



جامعة
الزقازيق
كلية التجارة
قسم المحاسبة

العلاقة بين إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية والاحتفاظ بالنقدية " دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية "

رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

إعداد الباحثة
ياسمين إسماعيل محمد عبد العليم

تحت إشراف

الأستاذ الدكتور
أحمد محمد صلاح عطية
أستاذ المحاسبة
كلية التجارة - جامعة الزقازيق

١٤٤١هـ - ٢٠٢٠م

ملخص (Abstract)

يهدف هذا البحث إلى دراسة العلاقة بين إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية والنقدية المحتفظ بها، من خلال الإجابة عن التساؤل التالي: ما العلاقة بين إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية والنقدية المحتفظ بها؟ ومن أجل اختبار فرضية البحث، تم الاستعانة بمقياس للنقدية المحتفظ بها وهو نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول في نهاية الفترة. بالإضافة إلى ذلك، تم الاعتماد على نموذج التلاعب في النفقات الاختبارية لقياس إدارة الأنشطة الحقيقية. وقد قامت الباحثة باختبار فرضية البحث على عينة مكونة من ٩٢ شركة (٤٥٦ مشاهدة) مقيدة بالبورصة المصرية وتنتمي إلى قطاعات غير مالية في الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨ وباستخدام نموذج تحليل الانحدار المتعدد، يوفر البحث دليلاً اختبارياً على أن إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية على علاقة موجبة بالنقدية المحتفظ بها في الشركات المساهمة المصرية، بمعنى أنه في ظل ارتفاع إدارة الأنشطة الحقيقية يتزايد الاحتفاظ بالنقدية.

الكلمات الدالة: إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية، الاحتفاظ بالنقدية، حوكمة

الشركة.

مقدمة ومشكلة الدراسة:

إن مسألة الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية أصبحت أمراً شائعاً بين وسائل الإعلام والأكاديميين، فقد أكدت دراسة (Bates et al, 2009) أن الشركات تحتفظ بمستويات لا مثيل لها من النقدية. حيث إن النقدية تعتبر من أهم وأكثر الأصول المتداولة سيولة وأقلها ربحاً (Safdar, 2017). 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، مواجهة مخاطر التقلبات غير المتوقعة، وكذلك توزيعات الأرباح (Bick et al., 2018).

وتقوم الشركات باتخاذ قرار الاحتفاظ بالنقدية بهدف تخفيض تكاليف المعاملات والتحوط ضد قصور النقدية في المستقبل، بالإضافة إلى منفعتين رئيسيتين من الاحتفاظ بالنقدية يرتبطان بدافعين وهما:

- دافع المعاملة: والذي يدفع الشركات إلى الاحتفاظ بالنقدية لتجنب التخلص من الأصول في حالة احتياجهم العاجل للنقدية، أو تخفيض تكاليف معاملات التمويل (Kenynes, 1936).

- دافع الحماية: والذي يدفع الشركات إلى الاحتفاظ بالنقدية لعدم فقد فرص استثمارية مريحة للشركات نتيجة قصور النقدية في المستقبل (Rizeanu, 2011).

ونتيجة لما سبق فقد تم استنتاج أن الشركات الغنية نقداً لديها تدفقات نقدية عرضة للمخاطر، وتكاليف تمويل خارجية مرتفعة، وفرص نمو قوية، وأرباح أكثر تقلباً (Kim et al., 1999; opler et al., 1998). ومن خلال تحقيق التوازن بين المنافع والتكاليف الحديثة يتم تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية وذلك وفقاً لنظرية المفاضلة الساكنة (Dittmar, 2003).

وقد قامت دراسة (Jensen, 1986) بمحاولة استكشاف ما إذا كانت تعارضات الوكالة التي تحدث بين الوكيل (الإدارة) والأصيل (المساهمين) تؤثر على كل من ارتفاع مستويات النقدية المحتفظ بها و تقييم النقدية. وأن سبب تعارضات الوكالة والاحتفاظ بالنقدية هي قيام

المديرين بإنفاق المزيد من النقدية على عمليات الشراء و النفقات الرأسمالية وإنفاق نقدية أقل على عمليات البحث والتطوير (Harford et al., 2008). وقد أوضحت بعض الدراسات أن العلاقة بين تعارضات الوكالة والاحتفاظ بالنقدية متباينة وأن بعض الشركات تستخدم هيكل الحوكمة للحد من عدم كفاءة المديرين في استخدام النقدية وبالتالي التخفيف من حدة تعارضات الوكالة (Greiner, 2013).

وقد أوضحت دراسة (Jensen, 1986) أن الزيادة في إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية قد جذبت الانتباه كمشكلة وكالة، وذلك بسبب اهتمام الأطراف الخارجية والداخلية للشركة بأرقام الربح لأسباب مختلفة، فبالنسبة للأطراف الخارجية كالمقرضين يهتمون بأرقام الربحية بهدف تقييم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، و المستثمرين يهتمون بأرقام الربحية بهدف تقييم الصحة المالية للشركة بالإضافة إلى ضمان عوائد مرضية لاستثماراتهم، في حين أن الحكومة تهتم بأرقام ربحية الشركات بهدف ضمان تدفق الحصيلة الضريبية للخزينة العامة، ومن ناحية أخرى تهتم الأطراف الداخلية كالإدارة برقم الربح باعتبارها الدليل المرئى على كفاءة وقدرة الشركة على النجاح (Cupertino et al., 2015).

وقد أشارت دراسة (Xu et al., 2007) أنه نتيجة لاهتمام أصحاب المصالح الداخلية والخارجية للشركة بأرقام الربحية ومحاولة قيام المديرين التنفيذيين بتلبية توقعات المحللين والمحافظة على معدلات نمو الدخل وضمان استقراره من التقلبات الاقتصادية و محاولة تجنب الخسائر، فإن هذا يدفع المديرين إلى الإنخراط في إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية عن طريق تغير الأداء الاقتصادى الفعلى وما يترتب عليه من زيادة المحتوى المعلوماتى للتقارير المالية، وقد أضافت دراسة (Cohen et al., 2008) أن عملية إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية أصبحت مكلفة بسبب قيام المديرين بتغيير العمليات الأساسية التى تؤثر على التدفقات النقدية بشكل مباشر بسبب محاولة إخفاء الأداء الحقيقى للشركة من أجل تحقيق أهداف التقارير المالية.

ووفقاً لنتائج دراسة (Graham et al., 2005) الاستقصائية فإن المدير المالى يسعى إلى تحقيق أهداف الأرباح بسبب اعتقاد المديرين أن المساهمين يركزون أكثر على الأرباح

قصيرة الأجل أكثر من التركيز على التدفقات النقدية، وبالتالي فهم على استعداد لمواجهة عواقب غير مقصودة لإدارة الأنشطة الحقيقية، كما أوضحت هذه الدراسة أن السلوك الحقيقي لإدارة الأرباح يفتح مجالاً لمعرفة مشكلة الوكالة المتعلقة بإدارة الأنشطة الحقيقية والتي تشمل في نفس الوقت على النقدية المحتفظ بها.

وقد أشار كلٌّ من (Jensen and Meckling, 1976) إلى دور المحاسبة الرئيسي والمتمثل في موازنة اهتمامات المديرين وأصحاب المصالح لتقليل عدم تماثل المعلومات والحد من سلوك المديرين، ومع ذلك عندما يقوم المديرون بالانخراط في سلوك غير قيم ومحاولة الاستفادة من المعالجات المحاسبية لمعاملات معينة فإن المستثمرين غالباً ما يعانون من أى عواقب محتملة (Cohen and Zarowin, 2010). وفي ضوء ذلك فقد أثبتت دراسة (Richardson, 2000) أن الشركات التي تستخدم نشاط إدارة الأرباح هي أكثر الشركات التي ترتفع فيها درجة عدم تماثل المعلومات، بالإضافة إلى أن هذه الشركات التي لديها عدم تماثل معلومات تعمل على انخفاض في قيمة النقدية المحتفظ بها إشارةً إلى أن المديرين يميلون إلى إضاعة التدفق النقدي الحر (Drobtetz et al., 2010).

ومن ثم سوف تقوم الباحثة بدراسة أثر إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية على الاحتفاظ بالنقدية حيث تستخدم أسلوب " التخفيض في النفقات الاختيارية " باعتبار أن معيار المحاسبة الدولي رقم ٣٨ قد سمح بمعالجة منفصلة لأنشطة البحث والتطوير، ووفقاً لهذا المعيار يتم احتساب تكاليف أنشطة البحث عند تكديدها بالإضافة إلى أن بعض تكاليف التطوير هي جهود حقيقية لإدارة الأرباح، وكذلك بالإضافة إلى أن المعالجة المحاسبية للنفقات الاختيارية تسمح للمديرين بالتأثير الفوري على الأرباح من خلال إجراء تخفيضات في مصروفات البيع العامة والإدارية ونفقات البحث والتطوير ونفقات الإعلان والتي يتم تحملها كمصروفات عند حدوثها وفقاً للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها والمقبولة عموماً في الولايات المتحدة، وتؤدي التخفيضات في هذه الأنشطة التقديرية إلى زيادة الأرباح وتجنب النفقات النقدية.

بناء على ما سبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة من خلال التساؤل الآتى:

ما العلاقة بين إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية والاحتفاظ بالنقدية فى الشركات
المساهمة المصرية ؟

هدف الدراسة:

فى ضوء مشكلة الدراسة السابقة يمكن بلورة الهدف الرئيسى من الدراسة فى دراسة
واختبار أثر إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية على النقدية المحتفظ بها فى الشركات
المساهمة المصرية

أهمية الدراسة:

ترجع أهمية الدراسة الحالية إلى عدة عوامل لعل من أهمها ما يلي:

- ١- تعد الدراسة الحالية مساهمة إلى جانب الأدبيات السابقة عن العلاقة بين إدارة الأنشطة
الحقيقية على النقدية المحتفظ بها للشركات.
- ٢- تتوقع الباحثة أن تسهم نتائج هذه الدراسة فى تفسير دوافع احتفاظ الشركات بالنقدية، مثل
نظرية التدفق النقدى الحر، نظرية المفاضلة الساكنة، نظرية ترتيب أولويات مصادر
التمويل، ونظرية الوكالة.
- ٣- ندرة الدراسات التى تناولت العلاقة بين إدارة الأنشطة الحقيقية والنقدية المحتفظ بها
للشركات - " فى حدود علم الباحثة "
- ٤- من المتوقع أن يستفيد من نتائج البحث المستخدمون الخارجيون للقوائم عند صناعة
قرارتهم الاستثمارية، وذلك انطلاقاً من أن إدارة الأنشطة الحقيقية وعلاقتها بالنقدية
المحتفظ بها أحد العوامل المؤثرة على قرار هولاء المستثمرين.

تتمثل أهمية البحث فى ضوء التغيرات الاقتصادية المعاصرة لهذه الفترة، فى أنها قد تكون بمثابة
مؤشر مبكر يدل على احتمال تعرض الشركة لمشاكل مالية وبالتالي قد تجنب المستثمرين
الخسائر التى تؤدى لانتهيار مفاجئ.

الدراسات السابقة:

أولاً: دراسات تناولت العلاقة بين إدارة الأرباح (إدارة الأرباح على أساس أنشطة حقيقية و إدارة الاستحقاق) والنقدية المحتفظ بها.

في دراسة أجراها (Mansali, et al, 2019) تهدف إلى توضيح كيفية تأثير عدم تماثل المعلومات الناجم عن جودة الأرباح على النقدية المحتفظ بها للشركات بالإضافة إلى الدور الذي تلعبه القيود المالية في هذا الصدد. لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على نموذج (Jones) المعدل لعينة مكونة من ٧٤١ شركة فرنسية مدرجة ببورصة الأوراق المالية من الفترة ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٥. تشير هذه الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الاستحقاقات الاختيارية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، حيث إن المستحقات الاختيارية ترتبط عكسياً بجودة الاستحقاق ويوضح هذا الاستنتاج أن الشركات ذات جودة الاستحقاق الضعيفة تميل إلى الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية، كما تتنبأ هذه الدراسة بأن الشركات تميل إلى زيادة احتياطياتها النقدية عندما يواجه المستثمرون مشكلة عدم تماثل المعلومات وخاصة انخفاض جودة المحاسبة، وأيضاً وضحت الدراسة أن هناك علاقة سالبة بين جودة التقارير المالية والنقدية المحتفظ بها، أي أن الشركات ذات التقارير المالية منخفضة الجودة تحتفظ بمستوى مرتفع من النقدية، كما تظهر النتائج أن الشركات ذات التقارير المالية منخفضة الجودة لديها نقدية محتفظ بها مرتفعة عندما تكون مقيدة مالياً و العكس صحيح.

تهدف دراسة (Bick et al., 2018) إلى اختبار العلاقة بين مستويات استخدام محاسبة القيمة العادلة و النقدية المحتفظ بها، وقد اعتمدت الدراسة على ثلاثة مستويات لاستخدام محاسبة القيمة العادلة بالإضافة إلى عدد من المتغيرات الحاكمة والمتمثلة في نفقات البحث والتطوير، الرافعة المالية، صافي رأس المال العامل، النفقات الرأسمالية، نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، نمو المبيعات، معدل العائد على الأصول، حجم الشركة، التوزيعات النقدية المدفوعة، التدفقات النقدية التشغيلية، والأرباح المحتجزة. لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على نموذج الانحدار لعينة مكونة من ٢٤٧٤٦ شركة حيث تم استخدام الشركات الأمريكية المتداولة في بورصة الأوراق المالية في الفترة من ٢٠٠٨ إلى ٢٠١٥. توصلت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة لكل من نفقات البحث والتطوير، الأرباح المحتجزة، الرافعة المالية، النفقات الرأسمالية ومستوى النقدية المحتفظ بها، كما توصلت إلى وجود علاقة موجبة لكل من معدل العائد على الأصول، التوزيعات النقدية المدفوعة،

مستويات استخدام محاسبة القيمة العادلة، و صافى رأس المال العامل على مستوى النقدية المحتفظ بها، في حين أوضحت الدراسة عدم وجود تأثيرٍ معنوي لكل من نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، التدفقات النقدية التشغيلية، ونمو المبيعات على مستوى النقدية المحتفظ بها.

استهدفت دراسة (Shin et al., 2018) اختبار أثر جودة الأرباح على زيادة مستويات النقدية المحتفظ بها. لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على نموذج الانحدار لعينة مكونة من ٣٩٢ شركة مسجلة ببورصة كوريا للأوراق المالية خلال الفترة من ٢٠٠٠ حتى ٢٠١٤. توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الاستحقاقات الاختيارية و مستوى النقدية المحتفظ بها، وهذا يدل على أن الشركات ذات جودة الأرباح المرتفعة تحتفظ بمستوى منخفض من النقدية على نقيض الشركات ذات جودة الأرباح المنخفضة.

تهدف دراسة (Greiner, 2017) إلى التعرف على أثر إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية على النقدية المحتفظ بها. تم الاعتماد على نموذج (Opler et al., 1999) لعينة مكونة من ١٩٩,٨٥٢ شركة أمريكية تتداول أسهماها في بورصة الأوراق المالية في الفترة من ١٩٨٧ إلى ٢٠١٤. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية والنقدية المحتفظ بها، وهذه العلاقة قوية في الشركات الضعيفة في تطبيق الحوكمة.

تهدف دراسة (Chungwarg park and Young sik kawak, 2016) إلى تفسير أثر الاستحقاقات الاختيارية على النقدية المحتفظ بها والقيمة الهامشية للنقدية. لتحقيق هدف هذه الدراسة تم الاعتماد على نموذج الانحدار لعينة تشمل أهم الشركات المحلية والأولية المدرجة ببورصة نيويورك (NYSE)، والأسواق الأمريكية (AMEX)، وأسواق (NSASDAQ) التي يغطيها كل من ملف مركز البحوث في أسعار الأمن (CRSP) وملفات (Compustat) من عام ١٩٩٠ إلى عام ٢٠١٦. أوضحت هذه الدراسة أن هناك علاقة سالبة بين الاستحقاقات الاختيارية والنقدية المحتفظ بها، حيث وجدت أن الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية المرتفعة تحتفظ بمستويات منخفضة من النقدية كما وجدت أن القيمة الهامشية للنقد منخفضة لهذه الشركات، وهذه العلاقة قوية في الشركات الضعيفة في تطبيق الحوكمة إلا أنها غير موجودة في الشركات المقيدة مالياً، كما أوضحت هذه الدراسة

أن الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية العالية تميل إلى الإفراط في الاستثمار، مما يؤدي إلى انخفاض جزء من التدفق النقدي ليتم نقله من النقدية المحتفظ بها.

استهدفت دراسة (Wasiuzzaman, 2014) تفسير دوافع الاحتفاظ بالنقدية وذلك عن طريق دراسة أثر كل من نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، النفقات الاختيارية والمتمثلة في نفقات البحوث والتطوير، حجم مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة، حجم الشركة، التدفقات النقدية التشغيلية، التقلبات في التدفقات النقدية التشغيلية، الرفعة المالية، صافي رأس المال العامل، النفقات الرأسمالية، توزيعات الأرباح على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. لتحقيق هدف الدراسة تم استخدام اختبار Kruskal-Wallis غير المعيارى لتحليل الفروق الزمنية و الوقت في النقدية المحتفظ بها، كما تم استخدام نموذج الانحدار (OLS) لفهم علاقات المتغيرات المختلفة مع النقدية المحتفظ بها لعينة مكونة من ١٩٢ شركة موزعة على ستة قطاعات للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بالبرازيل من عام ٢٠٠٠ حتى عام ٢٠٠٧. وجدت هذه الدراسة أن هناك علاقة سالبة لكل من النفقات الاختيارية، الرفعة المالية، النفقات الرأسمالية، استقلالية مجلس الإدارة، وصافي رأس المال العامل على الاحتفاظ بالنقدية، وكذلك وجدت الدراسة أن هناك علاقة موجبة لكل من التدفقات النقدية التشغيلية، وتوزيعات الأرباح على مستوى النقدية المحتفظ بها، وفي حين أوضحت الدراسة عدم وجود تأثير معنوي لكل من نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، حجم الشركة، التقلبات في التدفقات النقدية التشغيلية، حجم مجلس الإدارة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

هدفت دراسة (Greiner, 2013) إلى توضيح أثر علاقة إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية وحوكمة الشركات على النقدية المحتفظ بها. لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على نموذج Opler et al.(1999) لعينة مكونة من ٧٧٧٢ شركة أمريكية يتم تداول أسهمها في بورصة الأوراق المالية في الفترة من ١٩٨٨ إلى ٢٠١١. توصلت نتائج الدراسة إلى أن الزيادة الحادة في الدخل والنتيجة عن إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية تؤدي إلى ارتفاع مستوى النقدية المحتفظ بها بالإضافة إلى تخفيض قيمة النقدية المحتفظ بها، وكما توصلت نتائج الدراسة إلى أن الشركات ذات الحوكمة القوية تعمل على تقليل مخاوف المستثمرين فيما يتعلق بالاستخدامات المستقبلية للنقد وكذلك تقليل مخاوف المستثمرين فيما يتعلق بتخفيض قيمة النقدية المحتفظ بها التي تتحملها الشركات ذات الحوكمة الضعيفة.

تهدف دراسة (Taghavi and Javanmard, 2013) إلى تحديد أثر جودة الاستحقاقات على الاحتفاظ بالنقدية. لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد لعينة مكونة من ١٢٠ شركة إيرانية مدرجة ببورصة طهران في الفترة بين عامي ٢٠٠١ و ٢٠١١. توصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات جودة الاستحقاقات العالية تحتفظ بمستوى أقل من النقدية مقارنة بالشركات الأخرى التي تتسم بضعف جودة الاستحقاقات مما يعني أن إدارة الأرباح ترتبط ارتباطاً إيجابياً بالنقدية المحتفظ بها.

ثانياً: دراسات تناولت العلاقة بين جودة الأرباح والاحتفاظ بالنقدية.

تهدف دراسة (Farinha et al., 2018) إلى تحليل العلاقة بين جودة الأرباح والاحتفاظ بالنقدية. لتحقيق هدف هذه الدراسة تم الاعتماد على نموذج الانحدار لعينة مكونة من ٩٦٧٣ شركة مقيد ببورصة لندن للأوراق المالية من عام ١٩٩٨ إلى عام ٢٠١٥. تشير نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين جودة الأرباح والاحتفاظ بالنقدية حيث إن الشركات التي لديها ضعف في جودة الأرباح تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية لتجنب الاعتماد على التمويل الخارجي المكلف.

تهدف دراسة (Supar et al., 2018) إلى تقييم التأثير المعتدل لجودة الأرباح على علاقة الاحتفاظ بالنقدية بكفاءة الشركة حسب القطاع في ماليزيا. لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على نموذج الانحدار لعينة مكونة من ٦ قطاعات حيث تم استبعاد القطاعات الأخرى الخاضعة للتنظيم مثل القطاعات المالية والمرافق من هذه الدراسة بسبب اختلافها وهيكلها المالي الفريد مقارنة بالصناعات الأخرى، حيث تتمثل الصناعات الستة المختارة في ١- المنتجات الاستهلاكية، ٢- المنتجات الصناعية، ٣- البناء والتجارة، ٤- الخدمات، ٥- العقارات، ٦- المزارع، تم تصنيف الشركات من كل قطاع وفقاً لمستوى النقدية المحتفظ بها لديها سواء كانت الشركة لديها نقدية محتفظ بها عالية المستوى أو منخفضة، وتم تصنيف الشركة على أنها تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية إذا كانت الشركة تمتلك أكثر من ٢٥٪ من النقد والنقد المعادل لمدة ٥ سنوات على الأقل. البيانات التي تم جمعها هي أساساً من البيانات الثانوية، وبرامج Datasream من عام ٢٠٠١ إلى عام ٢٠١٤. أوضحت هذه الدراسة وجود علاقة سالبة بين جودة الأرباح والاحتفاظ بالنقدية، بالإضافة إلى وجود علاقة

سالبة بين جودة الأرباح وكفاءة الشركة حيث إن سوء إدارة النقدية داخل الشركات تؤدي إلى وجود تعارضات الوكالة والذي يؤدي لاحقاً إلى انخفاض قيمة الشركة و يؤدي هذا الموقف لاحقاً إلى قيام المدير بتغيير أرقام الربح في التقرير المالي مما يؤدي إلى تدنية جودة الأرباح.

تهدف دراسة (بلال، ٢٠١٧) إلى التعرف على أثر جودة الأرباح على النقدية المحتفظ بها. لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على نموذج الانحدار لعينة مكونة من ١٢٦ شركة مساهمة مقيدة بالبورصة المصرية والتي تنتمي إلى قطاعات غير مالية في الفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٥. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها في الشركات المساهمة المصرية ، بمعنى أنه في ظل انخفاض جودة الأرباح يتزايد الاحتفاظ بالنقدية.

تهدف دراسة (Maham and Shabanha, 2015) إلى تقييم العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها. لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على نموذج للانحدار لعينة مكونة من ١٠٠ شركة مسجلة ببورصة طهران للأوراق المالية، خلال الفترة من ٢٠٠٠ حتى ٢٠١٢. توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر سلبي لجودة الأرباح على مستوى النقدية المحتفظ بها.

تهدف دراسة (Hasanzadeh et al., 2012) إلى توضيح أثر جودة الأرباح على مستوى النقدية المحتفظ بها. لتحقيق هدف هذه الدراسة تم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد لعينة مكونة من ٩٢ شركة من الشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية في الفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠١٠. توصلت نتائج هذه الدراسة إلى أن حجم الشركة والتدفق النقدي من التشغيل لهما آثار إيجابية على النقدية المحتفظ بها، في حين أن جودة الأرباح القائمة على الربح الجاري ونمو المبيعات لها آثار سلبية على النقدية المحتفظ بها.

تهدف دراسة (Sun et al., 2012) إلى توضيح أثر جودة الأرباح على النقدية المحتفظ بها للشركات. لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على النموذج المعدل (Fama and French) لعينة مكونة من ٩٤١٧ شركة ثم تم تخفيض العينة النهائية إلى ٨٦٢١ شركة أمريكية يتم تداول أسهمها في بورصة الأوراق المالية في الفترة من ١٩٨٠ إلى ٢٠٠٥. توصلت نتائج الدراسة إلى أن انخفاض جودة الأرباح له تأثير سلبي على قيمة النقدية المحتفظ بها للشركة، وانخفاض جودة

الأرباح له تأثير إيجابي على مستوى الاحتياطي النقدي حيث إن الأثر السلبي لانخفاض جودة الأرباح يضعف الأثر الإيجابي للنقدية الزائدة على قيمة الشركة أو أكثر من ذلك، أو بمعنى آخر إن ضعف جودة الأرباح يدفع الشركة إلى الاحتفاظ بمبالغ نقدية متزايدة.

تهدف دراسة (García-Teruel et al., 2008) إلى تحليل أثر جودة التقارير المالية على النقدية المحتفظ بها. لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد لبيانات نصف سنوية لـ 65 شركة مدرجة ببورصة الأوراق المالية الأسبانية من الفترة 1995 إلى 2011. تم استخدام جودة الاستحقاقات كبديل لجودة التقارير المالية، وأظهرت النتائج أن الشركات ذات جودة الاستحقاقات الجيدة تحتفظ بمستوى أقل من النقدية مقارنة بالشركات الأخرى التي تتسم بضعف جودة الاستحقاقات، ويوضح هذا الاستنتاج أن جودة التقارير المالية قد تقلل من الآثار السلبية لعدم تماثل المعلومات وتكاليف الاختيار السلبية، مما يسمح للشركات بتخفيض مستوى النقدية المحتفظ بها، كما أوضحت الدراسة كذلك أن النقدية المحتفظ بها تقل في ظل قيام الشركات بزيادة استخدامها للديون المصرفية وفي وجود بدائل للنقدية، وكذلك أضافت الدراسة أن الشركات التي لديها تدفق نقدي مرتفع تحتفظ بمستويات مرتفعة من النقدية.

ثالثاً: دراسات تناولت العلاقة بين جودة الاستحقاقات والنقدية المحتفظ بها.

تهدف دراسة (Mokhtari et al., 2012) إلى تقييم أثر جودة الاستحقاقات على النقدية المحتفظ بها. لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد لعينة مكونة من 76 شركة إيرانية مقيدة ببورصة طهران في الفترة من 2003 إلى 2009. أظهرت النتائج أن تأثير جودة الاستحقاق الاختياري، والرافعة المالية، والقدرة على توليد التدفقات النقدية، والأرباح، وهيكل استحقاق الديون، وخيارات النمو والضائقة المالية على النقدية المحتفظ بها ليست ذات دلالة إحصائية، كما وجد أن جودة المستحقات غير الاختيارية وحجمها وديونها البنكية وتكلفة الفرصة البديلة لحفظ النقود والتدفقات النقدية من تشغيل السنة السابقة، على التوالي، أهم العوامل التي تؤثر على النقدية المحتفظ بها.

نكمن هدف دراسة (Fakhari and Taghavi., 2010) في توضيح أثر جودة التقارير المالية على النقدية المحتفظ بها واستخدام جودة الاستحقاق كبديل لجودة التقارير المالية. لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد لعينة مكونة من 150 شركة إيرانية مدرجة ببورصة طهران في الفترة من 2001 إلى 2007. أظهرت نتائج هذه الدراسة أن النقدية المحتفظ بها تتأثر سلباً بجودة التقارير المالية ويشير هذا الاستنتاج إلى أن الشركات ذات جودة

الاستحقاق العالية تحتفظ بمستويات نقدية أقل من الشركات ذات جودة الاستحقاق الضعيفة، وكذلك تتأثر سلباً بالحجم واستحقاق الديون وتكلفة الفرصة البديلة، وأشارت كذلك نتائج هذه الدراسة إلى أن النقدية المحتفظ بها تتأثر بشكل إيجابي بفرصة النمو والتدفقات النقدية والأصول السائلة.

تهدف دراسة (García-Teruel et al., 2009) التعرف على أثر جودة الاستحقاقات على النقدية المحتفظ بها للشركات. لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد لعينة مكونة من 65 شركة اعتمدت على بيانات نصف سنوية للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية الأسبانية خلال الفترة من 1995 إلى 2001. توصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات جودة الاستحقاق العالية تحافظ على مستويات نقدية أقل من الشركات ذات الجودة المنخفضة.

تطوير فروض الدراسة:

يتمثل الهدف الأساسي لهذه الدراسة في اختبار أثر إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية على النقدية المحتفظ بها في الشركات المساهمة المصرية، وفي ضوء ما تم ذكره سابقاً في المبحث الأول من نتائج الدراسات السابقة فإن الشركات تتجه إلى اتباع أسلوب إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية بهدف الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية. فقد توصلت دراسات عديدة منها (Bick et al., 2018; Greiner, 2017; Greiner, 2013; Wasluzzaman., 2014) إلى وجود علاقة موجبة بين إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية والاحتفاظ بالنقدية فكلما ارتفعت أرباح الشركة والنتيجة عن قيام الشركة بإدارة أنشطتها الحقيقية كلما رغبت الإدارة بالاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية، كما توصلت دراسة (Chungwarg park and Young sik kawak, 2016) إلى وجود علاقة سالبة بين الاستحقاقات الاختيارية والاحتفاظ بالنقدية حيث إن ارتفاع الأرباح الناتجة عن الاستحقاقات الاختيارية تعطى الإدارة الحرية في القيام بالمزيد من الاستثمارات بمبالغ مرتفعة مما يؤدي إلى انخفاض جزء من التدفق النقدي الذي يتم نقله من النقدية المحتفظ بها، وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة فرضية الدراسة في الشكل التالي:

توجد علاقة بين إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية ومستوى النقدية المحتفظ بها.

الدراسة الاختبارية

مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المصرية المسجلة ببورصة الأوراق المالية خلال الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨ م، وتم اختيار عينة عشوائية مكونة من ٩٣ شركة (٤٦٥ مشاهدة)، تنتمي إلى ١٥ قطاعاً.

توصيف متغيرات النماذج وقياسها:

سوف تعتمد الباحثة في اختبار فرضية الدراسة باستخدام نموذج الانحدار التالي:

$$\text{CASH}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{REM}_{i,t} + \beta_2 \text{GO}_{i,t} + \beta_3 \text{BGINDEX}_{i,t} + \beta_4 \text{CFO}_{i,t} \\ + \beta_6 \text{LEV}_{i,t} + \beta_7 \text{CAPEX}_{i,t} + \beta_8 \text{SIZE}_{i,t}$$

حيث إن:

$\text{CASH}_{i,t}$ = النقدية المحتفظ بها.

β_0 = ثابت الانحدار.

β_1 = معامل المتغير المستقل.

$\text{REM}_{i,t}$ = إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية.

$\text{GO}_{i,t}$ = فرص النمو.

$\text{BGINDEX}_{i,t}$ = قوة حوكمة مجلس الإدارة.

$\text{CFO}_{i,t}$ = التدفقات النقدية التشغيلية.

$\text{LEV}_{i,t}$ = الرفع المالي.

$\text{CAPEX}_{i,t}$ = الإنفاق الاستثماري.

$\text{SIZE}_{i,t}$ = حجم الشركة.

$E_{i,t}$ = الخطأ العشوائي.

جدول رقم (١): التعريفات الإجرائية لمتغيرات نموذج الانحدار

التعريف الإجرائي	المتغيرات	
	الرمز	اسم المتغير
المتغير المستقل		
<p>يتم قياس إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية باستخدام نموذج التلاعب في النفقات الاختيارية.</p> $DISEXP_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (1/A_{t-1}) + \alpha_2 (S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$	REM	إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية
المتغير التابع		
<p>يتم حساب الأرصدة النقدية المحتفظ بها باستخدام نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية.</p>	CASH	النقدية المحتفظ بها
المتغير الضابط		
<p>تقاس من خلال مؤشر مكون من ثلاث خصائص لهيكل مجلس الإدارة وهي: ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة. ويتراوح مدى مؤشر قوة حوكمة مجلس الإدارة ما بين صفر إلى ٣ للمؤشر ككل، و ما بين صفر إلى واحد لكل خاصية، (عفيفي، ٢٠١٥)</p> <p>حيث إن:</p> <ul style="list-style-type: none"> • حجم مجلس الإدارة = عدد أعضاء مجلس الإدارة للشركة / خلال الفترة t. • استقلالية مجلس الإدارة = عدد الأعضاء الغير تنفيذيين للشركة / إجمالي عدد أعضاء الشركة. <p>ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول: هو</p>	BGINDEX	قوة حوكمة مجلس الإدارة

متغير وهمى يأخذ القيمة (١) إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) للشركة أ في نهاية الفترة t يشغل أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة، وصفر بخلاف ذلك.		
وتقاس باستخدام (صافى مبيعات الفترة الحالية - صافى مبيعات الفترة السابقة)/صافى مبيعات الفترة السابقة.	GO	فرص النمو
يقاس باستخدام نسبة الديون إلى الأصول ((الديون قصيرة الأجل + الديون طويلة الأجل) / القيمة الدفترية للأصول).	LEV	الرفع المالي
التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية خلال العام إلى إجمالي الأصول.	CFO	التدفقات النقدية التشغيلية
نسبة الإنفاق الاستثمارى إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول.	CAPEX	الإنفاق الاستثمارى
اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول فى نهاية العام.	SIZE	حجم الشركة

مصادر جمع البيانات:

اعتمدت الباحثة فى الحصول على كافة البيانات اللازمة لإجراء التحليل الإحصائى لاختبارات فروض الدراسة الحالية فى الفترة من ٢٠١٤ حتى ٢٠١٨م على المصادر التالية:

- ١- موقع معلومات مباشر مصر www.mubasher.info، وذلك للحصول على القوائم المالية لشركات عينة الدراسة.
- ٢- موقع البورصة المصرية وذلك للحصول على تقرير الإفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين المعد بواسطة الشركة.

إحصاءات وصفية:

يعرض الجدول رقم (٣) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نماذج الدراسة الحالية مصنفة إلى ثلاث مجموعات، وهي: (متغير إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية، ومتغير النقدية المحتفظ بها، والمتغيرات الضابطة)، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات عينة الدراسة.

جدول رقم (٣)

إحصاءات وصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عدد المشاهدات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الإرتفاع المعياري
النقدية المحتفظ بها	٤٥٦	٠,٢٧٨٨-	١,٠٠٧٧	٠,٠٩٤٤٨٦	٠,١٤١٩٦٦٠
إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية	٤٥٦	٠,١٤-	٠,٤٤	٠,٠٠٠	٠,٠٤٢٧٥
المتغيرات الضابطة					
فرص النمو	٤٥٦	١,٠٠٠٠-	٨٦,٢٠٩٧	٠,٤٧٥٠٩٧	٤,٢٦٨٤١٣٢
الرفع المالي	٤٥٦	٠,٠٠٠٥	٥,٨٥٦٠	٠,٤٦٦٩٧٣	٠,٤٥٣٠٦٣١
التدفقات النقدية التشغيلية	٤٥٦	١,٠٠٨٦-	١١٨,٣١٢٥	٠,٤١٦٥٩٧	٦,١٤٢٩٤٣٣
الإلتحاق الاستثماري	٤٥٦	٠,٠٠٠٠	٥٦٨,١٣٨٠	٢,٣٧٢٦٣٤	٣٥,٣٥١٦٦٦١
حجم الشركة	٤٥٦	٥,٢٩١٠	١٠,٤٣٤٦	٨,٥٦٨٠٩٢	٠,٩٧٢٤٧٥٥
قوة حوكمة مجلس الإدارة	٤٥٦	٠,٠٠	٢,٩٤	٢,٠٣٤١	٠,٦٩٧٣٧

وبإلقاء النظر على الإحصاءات الوصفية الخاصة بالمتغير التابع، والمتضمنة بالجدول رقم (٣)، يلاحظ أن نسبة النقدية المحتفظ بها على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة تتراوح بين (-٠,٢٧٨٨، ١,٠٠٧٧) وهذا يوضح عدم وجود تفاوت كبير في نسبة النقدية المحتفظ بها على مستوى شركات العينة، كما يلاحظ من الجدول السابق انخفاض مستوى النقدية المحتفظ بها خلال فترة الدراسة حيث يبلغ متوسط النقدية المحتفظ بها تقريبا (٩%) ويرجع

انخفاض مستوى النقدية المحتفظ بها في عينة الدراسة إلى إمكانية حصول الشركات على التمويل اللازم بتكلفة منخفضة وزيادة كفاءة الاستثمار خاصة بعد صدور قانون الاستثمار المصري الجديد رقم (٧٢) لسنة ٢٠١٧ وما يتضمنه من حماية قوية للمستثمرين، وتعزيز الشفافية، ورغبة الشركات في تقليل تكلفة الفرصة البديلة نتيجة لانخفاض العوائد على الأصول السائلة (مليجي، ٢٠١٨)، كما يبلغ الانحراف المعياري (٠,١٤٢) تقريباً والذي يوضح وجود تشتت بدرجة كبير بين شركات العينة.

وفيما يتعلق بالمتغير المستقل المقدر بواسطة نموذج التلاعب في النفقات الاختيارية، تظهر الإحصاءات الوصفية أن إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية تتراوح بين (-٠,١٤)، (٠,٤٤) وهذا يوضح عدم وجود تفاوت كبير بين شركات العينة في القيام بممارسات إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية، وذلك بمتوسط يبلغ (٠,٠٠٠) مما يدل على أن مديري بعض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية قد يلجئون إلى التلاعب في الأرباح من خلال استغلال سلطة اتخاذ القرارات التشغيلية الممنوحة لهم، بهدف الوصول إلى رقم الربح المستهدف من أجل مقابلة توقعات المحللين الماليين أو غيرهم من الأطراف المهتمة بأداء الشركة أو لتحقيق منافع ذاتية حتى إذا كان ذلك على حساب مصالح الأطراف الأخرى، في حين يشير الانحراف المعياري لإدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية والذي يبلغ (٠,٠٤٢٧٥) إلى وجود عدم تجانس بدرجة كبيرة بين شركات العينة والذي يوضح وجود ممارسات إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية وبشكل كبير.

أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن فرص النمو تتراوح (-١,٠٠٠، ٨٦,٢٠٩٧) مما يدل على وجود تفاوت كبير جداً بين شركات العينة، ويبلغ متوسط فرص النمو (٤٨%) تقريباً وهذا يوضح أن حجم المبيعات جيدة في أغلب شركات العينة على مدى سنوات الدراسة، وأنها تعمل بشكل جيد، ويشير الانحراف المعياري والذي يبلغ (٤,٢٦٨) تقريباً إلى وجود تشتت بدرجة كبيرة بين شركات العينة، وفيما يتعلق بالرافعة المالية فتتراوح بين (٥,٨٥٦٠، ٠٠,٠٠٠٥) وهذا يدل على عدم وجود تفاوت بين شركات العينة، وبإلقاء النظر على متوسط الرافعة المالية (المديونية) يتبين أن متوسط إجمالي الالتزامات إلى إجمالي هيكل التمويل (مجموع الالتزامات وحقوق الملكية) يبلغ (٤٧%) تقريباً

على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة مما يعنى أن متوسط نسبة حقوق الملكية مقارنة بالديون (٥٢%) تقريباً، وتعكس تلك النسبة ميل الشركات للاعتماد على حقوق الملكية بشكل أكبر مقارنة بالديون عند تحديد التشكيلة التى تتكون منها مصادر التمويل، وذلك بانحراف معيارى (٠,٤٥٣) تقريباً والذي يظهر وجود عدم تجانس بين شركات العينة.

أما بالنسبة للتدفقات النقدية التشغيلية فيتراوح المدى بين (-١,١٠٨٦، ١١٨,٣١٢٥) وهذا يدل على وجود تفاوت كبير جداً و بشكل ملحوظ بين شركات العينة، و يبلغ متوسط التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالى الأصول (٤٢%) تقريباً وهذا يوضح أن بعض شركات العينة لديها مستويات مرتفعة من التدفقات النقدية الناتجة من الأنشطة التشغيلية وذلك بانحراف معيارى قدرة (٦,١٤) تقريباً والذي يظهر وجود تشتت بدرجة كبيرة بين شركات العينة، كما يتضح أيضاً من الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن الإنفاق الاستثمارى يتراوح بين (٠٠,٠٠٠، ٥٦٨,١٣٨٠) وهذا يوضح أن هناك تفاوتاً كبيراً جداً بين شركات العينة، و يبلغ متوسط الإنفاق الاستثمارى يبلغ (٢,٣٧) ومما يدل على أن بعض شركات العينة تقوم بإنفاق النقدية الخاصة بها على الاستثمارات، كما يوضح الانحراف المعيارى الخاص بمتغير الإنفاق الاستثمارى وجود تشتت وعدم تجانس بين الشركات المكونة لعينة البحث حيث يبلغ (٣٥,٤) تقريباً.

كما يظهر الجدول رقم (٣) أن حجم الشركات (مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالى أصول الشركة) بين (٥,٢٩١٠، ١٠,٤٣٤٦) وهذا يوضح عدم وجود تفاوت كبير فى الحجم بين الشركات المكونة لعينة الدراسة، و يبلغ متوسط حجم شركات العينة (٨,٥٧) تقريباً وهو ما يعنى كبر حجم الشركات المكونة لعينة البحث، ويشير الانحراف المعيارى إلى عدم وجود تشتت بين شركات العينة حيث بلغ (٠,٩٧) تقريباً. وأخيراً فيما يتعلق بقوة حوكمة مجلس الإدارة، توضح الإحصاءات الوصفية عدم وجود تفاوت بين شركات العينة حيث يتراوح المدى بين (٠,٠٠، ٢,٩٤)، وبالنظر إلى متوسط قوة حوكمة مجلس الإدارة والذي يبلغ (٢,٠٣٤١) وجد أن شركات عينة البحث تتمتع بفاعلية و قوة حوكمة مجلس الإدارة، وذلك بانحراف معيارى قدرة (٠,٦٩٧٣٧) والذي يوضح أن شركات العينة متجانسة.

تحليل الانحدار:

يستخدم الانحدار الخطى المتعدد (Multiple Linear Regression) بشكل واسع لربط العلاقة بين المتغير التابع (النقدية المحتفظ بها)، والمتغير المستقل (إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية)، والمتغيرات الضابطة (فرص النمو، الرفع المالي، التدفقات النقدية التشغيلية، الإنفاق الاستثماري، حجم الشركة، قوة حوكمة مجلس الإدارة)، وقد اعتمدت الباحثة على طريقة المربعات الصغرى ("Ordinary Least Squares" OLS) لتقدير معالم نموذج الانحدار الخطى المتعدد المستخدمة في البحث الحالي، إذ تعتبر هذه الطريقة من أكثر الطرق استخداماً في تقدير معالم نموذج الانحدار الخطى. حيث تتميز المقدرات المتحصل عليها باستخدام هذه الطريقة بأنها خطية وغير متحيزة. ومن الافتراضات الأساسية التي تقوم عليها طريقة المربعات الصغرى عدم وجود علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة، ففي حالة وجود علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة سيكون من المتعذر الحصول على القيم العددية لتقدير معالم النموذج، علاوة على ذلك، فإن الأخطاء المعيارية للتقديرات ستكون كبيرة جداً (∞) وفي هذه الحالة لا يمكن تطبيق طريقة المربعات الصغرى. (عنانى، ٢٠١١).

وللتأكد من الحصول على أفضل المقدرات قامت الباحثة بالتحقق أولاً من مدى وقوع نموذج الانحدار في أى مشكلة من مشاكل القياس، والتي قد تنشأ نتيجة لتخلف أحد شروط طريقة المربعات الصغرى (OLS) التي تستخدم في تقدير نماذج الانحدار.

١- اختبار التوزيع الطبيعي:

هناك اختبار للتحقق من الافتراض الأساسي للتوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية هو (Kolmogrov- Smirnov)، وقد وجدت الباحثة أن الأخطاء العشوائية للنموذج تتبع التوزيع الطبيعي، فقد أشارت النتائج بين النقدية المحتفظ بها و إدارة الأنشطة الحقيقية غير دال إحصائياً، حيث إن قيمته ($Asymp. Sig = ٠,٧٦٦$) وهى أكبر من ($٠,٠٥$)، وبالتالي يتم قبول الفرض القائل بأن القيم الاحتمالية تتبع التوزيع الطبيعي.

٢- مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

قامت الباحثة بدراسة مشكلة الارتباط الذاتي التي يمكن أن يتعرض لها نموذج الانحدار للعلاقة بين المتغيرات المستقلة، حيث استخدمت الباحثة اختبار (Durbin- Watson) وحسابه توصل إلى معامل (١,٨٤٦)، وبالكشف عنه في جداول درين واطسون (Durbin- Watson)^(١)، تبين عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

٣- مشكلة الازدواج الخطي:

وللحكم على ما إذا كانت درجة الازدواج الخطي في نموذج البحث الحالي خطيرة أم لا، استعانت الباحثة بمعامل تضخم التباين ("VIF" The Variance Inflation Factor)، والذي يعد وسيلة مهمة لاكتشاف مدى ارتباط كل متغير مستقل مع بقية المتغيرات المستقلة الأخرى في معادلة الانحدار المتعدد، وهذا يعني أنه يتم حساب قيمة لمعامل تضخم التباين (VIF) لكل متغير مستقل في معادلة الانحدار. ويقاس معامل تضخم التباين (VIF) مقدار الزيادة في تباين تقديرات معالم معادلة الانحدار نتيجة وجود الازدواج الخطي، فكلما كانت قيمة هذا المعامل كبيرة زاد تباين التقديرات وزادت الأخطاء المعيارية لها، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة (t) المحسوبة المستخدمة في اختبارات المعنوية الإحصائية للمعالم. وكموشر بديل لمعامل تضخم التباين، فإن بعض الحقائق الإحصائية تأخذ مقلوب هذا المعامل للحكم على خطورة الازدواج الخطي ويعرف هذا المعامل بفترة السماح (Tolerance)، وكل من المعاملين يعطيان نفس الأستنتاج عن خطورة الازدواج الخطي (عنانى، ٢٠١١).

وقد توصلت الباحثة إلى أن درجة الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية في نموذج البحث الحالي منخفضة (جدول رقم ٤)، حيث وجد أن جميع قيم معاملات التضخم "VIF" لمتغيرات نموذج الانحدار لم تتجاوز ١٠، وقد بلغت أقصى قيمة لمعاملات تضخم التباين (VIF) تم الحصول عليها في نموذج البحث الحالي كانت لمتغير الرفع المالي (LEV) وبلغت (١,٨٠٠)، ويؤكد ذلك عدم وجود ازدواج خطي بين المتغيرات المفسرة للدراسة، حيث أشار

(١) توصلت الباحثة إلى أن قيمة معامل (Durbin- Watson) الجدولية عند مستوى معنوية ٥% وبعدها

مشاهدات ٤٥٦ مشاهدة، تساوى ١,٨٤٦.

(عنانى، ٢٠١١) على أن زيادة قيم معامل تضخم التباين (VIF) عن (١٠) يكون مؤشراً على وجود درجة من الأزواج الخطى فى النموذج، أما بالنسبة لاختبار فترة السماح (Tolerance) فإن قيمته تراوحت بين (٠,٥٥٦، ٠,٩٩٣) وهى أعلى من (٠,١٠) ويعد هذا مؤشر على عدم وجود ارتباط عالٍ بين المتغيرات المفسرة، وهذا يعنى عدم وجود مشكلة أزواج خطى تؤثر على نتائج الانحدار وتفسيرها.

جدول رقم (٤): نتائج تحليل الانحدار على مستوى عينة البحث ككل

التنبؤية المحفوظ بها					المتغيرات المستقلة
إحصاءات اختبار الأزواج الخطى		معنوية معاملات الانحدار		معاملات الانحدار (β)	
معدل تضخم التباين (VIF)	فترة السماح Tolerance	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (t)		
		**٠,٠١٢	٢,٥٢٢	٠,١٥٥	الانحدار (constant)
١,٤٥٧	٠,٦٨٦	***٠,٠٠٠	٤,٤١٢	٠,٧٩٦	إدارة الأنشطة الحقيقية (REM)
١,٠١٣	٠,٩٨٧	٠,٥٣٣	٠,٦٢٤-	٠,٠٠١-	فرص النمو (GO)
١,٨٠٠	٠,٥٥٦	٠,٩٤٤	٠,٠٧٠-	٠,٠٠١-	الرفع المالى (LEV)
١,٤٨٣	٠,٦٧٤	٠,٦٦٧	٠,٤٣٠	٠,٠٢٥	التدفقات النقدية التشغيلية (CFO)
١,١١٧	٠,٨٩٥	٠,٣٢٥	٠,٩٨٥	٠,٠٥١	الإلتحاق الاستثمارى (CAPEX)
١,٠٥٦	٠,٩٤٧	*٠,٠٦٠	١,٨٨٤-	٠,٠١٣-	حجم الشركة (SIZE)
١,٠٠٧	٠,٩٩٣	**٠,٠١١	٢,٥٥٠	٠,٠٢٤	قوة حوكمة مجلس الإدارة (BGINDEX)
*** الارتباط دال عند مستوى معنوية > ١% ، (Sig > ٠,٠١)					
** الارتباط دال عند مستوى معنوية > ٥% ، (Sig > ٠,٠٥)					
* الارتباط دال عند مستوى معنوية > ١٠% ، (Sig > ٠,١٠)					
٠,٠٨٢					معامل التحديد (R ²)
٠,٠٦٨					معامل التحديد المعدل (Adjusted R ²)
٥,٧٥١					قيمة (F) المحسوبة
***٠,٠٠٠					دلالة اختبار (F)
٤٥٦					عدد المشاهدات (N)
١,٨٤٦					نتيجة اختبار (Durbin-Watson)

يعرض الجدول رقم (٤) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) التي تم التوصل إليها على مستوى عينة البحث ككل بشأن معادلة انحدار النقدية المحتفظ بها على كل من إدارة الأرباح على الأنشطة الحقيقية، والمتغيرات الضابطة (فرص النمو، الرفع المالي، التدفقات النقدية التشغيلية، الإنفاق الاستثماري، حجم الشركة، قوة حوكمة مجلس الإدارة). وتظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٤) التالي:

- ١- النموذج المقدر خالٍ من أية مشاكل قياسية تؤثر في نتائجه بناءً على اختبار (Durbin-watson)، (Kolmogorov- simirnov)، ومعامل التضخم (VIF).
- ٢- النموذج المقدر معنوي (دال) إحصائياً بناءً على اختبار (F) حيث بلغت دلالة الاختبار (Sig = ٠,٠٠٠) وهي أقل من مستوى معنوية (١%).
- ٣- بلغ معامل التحديد (R^2) للنموذج ما قيمته (٨,٢%) وهو ما يعني أن نسبة تأثير المتغير المستقل (REM) للتغير في المتغير التابع (CASH) ما مقداره ٨,٢%، وتعتبر هذه النسبة جيدة إلى حدٍ ما مقارنةً بالدراسات السابقة.
- ٤- من نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج المقدر تبين معنوية إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية عند مستوى معنوية (١%) حيث كانت دلالة اختبار (t) تساوي ٠,٠٠٠، ومعنوية قوة حوكمة مجلس الإدارة عند مستوى معنوية (٥%) حيث كانت دلالة اختبار (t) تساوي ٠,٠١١ ومعنوية حجم الشركة عند مستوى معنوية (١٠%) حيث بلغت دلالة اختبار (t) له ما قيمته (Sig = ٠,٠٦٠)، وعدم وجود معنوية لكل من فرص النمو، الرفع المالي، التدفقات النقدية التشغيلية، والإنفاق الاستثماري حيث بلغت دلالة الاختبار (t) تساوي ٠,٥٣٣، ٠,٩٤٤، ٠,٦٦٧، ٠,٣٢٥ على التوالي وهما أكبر من مستوى معنوية (١%).

وفيما يتعلق بنتائج اختبار فرضية البحث الحالي، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٤) وجود علاقة موجبة ودالة إحصائياً عند مستوى معنوية (١%) بين إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية (REM) المقدر بواسطة نموذج التلاعب في النفقات الاختيارية، والنقدية المحتفظ بها (CASH) وهو ما يعني أنه كلما زادت القيمة المطلقة لإدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية كلما زاد مستوى النقدية المحتفظ بها. وتتفق نتائج

البحث الحالي مع دراستي (Greiner, 2017; Greiner, 2013) والتي توصلت إلى وجود علاقة موجبة بين إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية والاحتفاظ بالنقدية، وكذلك تتفق نتائج البحث الحالي مع العديد من نتائج الدراسات السابقة مثل: (Mansali, Derouiche & Jemai, 2019; Bick et al., 2018; Wasluzzaman, 2014) والذي تدعم فرضية البحث الحالي بوجود علاقة موجبة بين إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية والاحتفاظ بالنقدية، وعلى النقيض من ذلك فإن نتائج البحث الحالي تختلف مع دراسة (Chungwarg park and Young sik kawak, 2016).

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول (٤) وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (١٠%) بين حجم الشركة ($FSIZE_{it}$) والنقدية المحتفظ بها. وتدعم تلك النتيجة نظرية المفاضلة الساكنة والتي تتنبأ بوجود علاقة عكسية بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها (Opler et al., 1999). ويرى (Anedebrhan, 2012) أن الشركات كبيرة الحجم سوف تستفيد من اقتصاديات الحجم فمن المحتمل أن تواجه قيوداً مالية أكثر، وعليه تقوم بالاحتفاظ بنقدية أكثر.

كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٤) وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (٥%) بين قوة حوكمة مجلس الإدارة ($BGINDEX_{it}$) والنقدية المحتفظ بها، وتدعم تلك النتيجة فرض الإنفاق الوارد بدراسة (Harford et al., 2008) لنظرية الوكالة والذي يتنبأ بوجود علاقة موجبة بين قوة حوكمة مجلس الإدارة والنقدية المحتفظ بها حيث إن الشركات في ظل هيكل حوكمة ضعيفة تحتفظ بنقدية أقل وذلك لأن المديرين يكونون على استعداد لإنفاق الزيادة في النقدية على مشروعات تحقق لهم منافع، ويؤدي ذلك إلى انخفاض مستوى النقدية المحتفظ بها.

ثالثاً: تفسير النتائج وخلصت الدراسة:

قامت الباحثة بمناقشة الجدل حول طبيعة العلاقة بين إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية والنقدية المحتفظ بها، نظراً لما وجدته الباحثة من تناقض في الأدلة البحثية حول طبيعة هذه العلاقة؛ حيث توصلت بعض الدراسات منهم (Greiner, 2017; Greiner, 2013; Mansali, Derouiche & Jemai, 2019; Bick et al., 2018; Wasluzzaman, 2014) أن هناك علاقة موجبة بين إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية والنقدية المحتفظ بها، بينما توصلت دراسة (Chungwarg park and Young sik kawak, 2016) إلى وجود علاقة سالبة بين الاستحقاقات الاختيارية والنقدية المحتفظ بها، وهو ما اهتمت به الباحثة في دراستها الحالية من خلال تطبيقها على شركات المساهمة المصرية.

وقد اعتمدت الباحثة على استخدام مقياس التلاعب في النفقات الاختيارية (DISEXP) (الملحق ٢/٢ صفحة ١١٨) لقياس إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية (المتغير المستقل)، كما اعتمدت الباحثة في حساب الأرصدة النقدية المحتفظ بها على نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول (المتغير التابع) بالإضافة إلى ستة متغيرات ضابطة وهي (فرص النمو، الرفع المالي، التدفقات النقدية التشغيلية، الإنفاق الاستثماري، حجم الشركة، قوة حوكمة مجلس الإدارة)، وتحقيقاً لأهداف البحث وتطبيق الدراسة الاختيارية استعانت الباحثة بعينة ميسرة مكونة من (٩٢) شركة مساهمة (٤٦٠ مشاهدة) مقيدة بالبورصة المصرية وتنتمي إلى خمسة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالي في الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨، ثم تم استبعاد ٤ مشاهدات مفقودة لأحد المتغيرات وأصبحت عدد المشاهدات (٤٥٦ مشاهدة).

وباستخدام أسلوب الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى، تشير النتائج التي توصلت إليها إلى وجود علاقة موجبة بين إدارة الأرباح على أساس الأنشطة الحقيقية والنقدية المحتفظ بها في الشركات المساهمة المصرية، حيث إنه في ظل التخفيض في النفقات الاختيارية يؤدي إلى زيادة الأرباح وعليه يقوم المديرون بالاحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية، وتتسق تلك النتيجة مع الدراسات السابقة.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، أظهرت نتائج البحث الحالي وجود علاقة موجبة ودالة بين قوة حوكمة مجلس الإدارة والنقدية المحتفظ بها، ووجود علاقة سالبة ودالة بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها، وقد أظهرت نتائج البحث الحالي عن عدم وجود علاقة بين كل من فرص النمو، الرفع المالي، التدفقات النقدية التشغيلية، الإنفاق الاستثماري والنقدية المحتفظ بها.

قائمة المراجع

أولاً/ المراجع العربية:

بلال، السيد حسن سالم (٢٠١٧)، "العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها- دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة الزقازيق*، ٢١ (٤): ٢٤٨-٢١٠.

عفيفي، هلال عبد الفتاح (٢٠١٥)، "أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية - دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة*، ٣٩ (٤): ١١٨-٥١.

عنانى، محمد عبد السميع (٢٠١١)، "التحليل القياسى والإحصائى 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 علمية من بيئة الأعمال المصرية"، *الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس*، ٢٢ (٤): ٣٣٠-٤٠١.

ثانياً/ المراجع الأجنبية:

Ahuja, N., Dawar, L., and Arrawtia, R. (2015). *Corporate Finance. Eastern Economy Edition*, PHI Learning Privet Limited, Delhi.

Anederhan, J. (2012). *Cash Holding and Corporate Governance: Evidence and Implications from The Netherlands*, Master Thesis, University of Amsterdam, Netherlands.

- 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.
- Bick, P., Orlova, S., & Sun, L. (2018). Fair Value Accounting and Corporate Cash Holdings. *Advances in Accounting*, 40, 98-110.
- Chungwarg park and Young sik kawak (2016). Cash Holdings and Firm Value Considering Discretionary Accruals in South Korea. *Korean Journal of Financial Engineering*, 15(3), pp.95-116.
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-Based and Real Earnings Management Activities Around Seasoned Equity Offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2-19.
- Cohen, D. A., Dey, A. and Lys, T.Z. (2008). Real and Accrual-Based Earnings Management in The Pre-and Post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review*, 83 (3): 757-787.
- Cupertino, C. M., Martinez, A. L., & da Costa Jr, N. C. (2015). Earnings Manipulations by Real Activities Management and Investors' Perceptions. *Research in International Business and Finance*, 34, 309-323.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. and Servaes, H. (2003). International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (1): 111-133.
- Drobetz, W., Grüninger, M. C., & Hirschvogl, S. (2010). Information Asymmetry and The Value of Cash. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2168-2184.
- Fakhari, H., & Taghavi, S. R. A (2010). Accruals Quality and Corporate Cash Holdings. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 16(4).
- Farinha, J., Mateus, C., & Soares, N. (2018). Cash Holdings and Earnings Quality: Evidence from The Main and Alternative UK Markets. *International Review of Financial Analysis*, 56, 238-252.

- García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P. and Sánchez-Ballesta, J. P. (2009). Accruals Quality and Corporate Cash Holdings. *Accounting & Finance*, 49 (1): 95-115.
- García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P., & Sánchez-Ballesta, J. P. (2008). Financial Reporting Quality and Corporate Cash Holdings.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 3-73.
- Greiner, A. J. (2013). Consequences of Real Earnings Management and weak Corporate Governance: Evidence from Cash Holdings. PhD Thesis Florida Atlantic University, United States.
- Greiner, A.J. (2017). An Examination of Real Activities Management and Corporate Cash Holdings. *Advances in Accounting*, 39: 79-90.
- Harford, J. S., A. Mansi, and W. F. Maxwell. (2008). Corporate Governance and Firm Cash Holdings in The US. *Journal of Financial Economics*, 87 (3): 535-555.
- Hasanzadeh, R. B., S. J. Kangarluei, and F. S. Oleimani. (2012). The Effects of Earnings Quality on Cash Holding in Listed Companies at Tehran Stock Exchange (TSE). *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 6(13), 104-110.
- 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., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, And Money*. London, Harcourt Brace.
- Kim, C. S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335-359.

- Maham, K. and Z. H. Shabanha. (2015). The Relationship Between Earnings Quality and Cash Holding by Companies. *International Journal of Review in Life Sciences*, 5 (5): 673-677.
- Mansali, H., Derouiche, I., & Jemai, K. (2019). Accruals Quality, Financial Constraints, and Corporate Cash Holdings. *Managerial Finance*.
- Mokhtari, B., Kangarlouei, S., & Moyavassel, M. (2012). The Investigation of the Relationship between Accruals Quality and Corporate Cash Holdings in Firms Listed at Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Research*, 4(3), 119-132.
- 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.
- Richardson, V. J. (2000). Information Asymmetry and Earnings Management: Some Evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(4), 325-347.
- Rizeanu, S. (2011). *Essays in Corporate Governance* (Doctoral dissertation, University of South Carolina).
- Safdar, M. (2017). Impact Ownership Structure on Cash Holding and Debt Maturity Structure. Faculty of Management & Social sciences, *Capital University of Science and Technology*, Islamabad, Pakistan, Feb-ruary.
- Shin, M., Kim, S., Shin, J., & Lee, J. (2018). Earnings Quality Effect on Corporate Excess Cash Holdings and Their Marginal Value. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(4), 901-920.
- Sun, Q., Yung, K. and Rahman, H. (2012). Earnings Quality and Corporate Cash Holdings. *Accounting & Finance*, 52 (2): 543-571.
- Supar, S. J. B., Bujang, I., & Hakim, T. A. (2018). Effect of Cash Holding Towards Firm's Efficiency: Moderating Effect of Earning Quality. *In Proceedings of the 2nd Advances in Business Research International Conference* (pp. 123-133). Springer, Singapore.

- Taghavi, S. A. M. and A. Javanmard. (2013). The Effects of Earning Management on Corporate Cash Holdings: Empirical Evidence from Iran. *Shiraz Journal of System Management*, 1 (2): 95-119.
- Wasiuzzaman, S. (2014). Analysis of Corporate Cash Holdings of Firms in Malaysia. *Journal of Asia Business Studies*, 8(2), 118-135.
- Xu, R. (2007). Consequences of REM to Meet Analyst Earnings Forecasts on Subsequent Operating Performance (Doctoral dissertation, Ph. D. Dissertation, University of Alabama).