة متكاملة

للقرارات المالية، وهو ما كان دافعاً للعديد من الأدبيات بدراسة العوامل المحددة لهذه الظاهرة، وفي ضوء التباين الإمبريقي لنتائج الدراسات السابقة حول متغير "الاحتفاظ بالنقدية" كأحد تلك المحددات فإن البحث الحالي يفسر ذلك باحتمالية تأثر النتائج بالأهداف الإدارية لمستوى الاحتفاظ بالنقدية، وبالتالي تقديم متغير "هيكل الملكية" كأحد المتغيرات المنظمة لعلاقة مستوى الاحتفاظ بالنقدية بعوائد الأسهم، وفي ضوء ذلك فقد تم تقسيم ذلك الجزء من البحث كما يلي:

### أولاً: عوائد الأسهم: (جوانب نظرية)

يمكن تناول عوائد الأسهم، من خلال تناول العديد من النقاط كما يلي:

#### 1- مفهوم العائد على السهم:

تناولت العديد من الدراسات مفاهيم عوائد الأسهم والتي يمكن عرض البعض منها كما يلي:

#### جدول (1): مفاهيم عوائد الأسهم

المصدر	المفهوم
Gitman, 2000	هو عائد متوقع وهو تقدير للتدفقات النقدية المتوقعة للاستثمار، في حين أن العائد الفعلي المحقق هو نتيجة الدخل الناتج عن عملية الاستثمار. لذلك، فإن الاختلاف بين ما هو متوقع وما تم عمله هو خطر موضوعي يزيد في الحجم ويقل نتيجة ارتفاع وانخفاض مستوى الاختلاف بين ما يتم فعله وما هو متوقع.
Gangandhar and Babu, 2006	هو مقدار أو نسبة الأرباح المتحصل عليها من الاستثمار أو المحفز وما يعادله من كل استثمار يقوم به المستثمر، ويعبر عن قدرة الأصول على تحقيق دخل يتم التعبير عنه كنسبة مئوية من العائد، وتكشف هذه النسبة عن ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية وغير التشغيلية أو هي الربح أو الخسارة المتأتية من الاستثمار خلال فترة زمنية معينة.
عصام، 2008	هو مقدار الربح الذي يحصل عليه المستثمر نتيجة استثماراته، وتختلف أهمية هذا العائد حسب احتياجات المستثمر.
النعمي والتميمي، 2009	هو المكافأة التي يحصل عليها المستثمر مقابل الفترة المتوقعة والمخاطر التي تم تحملها على رأس المال المستثمر، ويعبر عن هذه المكافأة بنسبة مئوية من قيمة ذلك الاستثمار عند بدايته، وهو أيضاً التدفقات النقدية المتحققة للمستثمر نتيجة لتوظيف رأس المال في المشروع الاستثماري خلال فترة محددة.
علوان، 2009	هو المقابل الذي يطمح المستثمر في الحصول عليه في المستقبل مقابل استثمار أمواله، لذلك يسعى المستثمر دائماً إلى استثمار أمواله من أجل الحصول على العائد وتعظيم ثروته، وعرف أيضاً بأنه ما يحصل عليه المستثمر من أموال في وقت لاحق مقابل تضحية بالاحتفاظ بأمواله في الوقت الحاضر وذلك من خلال استثمار هذه الأموال لفترة زمنية محددة.
أبو عمرو، 2014	هو الهدف الرئيسي للاستثمار حيث إن الاحتفاظ بالمال دون الاستثمار يشمل تكلفة الفرصة البديلة، وهو العائد الذي يمكن تحقيقه من هذه الأموال، وبالتالي فإن العائد هو الهدف الذي يسعى المستثمر إلى تحقيقه في محاولة لتعظيم ثروته بقدر ما يستطیع وتخفيف المخاطر المرتبطة بالعائد قدر الإمكان

هو المكافأة التي ينتظرها المستثمر أو الشركة مقابل التنازل عن ميزة حالية على أمل الحصول على فائدة أكبر في المستقبل، من خلال حصة الأرباح الناتجة عن استثمار الأسهم العادية مع الاستعداد لتحمل المخاطر.	السايج، 2014
هو التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية.	Adnan and Hossain, 2016
هو مبلغ أو نسبة الأرباح المحققة من الاستثمار التي ينتظرها كل مستثمر، وهو ما يعبر عن قدرة الأصول على تحقيق دخل معبر عنه كنسبة عائد، وتكشف هذه النسبة ربحية الشركة في كافة عملياتها التشغيلية وغير التشغيلية على الاستثمار خلال فترة زمنية معينة.	Mall and Gupta, 2019
عائد السهم هو الربح أو المكسب الذي يحققه المستثمر أو المساهم من استثمار أمواله في رأس مال الشركة ويرتبط هذا العائد بحجم الأرباح المحققة من قبل الشركة ويتم الحصول عليه عندما تتخذ الإدارة قراراً بتوزيع الأرباح.	شومان، 2021

وفي ضوء ما سبق يمكن استخلاص أن عوائد الأسهم هي تلك الأرباح التي يحققها المستثمر نتيجة لاستثمار أمواله وتحمله المخاطر، ومن ناحية أخرى فإنها تعكس مدى مقدرة الأصول التي تمتلكها الشركة في تحقيق أرباح لحاملي الأسهم.

## 2- أنواع عوائد الأسهم:

أشارت العديد من الدراسات السابقة، كدراستي (حنفي، 2007: علوان، 2009) إلى أهم أنواع عوائد الأسهم، والتي تتمثل فيما يلي:

أ- **العائد الفعلي: Actual Return** : هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً نتيجة لامتلاكه أو بيعه لأداة من أدوات الاستثمار، ويتكون معدل العائد الفعلي من العوائد الإيرادية (الجارية) أو العوائد الرأسمالية أو يكون مزيجاً منهما، وتلقى العوائد الرأسمالية اهتمام المستثمرين لأنها توفر لهم مصادر دخل بخلاف الدخل الجاري الناتج من هذه الاستثمارات، كما أنها لا تخضع للضرائب إلا في حالة تحققها عند بيعها، حيث لا يدفع المستثمر الضرائب عن الاستثمار الذي ارتفعت قيمته السوقية إلا في حالة البيع، ومن أنواع هذه العوائد (عوائد أذونات الخزائنة، عوائد السندات، عوائد الأسهم العادية).

ب- **العائد المتوقع: Expected Return**: وهو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلاً عند استثمار أمواله في مشروع معين ولذلك يسمى بالعائد المتوقع، ويتم قياس العوائد المتوقعة عن طريق ضرب كل عائد محتمل للمشروع في احتمال حدوثه، ثم جمع النتائج وتكون النتيجة هي العائد المتوقع.

**ج- العائد المطلوب: Required Return:** وهو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه وبما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي يتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار، فهو يمثل أدنى عائد يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار، ويقصد بالمخاطر هذا المخاطر النظامية التي تزداد بزيادة معدل العائد على الأموال المستثمرة، وبطبيعة الحال يقبل المستثمر بنوع من أنواع الاستثمارات المقترحة أمامه إذا كان معدل العائد المتوقع أعلى من العائد المطلوب، أما إذا كان معدل العائد المتوقع أقل من أو يساوي معدل العائد المطلوب من الأصل فإنه يرفض الاستثمار.

### 3- محددات عوائد الأسهم:

هناك مجموعة من العوامل التي قد تؤثر على عوائد الأسهم، تتمثل فيما يلي:

أ - الأرباح المؤقتة والأرباح الدائمة: تتمثل الأرباح المؤقتة في الأرباح الناتجة عن إعادة الهيكلة أو الأرباح الرأسمالية أو الزيادة في القيمة السوقية، أما الأرباح التي تمتاز بالديمومة فتتمثل الأرباح المستقرة التي تتكرر باستمرار، وبطبيعة الحال يفضل المستثمرين الأرباح الدائمة لسهولة التنبؤ بالإيرادات المتوقعة من الاستثمار في الأوراق المالية، وبالتالي نوعية الأرباح تنعكس على عوائد الأسهم (دبابنه، 2009).

ب - نمو الشركة: تعتبر الشركة ذات نمو مرتفع عندما تكون بيانات أرباحها المحاسبية والتدفقات النقدية أكثر ملاءمة في تفسير العائد السوقي لأسهمها مقارنة بالشركة ذات النمو المنخفض، فكلما ارتفعت قيمة الأرباح السنوية المحققة ارتفعت معها نسبة الاحتجاز (الأرباح المحتجزة) وبالتالي يرتفع معها تراكم الأرباح المحتجزة ومن ثم معدل نمو مرتفع للشركة والعكس صحيح، (السبيعي، 2012).

ج - حجم الشركة: أشارت دراسة (Charitou, et al., 2001) إلى فرضية الحجم التي تنص على أن الشركة ذات الحجم الصغير تكون أرباحها المحاسبية وتدفقاتها النقدية التشغيلية أكثر ملاءمة في تفسير العائد السوقي لأسهمها مقارنة بالشركة ذات الحجم الكبير، ويعود ذلك إلى أن الشركة كبيرة الحجم تتسرب عنها معلومات أكثر تنعكس في أسعار أسهمها قبل نهاية الفترة.

د - وجود توزيعات نقدية على المساهمين: تعد التوزيعات النقدية مؤشراً جيداً لتوقع الأرباح المستقبلية، لأنها توفر معلومات للمستثمرين حول ما إذا كانت هناك سيولة كافية لتنفيذ عملية التوزيع. كما أن عملية توزيع الأرباح تعطي إشارة إيجابية في ضوء ما يحتوي على معلومات إيجابية حول الأرباح المستقبلية للشركة، مما يؤدي إلى زيادة سعر السهم السوقي. بالإضافة إلى أن سياسة التوزيع لها تأثير على طبيعة

العلاقة بين الأرباح المحاسبية و عوائد سوق الأسهم، لأن الأرباح المحاسبية والتوزيعات النقدية تمثل وسيلة بديلة لنقل المعلومات إلى المستثمرين (دبابنه، 2009).

هـ - **درجة الرفع المالي:** تعتبر درجة الرفع المالي من العوامل التي تؤدي إلى اختلاف استجابة العائد السوقي للسهم، وقد أشار (Scott, 2003) إلى أن معاملات الأرباح تكون أقل في حالة الشركات ذات الرفع المالي المرتفع، وهي الشركات التي تتوسع في التمويل من خلال الديون.

و - **الاحتفاظ بالنقدية:** الاحتفاظ بالنقدية سلاح ذو حدين فقد يكون له أثر ايجابي على عوائد الأسهم كما توصلت بعض الدراسات كدراستي ( Cao et al., 2017: Lam et al., 2015 ) وكذلك يمكن أن يكون له أثر سلبي على عوائد الأسهم كما أشارت دراسة (Rashid et al., 2016)، حيث إن انخفاض مستوى النقدية عن المستوى المناسب قد يفقد الشركة استغلال الفرص الاستثمارية المربحة، والتي قد تتاح للشركة في وقت تفتقر فيه للمستوى الكافي من النقدية، أو قد يعرض الشركة إلى مشاكل عدم الوفاء بالالتزامات طويلة الأجل، مما يؤدي الى تعثر الشركة مالياً وتكبدها خسائر مالية كبيرة، وفي ضوء نظرية الوكالة فإن عدم الاحتفاظ بالمستوى المناسب من النقدية وراء العديد من مشاكل الوكالة. ومن ناحية أخرى فإن احتفاظ الشركة بنقدية زائدة عن حاجتها، قد يؤدي الى تعطيل النقدية وعدم استغلالها بالشكل الأمثل، والذي قد يكون مكلفاً لعدم تحقيق أي عائد من وراء هذه النقدية، مما يعكس ذلك بشكل سلبي على أداء وقيمة الشركة. كما أن تراكم الأرصدة النقدية بالشركة قد يترتب عليه استثمارها في مشاريع غير مربحة لا تكون في مصلحة الشركة، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة وعدم تحقيق العوائد المتوقعة من الاستثمار في الأسهم (حداد، 2017).

وبعد العرض السابق لأهم العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم، والتي كانت آخرها من حيث العرض والتناول وليس من حيث الأهمية الاحتفاظ بالنقدية، باعتبارها المتغير المستقل في ذلك البحث لذلك نتناول في الجزء التالي من البحث الإطار النظري للاحتفاظ بالنقدية.

## **ثانياً: الاحتفاظ بالنقدية (خلفية نظرية)**

يمكن تناول تناول الاحتفاظ بالنقدية، من خلال تناول العديد من النقاط كما يلي:

### **1 - مفهوم الاحتفاظ بالنقدية:**

وفيما يلي عرض لبعض المفاهيم الخاصة بالاحتفاظ بالنقدية وفقاً لما عرضه الدراسات السابقة:

جدول (2): مفاهيم الاحتفاظ بالنقدية

المصدر	المفهوم
Abuzant, 2015	عرف الاحتفاظ بالنقدية وما في حكمها من منظور مالي على اعتبارها حيازة النقدية وما يعادلها من قبل الشركة.
Aktas et al., 2019	عرف الاحتفاظ بالنقدية على أنه عبارة عن مقدار النقدية وتتمثل في الصندوق والودائع تحت الطلب وما في حكمها وتتمثل في الاستثمارات قصيرة الأجل منسوبة إلى إجمالي الأصول المفصّل عنها في قائمة المركز المالي.
عبدالحليم، 2020	عرف الاحتفاظ بالنقدية على أنها حيازة النقدية وما في حكمها من قبل الشركة، حيث تتضمن النقدية كل من النقدية بالصندوق والبنك سواء في شكل حساب جاري أو ودائع، أما بالنسبة لما في حكم النقدية فتتضمن الاستثمارات قصيرة الأجل والتي من الممكن تحويلها إلى نقدية بسهولة بالإضافة إلى انخفاض نسبة تعرضها لمخاطر التغير في القيمة.

في ضوء ما سبق عرضه من مفاهيم فإن الاحتفاظ بالنقدية هو مقدار النقدية المحتفظ بها سواء كانت بالخرينة أو البنك وكذلك ما في حكم النقدية والتي تتضمن استثمارات قصيرة الأجل والتي يسهل تحويلها لنقدية بسهولة.

2- دوافع الاحتفاظ بالنقدية:

هناك اتفاق إلى حد كبير في الأدب المحاسبي حول دوافع الاحتفاظ بالنقدية، وفيما يلي بعض الدوافع:

أ - دافع المعاملات: **Transactions Motive** : ويقصد بدافع المعاملات الاحتفاظ بالنقدية لتمويل المعاملات التشغيلية الاعتيادية في الشركة من شراء مواد ومستلزمات انتاج ودفع أي مصاريف تخص الأعمال وايضاً لدفع التزامات الشركة نتيجة لهذه المعاملات ويعتمد حجم النقدية المحتفظ بها على حجم الشركة ومدى استقرار التدفقات النقدية الخارجية والداخلية في الشركة (القوقزة، 2019).

وقد أشار (Gu, 2017) إلى أن الاحتفاظ بالنقدية يعمل على تجنب تحمل تكاليف تحويل بدائل النقدية المتمثلة في الأصل المالي غير النقدي إلى نقدية، ومحاولة تخفيض تكاليف التمويل المرتفعة، حيث إن الشركات تميل إلى الاحتفاظ بالنقدية كمحاولة لتوفير سيولة لازمة لمقابلة التزاماتها الناتجة عن أنشطتها التشغيلية وسداد مدفوعاتها وتلبية احتياجاتها المستقبلية.

ب - دافع الوقاية: **The Precautionary Motive** : ويطلق عليه الدافع الاحترازي أو التحوطي، ويشير دافع الحماية والوقاية من المخاطر إلى قيام الشركات بالاحتفاظ بالنقدية لمواجهة الحالات الطارئة وغير المتوقعة لتلافي مخاطر تقلبات التدفقات النقدية المستقبلية، ولصعوبة التنبؤ بالتدفقات النقدية

المستقبلية بشكل دقيق فإن الاحتفاظ بالنقدية يخفض من نقص السيولة ويجنب الشركة التعرض للعسر المالي.

**ج - دافع المضاربة: Speculative Motive:** يشير دافع المضاربة إلى قيام الشركة بالاحتفاظ بمستوى معين من النقدية بهدف استغلال الفرص الاستثمارية المربحة ذات العائد السريع، ويعتبر هذا الدافع قليل الانتشار بين الشركات ويقتصر على الأفراد المستثمرين وعلى الشركات التي يكون نشاطها الأساسي المضاربة، وتشير الاتجاهات الحديثة حالياً عند الشركات التي تعمل بسياسة المضاربة إلى التحول لاستخدام القوة الافتراضية أو ما يسمى بمحفظة الأوراق المالية لتحقيق أهدافها بدلاً من الاحتفاظ النقدي لهذا الغرض الذي يُحمل الشركة كلفة الفرصة البديلة (عبد الحليم، 2020).

**د - دافع الوكالة: Agency motive:** وتنص نظرية الوكالة على أن المديرين التنفيذيين يرغبون بزيادة النقدية المحتفظ بها في الشركة من أجل تحقيق مكاسب ومنافع خاصة لهما على حساب تعظيم ثروة الملاك، وبدلاً من توزيعها على المساهمين في حالة عدم توفر الفرص الاستثمارية المجدية، وقد تفضل الإدارة الاحتفاظ بالنقدية بحجة تجنب المخاطر غير المتوقعة وسعيها في تحقيق المرونة في توفير التمويل اللازم لأية مشاريع مستقبلية محتملة لتؤول بالنهاية لغايات تحقيق أهدافها الخاصة، ولعل ما يؤكد ذلك ما أشارت إليه دراسة (عفيفي، 2015)، حيث أشارت إلى أن المديرين يميلون إلى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية للحصول على ميزة تفضيلية، حيث إن ارتفاع مستوى النقدية المحتفظ بها يتيح للمديرين حرية تصرف أكبر، لذلك فإنهم يفضلون الاحتفاظ بالمزيد من النقدية بدلاً من دفع توزيعات الأرباح للمساهمين.

**هـ - دافع الضريبة Tax Motive:** أشارت دراسة (Akben-Selcuk and Sener, 2020) إلى أن الإدارة تميل إلى الاحتفاظ بالنقدية لتخفيض حجم الضرائب السنوية المدفوعة واستغلال هذه الوفورات في جوانب أخرى لتدعيم المركز المالي.

### 3- آثار الاحتفاظ بالنقدية:

وفي هذا الجزء من البحث سيتم عرض مجموعة من التأثيرات الهامة للاحتفاظ بالنقدية كما يلي:

**أ- الصورة الذهنية للشركة:** يشير (بلال، 2017) أن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية يعطي صورة ذهنية لدى أصحاب المصالح وخاصة حملة الأسهم عن عدم قدرة الإدارة على استغلال أو استثمار الاموال بشكل فعال.

ب- الأداء المالي للشركة: يؤثر ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية على بعض المؤشرات المالية مثل معدل العائد على الأصول (Das and Goel, 2019 & Bhuiyan and Hooks, 2019)، وفي نفس السياق أشار (Akben-Selcuk and Sener, 2020) إلى أن الاحتفاظ بالنقدية بنسبة عالية مبالغ فيها يزيد من إجمالي الأصول بشكل يؤدي لتخفيض معدل العائد على الأصول ويظهر صورة غير صحيحة عن أداء الشركة.

ج - الوكالة وعدم تماثل المعلومات: يرى (Ogundipe et al, 2012) أن نسبة الاحتفاظ بالنقدية تؤثر على مشكلة الوكالة وتزيد من درجة عدم تماثل المعلومات. وقد أشار (Chen et al., 2019) أنه يمكن لإدارة الشركة استخدام الاحتفاظ بالنقدية في إدارة الأرباح، وذلك يؤيده افتراض نظرية الوكالة بأن إدارة الشركات لديها نزعة مفرطة لبناء إمبراطورية (Empire Building) خاصة بهم على حساب حملة الأسهم من خلال سوء استغلال الموارد الاقتصادية المتاحة ومن ضمنها النقدية المحتفظ بها (عيفي، 2015).

د - ثروة حملة الأسهم: يشير (Chen et.al, 2020) إلى أن نسبة الاحتفاظ بالنقدية تؤثر على ثروة حملة الأسهم من زاوية القوة الشرائية الفعلية للنقدية باعتبارها جزء من الموارد الاقتصادية المتاحة للإدارة لتمويل عمليات الشركة في الأجل القصير، حيث تنخفض القوة الشرائية للنقد في حالة الاقتصاديات التي تعاني من معدلات تضخم مرتفعة وهو الأمر الذي يؤدي الي تآكل ثروة حملة الأسهم بالمقارنة باستغلال هذه النقدية في خلق أو تكوين استثمارات أو أصول ثابتة ذات عائد أو بأقل تقدير ارتفاع قيمتها علي عكس انخفاض قيمة النقدية مع التضخم وبالتالي تعظيم ثروة حملة الأسهم.

هـ - القطاع المصرفي القومي: تشير دراسة (Ensign and Ng, 2016) إلى أن اتجاه الشركات لتمويل استثماراتها من خلال الاحتفاظ بالنقدية بهدف تخفيض تكلفة التمويل يؤدي الي انخفاض معدل دوران الأموال في البنوك والمؤسسات المالية وتقليص دورها في تمويل المشروعات أو توسعاتها وبالتالي إضعاف القطاع المصرفي، وهو ما أشار إليه (Chen et.al, 2019) من خلال ملاحظة أن الشركات ذات نسب الاحتفاظ بالنقدية العالي تميل لتمويل استثماراتها من خلال النقدية المحتفظ بها كخيار أول أو زيادة رأس المال من خلال إصدار أسهم جديدة كخيار ثاني أو الاقتراض كخيار أخير.

### ثالثاً: الدور المنظم لهيكل الملكية لعلاقة الاحتفاظ بالنقدية بعوائد الأسهم:

ولتوضيح الدور المنظم لهيكل الملكية بأنماطه المختلفة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم فسيتم عرض الأنماط المختلفة لهيكل الملكية مع التركيز بشكل واضح ومفصل على الأنماط التي

سيتم اختبارها في العلاقة مع توضيح كيفية التفاعل بين تلك الأنماط والاحتفاظ بالنقدية وتأثير ذلك على عوائد الأسهم كما يلي:

أ- الملكية المشتتة: **Ownership Dispersion** يرى (Stergiou, 2011) أن الشركات ذات هياكل الملكية المشتتة تتميز بوجود عدد كبير من المساهمين الذين يمتلكون عددًا صغيرًا من الأسهم، ويحقق هذا النوع من الملكية كما أشار (أحمد، 2009) عدة مزايا كما يلي:

- توسيع قاعدة الملكية عن طريق انتشار الملكية وتشتتها بين عدد كبير من المستثمرين.
- تشجيع المدخرات الصغيرة على الاستثمار في بورصة الأوراق المالية مما يعزز من تحقيق السيولة في أسواق رأس المال.
- يساعد المستثمر على تنويع محفظته من الأسهم بين أسهم عدد أكبر من الشركات وبالتالي توزيع المخاطر.

ومن جهة أخرى، تواجه الملكية المشتتة عدة مخاطر، حيث أشار (هلال، 2012) إلى المخاطر التي تواجهها الملكية المشتتة، والتي تتمثل في:

- ضعف السيطرة على المساهمين الناتج عن تشتت الأسهم بسبب تحملهم تكاليف الإشراف، والتي يمكن أن تكون عالية فيما يتعلق بأسهمهم، مما يجعل المديرين هم المسيطرون على الشركات ومن ثم يحاولون تحقيق مصالحهم على حساب مصالح الأطراف الأخرى.
- ضعف مشاركة المساهمين في قرارات أو سياسيات الإدارة حيث إن هؤلاء المستثمرون لديهم موارد قليلة داخل الشركة، وبالتالي يضعف التركيز على القرارات المهمة للشركة.
- التفاعل بين الملكية المشتتة والاحتفاظ بالنقدية وأثر ذلك على عوائد الأسهم:

يؤدي ارتفاع نسبة الملكية المشتتة إلى انخفاض الدافع لدي صغار المساهمين، مما يمنحهم الفرصة لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب المساهمين، وعند الربط بين محددات ودوافع الاحتفاظ بالنقدية بقدرة الشركة على تحقيق كفاءة الاستثمار نجد دوافع وقائية للاحتفاظ بالمستوى الأمثل للنقدية تنبع من رغبة الشركات في اقتناص الفرص الاستثمارية المتاحة وتحقيق مستوى الاستثمار الأمثل الذي تتحقق عنده كفاءة الاستثمار بينما على النقيض، قد يحتفظ المديرين بما يزيد عن المستوى الأمثل للنقدية إنطلاقاً من دوافع الوكالة التي تعبر عن وجود سلوكيات انتهازية للمديرين بشأن الاحتفاظ بالنقدية تؤثر على قرارات الاستثمار وتؤدي للإفراط الاستثماري الذي يمثل أحد أشكال عدم الكفاءة الاستثمارية، بما يضر قيمة الشركة وعدم تحقيق عوائد الأسهم.

ب- الملكية المركزة: **Ownership Concentration** وقد أشار ( Ayadi and Boujelbene, ) (2014) أن الشركات ذات هياكل الملكية المركزة تتميز بعدد محدود من المساهمين الذين يمتلكون نسبة كبيرة من الأسهم، أو مساهم فردي يمتلك نسبة 5% على الأقل من إجمالي حقوق المساهمين، وذلك يعد دافع رقابي من الممكن أن يلعب دور المتغير المنظم في العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم لأنه بمثابة المراقب لتصرفات الإدارة ودوافعها

ويشير (Busta et al, 2014) أن الملكية المركزة تحقق العديد من المزايا، وتتمثل في:

- امتلاك القوة والحافز لمراقبة الإدارة
- يوفر هيكل الملكية المركزة للشركة وفورات الحجم مثل القرارات السريعة بشأن الإجراءات التي كان من الضروري أن تستغرق وقتاً طويلاً في التداول.
- الرقابة الإدارية الفعالة تؤدي إلى تحسين أداء الشركة وبالتالي توفير منافع لمساهمي الأقلية. ولكن أظهرت دراسة (هلال، 2012) أن الملكية المركزة قد تواجه عدة مخاطر حيث:
- تشجع كبار المساهمين على تبني السلوك الانتهازي وإخفاء المعلومات عن صغار المساهمين واستغلالها لمصالحهم الخاصة ويرجع ذلك إلى قدرة المستثمرين على الحصول على معلومات داخلية بسبب ارتباط ممتلكاتهم بالإدارة.
- إمكانية التواطؤ مع الإدارة لتحقيق مصالح شخصية على حساب صغار المستثمرين من خلال إقامة علاقات مع إدارة الشركة المستثمر فيها مما يضعف القدرة على مراقبة تصرفات الإدارة العليا أو معارضة قراراتهم.

ج - ملكية كبار المساهمين: **Large Shareholders Ownership** ذكر (السمادوني، 2020) أن ملكية كبار المساهمين تعني أن ملكية الشركة تتركز في يد عدد قليل من كبار المساهمين والذين يملكون نسبة كبيرة ومؤثرة من أسهم الشركة بالدرجة التي تمنحهم الحق بالمشاركة بفاعلية في الإدارة والرقابة على تصرفات الإدارة.

وقد أشار (أحمد، 2009) إلى بعض المزايا التي توفرها ملكية كبار المساهمين مثل:

- تخفيض تكاليف ومشاكل الوكالة

- الحد من السلوك الانتهازي للإدارة العليا وتحقيق الحماية لمصالح المستثمرين مما يؤثر إيجابياً على أداء الشركة نظراً لما يتوافر لدى كبار المساهمين من الحوافز والموارد الكافية لممارسة الرقابة الفعالة والمستمرة على قرارات وتصرفات الإدارة العليا.

- إمكانية التغلب على مشكلة الاتكالية (الاعتماد على الغير) في مراقبة تصرفات الإدارة العليا وذلك في حالة تشتت ملكية أسهم الشركة بين عدد كبير من صغار المستثمرين مما يعوق من إمكانية رقابة الإدارة العليا.

وعلى الرغم من وجود بعض المزايا التي توفرها ملكية كبار المساهمين إلا أنها تواجه بعض المخاطر والتي تتمثل في:

- مشاكل التحصين الإداري Entrenchment Problems والتي تنشأ من احتمال اختيار كبار المساهمين لاستخدام قدرتهم من أجل مصادرة والاستيلاء على ثروة صغار المساهمين عن طريق اتخاذ قرارات استثمارية والقيام بإجراءات لخدمة مصالحهم الخاصة مما يؤدي لنتائج دون المستوى الأمثل للمساهمين الآخرين. (خضر، 2014).

- إمكانية قيام كبار المساهمين باستخدام حقوق التصويت للتأثير على طريقة إدارة الشركة والقدرة على الحصول على منافع خاصة على حساب الأقلية، ويتم ذلك من خلال طرق متعددة منها عمليات بين الأطراف ذات الصلة باستخدام سياسات الأسعار التي تحول جزء من أرباح الملاك الأقلية لكبار المساهمين. (Edwards and Weichenrieder, 2009).

د- الملكية الإدارية: **Managerial Ownership**: يرى (الحناوي، 2019) أن الملكية الإدارية طريقة لمواءمة أهداف الملاك والمديرين، حيث تؤدي مساهمة المديرين في ملكية الشركة إلى التقارب في المصالح بين المديرين والمساهمين، بما يحفزهم على العمل بطريقة تعظم من قيمة الشركة وينتج عن ذلك تخفيض مشاكل الوكالة.

#### وقد أشار لوجود بعض المزايا التي توفرها الملكية الإدارية حيث

- تساعد ملكية أعضاء مجلس الإدارة للأسهم في تخفيض تضارب المصالح بين الملاك والمديرين مما يؤدي إلى تحسن إدارة الشركة من خلال تخفيض تكاليف الوكالة.

- امتلاك الإدارة لجزء من أسهم الشركة يحفز مجلس الإدارة نحو بذل المزيد من الأنشطة الإبداعية والبحث عن مشاريع جديدة أكثر ربحاً، وحيث أن هذه المشروعات تتطلب مزيداً من الجهد

والاطلاع من جانب الإدارة والقدرة على البحث عن النظم التكنولوجية الحديثة لنجاح تلك المشروعات مما يؤدي لزيادة قيمة الشركة.

وعلى النقيض أشار (Upadhyay et al., 2014) إلى بعض الانتقادات التي وجهت للملكية الإدارية منها:

- نتيجة لطبيعة موقع الإدارة في الشركة وهيمنتها على سلطة اتخاذ القرارات بالشركة يحدث ما يسمى بمشكلة عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry) بين المديرين أو الأطراف الداخلية وحملة الأسهم من خارج الشركة أو الأطراف الخارجية بشكل عام.

- أن زيادة مستوى الملكية الادارية قد يؤدي إلى انخفاض مستوى الأداء، بسبب تأثير التحصين الإداري والحماية لقرارات الإدارة، مما يجعل الإدارة تسعى لتحقيق مصالحها الخاصة على حساب مصالح الأطراف الأخرى. (Muller-Kahle, 2015)

● التفاعل بين الملكية الإدارية والاحتفاظ بالنقدية وأثر ذلك على عوائد الأسهم:

تتحقق الكفاءة الاستثمارية عند قيام الشركة باقتناص جميع الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة وبالتالي ينعكس ذلك بالإيجاب على عوائد الأسهم إلا أن الواقع يفرض بعض القيود المالية التي تحد من قدرة الشركات على الدخول في جميع الفرص المتاحة بسبب اختلافات أسواق رأس المال التي يتمثل أشهرها في مشاكل الوكالة، ومن هنا يمكن القول أن الملكية الإدارية يمكن أن تؤثر على عوائد الأسهم من خلال الاحتفاظ بالنقدية حيث أن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية تؤدي إلى زيادة دوافع الإدارة لارتفاع قيمة الشركة وزيادة ثروة المساهمين، مما يحد من مشاكل الوكالة، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية واستخدامها في مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة عالية موجبة والتي تتحقق عندها الكفاءة الاستثمارية، وزيادة حجم استثمارات الشركة مما يؤدي إلى زيادة عوائد الأسهم.

هـ - الملكية المؤسسية: **Institutional Ownership** أشار Boehmer and Kelley, (2009) إلى أن الملكية المؤسسية يقصد بها تركيز ملكية الأسهم في يد بعض المؤسسات المستثمرة مثل صناديق الاستثمار وشركات التأمين وصناديق المعاشات، إذ يمتلكون نسبة كبيرة ومؤثرة من أسهم الشركة بالدرجة التي تمنحهم الحق في المشاركة بشكل فعال في رقابة قرارات وتصرفات الإدارة نظراً لما يتوافر لديهم من الحافز والقدرة على ممارسة الرقابة الفعالة والمستمرة على قرارات وتصرفات وسلوكيات الإدارة.

ويمكن للاستثمار المؤسسي أن يلعب دوراً أساسياً في حوكمة الشركات والرقابة على سلوك الإدارة مما يترتب عليه زيادة جودة القوائم المالية المنشورة لتلك الشركات مقارنة مع المستثمرين الأفراد، حيث أكد (Bricker and Markarian, 2015) أن المستثمر المؤسسي لديه من الخبرة والكفاءة ما يمكنه من تحليل المعلومات واستخلاص النتائج، مما يؤدي إلى الحد بنسبة كبيرة من استغلال الإدارة للمعلومات الداخلية لتحقيق منفعتها الخاصة على حساب باقي أصحاب المصالح الأخرى، واتفق (Koh, 2003) مع الدراسة السابقة حيث أكد أن نسبة تركيز الملكية المؤسسية ترتبط سلباً مع الاستحقاقات الاختيارية، ومن ثم زيادة جودة التقارير المالية.

**وفي ضوء العرض السابق، تحقق الملكية المؤسسية العديد من المزايا حيث:**

- الملكية المؤسسية تؤدي إلى انخفاض احتمال قيام الإدارة بإدارة الأرباح أو التلاعب فيها لتحقيق منافع شخصية من خلال التحكم في قيمة العناصر التي تعتمد على الآراء والأحكام الشخصية للإدارة. (Gillian et al., 2002)
  - الملكية المؤسسية تسهم في صنع قرارات استثمارية جيدة ومنطقية من خلال الاعتماد على معالجة المعلومات بشكل كامل وتقييم البدائل المتاحة والمفاضلة بينهما بعناية كبيرة وذلك لأنهم على دراية أفضل بالسوق ولديهم قدرات فنية عالية تمكنهم من تفسير المعلومات والتقارير المالية بكفاءة أعلى وبتكلفة أقل (Mahoney and Roberts, 2007)
  - الشركات التي تمتلك فيها بعض المؤسسات نسبة عالية من الأسهم تزداد فيها تغيير إدارة الشركة كعقاب على سوء الأداء مقارنة بغيرها من الشركات التي يشكل الأفراد فيها النسبة العالية من هيكل ملكيتها. (Agrawal and Mandelker, 1990)
  - أنها آليه مهمة لتخفيض تكاليف ومشكلات الوكالة، والحد من السلوك الانتهازي للإدارة، وتحقيق الحماية لمصالح المستثمرين، والمساعدة في تحقيق تقارب المصالح بين الإدارة والملاك، نظراً لما يتوافر لديهم من الحافز والقدرة على ممارسة الرقابة الفعالة والمستمرة على قرارات وتصرفات وسلوكيات الإدارة. (Boehmer and Kelley, 2009)
- وبالرغم من المزايا التي تتحقق نتيجة وجود الاستثمار المؤسسي إلا أن هناك بعض الانتقادات قد توجه إلى هذا النوع من الملكية حيث:

- المؤسسات صاحبة الملكية العالية تجد صعوبة في بيع أسهمها نتيجة الأداء المالي الضعيف للشركة، لأن القيام بذلك قد يؤثر سلباً على سعر السهم نتيجة زيادة جانب العرض على جانب الطلب في السوق. (Mahoney and Roberts, 2007)

- قد ينشأ عن تركيز الملكية في يد مستثمر مؤسسي ما يسمى بمشكلة التحصين الإداري Entrenchment Problem التي تنشأ عن طريق إمكانية استخدام هذا المستثمر نفوذه للاستحواذ على حقوق الأقلية من حملة الأسهم من خلال القيام بالأعمال واتخاذ القرارات الاستثمارية التي تخدم مصالحه الخاصة. (Dyck and Zingales, 2004).

• التفاعل بين الملكية المؤسسية والاحتفاظ بالنقدية وأثر ذلك على عوائد الأسهم.

و- الملكية العائلية: **Family Ownership** عرف (Pieper, et al., 2008) الشركات العائلية على إنها الشركات التي تعمل فيها العائلة على إدارة الشركة وتحديد اتجاهها الاستراتيجي من خلال الملكية أو الإدارة العليا أو مناصب مجلس الإدارة، ويرى (Ali et al., 2007) أن ارتباط الملكية والرقابة كما في الشركات العائلية ينتج عنه تقارب المصالح، الأمر الذي بدوره يؤدي إلى تقليل تكاليف الوكالة، فالعائلات لديها القدرة على مراقبة الإدارة من خلال معرفتهم الجيدة عن أنشطة أعمال الشركة، كما يرى (المليجي، ٢٠١٠) أن الشركات التي تتركز ملكيتها في يد إحدى العائلات يكون أدائها أفضل من الشركات الأخرى، ويرجع ذلك إلى انخفاض تكاليف الوكالة في الشركات العائلية بالمقارنة بالشركات الأخرى، كما تتميز الملكية العائلية بالولاء والانتماء والحرص على أموال الشركة والعمل على تحقيق مصالحها من قبل العائلة المسيطرة، بالإضافة إلى تغليب النظرة طويلة الأجل والمرونة والجرأة في اتخاذ القرارات، والاستعداد الكبير لتحمل المخاطرة.

ز- الملكية الأجنبية: **Foreign Ownership** : يُعرف (Anderson et al., 2001) الملكية الأجنبية على إنها نسبة الأسهم المملوكة لمستثمر غير محلي مقيم في اقتصاد آخر غير الاقتصاد الذي توجد به الشركة ويرتبط هذا النوع من الملكية بالشركات التي يستطيع فيها المستثمرون الأجانب التأثير على ممارسات الحوكمة دون وجود أي عوائق قد تحول بينهم وبين التقليل من مشكلات الوكالة أو التقليل من المخاطر السياسية.

ع - الملكية الحكومية: **Government Ownership**: تعد الملكية الحكومية نوعاً فريداً من أنواع الملكية وذلك بسبب الطبيعة السياسية المصاحبة لهذه الملكية التي تقوم بدوراً أساسياً في توجيه هذا النوع من الملكية إلى تحقيق أهداف سياسية معينة في المقام الأول (Liu, 2009). وقد عرف (Zeitun and

(Tian, 2007) الملكية الحكومية على إنها نسبة الأسهم المملوكة للمؤسسات الحكومية سواء بطريقة مباشرة أو عن طريق جهة وكيله.

ويشير (Omran, 2004) إلى أن مصر تعتبر صاحبة الصدارة من حيث ملكية الحكومة للشركات في الوطن العربي، حيث تمتلك الحكومة (34%) من الشركات، وتتركز تلك الملكية في قطاعات الغاز والبنوك والخدمات، ويتضح ذلك من خلال مقارنة بين الملكية الحكومية في مصر مع ملكيتها في الدول العربية الأخرى مثل الأردن (9%) وعمان (6%) وتونس (20%).

ي - الملكية التبادلية: **Cross Ownership** : وتسمى أيضاً الملكية المتداخلة، ويرى ( Bhaumik and Gregoriou,2010) أن الملكية التبادلية تتكون عندما توجد مجموعة من الشركات التي تمتلك كل واحدة منهم حصة من أسهم الشركة الأخرى سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

### القسم الثاني: الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث:

يتناول الباحثان في هذا القسم الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم في الجدول رقم (3) التالي:

#### 1 - الدراسات السابقة:

جدول رقم (3): الدراسات السابقة

الدورية	Lam et al., 2015	أسم الباحث
Working paper	<b>On the Positive Relation between Cash Holdings and Stock Returns</b>	عنوان الدراسة
	تهدف هذه الدراسة إلى اختبار مدي قوة العلاقة الموجبة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم وذلك باستخدام الرافعة المالية كمتغير مؤثر على هذه العلاقة.	هدف الدراسة
	لتحقيق هدف هذه الدراسة اعتمد الباحث على عينة من الشركات الأمريكية والمسجلة في مؤشر (NYSE, AMEX, and NASDAQ) خلال الفترة من 1962 حتى عام 2013، وقد تم قياس الاحتفاظ بالنقدية باستخدام المقياس التالي: النقدية بالإضافة إلى الاستثمارات قصيرة الأجل في نهاية الفترة/ إجمالي الأصول في نهاية الفترة، وقد استخدم الباحث على نموذج (Fama and MacBeth (1973) لقياس العوائد غير العادية للأسهم.	منهجية الدراسة
	توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم، ولكن هذه العلاقة تتوقف على حجم الرافعة المالية وحدة مشكلة الوكالة.	نتائج الدراسة
الدورية	Rashid et al., 2016	أسم الباحث
Arabian J Bus Manag Review	<b>The Effect of Corporate Cash Holdings on Stock Returns</b>	عنوان الدراسة
	استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم.	هدف الدراسة
	لتحقيق هدف هذه الدراسة اعتمد الباحث على عينة مكونة من (120) شركة باكستانية خلال الفترة من 2007 حتى 2013 بعدد (840) مشاهدة. وتم قياس عوائد الأسهم باستخدام المقياس التالي: سعر السهم في نهاية الفترة / سعر السهم في نهاية الفترة السابقة، وتم قياس الاحتفاظ بالنقدية باستخدام المقياس التالي:	منهجية الدراسة

	النقدية وما في حكمها / صافي الأصول (إجمالي الأصول – النقدية وما في حكمها). وقد قام الباحثون بتقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين حسب حجم الشركة.	
	توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم في الشركات الباكستانية.	نتائج الدراسة
الدورية	Cao et al., 2017	أسم الباحث
Working paper	Corporate Cash Holdings, Stock Returns, and Firm Expected Uncertainty	عنوان الدراسة
	تهدف هذه الدراسة في اختبار العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم في حالة عدم التأكد.	هدف الدراسة
	لتحقيق هدف هذه الدراسة اعتمد الباحث على عينة من الشركات الأمريكية المسجلة في مؤشر (NASDAQ) خلال الفترة من 1972 حتى 2017، وتم قياس الاحتفاظ بالنقدية من خلال المعادلة التالية: النقدية / صافي الأصول بينما تم قياس عوائد الأسهم من خلال: سعر السهم آخر الفترة – سعر السهم في الفترة السابقة.	منهجية الدراسة
	توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم، ولكن تتحول هذه العلاقة إلى علاقة غير معنوية عند إدخال تأثير مخاطر الشركة مقاسة بثلاث مقاييس وهي: القيود المالية، التذبذب في التدفقات النقدية، أنشطة البحوث التطوير كمتغير منظم للعلاقة.	نتائج الدراسة
الدورية	إبراهيم، 2018	أسم الباحث
الفكر المحاسبي	المخاطرة غير المنتظمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم: دليل تطبيقي من شركات مؤشر EGX 100	عنوان الدراسة
	استهدفت هذه الدراسة اختبار التأثير المحتمل للمخاطر المنتظمة على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم.	هدف الدراسة
	لتحقيق هدف هذه الدراسة اعتمد الباحث على عينة مكونة من (88) شركة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية لمدة 10 سنوات خلال الفترة من 2008 حتى 2017 وقد تم قياس الاحتفاظ بالنقدية من خلال اللوغاريتم الطبيعي للزيادة السنوية في مستوى الاحتفاظ بالنقدية بين المستوي الفعلي والمستوي المقدر، وتم قياس عوائد الأسهم من خلال نموذج Fama and French, 1993	منهجية الدراسة
	توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم كما توصلت إلى أن دراسة هذه العلاقة في حالة أخذ المخاطر المنتظمة في الاعتبار تؤدي إلى زيادة قوة هذه العلاقة وتزيد من القوة التفسيرية للنموذج ككل.	نتائج الدراسة
الدورية	القويزة، 2019	أسم الباحث
رسالة ماجستير غير منشورة	أثر مستوى النقدية المحتفظ بها وطبيعة النشاط على العائد السوقي للسهم في الشركات المساهمة العامة في الأردن.	عنوان الدراسة
	تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر النقدية المحتفظ بها على العائد السوقي للسهم في الشركات المساهمة العامة في الأردن.	هدف الدراسة
	لتحقيق هدف الدراسة اعتمد الباحث على عينة مكونة من 125 شركة لثلاث قطاعات، وهم شركات القطاع العقاري والخدمي والصناعي خلال الفترة من 2008 حتى 2018. تم قياس مستوى الاحتفاظ بالنقدية بقسمة النقدية وما في حكمها على إجمالي الأصول، وتم قياس العائد السوقي للسهم عن طريق قسمة التغير في سعر إغلاق السهم بنهاية السنة المالية عن سعر افتتاح السهم في بدايتها، مضافاً إليه التوزيعات النقدية لنفس السنة المالية وقسمة الناتج على القيمة السوقية لسعر افتتاح السهم في بداية الفترة المالية.	منهجية الدراسة
	أظهرت نتائج الدراسة بوجود أثر موجب للنقدية المحتفظ بها على العائد السوقي للسهم في كل من شركات قطاع الصناعة والخدمات، وعدم وجود ذلك الأثر بشركات قطاع العقارات.	نتائج الدراسة

## في ضوء الدراسات السابقة فإن:

- أن معظم هذه الدراسات وما توصلت إليها من نتائج أجريت في بيئات مختلفة عن البيئة المصرية.
- على الرغم من اهتمام العديد من الدراسات الأجنبية بموضوع البحث إلا أن هناك ندرة في الدراسات العربية والتي تناولت تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم.
- اتفقت الدراسات السابقة على استخدام مؤثران لقياس الاحتفاظ بالنقدية وهما: النقدية وما في حجمها إلى إجمالي الأصول أو النقدية وما في حكمها إلى صافي الأصول.

## 2- اشتقاق فروض البحث:

### أ - العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم.

وفي ضوء الدراسات الاختبارية، توصلت دراسة (Lam et al., 2015) لوجود علاقة موجبة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم، وهو ما يتفق مع ما توصلت إليه دراسة (Cao et al., 2017) وكذلك دراسة (إبراهيم، 2018) والتي توصلت لذات النتيجة في البيئة المصرية، في حين توصلت دراسة (Rashid et al., 2016) لعلاقة سالبة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم في الشركات الباكستانية، وبالتالي سيتم اختبار تلك العلاقة في البيئة المصرية من خلال صياغة الفرضية التالية.

**ف1:** لا توجد علاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم في الشركات المساهمة المصرية.

### ب- أثر هيكل الملكية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم.

في ضوء الدراسات السابقة نجد أن هناك تعارض في نتائج الدراسات السابقة ففي حين توصلت بعض الدراسات لوجود علاقة موجبة كدراستي (Cao et al., 2017: Lam et al., 2015) توصلت دراسة (Rashid et al., 2016) لعلاقة سالبة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم، كما أنها توصلت إلى أن تلك العلاقة تتوقف على مجموعة من المتغيرات الأخرى كحجم الشركة ونفقات البحوث والتطوير وغيرها وهذا ما يعني أن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم تتوقف على عوامل أخرى قد تكون منظمة لتلك العلاقة ونظراً لما أشارت إليه بعض الدراسات حول الدور الرقابي لهيكل الملكية وبالأخص أنماط (الملكية الإدارية والملكية المؤسسية وتشتمت الملكية / تركيز الملكية) وبالتالي سيتم اختبار الدور المنظم لهيكل الملكية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم من خلال صياغة الفرضية التالية.

**ف2:** لا يوجد أثر لهيكل الملكية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم في الشركات المساهمة المصرية، ويمكن تحقيق ذلك من خلال صياغة الفروض الفرعية التالية:

- لا يوجد أثر للملكية الإدارية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم في الشركات المساهمة المصرية.
- لا يوجد أثر للملكية المؤسسية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم في الشركات المساهمة المصرية.
- لا يوجد أثر لتشتت الملكية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم في الشركات المساهمة المصرية.

### القسم الثالث: الدراسة الإمبريقية:

هدفت البحث الحالي لدراسة أثر هيكل الملكية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم بالتطبيق على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، ويرجع ذلك إلى وجود تباين في نتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة الأساسية، وبعد تناول متغيرات البحث نظرياً فيما سبق حان وقت اختبارها إمبريقياً وذلك من خلال الخطوات التالية:

#### أولاً: تصميم الدراسة الإمبريقية:

في هذا القسم تم تصميم الدراسة الإمبريقية لدراسة واختبار أثر هيكل الملكية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم بالتطبيق على الشركات المساهمة المدرجة بالبورصة المصرية، وذلك خلال الفترة من عام 2014 حتى عام 2018، ولتحقيق هذا الهدف سوف يشتمل هذا المبحث على مجتمع وعينة البحث، مصادر الحصول على بيانات البحث والفترة التي يغطيها البحث، نموذج البحث، وتوصيف متغيرات البحث وطريقة قياسها، وذلك من خلال النقاط التالية:

#### أ- مجتمع وعينة البحث:

يتمثل مجتمع البحث في الشركات المساهمة المصرية المقيدة في سوق الأوراق المالية خلال الفترة من عام 2014 حتى عام 2018، وقد تم اختيار عينة البحث في ضوء توافر عدة اشتراطات وهي:

- أن تكون الشركة مسجلة ومتداول أسهمها ببورصة الأوراق المالية خلال فترة الدراسة.
- أن تتوفر لهذه الشركات قوائم مالية وتقارير سنوية منشورة.
- أن يتم استبعاد الشركات التي تنتمي لقطاعي البنوك والمؤسسات المالية من مجتمع البحث نظراً لطبيعة عملها وطبيعة تقاريرها المالية.

وفى ضوء التقسيم السابق لمجتمع البحث، فقد تم اختيار عينة ميسرة من تلك الشركات المقيدة والتي يبلغ حجمها (97) شركة (481 مشاهدة) موزعة على 14 قطاعاً اقتصادياً مختلفاً، وذلك خلال الفترة من 2014-2018، ويوضح الجدول رقم (4) التوزيع القطاعي لعينة البحث.

جدول رقم (4) التوزيع القطاعي لعينة البحث

م	القطاع	السنوات وعدد الشركات				
		2018	2017	2016	2015	2014
		عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات
1	الاتصالات	2	3	3	3	3
2	الاعلام	1	1	1	1	1
3	الأغذية والمشروبات	15	15	15	15	15
4	التشييد ومواد البناء	15	16	16	16	16
5	العقارات	14	14	14	14	14
6	التكنولوجيا	2	2	2	2	2
7	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	12	13	13	13	13
7	الرعاية الصحية والأدوية	8	8	8	8	8
9	السياحة والترفيه	3	4	4	4	4
10	المرافق	1	1	1	1	1
11	الموارد الأساسية	5	5	5	5	5
12	المنتجات المنزلية والشخصية	8	8	8	8	8
13	الكيمويات	5	5	5	5	5
14	الموزعون وتجار التجزئة	2	2	2	2	2
	إجمالي عدد شركات العينة النهائي	93	97	97	97	97
	عدد الشركات المقيدة بالبورصة المصرية <sup>(1)</sup>	220	222	222	221	214
	عدد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية	46	46	46	43	38
	عدد الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة	174	176	176	178	176
	نسبة شركات العينة إلى إجمالي الشركات غير المالية المقيدة	53.45 %	55.11 %	55.11 %	54.49 %	55.11 %

#### ب-مصادر الحصول على بيانات البحث:

تم الاعتماد بشكل كامل في الحصول على كافة البيانات اللازمة لإتمام البحث الحالي على شركة مصر لنشر المعلومات، موقع مباشر مصر، موقع البورصة المصرية، وقد تم الاعتماد على تلك المصادر للحصول على البيانات الخاصة بكافة شركات عينة البحث، وهي:

<sup>(1)</sup>المصدر: التقرير السنوي للبورصة المصرية عام 2018.

- (1) القوائم المالية لكل شركة.
- (2) التقرير السنوي لمجلس الإدارة.
- (3) تقرير إفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين.
- (4) البيانات الخاصة بالأسهم

### ج- نماذج البحث:

تم الاعتماد في اختبار فروض البحث على نماذج الانحدار التالية:  
النموذج الاول: تناول العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الاسهم:

$$SR_{i,t} = B_0 + B_1 CH_{i,t-1} + B_2 Size_{i,t-1} + B_3 LEV_{i,t-1} + B_4 ROA_{i,t-1} + E$$

حيث إن:

- $SR_{i,t}$ : عوائد الأسهم للشركة  $i$  للسنة  $t$ .
- $B_0$ : ثابت الانحدار.
- $B_1$ : معامل المتغير المستقل.
- $B_4 B_3 B_2$ : معاملات المتغيرات الرقابية
- $CH_{i,t-1}$ : الاحتفاظ بالنقدية للشركة  $i$  للسنة  $t-1$ .
- $Size_{i,t-1}$ : حجم الشركة  $i$  للسنة  $t-1$ .
- $LEV_{i,t-1}$ : الرفع المالي للشركة  $i$  للسنة  $t-1$ .
- $ROA_{i,t-1}$ : ربحية الشركة  $i$  للسنة  $t-1$ .
- $E$ : البواقي.

النموذج الثاني: أثر هيكل الملكية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الاسهم:

$$SR_{i,t} = B_0 + B_1 CH_{i,t-1} + B_2 MNOW_{i,t-1} + B_3 INSTOW_{i,t-1} + B_5 OWDIS_{i,t-1} + B_6 CH_{i,t-1} \\ * MNOW_{i,t-1} + B_7 CH_{i,t-1} * INSTOW_{i,t-1} + B_9 CH_{i,t-1} * OWDIS_{i,t-1} + B_{10} Size_{i,t-1} \\ + B_{11} LEV_{i,t-1} + B_{12} ROA_{i,t-1} + E$$

حيث إن:

- $SR_{i,t}$ : عوائد الأسهم للشركة  $i$  للسنة  $t$ .
- $B_0$ : ثابت الانحدار.
- $B_1 - B_5$ : معاملات المتغيرات المستقلة.
- $B_6 - B_9$ : معاملات الأثر التفاعلي.
- $B_{12} B_{11} B_{10}$ : معاملات المتغيرات الرقابية
- $CH_{i,t-1}$ : الاحتفاظ بالنقدية للشركة  $i$  للسنة  $t-1$ .

- الملكىة الإءارىة :  $MNOW_{i,t-1}$   
الملكىة المؤسسىة :  $INSTOW_{i,t-1}$   
تشئت الملكىة :  $OWDIS_{i,t-1}$   
الاءر الءفاعلى للملكىة الإءارىة والاءءافاظ بالئقءىة :  $CH_{i,t-1} * MNOW_{i,t-1}$   
الاءر الءفاعلى للملكىة المؤسسىة والاءءافاظ بالئقءىة :  $CH_{i,t-1} * INSTOW_{i,t-1}$   
الاءر الءفاعلى لئشئت الملكىة والاءءافاظ بالئقءىة :  $CH_{i,t-1} * OWDIS_{i,t-1}$   
ءءم الشركة  $i$  للسنة  $t-1$  :  $Size_{i,t-1}$   
الرفء المالى للشركة  $i$  للسنة  $t-1$  :  $LEV_{i,t-1}$   
ربءىة الشركة  $i$  للسنة  $t-1$  :  $ROA_{i,t-1}$   
:  $E$  البواقى.

#### ء-الءءرفف الإءراءى لمءءفرات البءء:

وبوضء الءءول الءالى الءءرففاة الإءراءىة لمءءفرات البءء.

#### ءءول رقم (5): الءءرففاة الإءراءىة لمءءفرات البءء

اسم المءءفر	رمز المءءفر	الءءرفف الإءراءى للمءءفرات	ءراساء اسءءءمء المءقفاس
<b>المءءفر الءابء</b>			
ءوانء الأسهم	SR	ىءم قفاسه من ءلال: العانء الكلى للسهم = (سعر السهم أءر الفءرة - سعر السهم أول الفءرة) + ءوزبعاء الأرباء سعر السهم أول الفءرة	شومان، 2021
<b>المءءفر المسءقل</b>			
الاءءافاظ بالئقءىة	CH	ىءم قفاسه من ءلال: الئقءىة وما فى ءءمها / صافى الأصول فى نهاءة الفءرة.	عبء الءللم، 2020
<b>المءءفرات المنظمة</b>			
الملكىة الإءارىة	MNOW	نسبة الأسهم المملوكة بواءة الإءارة العلىا أو الإءارة الءنفعىة ءاءل الشركة.	Mohd et al., 2015
الملكىة المؤسسىة	INSTOW	نسبة الأسهم المملوكة من قبل هىناء الاسءءمار.	Megginson, et al., 2014
تشئت الملكىة	OWDIS	نسبة أسهم الشركة المءاءة للءءاول للءمهور.	السبء، 2018
<b>المءءفرات الصابطة</b>			
ءءم الشركة	Size	اللوعارءم الءببعى لإءمالى أصول الشركة فى نهاءة العام.	إبراهىم، 2018
الرفء المالى للشركة	LEV	ىءم قفاسها بءسمة إءمالى الاءءراءاء على إءمالى الأصول فى نهاءة العام.	إبراهىم، 2018
ربءىة الشركة	ROA	ىءم قفاسها من ءلال معءل العانء على الأصول، وىءم اءءسابها من ءلال قسمة صافى الربء فى نهاءة العام على إءمالى الأصول.	Lam et al., 2015

## ثانياً: اختبارات فروض البحث وتحليل ومناقشة النتائج:

في هذا القسم من البحث سيتم تناول الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث، كما سيتم تناول الأساليب الإحصائية المستخدمة في البحث، ومن ثم عرض نتائج التحليل الإحصائي لنماذج الانحدار التي تم التوصل إليها بهدف اختبار فروض البحث واستخلاص النتائج على النحو التالي:

### 1- الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث:

يعرض الجدول رقم (6) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث ويشمل مقياس المتغير التابع وهو العائد الكلي للسهم، ومقياس المتغير المستقل وهو الاحتفاظ بالنقدية، والمتغير المنظم الخاص بأنماط هيكل الملكية، ومتغيرات الأثر التفاعلي لأنماط هيكل الملكية والاحتفاظ بالنقدية، بالإضافة إلى المتغيرات الضابطة (حجم الشركة، الرفع المالي، ربحية الشركة). وكانت النتائج كالاتي:

- بلغ متوسط العائد الكلي على السهم (0.16)، وانحراف معياري قدره (1.33)، كما بلغت أقل قيمة للمتغير (-0.96)، وبلغت أقصى قيمة للمتغير (25.12)، وذلك لعدد مشاهدات بلغ (481) مشاهدة.
- وتشير نتائج الإحصاءات الوصفية إلى أن متوسط الاحتفاظ بالنقدية بلغ (0.11)، وانحراف معياري (0.13)، كما بلغت أقل قيمة للمتغير (0.002)، وبلغت أقصى قيمة للمتغير (0.81)، وذلك لعدد مشاهدات بلغ (481) مشاهدة.
- بلغ متوسط الملكية الإدارية قيمة قدرها (0.25)، وانحراف معياري (0.31)، كما بلغ الحد الأدنى والأقصى لتشتت البيانات (0.00، 0.99) على التوالي، وذلك لعدد مشاهدات بلغ (481) مشاهدة.

جدول رقم (6): الاحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	أكبر قيمة	أقل قيمة	عدد المشاهدات	المتغيرات
المتغير التابع:					
1.33	0.16	25.12	-0.96	481	العائد الكلي للسهم
المتغير المستقل:					
0.13	0.11	0.81	0.002	481	الاحتفاظ بالنقدية
المتغيرات المنظمة:					
0.31	0.25	0.99	0.00	481	الملكية الإدارية
0.20	0.15	0.89	0.00	481	الملكية المؤسسية
0.23	0.39	1.00	0.01	481	تشنت الملكية
المتغيرات الضابطة:					
0.61	8.82	10.74	7.40	481	حجم الشركة "Size"
0.44	0.48	5.86	0.004	481	الرفع المالي "LEV"
0.14	0.05	0.48	-1.17	481	ربحية الشركة "ROA"

المصدر: نتائج التحليل الاحصائي باستخدام برنامج SPSS Ver.26

- كما بلغ متوسط الملكية المؤسسية قيمة قدرها (0.15)، وانحراف معياري (0.20)، كما بلغ الحد الأدنى والأقصى لتشتت البيانات (0.00، 0.89) على التوالي، وذلك لعدد مشاهدات بلغ (481) مشاهدة.
- كما بلغ متوسط تشتت الملكية قيمة قدرها (0.39)، وانحراف معياري (0.23)، كما بلغ الحد الأدنى والأقصى لتشتت البيانات (0.01، 1) على التوالي، وذلك لعدد مشاهدات بلغ (481) مشاهدة.
- ظهر المتغير الخاص بحجم الشركة (اللوجاريتم الطبيعي لأصول الشركة) بمتوسط بلغ (8.82)، وانحراف معياري قدره (0.61)، كما بلغ الحد الأدنى والأقصى لتشتت البيانات (7.40، 10.74) على التوالي، وذلك لعدد مشاهدات بلغ (481) مشاهدة.
- ظهر الرفع المالي أو المديونية بمتوسط حسابي (0.48)، وانحراف معياري قدره (0.44)، كما بلغ الحد الأدنى والأقصى لتشتت البيانات (0.004، 5.86) على التوالي، وذلك لعدد مشاهدات بلغ (481) مشاهدة.

- وأخيراً تظهر الإحصاءات الوصفية إلى أن متوسط ربحية الشركة أو معدل العائد على الأصول بلغ قدره (0.05)، وانحراف معياري بلغ قدره (0.14)، كما بلغت أقل قيمة للمتغير (-1.17)، وبلغت أقصى قيمة (0.48)، وذلك لعدد مشاهدات بلغ (481) مشاهدة.

## 2- الأساليب الإحصائية المستخدمة في البحث:

هذا وقد تم إجراء التحليل الإحصائي للبيانات التي تم تجميعها من خلال الاعتماد على الإصدار السادس والعشرين من الحقيبة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (The Statistical Package for the Social Sciences "SPSS, Version 26")، وذلك بهدف اختبار العلاقة بين المتغير التابع وجميع متغيرات البحث. وفيما يلي عرض نتائج الاختبارات والتحليل الإحصائي لنماذج البحث، وذلك على النحو التالي:

### أ- تحليل الارتباط:

تم استخدام مصفوفة الارتباط (correlation) لتحليل الارتباط بين متغيرات البحث، نظراً لكونها الأداة الأولية لاكتشاف الأزواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية، وبالنظر في الجدول رقم (8,7) والذي يبين نتائج تحليل الارتباط للنموذج الأول والثاني على الترتيب، وذلك على مستوى شركات عينة البحث يتضح التالي:

جدول رقم (7): نتائج تحليل الارتباط للنموذج الأول

المتغيرات	العائد الكلي للسهم	الاحتفاظ بالنقدية	حجم الشركة	الرافعة المالية	ربحية الشركة
العائد الكلي للسهم	1				
الاحتفاظ بالنقدية	-.010	1			
Sig	.832				
حجم الشركة	.035	-.084	1		
Sig	.439	.065			
الرافعة المالية	.019	.019	-.045	1	
Sig	.682	.676	.324		
ربحية الشركة	.064	.221**	.224**	-.652**	1
Sig	.160	.000	.000	.000	

\*\* ارتباط معنوي عند مستوي معنوية 1%.

جدول رقم (8): نتائج تحليل الارتباط للنموذج الثاني

الرافعة المالية	حجم الشركة	تشنت الملكية والاحتفاظ بالنقدية	الملكية المؤسسية والاحتفاظ بالنقدية	الملكية الإدارية والاحتفاظ بالنقدية		تشنت الملكية	الملكية المؤسسية	الملكية الإدارية	الاحتفاظ بالنقدية	العائد الكلي للسهم	المتغيرات
										1	العائد الكلي للسهم
									1	-.010	الاحتفاظ بالنقدية
										.832	sig
								1	-.023	.063	الملكية الإدارية
									.620	.169	sig
							1	.124**	.129**	-.002	الملكية المؤسسية
								.006	.004	.972	sig
						1	-.106*	-.068	-.071	-.074	تشنت الملكية
							.020	.134	.119	.107	sig
				1		-.048	.189**	.534**	.518**	.003	الملكية الإدارية والاحتفاظ بالنقدية
						.293	.000	.000	.000	.949	sig
			1	.442**		-.130**	.583**	.095*	.608**	.000	الملكية المؤسسية والاحتفاظ بالنقدية
				.000		.004	.000	.038	.000	.994	sig
		1	.290**	.362**		.392**	.015	-.028	.712**	-.019	تشنت الملكية والاحتفاظ بالنقدية
			.000	.000		.000	.741	.534	.000	.674	sig
	1	-.222**	-.052	.013		-.274**	-.007	.091*	-.084	.035	حجم الشركة
		.000	.256	.772		.000	.870	.045	.065	.439	sig
1	-.045	-.033	-.136**	-.027		-.236**	-.124**	-.070	.019	.019	الرافعة المالية
	.324	.469	.003	.551		.000	.006	.125	.676	.682	sig
-.652**	.224**	.094*	.331**	.139**		-.034	.175**	.082	.221**	.064	ربحية الشركة
.000	.000	.040	.000	.002		.463	.000	.072	.000	.160	sig

\*\* ارتباط معنوي عند مستوى معنوية 1%.  
\* ارتباط معنوي عند مستوى معنوية 5%.

## ب- تحليل الانحدار Regression analysis:

تم دراسة مشاكل القياس التي يمكن أن يتعرض لها نماذج الانحدار الخطي، وذلك حتى لا تتهدد صحة نتائج اختبارات فروض البحث ومن اهم تلك المشاكل ما يلي:

### ■ الارتباط الذاتي بين الأخطاء: Autocorrelation:

تنشأ هذه المشكلة نتيجة لوجود علاقة ارتباط بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث أنه من ضمن الافتراضات الهامة لنموذج الانحدار المتعدد استقلال الأخطاء عن بعضها البعض فوجود خطأ في مشاهدة معينة يجب ألا يؤثر على الأخطاء في المشاهدات الأخرى وقد تم استخدام اختبار Durbin-Watson للكشف عن مدى وجود هذه المشكلة من عدمه، حيث وجود هذه المشكلة يؤدي إلى التشكيك في صحة النتائج، وتوصل إلى أن قيم المعاملات (1.84، 2.061) لنموذج الانحدار الأول والثاني على الترتيب. وبالكشف عنه في جدول Durbin-Watson وجد أنه لا يوجد ارتباط ذاتي في ظل هذا المعامل لكل نموذج من نماذج الانحدار المقدر.

### ■ مشكلة الازدواج الخطي Multi-Collnearity:

تنشأ هذه المشكلة إذا كانت هناك علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة المكونة لنماذج الانحدار وبعضها البعض، وقد تم التحقق من مدى وقوع النماذج المقدر في مشكلة الازدواج الخطي من خلال قياس معامل التضخم ("VIF" Variance Inflation Factor) فوجد أن كل قيم معامل التضخم "VIF" لمتغيرات نموذج الانحدار المقدر لم تتجاوز الـ 10 حيث بلغت أقصى قيمة لمعامل التضخم (2.108) في جميع النماذج المستخدمة، وهو ما يعني عدم وقوع النماذج المقدر في هذه المشكلة من مشاكل القياس.

## 3-نتائج البحث:

يمكن عرض نتائج الاختبارات كما يلي:

### أ. تحليل علاقة الاحتفاظ بالنقدية بعوائد الأسهم:

أظهرت نتائج تشغيل نموذج الانحدار الخطي المتعدد بطريقة "Enter Regression" الموضحة بالجدول رقم (9) والخاص باختبار العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم كما يلي:

جدول رقم (9): نتائج الانحدار المتعدد لاختبار النموذج الاول

VIF	معنوية (دلالة) معاملات الانحدار		الخطأ المعياري Std.Error	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات المفسرة
	Sig.	(t)			
1.141	.357	-0.922	0.506	-0.466	الاحتفاظ بالنقدية للشركة
1.107	.945	0.069	0.104	0.007	حجم الشركة
1.885	.021	2.752	0.129	0.355	الرفع المالي للشركة
2.108	.024	2.267	0.647	1.466	ربحية الشركة
معامل التحديد R <sup>2</sup> = 0.283			** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1%.		
معامل التحديد المعدل R <sup>2</sup> = 0.094			* الفروق دالة عند مستوى معنوية 5%.		
دلالة F = 0.000			قيمة F المحسوبة = 11.57217		
قيمة اختبار Durbin-Watson = 1.84			عدد المشاهدات (ن) = 481 مشاهدة.		

المصدر: نتائج التحليل الاحصائي باستخدام برنامج SPSS ver.26

من نتائج تحليل الانحدار المتعدد بالجدول السابق يتضح ما يلي:

- النموذج المقدر خالي من أية مشاكل قياس تؤثر في نتائجه.
- النموذج المقدر معنوي إحصائياً حيث أظهر اختبار F أنه دال إحصائياً عند مستوى معنوية 5%.
- بلغ معامل التحديد المعدل 9.4% وهو ما يعني تفسير المتغيرات المستقلة والضابطة (الاحتفاظ بالنقدية، حجم الشركة، الرفع المالي، وربحية الشركة) تساهم في التأثير على عوائد الأسهم بمقدار 9.4% والباقي يرجع لعوامل أخرى لم يتضمنها نموذج الانحدار.
- كما بلغ اختبار Durbin-Watson قيمة قدرها 1.84 أي أن  $4-du \leq D.W \leq du$  لذا نقبل الفرض الصفري أي لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي.
- كما اتضح أن اختبار فترات Tolerances أو معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) للمتغيرات المستقلة كانت جميع قيم (VIF) أقل من 5 مما يعني عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات.
- وتشير النتائج إلى وجود علاقة غير دالة إحصائياً سالبة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم، ويتضح ذلك من نتيجة اختبار T والتي بلغت (-0.922) وقد بلغت دلالة الاختبار (Sig= 0.357) وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% وهو ما يعني عدم وجود دلالة إحصائية ومعنوية، كما بلغت

- قيمة معامل الانحدار (-0.466) وهو ما يشير إلى أن العلاقة سالبة، وهذا يعني أن زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية يخفض من عوائد الأسهم. ويمكن تفسير ذلك بأن زيادة الاحتفاظ بالنقدية يعمل على تخفيض المركز المالي للشركة وبالتالي دخولهم في استثمارات جيدة، مما ينعكس على انخفاض العائد الذي يطلبونه مقابل استثمارهم في الشركة أو بمعنى آخر تخفيض عوائد الأسهم.
- كما تبين وجود علاقة غير دالة إحصائياً موجبة بين حجم الشركة وعوائد الأسهم حيث أشار اختبار T إلى أن حجم الشركة له تأثير غير معنوي إحصائياً على عوائد الأسهم، ويتضح ذلك من نتيجة اختبار T والتي بلغت (0.069) وقد بلغت دلالة الاختبار (Sig= 0.945) وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% وهو ما يعني عدم وجود دلالة احصائية ومعنوية، كما بلغت قيمة معامل الانحدار (0.007) وهو ما يشير إلى أن العلاقة موجبة، وهذا يعني أن زيادة حجم الشركة يزيد من عوائد الأسهم. ويمكن تفسير ذلك بأن زيادة حجم الشركة يعمل على زيادة رأس مال الشركة وبالتالي دخولهم في استثمارات جيدة، مما ينعكس على زيادة عوائد الأسهم.
- كما أظهرت النتائج وجود علاقة معنوية موجبة بين الرفع المالي للشركة وعوائد الأسهم، حيث أشار اختبار T إلى أن الرفع المالي للشركة له تأثير معنوي إحصائياً على عوائد الأسهم، ويتضح ذلك من نتيجة اختبار T والتي بلغت (2.752) وقد بلغت دلالة الاختبار (0.021) (Sig= وهي أقل من مستوى المعنوية 5% وهو ما يعني وجود دلالة احصائية ومعنوية، كما بلغت قيمة معامل الانحدار (0.355) وهو ما يشير إلى أن العلاقة موجبة، وهذا يعني أن زيادة الرفع المالي للشركة يرفع من عوائد الأسهم. ويمكن تفسير ذلك بأن زيادة الرفع المالي للشركة يعمل على تحسين الوضع التنافسي للشركة، مما ينعكس على زيادة عوائد الأسهم.
- كما تشير النتائج إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين ربحية الشركة وعوائد الأسهم حيث أشار اختبار T إلى أن ربحية الشركة لها تأثير معنوي إحصائياً على عوائد الأسهم ويتضح ذلك من نتيجة اختبار T والتي بلغت (2.267) وقد بلغت دلالة الاختبار (Sig=0.024) وهي أقل من مستوى المعنوية 5% وهو ما يعني وجود دلالة احصائية ومعنوية، كما بلغت قيمة معامل الانحدار (1.466) وهو ما يشير إلى أن العلاقة موجبة، وهذا يعني أن زيادة ربحية الشركة يساهم في زيادة عوائد الأسهم. ويمكن تفسير ذلك بأن زيادة ربحية الشركة يعتبر مؤشر على الاستقرار المالي للشركة، مما يؤدي إلى زيادة مؤشر الكفاءة المالية للشركة، وبالتالي تحسين الوضع الاستثماري لها، مما ينعكس على زيادة عوائد الأسهم.

ب. تحليل الأثر التفاعلي لأنماط هيكل الملكية والاحتفاظ بالنقدية على عوائد الأسهم:

أظهرت نتائج تشغيل نموذج الانحدار الخطي المتعدد بطريقة "Enter Regression" الموضحة بالجدول رقم (10) والخاص باختبار أثر أنماط هيكل الملكية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم كما يلي:

جدول رقم (10): نتائج الانحدار المتعدد لاختبار النموذج الثاني

VIF	معنوية (دلالة) معاملات الانحدار		الخطأ المعياري Std.Error	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات المفسرة
	Sig.	(t)			
5.197	.487	-.696	1.082	-0.753	الاحتفاظ بالنقدية
1.723	.179	1.346	.253	.341	الملكية الإدارية
1.758	.771	-.291	.408	-.118	الملكية المؤسسية
1.929	.207	-1.263	.362	-.458	تشنت الملكية
2.375	.508	-.662	1.496	-.990	الأثر التفاعلي للملكية الإدارية والاحتفاظ بالنقدية
3.089	.961	.049	2.276	.113	الأثر التفاعلي للملكية المؤسسية والاحتفاظ بالنقدية
3.701	.425	.799	1.980	1.582	الأثر التفاعلي لتشنت الملكية والاحتفاظ بالنقدية
1.207	.841	-.201	.109	-.022	حجم الشركة "Size"
2.091	.151	1.438	.200	.287	الرفع المالي "LEV"
2.247	.046*	1.998	.669	1.337	ربحية الشركة "ROA"
معامل التحديد $R^2 = 0.020$			** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1%.		
معامل التحديد المعدلة $R^2 = 0.004$			* الفروق دالة عند مستوى معنوية 5%.		
دلالة F = 0.460			قيمة F المحسوبة = 0.979		
قيمة اختبار Durbin-Watson = 2.061			عدد المشاهدات (ن) = 481 مشاهدة.		

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS Ver.26

من نتائج تحليل الانحدار المتعدد بالجدول السابق يتضح ما يلي:

- النموذج المقدر خالي من أية مشاكل قياس تؤثر في نتائجه.
- النموذج المقدر معنوي إحصائياً حيث أظهر اختبار F أنه دال إحصائياً عند مستوى معنوية 5%.

- بلغ معامل التحديد المعدل 0.004% وهو ما يعني تفسير المتغيرات المستقلة والمتغيرات المنظمة والضابطة تساهم في التأثير على عوائد الأسهم بمقدار 0.4% والباقي يرجع لعوامل اخري لم يتضمنها نموذج الانحدار.
- كما بلغ Durbin-Watson قيمة قدرها 2.061 أي أن  $4 - du \leq D.W \leq du$  لذا نقبل الفرض الصفري أي لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي.
- كما اتضح أن اختبار فترات Tolerances أو معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) للمتغيرات المستقلة كانت جميع قيم (VIF) أقل من 10 مما يعني عدم وجود مشكلة الازدواج الخطى بين المتغيرات.
- وتشير النتائج إلى وجود علاقة غير دالة إحصائياً سالبة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم، ويتضح ذلك من نتيجة اختبار T والتي بلغت (-0.696) وقد بلغت دلالة الاختبار (Sig=0.487) وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% وهو ما يعني عدم وجود معنوية، كما بلغت قيمة معامل الانحدار (-0.753) وهو ما يشير إلى أن العلاقة سالبة، وهذا يعني أن زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية يخفض من عوائد الأسهم. ويمكن تفسير ذلك بأن زيادة الاحتفاظ بالنقدية يعمل على تخفيض المركز المالي للشركة وبالتالي دخولهم في استثمارات غير جيدة، مما ينعكس على انخفاض العائد الذي يطلبونه مقابل استثمارهم في الشركة أو بمعنى آخر تخفيض عوائد الأسهم.
- وتشير النتائج إلى أن كل من متغيرات أنماط هيكل الملكية (الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، وتشتت الملكية) ليس لها علاقة بعوائد الأسهم، حيث بلغت دلالة الاختبار لهم (0.179، 0.771، 0.207) على الترتيب وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% وهو ما يعني أنه لا يوجد علاقة معنوية لهذه المتغيرات على عوائد الأسهم. وقد يرجع ذلك إلى أن أنماط هيكل الملكية ليس لها أثر مباشر على عوائد الأسهم وهذا الأثر السلبي غير المعنوي قد يرجع إلى أن تشتت الملكية أو تركزها قد يؤثر بالسلب على التوجهات المستقبلية للشركة، على عكس ما يحدث في حالة الملكية الإدارية التي أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة غير معنوية بينها وبين عوائد الأسهم نتيجة وجود استقرار إداري وبالتالي وجود خطط مستقبلية لتحسين الوضع المالي والتنافسي للشركة مما ينعكس على زيادة عوائد الأسهم.

- كما تشير النتائج إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين ربحية الشركة وعوائد الأسهم حيث أشار اختبار T إلى أن ربحية الشركة لها تأثير معنوي إحصائياً على عوائد الأسهم ويتضح ذلك من نتيجة اختبار T والتي بلغت (1.998) وقد بلغت دلالة الاختبار (Sig=0.046) وهي أقل من مستوى المعنوية 5% وهو ما يعني وجود دلالة احصائية ومعنوية، كما بلغت قيمة معامل الانحدار (1.337) وهو ما يشير إلى أن العلاقة موجبة، وهذا يعني أن زيادة ربحية الشركة يساهم في زيادة عوائد الأسهم. ويمكن تفسير ذلك بأن زيادة ربحية الشركة يعتبر مؤشر على الاستقرار المالي للشركة، مما يؤدي إلى زيادة مؤشر الكفاءة المالية للشركة، وبالتالي تحسين الوضع الاستثماري لها، مما ينعكس على زيادة عوائد الأسهم.

**ومن خلال نتائج تحليل الانحدار السابق عرضها يمكن التوصل إلى ما يلي:**

- قبول الفرض الأول للدراسة، حيث توصلت النتائج إلى عدم وجود علاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الاسهم.
- قبول الفرض الثاني للدراسة، حيث توصلت النتائج إلى عدم وجود أثر للملكية الإدارية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الاسهم.
- قبول الفرض الثالث للدراسة، حيث توصلت النتائج إلى عدم وجود أثر للملكية المؤسسية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الاسهم.
- قبول الفرض الرابع للدراسة، حيث توصلت النتائج إلى عدم وجود أثر لتشتت الملكية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الاسهم.

**أفكار مستقبلية مرتبطة بمتغيرات البحث:**

- العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم في ظل الأزمات المالية.
- تأثير عدم تماثل المعلومات على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم.
- تأثير القيود المالية على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم.

## قائمة المراجع

### المراجع العربية:

- إبراهيم، فريد محرم فريد (2018)، "المخاطرة غير المنتظمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم: دليل تطبيقي من شركات مؤشر EGX 10"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 22، العدد 4، ص ص: 760-823.
- أبو عمرو، سالم أسعد مسلم (2014)، "العلاقة بين مكاسب وخسائر القيمة العادلة والعوائد السوقية للأسهم في ظل الحاكمية المؤسسية: دراسة تطبيقية على المصارف المحلية الفلسطينية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة.
- أحمد، محيي الدين أحمد محمد (2009)، "أثر هيكل الملكية والرقابة في الشركات المساهمة على الإفصاح المحاسبي: دراسة تحليلية تطبيقية"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية.
- البياز، ماجد مصطفى على والتمامي، اسامة علي (2020)، "أثر الاحتفاظ بالنقدية على توقيت إصدار تقرير المراجعة في ضوء المحددات المالية والاقتصادية: أدلة دولية مقارنة ونظام معلوماتي مقترح"، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، المجلد 2، العدد 1، ص ص: 373-456.
- الحناوي، السيد محمود (2019)، "أثر الملكية على جودة التقارير المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد 1، ص ص: 66-114.
- السايع، فريدة (2014)، "محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم، دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2010-2012"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر.
- السيبي، بداح محسن (2012)، "العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط.
- السمادوني، حماده فتح الله محمد (2020)، "أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على مستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر غير المالية- مع دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة كفر الشيخ.
- السيد، محمد صابر حمودة (2018)، "أثر أنماط هيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية"، الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 22، العدد 8، ص ص: 1443-1523.

الفوقزة، عمر مصطفى جبر (2019)، "أثر مستوى النقدية المحتفظ بها وطبيعة النشاط على العائد السوقي للسهم في الشركات المساهمة العامة في الأردن"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، الأردن.

المليجي، هشام حسن عواد (2010)، "أثر هيكل الملكية المركزة على المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية بالتطبيق على الشركات العائلية في مصر"، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة حلوان، العدد. 4، ص ص: 13-59.

النعمي، عدنان تايه والتميمي، أرشد فؤاد (2009)، الإدارة المالية المتقدمة، اليازوري للطباعة والنشر، عمان، الأردن.

بلال، السيد حسن سالم (2017)، "العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها – دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد. 21، العدد. 7، ص ص: 200-248.

حداد، رويده حنا إبراهيم (2017)، "أثر الحاكمية المؤسسية وهيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وانعكاسها على قيمة الشركة: دراسة ميدانية على الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن.

حنفي، عبد الغفار (2007)، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات وثائق الاستثمار والخيارات"، الدار الجامعية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.

خضر، هنا عبد الحميد عبد الحميد (2014)، "أثر هيكل الملكية على مستوى التحفظ المحاسبي في القوائم المالية: دراسة ميدانية على الشركات المصرية المقيدة بالبورصة"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.

دبابنه، تامر (2009)، "العلاقة بين مكاسب وخسائر القيمة العادلة غير المحققة والعوائد السوقية لأسهم البنوك التجارية الأردنية في ظل الحاكمية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، عمان، الأردن.

زلط، علاء عاشور عبد الله (2019)، "دراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومستوى الإحتفاظ بالنقدية وإنعكاساتها على تقلبات أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد. 4، ص ص: 48-99.

شومان، آية مجدي عبد اللطيف محمود (2021)، "قدرة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية في تفسير عوائد الأسهم خلال فترة الأزمات: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

عبد الحلیم، یاسمین إسماعیل محمد (2020)، "العلاقة بین إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية والاحتفاظ بالنقدية: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

عصام، حسین (2008)، أسواق الأوراق المالية البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

عفیفي، هلال عبد الفتاح (2015)، "أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، المجلد 29، العدد 4، ص ص: 51-118.

علوان، قاسم نايف (2009)، إدارة الاستثمار بین النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

هلال، أحمد كمال بیومي (2012)، "أثر هيكل الملكية وخصائص لجنة المراجعة على ممارسات إدارة الأرباح: دراسة ميدانية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة.

**المراجع الأجنبية:**

- Abuzant, A. A., (2015). "The Effect of Corporate Governance Mechanisms and Cash Holdings on the Firm's Value: An Empirical Study on Manufacturing Companies Listed on the Amman Stock Exchange", Masterthesis. Yarmouk University.
- Adnan, A. and Hossain, A., (2016). "Impact of M&A announcement on acquiring and target firm's stock price: An event analysis approach", International Journal of Finance and Accounting, Vol. 5, N. 5, PP: 228-232.
- Agrawal, A. and Mandelker, G. N., (1990). "Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments", The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 25, N. 2, PP: 143-161.
- Akben-Selcuk, E. and Sener, P., (2020). "Cash Holdings and Corporate Governance: Evidence from Turkey", Corporate Governance Models and Applications in Developing Economies, PP: 133-161.
- Aktas, N., Louca, C. and Petmezas, D., (2019). "CEO overconfidence and the value of corporate cash holdings", Journal of Corporate Finance, Vol. 54, PP: 85-106.

- Ali, A. Chen, T., and Radhakrishnan, S., (2007). Corporate disclosures by family firms, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 44, PP: 238-286.
- Anderson, C. W., Jandik, T. and Majhija, A. K., (2001). "Determinants of Foreign Ownership in Newly Privatized Companies in Transition Economies", *The Financial Review*, Vol. 37, PP: 161-176.
- Ayadi, W. M. and Boujelbène Y., (2014). "The relationship between ownership structure and earnings quality in the French context", *International Journal of Accounting and Economics Studies*, Vol. 2, N. 2, PP:80-87.
- Bates, T., Kahle, K. and Stulz, R., (2009). "Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash Than They Used to?", *The Journal of Finance*, Vol. 64, N. 5, PP: 1985-2021.
- Bhaumik, S. and Gregoriou, A., (2010). "Family Ownership, Tunnelling and Earnings Management: A Review of the Literature", *Journal of Economic Surveys*, Vol. 24, N. 4, PP: 705-730.
- Bhuiyan, M. B. U. and Hooks, J., (2019). "Cash holding and over-investment behavior in firms with problem directors", *International Review of Economics & Finance*, Vol. 61, PP: 35-51.
- Bick, P., Orlova, S. and Sun, L. (2018). "Fair Value Accounting and Corporate Cash Holdings", *Advances in Accounting*, Vol. 40, PP: 98-110.
- Bricker, R. and Markarian, G., (2015). "Institutional Investors and Insider Trading Profitability", *European Accounting Review*, Vol. 24, N. 3, PP: 495–518.
- Busta, I., Sinani. E., and Thomsen, S., (2014). "Ownership Concentration and Market Value of European Banks", *Journal of Management & Governance*, Vol. 18, N. 1, PP: 159-183.
- Cao, C. X., Chen, C. and Yau, J., (2017). " Corporate Cash Holdings, Stock Returns, and Firm Expected Uncertainty", Working Paper, PP: 1-41.
- Chen, Y. R., Ho, K. Y. and Yeh, C. W., (2020). "CEO overconfidence and corporate cash holdings", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 63, PP: 101-127.

- Das, S. and Goel, U., (2019). "Determinants of Excess and Deficit Cash Holdings of Firms: Evidence from Emerging Market", *Global Business Review*, Vol. 13, PP: 97-118.
- Dyck, A., and Zingales, L., (2004). "Private benefits of control: An international comparison", *Journal of Finance*, Vol. 59, PP: 537-600.
- Edwards, J. and Weichenrieder, A. J., (2009). "Control Rights, Pyramids, and the Measurement of Ownership Concentration", *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 72, N. 1, PP: 489-508.
- Ensign, R. and Ng, S., (2016). "Law firms' accounts pose money-laundering risk", *the wall street journal*, available at: <https://www.wsj.com/articles/law-firms-accounts-pose-money-laundering-risk-1482765003>.
- Gangandhar, v. and Babu, R. G., (2006). "Investment Management", *anmol palications, PVT. LTD.*
- Gitman. L. J., (2000). "Principles of Managerial Finance", Tenth Edition, USA.
- Gu, T., (2017). "US Multinationals and Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 125, N. 2, PP: 344-368.
- Gulzani, M., (2017). "The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings in an Oil Rich Country: Evidence from Kingdom of Saudi Arabia", *Borsa Istanbul Review*, Research and Business Development Department, Vol. 17, N. 3, PP: 133-143.
- Koh, P., (2003). "On The Association Between Institutional Ownership and Aggressive Corporate Earnings Management in Australia", *The British Accounting Review*, Vol. 35, N. 2, PP: 105-128.
- Lam, F. Y., Ma, T., Wang, S. and Wei, K. C., (2015). "On the Positive Relation between Cash Holdings and Stock Returns", *Working Paper*, PP: 1-21.
- Liu, L., (2009). "Government Ownership and Earnings Informativeness", *working paper*, available at <http://www.ssrn.com/abstract=1471089>.
- Megginson, W., Ullah, B. and 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.

- Mohd, K., Latif, R. and Saleh, I., (2015). "Institutional Ownership and Cash Holding", *Indian Journal of Science and Technology*, Vol. 8, N. 32, PP: 1-6.
- Ogundipe, L., Ogundipe, S and Ajao, S., (2012). "Cash holding and firm characteristics: evidence from Nigerian emerging market", *Journal of business, economics & finance*, Vol. 1, N. 2, PP: 45-58.
- Omran, M., (2004). "Performance Consequences of Privatizing Egyptian State-Owned Enterprises: The of Post- Privatization Ownership Structure on Firm Performance", *Multinational Finance Journal*, Vol. 8, N. 1-2, PP: 73-114.
- Ozkan, A. and Ozkan, N., (2004). "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28, N. 9, PP: 2103-2134.
- Pieper, T. M., Klein, S. B. and Jaskiewicz, P., (2008). "The impact of goal alignment on board existence and top management team composition: Evidence from family influenced businesses", *Journal of Small Business Management*, Vol. 46, N. 3, PP: 372-394.
- Rashid, M. K., Ullah, S. and Ali, S., (2016). "The Effect of Corporate Cash Holdings on Stock Returns", *Arabian J Bus Manag Review*, Vol 0 6, N. 6, PP:2-9.
- Scott, W. R., (2003). "Financial Accounting Theory", 3rd. Prentice Hall, Inc.
- Stergiou, V., (2011), "The Complex Relationship of Concentrated Ownership Structure and Corporate Governance", Thesis of PhD., The London School of Economics and Political Science.
- Upadhyay, D., Bhargava, R., and Faircloth, D., (2014). "Board structure and role of monitoring committees", *Journal of Business Research*, Vol. 67, N. 7, PP: 1486-1492.
- Zeitun, R. and Tian, G., (2007). "Does Ownership Affect a Firm's Performance and Default Risk in Jordan?", *Corporate Governance*, Vol. 7, N. 1, PP: 66-82.

## **Abstract**

This research aims to test and study the impact of ownership structure patterns on the relationship between cash holding and stock returns in the Egyptian environment. In measuring stock returns, the researcher depended on the total return on a share, and three types of ownership structures were used: administrative ownership, institutional ownership, and dispersal of ownership. To achieve the objectives of this study, the researcher relied on a sample of non-financial joint stock companies registered on the Egyptian Stock Exchange consisting of 97 companies with a number of (481 views) during the period from 2014-2018. The test results using multiple regression model showed that there is no statistically significant relationship between cash Holding and stock returns, and also indicate that there is no interactive effect between (administrative ownership, institutional ownership, and dispersal of ownership) and cash Holding on stock returns in the Egyptian environment.

**Key Words:** Stock Returns, Cash Holding, Ownership Structure