

العلاقة بين هيكل الملكية وجودة

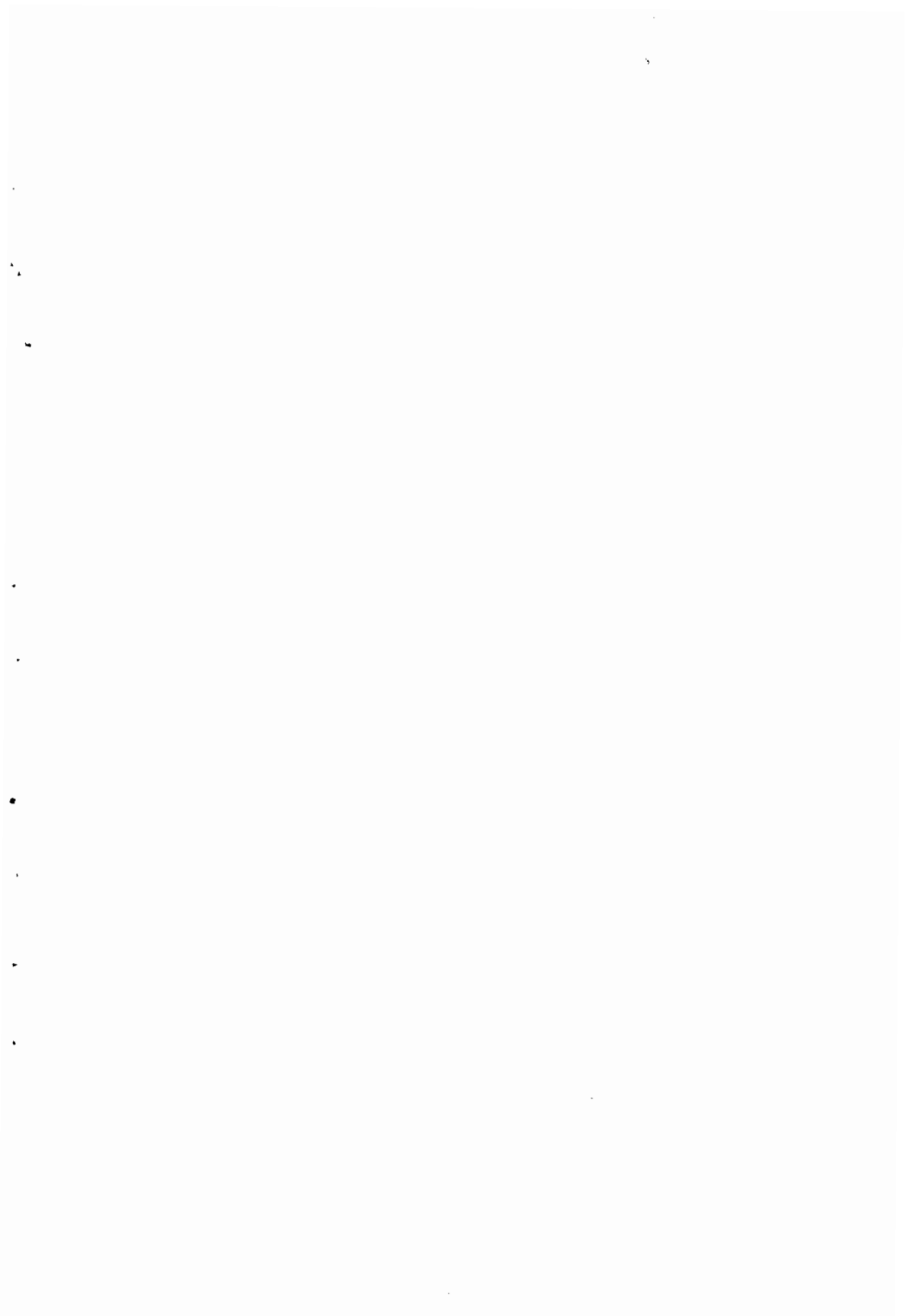
الأرباح

"دراسة اختبارية فى البيئة المصرية"

د. هلال عبد الفتاح عفيفى

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق



العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح

"دراسة اختبارية في البيئة المصرية"

د. هلال عبد الفتاح عفيفي
مدرس بقسم المحاسبة
كلية التجارة - جامعة الزقازيق

ملخص (Abstract)

إن الأرباح المحاسبية المقررة يجب أن تعكس بشكل محكم الواقع الاقتصادي لنشاط الشركة على مدار فترة إعداد التقرير، حتى يتمكن أصحاب المصالح، كالمستثمرين والمقرضين، من تقييم الأداء المالي للشركة على نحو ملائم. حيث يطلق على الدرجة التي تعكس بها الأرباح المقررة الواقع الاقتصادي للشركة، جودة الأرباح (Earnings Quality). ويقع على عاتق المديرين التزام أخلاقي للتقرير عن الأرباح ذات الجودة العالية لأصحاب المصالح وفي التوقيت المناسب. يرى العديد من الكتاب أن تعارض المصالح بين حملة الأسهم من أصحاب الحق الرقابي والأقلية من حملة الأسهم يعد السبب الرئيسي لإدارة الأرباح. وتمثل المهام الرئيسية لآليات حوكمة الشركات في تخفيض تكلفة الوكالة وتعزيز شفافية المعلومات للشركات المساهمة المسجلة، حيث إن هيكل الملكية يعتبر المحدد الرئيسي لتكلفة الوكالة، فإن البحث الحالي يحاول أن يستكشف علاقة هيكل ملكية الشركات بسلوك جودة الأرباح فيها. مستهدفا اختبار العلاقة بين أنماط هيكل الملكية (Ownership Structure) وجودة الأرباح لعينة من الشركات المساهمة المصرية المدرجة في البورصة، والمكونة من 34 شركة في سبعة قطاعات مختلفة لعام 2008، وذلك من خلال أربعة تصنيفات لهيكل الملكية، وهي: الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، ملكية الملاك الكبار الخارجيين (على المستوى الفردي)، والتداول الحر، بالإضافة إلى أربعة متغيرات ضابطة، وهي: حجم الشركة، الانتساب إلى تجمع للأعمال، أداء الشركة، والرفع المالي. وقد اعتمد الباحث في قياسه لجودة الأرباح على مقاييس لجودة الاستحقاقات الجارية (نموذج Dechow and Dichev, 2002)، وجودة الاستحقاقات الاختيارية (نموذج Francis et al., 2004). وقد توصل الباحث إلى وجود علاقة موجبة وذات دلالة بين الملكية الإدارية وجودة الأرباح، ويتفق ذلك مع فرض تقارب المصالح، ووجود علاقة

سالبة وذات دلالة بين الملكية الفردية وجودة الأرباح، حيث يتفق ذلك مع فرض التحصين، ووجود علاقة موجبة ولكنها غير دالة بين الملكية المؤسسية والتداول الحر وجودة الأرباح.

مشكلة البحث:

يعد قياس الأرباح الأساس في استخدام القوائم المالية في تقييم الأداء التاريخي، التنبؤ بالأداء المستقبلي وتقييم حقوق الملكية (Ohlson, 1995; Penman, 2004). ويستخدم مصطلح "جودة الأرباح" (Earnings Quality) بشكل متكرر كدلالة على مدى فعالية قياس الأرباح ومدى منفعتها، ويعنى ذلك أن الشركة التي تظهر جودة أرباح عالية ينظر إليها بأنها أكثر تفضيلاً من قبل المستخدمين للقوائم المالية عن شركة أخرى ذات جودة منخفضة للأرباح (Barker and Imam, 2008).

يرتبط أداء الشركة (سواء السعر أو أداء الأرباح) بصفة عامة بتقييم الأداء الإداري، خطط المكافآت والأمان الوظيفي، موفراً للمديرين دوافع قوية لزيادة الأرباح ورفع أسعار الأسهم (على سبيل المثال: Fama, 1980; Matsunaga and Park, 2000; Farrell and Whidbee, 2003; Fee and Hadlock, 2004; Hsu and Koh, 2005).

لقد أظهرت الفصائح المالية الحديثة قصية ما إذا كانت الشركات المساهمة تعمل بشكل أفضل نحو تحقيق مصالح حملة الأسهم، لذلك فقد نالت قضية جودة الأرباح اهتماماً كبيراً في الأدب المحاسبي مشيرة إلى أي درجة تعكس الأرباح المقررة واقع الشركة الاقتصادي، وإذا كان هناك خداع في الأرباح المقررة، فإن القوائم المالية تعد أقل منفعة وذلك سوف يؤثر على تخصيص الموارد بواسطة أصحاب المصالح (Healy and Wahlen, 1999). وفي إطار ذلك يقع على المديرين مسؤولية مهنية والتزامات أخلاقية للتقرير عن أرباح ذات جودة عالية للأطراف ذوى المصالح وفي التوقيت المناسب (Krishnan and Parsons, 2008).

يجب أن تشير التقارير المالية إلى الموقف الحقيقي للشركات وأن توفر معلومات عن موارد المشروع، والمطلوبات عن هذه الموارد والتغير فيها، كما يجب أن تكون المعلومات مفيدة في قرارات الاستثمار والائتمان، ومفيدة كذلك في تقييم التدفقات النقدية المستقبلية، ورغم ذلك فإن الهدف الرئيسي

لمعدي المعلومات المالية ليس دائماً موجهاً نحو إعداد وعرض تقارير مالية ذات جودة عالية، حيث تستخدم أحياناً أساليب مختلفة للتلاعب بهدف التأثير على دلالة القوائم المالية (Atik, 2009).

تعد جودة الأرباح مهمة وضرورية للتخصيص الكفاء للموارد في أسواق المال، حيث إن التقرير عن الأرباح بما لا يعكس ما هو وراء الأداء الاقتصادي لشركة ما يؤثر بالسلب ويوقع ضرراً على المستثمرين الفرديين، العمال، الشركات الأخرى، وعلى الاقتصاد بشكل عام.

يعتبر الفصل بين الملكية والرقابة من الخصائص المميزة للشركات المساهمة في الولايات المتحدة الأمريكية، والذي يزيد من تعارضات الوكالة بين المديرين وحملة الأسهم الخارجيين (Jensen and Meckling, 1976; Demsetz and Lehn, 1985; Shleifer and Vishny, 1997). فمن ناحية، فإن المديرين المحترفين في الشركات ذات الملكية المنتشرة لديهم دوافع للتقرير عن معلومات محاسبية مالية تتحرف عن جوهر ما هو وراء المعاملات الاقتصادية لتعظيم المنافع الخاصة على حساب حملة الأسهم أو مانحي الائتمان (Healy and Kaplan, 1985; Christie and Zimmerman, 1994; Warfield et al., 1995; Leuz et al., 2003). وبذلك فإن هيكل الملكية تؤثر على جودة التقارير المالية (Warfield et al., 1995; Fan and Wong, 2002; Francis et al., 2005). من ناحية ثانية، فإن الأرباح المحاسبية تستخدم للتخفيف من حدة تعارضات الوكالة من خلال تقارب مصالح المديرين مع أولئك من حملة الأسهم الخارجيين ومانحي الائتمان (Healy and Kaplan, 1985; Watts and Zimmerman, 1986; Christie and Zimmerman, 1994; Bushman and Smith, 2001). ومن ثم، فإن هناك طلباً على جودة التقارير المالية بواسطة حملة الأسهم، مانحي الائتمان، والمستخدمين الآخرين للقوائم المالية لأغراض إجراء التعاقدات والمراقبة بكفاءة، وفي المقابل، فإن الطلب على جودة التقارير المالية يخلق دوافع للشركات لتوفير قوائم مالية ذات جودة عالية من أجل الحصول على شروط تعاقدية أفضل (Wang, 2006).

لقد نالت دراسة هيكل ملكية الشركة اهتماماً كبيراً في أدبيات المحاسبة والتمويل.⁽¹⁾ فقد اختبرت دراسات عديدة العلاقة بين هيكل الملكية وقيمة الشركة (مثل: Jensen and Meckling, 1976; Demsetz and Lehn, 1985; Denis and Denis, 1994; Denis and Sarin, 1999; Ang et

(1) يرجع في ذلك تفصيلاً إلى (Hillier and MaColgan, 2008)

(al., 2000; Barontini and Caprio, 2006)، واختبر آخرون محددات هيكل الملكية (مثل: Demsetz and Lehn, 1985; Denis and Denis, 1994; Demsetz and Sarin, 1999; Cho, 1998; Demsetz and Villalonga, 2001).

ويرسم هيكل الملكية إلى حد كبير مشكلة الوكالة في الشركة، بالإضافة إلى أنه يؤثر أيضاً على إعداد تقارير الشركة، فعندما يكون المالك ما حق الرقابة الفعالة في الشركة، فإنه يتحكم في إنتاج المعلومات المحاسبية للشركة وسياسات التقرير، وكذلك عندما يكون المالك المسيطر (Controlling Owner) محصناً بقوة التصويت، وأن هناك فصلاً كبيراً بين حقوق التصويت والتدفق النقدي، فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض مصداقية المعلومات المحاسبية، مما يعني أن المستثمرين الخارجيين يولون اهتماماً أقل للأرقام المحاسبية المقررة، بسبب أنهم يتوقعون أن المالك المسيطر يقرر عن معلومات محاسبية تحقياً لمصلحة ذاتية بدلاً من عكس حقيقة ما وراء المعلومات الاقتصادية للشركة، على وجه الخصوص، فإن المستثمرين الخارجيين ربما لا يتقنون في الأرباح المقررة للشركة بسبب أن المالك المسيطر يمكن أن يتلاعب في الأرباح بهدف التجريد من المنكية (Expropriation). بالإضافة إلى ذلك فإن المستثمرين الخارجيين يعلمون أن المالك المسيطر لديه دافع لتجنب التقرير عن معلومات محاسبية والتي تعد محركاً لمراقبة محكمة من قبل حملة الأسهم الخارجيين (Fan and Wong, 2002).

على الرغم من الجهود المبذولة من قبل المنظمات المهنية لفرض قواعد ومعايير أكثر صرامة لإعداد التقارير المالية، إلا أن الإدراك العام يشير إلى أن شفافية الشركة تعد في انخفاض، ففي حين أن القواعد المحاسبية الجديدة ربما تؤدي إلى زيادة حجم المعلومات المحاسبية، إلا أن المستثمرين لديهم تحفظات على جودة الأرقام المقررة، ولذلك من المهم للمنظمين وصانعي السياسة فهم أسباب الجودة المنخفضة للمعلومات المحاسبية المقررة (Fan and Wong, 2002).

وقد صدرت العديد من التعديلات والإرشادات في سوق الأوراق المالية في مصر، والتي صممت لتغيير سلوك إدارات الشركات وتحسين جودة المعلومات المقدمة في التقارير المالية للمستثمرين، وتمثل ذلك في: (١) إصدار دليل حوكمة الشركات، وما ينطويه من تحديد أفضل لهيكل مجلس الإدارة

ولجنة المراجعة وواجباتها، (٢) تأسيس توجهات/إرشادات لحماية حقوق الأقلية من المساهمين، (٣) السعي نحو تحسين جودة إعداد التقارير المالية ودقتها.

وبذلك تتضح أهمية البحث الحالي من خلال تناوله للعلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح في الشركات التي تعمل في سوق ناشئ، وهو مصر. ففي ظل عولمة المشروعات وأسواق المال، فإنه يوجد طلب قوى ومتزايد على جودة المعلومات من الشركات عبر الدول بما يمكن المستثمرين من القيام بعمل تقييم مقارن للمخاطر والعائد للشركات في دول مختلفة. وبناء على ذلك، فإن المنظمين في دول عديدة خارج الولايات المتحدة الأمريكية يسلطون الضوء تجاه حوكمة الشركات وعلى وجه الخصوص مكونات هيكل الملكية.

وبذلك تبدو مشكلة البحث من خلال طرح السؤال التالي: هل هناك علاقة بين أنماط هيكل الملكية وجودة الأرباح في الشركات المساهمة المصرية؟ وما هي طبيعة تلك العلاقة في حالة وجودها، بمعنى آخر، هل يؤثر اختلاف هيكل الملكية (ما بين ملكية إدارية، ملكية مؤسسية، تركز الملكية، وتداول حر) على جودة الأرباح في التقارير المالية؟

هدف البحث:

في ضوء مشكلة البحث المطروحة في الفقرة السابقة، يتمثل هدف البحث الرئيسي في دراسة العلاقة بين أنماط هيكل الملكية وجودة الأرباح في الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية في مصر. وينبثق عن هذا الهدف الأهداف الفرعية التالية:

- ١- دراسة هيكل الملكية ودوافع إدارة الأرباح في ضوء نظرية الوكالة.
- ٢- دراسة مفهوم وطرق قياس جودة الأرباح وتحليلها.
- ٣- دراسة العلاقة بين أنماط هيكل الملكية وجودة الأرباح في ظل مقاييس مختلفة لكل منهما.
- ٤- اختبار العلاقة بين أنماط هيكل الملكية وجودة الأرباح في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

أهمية البحث:

ترجع أهمية البحث لعدة عوامل واعتبارات من أهمها:

- ١- إن الطبيعة التحولية والانتقالية للاقتصاد المصري توفر فرصة حيوية لاختبار سلوك جودة الأرباح في الشركات في ظل أنواع مختلفة للملكية، وقد أولت مصر في السنوات الأخيرة اهتماماً

كبيراً نحو تثبيّت دعائم حوكمة الشركات، ويلعب هيكل الملكية دوراً مهماً فى نجاح تطبيق الحوكمة كأحد أهم آلياتها، بالإضافة إلى أن هيكل الملكية وفقاً لـ (Kang and Sorensen, 1999) يعد المتغير التنظيمى الرئيسى الذى يؤثر على نتائج الشركة.

2- يعد هذا البحث محاولة تسهم فى تأصيل فهمنا لمحددات جودة الأرباح فى البيئة المصرية، من خلال زيادة فهمنا لكيفية تأثير هيكل الملكية على ممارسات إعداد التقارير المالية، حيث تجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من أن إدارة الأرباح نالت اهتماماً ملحوظاً فى الأدب المحاسبى، إلا أن هناك أدلة اختيارية محدودة عن العلاقة بين دوافع الملكية وجودة الأرباح.

3- يسهم البحث فى الأدبيات السابقة باختبار العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح فى سوق ناشئة هى مصر. إن الأهمية فيما وراء اختبار محددات هيكل الملكية لجودة الأرباح تتمثل فى تخفيض ارتكاب الأخطاء، التعارض، والاتجاه لاكتشاف الغموض فى المعلومات المحاسبية المستخدمة من قبل المديرين بسبب أن الأرباح المدارة تتطوى بشكل كبير على جودة منخفضة.

4- إدخال كل من الملكية الإدارية، المؤسسية، الملاك الكبار على المستوى الفردى، والتداول الحر فى التحليل، وبذلك يوفر الباحث دليلاً شاملاً عن العلاقة بين أنماط هيكل الملكية وجودة الأرباح.

5- يعتمد البحث على بيانات عن الشركات المساهمة المصرية، والتي تعكس وضعاً مؤسسياً مشابهاً للعديد من الدول النامية، حيث يتنامى دور القطاع الخاص، ووجود سيطرة للملكية العائلية، وحقوق ضعيفة للمستثمرين، وملاك كبار، لذلك فإن هذا البحث يوفر دليلاً عملياً لتقييم النداءات التى تطالب بأنواع مختلفة من المستثمرين ليلعبوا دوراً أكبر فى حوكمة الشركات.

6- يعد البحث امتداداً للأدب المحاسبى عن تأثير نوع الملكية على جودة الأرباح من خلال اختيار عينة من الشركات المساهمة المصرية فى قطاعات مختلفة، والأخذ فى الاعتبار خصائص ومسن ثم مقاييس مختلفة كما يأتى:

أ- بالنسبة لهيكل الملكية: على خلاف معظم البحوث السابقة، التى، غالباً ما تناولت جانباً واحداً فقط لهيكل الملكية، يركز البحث الحالى على أربعة تصنيفات للملكية، وهى: الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، الملاك الكبار على المستوى الفردى، والتداول الحر.

ب- بالنسبة لجودة الأرباح: يركز البحث على عدة خصائص لجودة الأرباح، وذلك بدلاً من خاصية واحدة فقط، حيث يعتمد الباحث في قياسه لجودة الأرباح على مقاييس مختلفة تتضمن جودة الاستحقاقات الجارية، وجودة الاستحقاقات الاختيارية.

٧- توفر نتائج البحث رؤى حيوية للمستثمرين الدوليين ومديري التمويل في استراتيجيات تنويع محافظتهم. كذلك، فإن نتائج وأثار حوكمة الشركات على المستوى المعلوماتي للأرباح تعد معلومات مهمة للمستثمرين ومديري التمويل في اختيارهم للشركات المصرية للاستثمار فيها.

٨- من منظور كلي، فإن هذا البحث يضيف للأدبيات المتزايدة حديثاً عن دور الحوكمة -خاصة فيما يتعلق بآلية هيكل الملكية - في تحسين الأداء والكفاءة الاقتصادية. بالإضافة إلى أن عدم شفافية الأرباح (Earnings Opacity) يؤثر عكسياً على تكلفة رأس المال ودوافع تعاملات المستثمرين (أنظر مثلاً: Bhattacharya et al., 2003). وبذلك، فإن تعزيز فهم العوامل التي تؤثر على جودة الأرباح سوف يساهم في التخصيص الكفء لرأس المال وزيادة الإنتاجية (Bushman and Smith, 2001; Haw et al., 2004).

خطة البحث:

في ضوء مشكلة البحث وتحقيقاً لأهدافه، تسير خطة البحث على النحو الآتي:

القسم الأول: العلاقة بين هيكل الملكية ودوافع إدارة الأرباح في ضوء نظرية الوكالة

القسم الثاني: جودة الأرباح: المفهوم وطرق القياس

القسم الثالث: الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث

القسم الرابع: تصميم البحث

القسم الخامس: تحليل النتائج

القسم السادس: خلاصة البحث وحدوده

القسم الأول

العلاقة بين هيكل الملكية ودوافع إدارة الأرباح في ضوء نظرية الوكالة

لقد أثارت الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ انتباه جزء كبير من البحوث عن جودة المعلومات المالية ورقابة الشركات، وعادة ما يكون هناك انفصال بين مصادر التمويل والإدارة في الشركات المساهمة، ويفرض هذا الانفصال نوعان من التعارض (Al-Fayoumi et al., 2010). **أولاً:** أن الممولين يواجهون مجموعة من المشاكل التي تمنعهم من مراقبة وضبط سلوك مديري الشركات التي يستثمرون فيها (Macey, 1998). **ثانياً:** يحتاج المديرون إلى إقناع المشاركين في السوق (الحاليين والمرتبين) بأداء الشركة من أجل حثهم على تخصيص الموارد الكافية لاستثمارات الشركة.

ويعبر هيكل الملكية عن هويات أصحاب حقوق الشركة وحجم ممتلكاتهم (Denis and McConnell, 2003). حيث يلعب هيكل الملكية دوراً مهماً في حوكمة الشركات، كما يرى (Kang and Sorensen, 1999) أن هيكل الملكية يعد المتغير التنظيمي الرئيسي الذي يؤثر على نتائج الشركة، فمن منظور نظرية الوكالة، المقترحة من قبل (Jensen and Meckling, 1976)، فإن المديرين بوصفهم وكلاء عن الملاك لديهم نزوع نحو تحقيق أهدافهم الخاصة والتي لا تكون عادة متوافقة مع نظيرتها عند الملاك.

وتكمن إحدى القضايا الهامة في منظمات الأعمال في كيفية حل أو التخفيف من حدة مشكلة الوكالة التي تتجم من عدم تماثل المعلومات، ولا شك أن طبيعة هيكل ملكية الشركة سوف تؤثر على مشاكل الوكالة بين المديرين وحملة الأسهم الخارجيين، وفي ضوء الأدبيات السابقة، يتبين أن مشاكل الوكالة التي تنشأ عندما تكون ملكية الشركة مشتتة أو منتشرة تختلف عن تلك عندما تكون الملكية مركزة (Achmad et al., 2009). ويعد سوق المال المصري مثلاً جيداً في هذا المجال، حيث إن الأسهم ذات التداول الحر (Floating Shares) غالباً ما تمثل نسبة صغيرة من إجمالي الأسهم للشركات المقيدة، وكذلك انتشار الملكية العائلية ووجود ملكية رقابية مسيطرة.

تنشأ إدارة الأرباح في أسواق المال المتطورة، في ظل وجود فصل بين الملكية والإدارة وأسس عريضة لحملة الأسهم، من خلال وجود رغبة في تدعيم سعر سهم الشركة، حيث إن السعر يعد غالباً الأساس للمكافآت الإدارية، والتي يمكن أن تتضمن أيضاً خيارات للأسهم أو خطط حوافز أخرى. وبرغم ذلك، فإنه في أسواق المال الأقل تطوراً، فإن هذه الدوافع ربما لا تكون ملائمة كثيراً في مثل تلك الأسواق، حتى بالنسبة للشركات المقيدة في أسواق المال، فإنها تتطوى على ملكية مركزة بشكل كبير وأن المديرين في الإدارة العليا (أو المصالح الممثلة مباشرة) يعتبروا حملة أسهم لهم حق رقابي (Ding et al., 2007).

إن الفصل بين الملكية والرقابة، كما هو موضح من خلال اتساع هيكل الملكية في معظم الشركات الأمريكية الحديثة، يعطى المديرين فرصاً للسعى نحو تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب حملة الأسهم، وتنشأ مشاكل الوكالة في الشركة متى كانت لدى المديرين دوافع للمشاركة في أنشطة لا تعظم من القيمة، مثل: الحصول على منح أو علاوات، وبناء إمبراطورية، وتمثل إحدى طرق تخفيض تكلفة الوكالة في الملكية الإدارية، ويعد (Berle and Means, 1932) من أوائل الذين اقترحوا أن تعتمد الشركة على توزيع ملكية الأسهم بين المديرين وحملة الأسهم الخارجيين.^(٢)

يوفر البحث الحالي إضافة إلى الأدبيات السابقة من خلال دراسة نفس القضية من منظور آخر وتحديداً من منظور الوكالة، بمعنى النظر إلى جودة الأرباح كسمة لمشكلة الوكالة التي تواجه الشركات الحديثة، حيث يرى (Ding et al., 2007) أن تعارض المصالح بين حملة الأسهم أصحاب الحق الرقابي والأقلية من حملة الأسهم يعد السبب الرئيسي لإدارة الأرباح، وحيث إن هيكل الملكية يعد المحدد الرئيسي لتكلفة الوكالة، فإن هذا البحث يحاول أن يربط هيكل ملكية الشركات بسلوك جودة الأرباح فيها.

ويأخذ الباحث بعين الاعتبار تعقد المصالح المزعومة في الشركات المساهمة، وذلك في ضوء الأبعاد الرئيسية لهيكل الملكية - الأطراف الداخلية، الملكية المؤسسية، الملاك الكبار الخارجيين، والتداول الحر وذلك في ضوء نظرية الوكالة في الجزء الآتي.

١- الملكية الإدارية وجودة الأرباح:

(٢) يرجع في ذلك تفصيلاً إلى (Sanchez-Ballesta and Garcia-Meca, 2007).

تنشأ مشاكل حوكمة الشركات غالباً وبشكل كبير كنتيجة لفصل الملكية عن الرقابة داخل منظمات الأعمال (Fama and Jensen, 1983). وقد اقترح (Jensen and Meckling, 1976) أنه مع تزايد نسبة الأسهم المملوكة من قبل الإدارة العليا فإنه من المحتمل أكثر أن يكونوا قادرين على اتخاذ قرارات تتسق مع تعظيم ثروة حملة الأسهم، حيث إن ذلك سوف يعظم ثروتهم الخاصة، ويتسق ذلك مع فرض تقارب المصالح (Alignment Hypothesis).^(٣)

إن أثر الملكية الإدارية (الأطراف الداخلية) على الدوافع نحو التعامل مع مصالح حملة الأسهم لم يدرس بوضوح في الأدبيات السابقة، وتظهر نظرية الوكالة التقليدية أن ملكيات الأسهم من قبل المديرين تساعد على تقارب مصالحهم مع أولئك من حملة الأسهم (Jensen and Meckling, 1976). هذا الدافع، أثر التقارب أو الانحياز (Alignment Effect)، ينطوي على أثر أكبر كلما زادت الملكية الإدارية، وذلك لأنه كلما زادت فإن إدارة الأرباح يمكن أن تتجه بشكل كفاء نحو تحسين المحتوى المعلوماتي للأرباح بإيصال معلومات ذات دلالة قيمة (Siregar and Utama, 2008)، وبذلك فإنه في ظل فرض تقارب المصالح، فإن الملكية الداخلية يمكن رؤيتها كألية لتقييد السلوك الانتهازي للمديرين،^(٤) وبذلك فإن الاستحقاقات الاختيارية، كمقياس لإدارة الأرباح، يتوقع أن تكون مرتبطة سلبياً بالملكية الداخلية (Warfield et al., 1995; Al-Fayoumi et al., 2010). في المقابل عندما يكون هناك فصل ضعيف بين الملاك والمديرين، فإن المديرين يواجهون ضغوطاً أقل من أسواق المال للإشارة إلى قيمة الشركة للسوق وأنهم يولون اهتماماً أقل للتقرير المالي في الأجل القصير (Jensen, 1986; Klassen, 1997). وبذلك، فإن الملكية الإدارية المرتفعة من المحتمل أكثر أن تنطوي على تلاعب في الأرباح، حيث إن هذا الافتقار إلى الانضباط السوقي يمكن أن يفقد الأطراف الداخلية للقيام بخيارات محاسبية والتي تعكس دوافع ذاتية بدلاً من اقتصاديات الشركة (Sanchez-Ballesta and Garsa-Meca, 2007). في هذا النطاق يرجح (Morck et al., 1988) بأنه مع تزايد الملكية الإدارية فإن سوق العمل الإداري ورقابة الشركة من السوق يصبحان أقل فعالية في انحياز المديرين لاتخاذ قرارات تهدف إلى تعزيز القيمة، وذلك بسبب أن الملكية العالية من قبل الإدارة تنطوي على قوة تصويت كافية لضمان

(٣) يرجع في ذلك تفصيلاً إلى (Ng, 2005).

(٤) على سبيل المثال، يفرض أن هناك عملية مرتبطة جزئياً بتحويل ١ مليون دولار من شركة مساهمة إلى وحدة مملوكة بالكامل بواسطة المدير، إذا كان المدير يمتلك ٥٠% من الشركة المساهمة، فإن صافي مكاسبه الخاصة ستكون ١/٢ مليون دولار، في حين أنه إذا كان يمتلك ٥% فإن صافي مكاسبه تكون ٩٥٠,٠٠٠ دولار. وبذلك، فإن عائد المدير من خلال تصرفه انتهازي يكون أكبر عندما يمتلك حقوق أقل في الأسهم (Lennox, 2005).

للوظيفة مستقبلاً. بالإضافة إلى ذلك، فإن هؤلاء المديرين لديهم دوافع لممارسة أفعال لا تعظم القيمة وذات مصلحة ذاتية على حساب ثروة حملة الأسهم، ويتسق ذلك السلوك الإداري مع فرض التحصين (Entrenchment Hypothesis) والذي يستند على أن المستويات العالية من الملكية الداخلية يمكن أن تصبح غير فعالة في انحياز الأطراف الداخلية لاتخاذ قرارات تعظم من القيمة، ومن ثم فإن تأثير التحصين من المحتمل أن يحد من توقعات نظرية الوكالة، فكلما تزيد الملكية الإدارية فإن إدارة الأرباح يمكن أن تزيد (Yeo et al., 2002).

وقد خلص العديد من الدراسات (أنظر مثلاً: Healy and Wahlen, 1999; Yang et al., 2008) إلى أن إدارة الأرباح تحدث في أربع حالات، حيث يدير المديرون الأرباح بهدف: (١) تزييف الحقائق، أو الخداع المحاسبي (WindowDressing) وذلك قبل طرح الأسهم للاكتتاب العام، (٢) زيادة مكافآت المديرين والأمان الوظيفي، (٣) تجنب انتهاك تعهدات المديونية، أو (٤) تخفيض تكاليف التنظيم و/أو زيادة المزايا. وعلى الرغم من أن إدارة الأرباح نالت اهتماماً ملحوظاً في الأدب المحاسبي، إلا أن هناك أدلة اختبارية محدودة عن العلاقة بين دوافع الملكية وإدارة الأرباح علاوة على ذلك، فإن النتائج تعد مختلطة.

وتقترح نظرية الوكالة أن درجة تركيز الملكية (Ownership Concentration) تؤثر في طبيعة التعاقدات، والتي تخلق مشاكل وكالة بين المديرين وحملة الأسهم الخارجيين (Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983). وتظهر الدراسات السابقة أن الملكية الإدارية العالية يمكن أن تزيد أو تخفض من مصداقية المعلومات المحاسبية (Fan and Wong, 2002; Francis et al., 2004; Han, 2005)، وعندما تكون الملكية الإدارية منخفضة، فإن دوافع السلوك الانتهازي تزيد، وبناء على ذلك، فإن الطلب على فرض قيود على الأسس المحاسبية المتبعة سوف يزيد، وإذا لم تكن الخيارات المحاسبية للمديرين مقيدة تماماً داخل الشروط التعاقدية، فإنها يتوقع أن تكون جودة المعلومات المحاسبية مرتبطة إيجابياً بالملكية الإدارية، حيث إن الملكية الإدارية تحسن من تقارب المصالح بين المديرين وحملة الأسهم الخارجيين (أثر الدافع). واتساقاً مع هذا التوقع، فقد وجد (Warfield et al., 1995) أن المحتوى المعلوماتي للأرباح يزيد مع زيادة مستوى الملكية الإدارية، في حين أن حجم تسويات الاستحقاق المحاسبية الاختيارية تنخفض مع انخفاض مستوى الملكية الإدارية، بالإضافة إلى

ذلك، فإن حملة الأسهم المسيطرين (Controlling Shareholders) لديهم القدرة والدافع للتقرير بما يحقق مصلحتهم الذاتية بدلاً من مصلحة حملة الأسهم (أثر التحصين). حيث يكون المديرون أقل تعرضاً لقيود على أسس محاسبية ومراقبة من قبل حملة الأسهم الكبار، الاستيلاء المعزز للقيمة كلما زادت الملكية الإدارية، حيث يكون لدى المديرون الدافع لسوء استخدام الحرية (بمعنى المرونة) المحاسبية المسموح بها في ظل المبادئ المحاسبية المتعارف عليها (GAAP) للحصول على منافعهم الخاصة على حساب حملة الأسهم، علاوة على ذلك، فإن عملية التعاقد والمراقبة تعد مكلفة لحملة الأسهم الخارجيين، إنهم لا يرغبون في استبعاد كل الحرية المحاسبية حيث إنهم يعتقدون أن مصالح المديرين تلتنقى معهم جيداً وأن المديرين من المحتمل أن يمتلكوا ميزة نسبية في اختيار وضع كفاء للطرق المحاسبية (Ball, 1989).^(٥) وفي حين أن نسبة الملكية المؤسسية الخارجية يمكن أن تعكس درجة المراقبة الخارجية لقرارات الإدارة، فإن مدى الملكية الإدارية يشير إلى درجة التقارب بين مصالح الإدارة وحملة الأسهم (Singh and Davidson, 2003).

ووفقاً لـ (Mueller and Spitz-Oener, 2006) يوجد تأثيران متعارضان للملكية الإدارية، وهما أثر الدافع (الحافز) وأثر التحصين (الحماية)، فمن ناحية، فإن الملكية الإدارية ترتبط بأهداف الملاك والمديرين بسبب أن المديرين يصبحون جزءاً من تكاليف أفعالهم في حد ذاتها. ومن ناحية أخرى، فإن المديرين في ظل وجود حصة ملكية إدارية عالية، فإن ذلك يجعل من الصعوبة لحملة الأسهم الآخرين مراقبة الإدارة ويعطى الملاك-المديرين القوة التي من المحتمل أن تتجاهل مصالح حملة الأسهم الصغار، حيث إن حصتهم من الملكية تجعلهم محصنين من المراقبة من قبل الملاك الخارجيين.^(٦)

وتظهر أدبيات المحاسبة والتمويل أن مستويات ملكية الإدارة تؤثر على تكاليف الوكالة بطريقتين، بما يعكس مشكلتين للوكالة بين المديرين وحملة الأسهم:^(٧)

أولاً: هناك تأثير لاختلاف المصالح (Divergence Effect)، وذلك بأن المديرين في ظل وجود حقوق منخفضة لحاملي الأسهم يكون لديهم دوافع ضعيفة للتفاعل مع حقوق حملة الأسهم الخارجيين، وعلى

(٥) في رؤية مشابهة، يوضح (Liang, 2004) أن المالك يمكن أن يخفض تكاليف الوكالة من خلال تصميم عقد مكافأة بما يسمح ببعض إدارة الأرباح بسبب أن مثل ذلك العقد يخفض مخاطر المكافأة.

(٦) تميز الأدبيات النظرية بين الأطراف الداخليين (Insiders) الذين يديرون الشركة، والأطراف الخارجيين (Outsiders) الذين يوفران مصادر التمويل للشركة (Jensen and Meckling, 1976).

(٧) يرجع في ذلك تفصيلاً إلى (Morck et al., 1988; Lennox, 2005; Pergola and Joseph, 2011).

ذلك، فإن تأثير اختلاف المصالح من المتوقع أن ينتج عنه تكاليف وكالة عالية عندما تكون ملكية الإدارة منخفضة،^(٨) كما هو موضح في الجزء (أ) من شكل رقم (١). فعندما يمتلك المديرون ١٠٠% من حقوق الملكية، فإن دوافعهم تكون متحازة بالكامل مع حملة الأسهم، ولذلك فإن تكاليف الوكالة لحقوق الملكية تكون صفراً.^(٩)

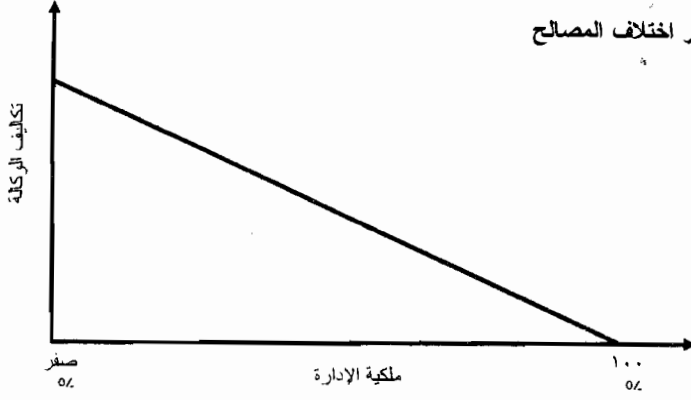
ثانياً: هناك تأثير للتحصين (Entrenchment Effect)،^(١٠) بمعنى أن المديرين يكون أمامهم مجال كبير للتصرف انتهازياً عندما يكون لديهم سلطة رقابية، حيث يرجح (Morck et al., 1988) أن تزايد ملكية الإدارة يسمح بتحسين أكثر، وبذلك يكون هناك مجال واسع من الانتهازية، نظرياً، فإن المدير الذي يكون محصناً بالكامل (Fully Entrenched) لا يحقق أية مكاسب من الرقابة الإضافية (بمعنى لا يحقق أية مكاسب إضافية من تزايد دوره الرقابي) من خلال زيادة حيازتهم للأسهم، ففي نهاية المدى، فإن المدير في ظل عدم حيازة أية أسهم (Zero Shareholdings) من غير المحتمل أن يحقق أية زيادة مؤثرة في الرقابة من خلال زيادة صغيرة في الملكية (على سبيل المثال، من صفر إلى ٢%).

(٨) تنوه الدراسات السابقة إلى أن هناك على الأقل ثلاثة أنواع من التعارض بين حامل السهم – المدير: (أ) الخطر الأخلاقي (Moral Hazard)، والذي يعني أن المديرين يمكن أن يقوموا بأفعال والتي من شأنها أن تزيد من منفعتهم الخاصة في حين تبرهن على مصنحة ثانوية لحملة الأسهم الآخرين (Jensen and Mecklin, 1976; Fama and Jensen, 1983)، (ب) المديرين الذين يمتلكون أسهماً ربما ينتزعون منافع من حوزتهم للمعلومات على حساب حملة الأسهم الآخرين من خلال التعاملات الداخلية (Givoly and Palmon, 1985)، (ج) أن المديرين ربما يمنعون الاستيلاء على الشركة، والذي يعد مفيداً للجزء الأساسي لكثلة حملة الأسهم، بسبب أنهم لا يرغبون أن يفقدوا دورهم الرقابي (DeAngelo and Rice, 1983; Jarrell and Poulsen, 1988; Comment and Schwert, 1995). وفي حين أنه من الواضح أن الملكية المتزايدة سوف تخفف من التعارض رقم (أ)، فإنه من المحتمل أنها ستزيد فعلاً التعارض في رقم (ب)، في حين أن الأثر في التعارض رقم (ج) يعد غير واضح. ووفقاً لـ (Gul et al., 2002)، فإن بعضاً من الضعف في نتائج الدراسات السابقة يمكن عزوه إلى ذلك الغموض.

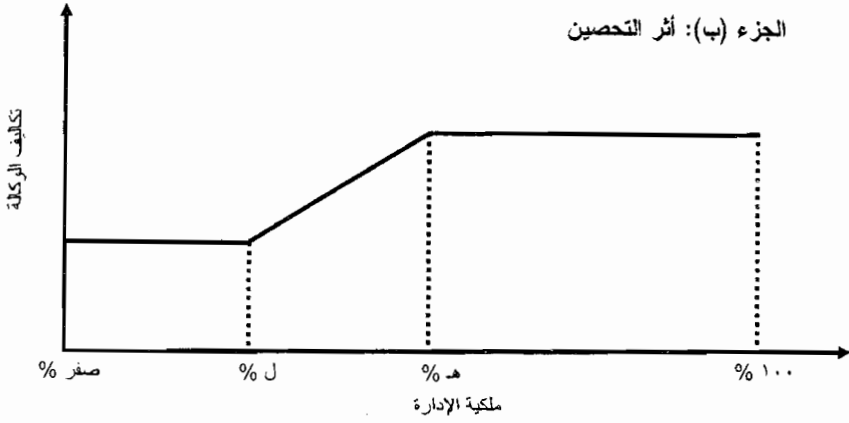
(٩) في حالة امتلاك المديرون للأسهم بالكامل، فإنهم يتعاملون كأنهم في منشآت فردية، وأن أي فعل يتخذونه ضد الشركة سوف يضر بمصالحهم فقط. بالإضافة إلى ذلك فإنه عند هذا المستوى المفرط من الملكية، فإنه لا توجد حاجة لآليات الحوكمة (Pergola and Joseph, 2011). كذلك عند ذلك المستوى (١٠٠% ملكية إدارية)، تكون تكاليف الوكالة صفر، حيث أن هناك علاقة موجبة بين تكاليف الوكالة والفصل بين الملكية والرقابة (Mustapha and Ahmad, 2011).

(١٠) يعتبر كل من (Fan and Wong, 2002; Wang, 2006) أثر التحصين وأثر المعلومات كآثرين متكاملين بسبب أن كلا التأثيرين يزيد من تكاليف الوكالة. ويشير الباحث إلى أثر التحصين بعمومية أكثر متضمناً كل من التحصين الناتج عن الرقابة الفعالة من قبل حملة الأسهم المسيطرين وعدم تماثل المعلومات بين حملة الأسهم المسيطرين وحملة الأسهم الآخرين.

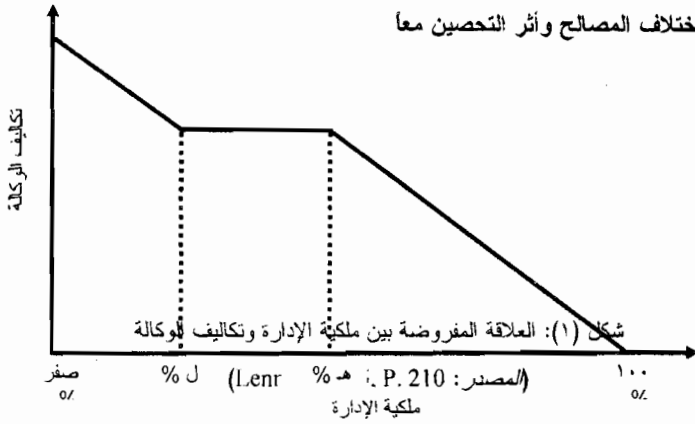
الجزء (أ): أثر اختلاف المصالح



الجزء (ب): أثر التحصين



الجزء (ج): أثر اختلاف المصالح وأثر التحصين معاً



وتقترح هذه الأرجحيات أن الزيادات في حيازة الأسمه من قبل الإدارة تفيد في زيادة الرقابة الإدارية (التحصين/الحماية) من خلال المنطقة المتوسطة لحقوق الملكية فقط، في الجزء (ب) من الشكل رقم (١)، يمكن رؤية تأثير التحصين في المنطقة ل% إلى هـ%، حيث أن ل، هـ تمثلان حدود الملكية المنخفضة والعالية. إن مدى الرقابة المتاح للإدارة (ومن ثم المجال المتاح للانتهازية) يزيد بزيادة ملكية الإدارة عن ل%. وفي ظل وجود مدى التحصين ذلك، فإنه يعكس جودة منخفضة للأرباح. وتكون الإدارة محصنة بالكامل عند هـ%، وأن أية زيادات إضافية في الملكية لا تؤدي إلى زيادة في الرقابة المتاحة للإدارة.

وكما أشار (Morck et al., 1988)، فإن النظرية لا تتنبأ أين تقع المنطقة المتوسطة، هذه قضية محل اختبار والتي يمكن حلها باختبار البيانات، حيث يتوافر دليل من الولايات المتحدة يظهر أن هناك تأثير للتحصين في منطقة ملكية من ٥% إلى ٢٥%، وفي المملكة المتحدة من ١٢% إلى ٤٠% (Short and Keasey, 1999).

ويدمج الجزء (ج) من الشكل رقم (١) تأثيرات اختلاف المصالح والتحصين من أجل التنبؤ بصافي العلاقة بين تكاليف الوكالة وملكية الإدارة. ففي حدود المنطقة الدنيا (بين صفر، ل%)، هناك علاقة سالبة لتأثير اختلاف المصالح ولا تأثير للتحصين، ولذلك، فإن تكاليف الوكالة تنخفض مع تزايد ملكية الإدارة. أما داخل المنطقة المتوسطة (بين ل، هـ) فهناك علاقة سالبة لتأثير اختلاف المصالح وعلاقة موجبة لتأثير التحصين، ولذلك فإن تكاليف الوكالة يمكن أن تزيد أو تنخفض مع تزايد ملكية الإدارة، إن العلاقة الصافية بين ملكية الإدارة وتكاليف الوكالة بذلك تعد غامضة داخل المنطقة الوسطى، وبطريقة أكثر إيضاحاً، فإن الجزء (ج) من الشكل رقم (١) يصور التأثيرين معاً (هذا يعني أن تأثير العلاقتين معاً يكون أفقياً داخل المنطقة الوسطى). أما داخل المنطقة العليا (بين هـ، ١٠٠%)، فتوجد علاقة سالبة لتأثير اختلاف المصالح، ولكن لا يوجد تأثير للتحصين بسبب أن الإدارة في هذه المنطقة تكون محصنة بالكامل. بذلك، فإن تكاليف الوكالة تنخفض كلما زادت ملكية الإدارة داخل المنطقة العليا، وعلى الرغم من أن المديرين في ظل ملكية ١٠٠% يكونون محصنين بالكامل، فإن دوافعهم تعد مرتبطة بالكامل مع حملة

الأسهم، ولذلك فإن تكاليف الوكالة لحقوق الملكية تعد صفرًا (Ang et al., 2000; Lennox, 2005).^(١١)

تقترح نظرية الوكالة أن ملكية الأسهم من قبل الإدارة يمكن أن يخفض من مشاكل الوكالة، وبذلك تخفيض النوع الأول من تعارضات الوكالة والذي ينجم عن فصل الملكية عن الرقابة (Gul et al., 2002). ويعنى تزايد ملكية الإدارة للأسهم أنه يوجد حافز أو فرصة للمديرين لاستخدام المعلومات المحاسبية لتحقيق مكاسب خاصة في الأجل القصير على حساب حملة الأسهم، وعلى الرغم من ذلك، تواجه الشركات عند المستويات العليا حدة أكثر لمشاكل الوكالة من النوع الثاني، حيث ينشأ التعارض بين أهداف مراقبة المديرين وعدم مراقبة حملة الأسهم الخارجيين (Anderson and Reeb, 2004; Ali et al., 2007). وتزول ملكية الأسهم الكبيرة الإدارة عن القوى الأخرى التي تخفض من تكاليف الوكالة، حيث إن الملكية العالية "تفترض الابتعاد عن تهديد التقاضي والأثر المدمر للعزل من الوظيفة على السمعة" (Ronen et al., 2006, p. 367)، وعلاوة على ذلك، فإن القيود التعاقدية لعقود المكافآت، بدون قصد، توفر للإدارة حافزاً للتلاعب في الأرباح لمقابلة تلك القيود. وبذلك، فإن مراقبة المديرين تعد محصنة وتتطوى على حرية في العمل وتعطى الدافع لاستغلال الإجراءات المحاسبية وتحويل رأس المال بناء على فرض تعزيز الفرص الذاتية (Hutchinson and Leung, 2007).

لقد لاحظ العديد من الباحثين أن نظرية الوكالة تعد إحدى الصور التي من خلالها ترى المشروعات العائلية (مثل: Oswald et al., 2009; Steier, 2003)، حيث تقترح نظرية الوكالة أن تكاليف الوكالة يمكن أن تنخفض من خلال زيادة مستوى الملكية الإدارية، في هذه الحالة الملكية العائلية (Family-Owned Firms)، وقد ألقى (Steier, 2003) الضوء على بعض الشكوك عن ملائمة نظرية الوكالة في مجال المشروعات العائلية، حيث لاحظ أن المشاركة العائلية يجب أن تخفض من تكاليف الوكالة، ولكن بسبب أن الإيثار (Altruism) يعد هو السائد في الشركات العائلية، فإن مستوى جديداً من التعقيد أدخل في المعادلة، ويمكن أن يوصف هذا التعقيد على نحو ملائم في إطار نظرية

(١١) أوضح (Lennox, 2005) أن هناك قيدين في التحليل الموضوع في شكل رقم (١). أولاً، حدود الملكية (ل، هـ) تعتبر "ذات نشأة خاصة"، بسبب أن النظرية لا تتنبأ أين تقع الحدود. وتقرر دراسة (Lennox, 2005) نتائج لحدود بديلة (ل=٥٠%، ل=١٠%، ل=١٥%، هـ=٢٥%، هـ=٤٠%، هـ=٥٠%) بهدف اختبار ما إذا كانت النتائج قوية. ثانياً، خطية العلاقات وقد أشار (Francis et al., 2008) إلى أن العلاقة بين الملكية الإدارية والمحتوى المعلوماتي للأرباح تعتبر غير خطية. وقد بينت العديد من الدراسات السابقة أن المحتوى المعلوماتي يزيد في ظل مستويات صغيرة إلى متوسطة وينخفض في المستويات العالية للملكية (انظر على سبيل المثال: Warfield et al., 1995; Yeo et al., 2002).

التحصين أو الحماية، حيث تقترح نظرية التحصين أن "هيكل المخاطر والمكافآت المرتبط ببعض مستويات ملكية المدير يعد غير كافى للتشجيع على مستوى الأداء الأمثل" (Dugan and Edmunds , 1994, p. 189). لذلك، وعلى النقيض من نظرية الوكالة، فإنه كلما ارتفعت درجة ملكية أو المصادر المالية من قبل أولئك الذين فى سلطة اتخاذ القرار (مثل الرقابة العائلية) كلما كان من المحتمل أكثر أن ينخفض أداء الشركة. علاوة على ذلك، تظهر أدبيات التحصين أن هناك مشاكل كثيرة تنشأ مع زيادة مستويات الملكية الداخلية، ويرجع ذلك إلى انخفاض الاعتماد على مراقبة القرارات (Oswald et al., 2009)، وقد أشار (Gomez-Mejia et al., 2001, p. 84) إلى أنه يمكن توقع مستويات عالية من التحصين فى المشروعات المراقبة عائلياً، ويمكن عزو ذلك إلى أن "الوضع العائلي يقود إلى أحكام متحيزة عن ملاءمة قرارات المديرين التنفيذيين".

إن الشركات المسيطر عليها أو المدارة عائلياً من المحتمل أن تواجه مشاكل وكالة مختلفة عن تلك فى الشركات غير المسيطر عليها عائلياً، وينتج عن ظاهرة تركيز الملكية العائلية مجموعتين مختلفتين من حملة الأسهم، بمعنى الأغلبية والأقلية من حملة الأسهم، ونتيجة لهاتين المجموعتين من حملة الأسهم، فإن الشركات المسيطر عليها عائلياً من المحتمل أكثر أن تعاني من النوع الثانى لمشكلة الوكالة (التعارض بين الأغلبية والأقلية من حملة الأسهم) بدلاً من النوع الأول من مشاكل الوكالة (التعارض بين المديرين وحملة الأسهم) (أنظر مثلاً: Anderson and Reeb, 2004; Ali et al., 2007; Jaggi et al., 2009; Janakiraman et al., 2010). إن حملة الأسهم المسيطرين لهم فرصة لتعظيم مصالحهم الخاصة من خلال تجريد الأقلية من حملة الأسهم من حقوقهم (Fan and Wong, 2002; Cheung et al., 2006)، وبذلك فإن بعض الأفعال الإدارية فى الشركات المدارة عائلياً يمكن ألا تكون فى مصلحة حملة الأسهم الخارجيين (الأقلية).

ويرى كل من (Fama and Jensen, 1983) أن الشركات المدارة عائلياً يجب أن تكون أكثر كفاءة من الشركات المملوكة من قبل الجمهور بسبب أنه توجد تكاليف مراقبة أقل فى ذلك النوع من الشركات، وقد وجد كل من (Fama and Jensen, 1983; McConaughny et al., 2001;) أن الشركات المدارة عائلياً يمكن أن تكون أكثر كفاءة من الشركات المدارة عائلياً (Suehiro, 2001; Yammeesri and Lodh, 2001; Anderson and Reeb, 2003).

المدارة عائلياً تقيم أعلى أو تؤدي أفضل من الشركات الأخرى. كذلك أوضح (Anderson and Reeb, 2003) أن حملة الأسهم الأقلية في الشركات الأمريكية الكبرى يستفيدوا من وجود عائلات مؤسسة.

وتتطلب المحاسبة عن الاستحقاقات من المديرين القيام بتوقعات، تقديرات، وأحكام، ويوفر ذلك للمديرين الفرصة للتلاعب بالأرباح، فعند مستوى مرتفع للملكية الإدارية، فإن تأثيرات نزع الملكية (Expropriation) للملكية المركزة (مشاكل الوكالة من النوع الثاني) تهيمن على انخفاض مشاكل الوكالة من النوع الأول، حيث يصبح المديرون محصنين وتفقد الأرقام المحاسبية محتواها المعلوماتي (Hutchinson and Leung, 2007). بالإضافة إلى ما سبق، يمكن للمديرين المحصنين أن يخلقوا حالة من عدم تماثل للمعلومات بينهم والسوق، حيث يمكنهم تحقيق معاملات داخلية مربحة، ومن ثم، فإن المديرين المحصنين يفضلون إدارة الأرباح التي تحجب الحقيقة (Ronen et al., 2006).

٢- الملكية المؤسسية وجودة الأرباح:

في حين أن مدى الملكية الإدارية يشير إلى درجة التقارب بين مصالح الإدارة وحملة الأسهم، فإن نسبة الملكية المؤسسية الخارجية- أو ما يطلق عليها هيئات الاستثمار، يمكن أن تعكس درجة المراقبة الخارجية لقرارات الإدارة، وتتسم هيئات الاستثمار (Institutional Investors) بأن ملاكها عادة مستثمرون متمرسون ويمتلكون مزايا في طلب وتشغيل المعلومات أفضل مقارنة بالمستثمرين الفرديين (مثلاً: Jambalvo et al., 2002; Bartov et al., 2000; Bushee, 1998)، ويرغم ذلك فإن دورهم فيما يتعلق بتحسين جودة الأرباح يعد مثيراً للجدل إلى حد كبير، وهناك وجهتا نظر عن دور الملكية المؤسسية في سوق المال. وجهة النظر الأولى: أرجحية أثر المضاربة (Speculation Effect) والتي تعني أن هيئات الاستثمار تتعامل كـ "تجار" بدلاً من "ملاك"، وتوفر البحوث السابقة أسباباً عدة عن كونهم يتعاملون كمستثمرين مؤقتين، وهي: (١) تعد هيئات الاستثمار عرضة لمسئوليات انتمائية صارمة، ولذلك فإنها لديها دوافع للمتاجرة بشكل متكرر بناء على الأداء المالي في الأجل القصير (Hsu and Koh, 2005)، (٢) نتيجة لعدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين، يكون هناك فعالية أكثر في التكلفة لهيئات الاستثمار أن تستثمر بناء على الأداء في الأجل القصير بدلاً من تقييم توقعات الأجل الطويل في تنويع محفظتهم (مثلاً: Froot et al., 1992)، وفي ضوء وجهة النظر تلك، فإن هيئات الاستثمار يمكن أن تقود إلى جودة أقل للمعلومات المحاسبية بسبب أن متاجرتهم المتكررة والتركيز

قصور الأجل يمكن أن يشجع المديرين على ممارسة خيارات قصيرة النظر (Myopic Discretion) في التقرير عن الأداء المالي للشركة **وجهة النظر الثانية**: أرجحية أثر المراقبة (Monitoring Effect)، والتي تعني أن هيئات الاستثمار الأكثر تطوراً تزيل دوافع السلوك الانتهازي للمديرين من خلال توفير درجة عالية من المراقبة للسلوك الإداري (Bushee, 1998). إن أثر المراقبة ذلك يمكن أن يحدث سواء من خلال أنشطة حوكمة صريحة أو ضمناً من خلال نشرات المعلومات في سوق الأسهم. في ضوء وجهة النظر تلك، فإن هيئات الاستثمار تلعب دوراً فعالاً في تحسين جودة التقارير المالية بسبب أنها على استعداد لمراقبة والعمل على انضباط المديرين، وضمان أن المديرين يعظمون من قيمة الشركة في الأجل الطويل بدلاً من مصلحتهم الذاتية (Han, 2005; Hsu and Koh, 2005)، على سبيل المثال، بينت الدراسات السابقة أن الشركات التي لديها تصنيفات عالية في الإفصاح يكون لديها ملكية مؤسسية أعلى (Bushee and Noe, 2000).

ووفقاً لـ (Jiambalvo et al., 2002)، يتوقع بصفة عامة أن تكون هيئات الاستثمار قادرة على استخدام المعلومات الحالية للتنبؤ بالأرباح المستقبلية أفضل من المستثمرين من غير هيئات الاستثمار، وقد خلص كل من (El-Gazzar, 1998; and Bhattacharya, 2001) إلى أن هيئات الاستثمار، التي لديها ثروة أكثر ومصادر أفضل للحصول على المعلومات عن المستثمرين الآخرين، تتجه نحو استخدام معلومات مكلفة أكثر وذات دلالة قيمة أعلى في صياغة توقعات الأرباح. لقد وجد (Jiambalvo et al., 2002) دليلاً يتسق مع وجهة النظر بأن هيئات الاستثمار تستخدم معلومات أخرى بخلاف معلومات الأرباح للتنبؤ بالأرباح المستقبلية، وقد وجد (Balsam et al., 2002) دليلاً آخر على أن رد فعل السوق الناشئ من سلوك المستثمرين المتطورين (هيئات الاستثمار) يحدث مبكراً عن ذلك للمستثمرين غير المتطورين، إنهم يرجحون أن المستثمرين المتطورين لديهم إمكانية للوصول أكثر للمعلومات من مصادر أخرى، معلومات في التوقيت المناسب، وأنهم لديهم إمكانية أكثر على تحليل الأرباح إلى مكونات اختيارية وغير اختيارية (Siregar and Utama, 2008). لذلك، فإنه توجد اختلافات في حجم ودقة المعلومات الخاصة في حوزة هيئات الاستثمار والمستثمرين الفرديين. ويقترح (Bushee, 1998) أن الملكية المؤسسية لها دور في المراقبة التي تدفع المديرين لاتخاذ قرارات وأفعال

والتي من شأنها ألا تضر بالشركة في الأجل الطويل، وقد وجد كل من (Mitra, 2002; Koh, 2003) أدلة في إندونيسيا على أن الملكية المؤسسية العالية تقيد من إدارة الأرباح.

نقد أختبر أثر الملكية المؤسسية (Institutional Ownership) على سلوك إدارة الأرباح من قبل العديد من الدراسات (أنظر: Balsam et al., 2002; Velury and Jenkins, 2006; Siregar and Utama, 2008)، ويمكن تفسير هذا الأثر بناء على فرض الرقابة الفعالة (Active Monitoring Hypothesis) وفرض الحياد السلبي أو غير الفعال (Passive hands-off hypothesis)، ففي ظل فرض المراقبة الفعالة، فإن هيئات الاستثمار تؤثر على آلية المراقبة التي تستخدمها الشركة، متضمنة مراقبة نشاط إدارة الأرباح (Bushee, 1998).

إن ارتفاع مستوى الفهم لهيئات الاستثمار أيضاً يتضمن أنه في ظل الزيادة في ملكيات هيئة الاستثمار في شركة ما، فإن عدم تماثل المعلومات بين حملة الأسهم والمديرين سوف ينخفض، وبذلك يجعل من الأكثر صعوبة للمديرين أن يتلاعبوا بالأرباح، وبذلك، فإن إدارة الأرباح والملكية المؤسسية من المتوقع أن يكونا على علاقة عكسية (Mitra, 2002)، وفي ظل فرض الحياد السلبي (Bhide, 1992; Porter, 1993)، فإن هيئات الاستثمار في الأصل موجهة نحو الأجل القصير، وغالباً ما يشار لمثل هؤلاء المستثمرين بأنهم مستثمرون قصيرى النظر (Myopic Investors)، والذين يركزون بصفة أساسية على الأرباح الحالية بدلاً من الأرباح في الأجل الطويل، ويحول هذا التوجه دون تحمل هيئات الاستثمار تكاليف مراقبة وأنهم سوف يتجهون للتركيز على الأخبار المتعلقة بالأرباح الحالية، وبذلك، فإن المديرين يكون لديهم دوافع لإدارة الأرباح بعدوانية (Koh, 2003).

يرى (Bhide, 1993, P. 42) أن هيئات الاستثمار يمكن في بعض الأحيان أن تمتلك حصصاً كبيرة من الأسهم، ولكن هذه الملكيات تعد غير فعالة وأن دور هيئات الاستثمار يكون ضعيف في حوكمة الشركة. ومن وجهة نظر حملة الأسهم السلبيين أو غير الفعالين (Passive Shareholders)، فإن الاعتماد على مستثمرين فعالين (Active Investors) ربما يكون أكثر تكلفة في بعض المواقف عن الاعتماد على السوق لرقابة الشركة، وأن المكاسب من وجود مراقبة أفضل للمديرين يمكن أن يعوض كلياً بواسطة تكاليف الوكالة الإضافية تلك (Bhide, 1993).

وتظهر الأدبيات السابقة أن هناك وجهتي نظر متنافستين عن الدور الذي تلعبه هيئات الاستثمار في محفظة الشركات.^(١٢) وجهة النظر الأولى: تقترح أن هيئات الاستثمار تتجه أن تكون ذات توجه قصير الأجل وأنها تعد قصيرة النظر في تفكيرها من خلال التركيز بشكل كبير على الأرباح الحالية عند تسعير الأوراق المالية (Bushee, 1998; Porter, 1992). إن مثل ذلك التوجه قصير الأجل (يشار إليه أيضاً بالموقت أو الزائل) من قبل المستثمرين إلى حد كبير يطبق أفق زمني قصير للاستثمار. وتعد هيئات الاستثمار أقل احتمالاً أن تتفق الوقت والموارد في مراقبة محافظ الشركات بسبب أن المنافع من جراء ذلك من المحتمل ألا تتحقق للمستثمرين في الأجل القصير (Porter, 1992). في المقابل، تبين وجهة النظر الثانية أن هيئات الاستثمار تساعد في تخفيض مشاكل الوكالة من خلال السعي نحو تحقيق قيمة أكبر في الأجل الطويل لمحفظتهم في الشركات (Bushee, 1998). إن هيئات الاستثمار في ظل ملكية كبيرة في محفظة شركة ما من المحتمل أكثر أن تراقب إدارة محفظة الاستثمار في الشركة، حيث إنهم يتحملون تضحيات مالية أكثر عن المستثمرين ذوي الملكية الصغيرة. أيضاً، فإن خيار الخروج يصبح أكثر تكلفة بسبب أن المبيعات بحجم كبير بصفة عامة تسلزم تضحيات كبيرة (Hsu and Koh, 2005)، وبذلك، فإن هيئات الاستثمار التي تستثمر في الشركات بنية الاحتفاظ بأسهمها على مدار أفق زمني طويل يكون لديها دوافع أقوى لمراقبة مثل تلك الشركات ومن بينها أنشطة إدارة الأرباح، ومن ثم يتوقع زيادة مستوى جودة الأرباح.

٢- ملكية الملاك الكبار على المستوى الفردي (تركز الملكية) وجودة الأرباح:

إن المراقبة من قبل الملاك الكبار الخارجيين (External Block-Shareholders) بشكل جوهري يعد مشابهاً لأثر الملكية المؤسسية على إدارة الأرباح. وتوجد وجهتا نظر متنافستان في هذا الشأن. الأولى: أن الملاك الكبار الخارجيين يتطلبون عائداً كبيراً على استثماراتهم ويفرضون تهديداً كبيراً للتدخل في إدارة الشركة، وبذلك يمكن ألا يكون لديهم الرغبة في حث الإدارة على التقرير عن أرباح ذات جودة عالية (Velury and Jenkine, 2006; Zhong et al., 2007). الثانية: أن الملاك الكبار الخارجيين، في ظل دافع قوى وقدرة عالية على مراقبة أفعال الإدارة عن صغار حملة الأسهم، يمكن أن يحدوا من إدارة الأرباح من خلال رقابتهم الأكثر صرامة (Dechow et al., 1996).

(١٢) يرجع في ذلك تفصيلاً إلى (Hsu and Koh, 2005).

إحدى سمات الشركات المصرية المقيدة في البورصة هي وجود ترتيبات للملكية تعد معقدة من خلال هياكل ذات ملكية هرمية ومتداخلة - وتتيح ترتيبات الملكية تلك للملاك المسيطرين بالالتزام بالاستثمار في حقوق ملكية منخفضة في حين يتم الاحتفاظ برقابة محكمة على الشركة، خالفة فصل بين الرقابة (حقوق التصويت) والملكية (حقوق التدفق النقدي).^(١٣)

تتمثل إحدى عواقب الاختلاف بين حقوق التصويت وحقوق التدفق النقدي في أن المالك المسيطر يصبح محصناً بمستويات عالية من الرقابة، في حين أن مستوى الملكية المنخفض يوفر فقط درجة منخفضة من التقارب بين المالك المسيطر والأقلية من حملة الأسهم. إن المالك المسيطر في هذا الموقف سينتزع ثروة من الشركة، من خلال تلقيه منفعة كبيرة، في حين يتحمل فقط تكلفة هامشية (Fan and Wong, 2002).^(١٤)

وعندما تكون الملكية منتشرة أو عريضة، كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة فإن مشكلة الوكالة تنشأ من تعارض المصالح بين حملة الأسهم الخارجيين والمديرين (Jensen and Meckling, 1976). من ناحية أخرى، عندما تكون الملكية مركزة في أيدي مالك واحد أو عدد محدود من الملاك كما هو الحال في معظم الدول حول العالم، والذين يكون لهم رقابة فعالة في الشركة، فإن مشكلة الوكالة تتحول نحو التعارض في المصالح بين حملة الأسهم المسيطرين وحملة الأسهم الأقلية (La Porta et al., 1998; Claessens et al., 2000; Faccio and Lang, 2002)، ولكن في كلا الأمرين فإن الأثر الأساسي يعد واحداً وهو أن الأطراف الداخلية من خلال سيطرتهم على الشركة يسعون نحو تحقيق منفعتهم الخاصة على حساب الأطراف الخارجية (Fan and Wong, 2002; Ding et al., 2007).

(١٣) يمكن للشركة أن تصدر أسهماً تتطوى على اختلاف في الحقوق، ففي ظل هذا الهيكل من الملكية يمكن للشركة أن تصدر فئتين من الأسهم، فئة (أ)، فئة (ب) ويمكن لكل فئة أن تمتلك حقوق تصويت مختلفة، ولكنهما تمثلان نفس حق الملكية في الشركة. وغالباً يتبع ذلك النمط مع تحول الشركة من كونها خاصة إلى شركة مساهمة، وذلك بهدف الاحتفاظ بنوع من الرقابة على الشركة. على سبيل المثال، عندما تحولت (Google) إلى شركة مساهمة، أصدرت الفئة (B) من الأسهم والتي ليس لها حق تصويت بهدف ضمان استمرارية احتفاظ المؤسسين والمديرين التنفيذيين بحق رقابي في الشركة.

(١٤) يضرب (Fan and Wong, 2002)، وبالمثل (Claessens et al., 2002)، مثلاً بهيكل هرمي مبسط لتوضيح تلك النقطة، وذلك بفرض أن هناك رجل أعمال يمتلك ٢٥% من الأسهم المتداولة للشركة (أ)، والتي في المقابل تمتلك ٢٢% من أسهم الشركة (ب). في ظل السيناريو الأكثر اعتدالاً أو تواضعاً، يلاحظ أن رجل الأعمال يسيطر على ٢٥% من الشركة (ب) - الارتباط الأضعف في سلسلة حقوق الرقابة (التصويت). في نفس الوقت، فإن رجل الأعمال يمتلك ما يعادل ٨% في حقوق التدفق النقدي في الشركة (ب)، ناتج أسهم المالكين على طول السلسلة. وفي ظل هيكل الملكية ذلك، فإن رجل الأعمال سيتكلف فقط ٨ دولار لكل ١٠٠ دولار مصادرة (مجردة من الملكية) في الشركة (ب). بوضوح، إذا استخدمت ملكيات هرمية ومتداخلة لتعزيز السيطرة، فبها سوف تؤدي أيضاً إلى فصل بين الملكية والرقابة والذي بدوره يقاوم من خطورة مشكلة التحصين للملاك المسيطرين.

وفى إشارة لأثر التحصين عندما تزيد حقوق الرقابة عن حقوق الملكية، يرى (Fan and Wong, 2002) أنه بمجرد تحقيق الملاك المسيطرين لرقابة فعالة، فإن تركيز ملكيتهم يتضمن دافعاً تأثيرين عليهم: التحصين والتقارب، فعندما لا يكون هناك فصل بين حقوق التصويت والتدفق النقدي، فإن تركيز الملكية إلى ما بعد المستوى الأدنى للرقابة الفعالة يعزز من تقارب المصلحة ومن ثم يخفف من حدة أثر التحصين، وعندما يكون هناك تباعد أو اختلاف في حقوق التصويت وحقوق التدفق النقدي، برغم ذلك، فإن حقوق التدفق النقدي المنخفضة يمكن أن تفشل في توفير دافع تقارب كافي لتقليص أثر التحصين.

إن تركيز الملكية يخفض أيضاً من تكاليف الوكالة من خلال تقارب مصالح الملاك ذوي الحق الرقابي مع أولئك للشركة، ويقترح (Gomes, 2000) أن تركيز الملكية بشكل كبير يعد إشارة على التزام الملاك ذوي الحق الرقابي ببناء سمعة من عدم تجريد الأقلية من حملة الأسهم من حقوقهم، وبذلك، فإن أثر التقارب يقترح أن تزايد تركيز الملكية فيما وراء مستوى الحد الأدنى للرقابة الفعالة سوف يخفض من السلوك الانتهازي من قبل الملاك ذوي الحق الرقابي، ومن ثم دافعهم لإدارة الأرباح بشكل متصاعد، وبذلك تزيد جودة الأرباح.

وقد أشار (Fan and Wong, 2002) إلى أن الملكية المركزة تعد مرتبطة بمحتوى معلوماتي أقل، حيث إن تركيز الملكية يمنع تسرب المعلومات الخاصة عن الأنشطة غير المنتجة للشركات (Firms' Rent-Seeking Activities).^(١٥)

أثر التقارب أو الانحياز (Alignment Effect):

على الرغم من أثر التحصين أو الحماية، فإن تركيز الملكية يخفف من حدة التعارض في المصالح وذلك لأن حقوق التدفق النقدي (Cash flows rights) سوف تكلف الملاك المسيطرين أكثر عندما يحولون التدفقات النقدية من الشركة إلى مصلحتهم الخاصة (Ding et al., 2007)، وقد أشار (Shleifer and Vishny, 1997, p. 754) إلى أن حملة الأسهم الكبار "يمتلكون كلاً من المصلحة

(١٥) يحدث ما يطلق عليه بـ (Rent-Seeking) في الاقتصاد عندما يسعى فرد، منظمة أو شركة لاكتساب دخل من خلال الاستيلاء على عائد اقتصادي من خلال التلاعب أو المناورة أو الاستغلال للبيئة الاقتصادية أو السياسية بدلاً من تحقيق ذلك من خلال أرباح عن طريق معاملات اقتصادية والإنتاج الذي يضيف للثروة (Fan and Wong, 2002).

العامّة في تعظيم الربح، والسيطرة الكافية على أصول الشركة لتحقيق مصالحهم" ولذلك، فإنّ مصالح الملاك المسيطرين تكون متقاربة أفضل مع مصالح الشركة عندما يكون تركّز الملكية عالياً (Shleifer and Vishny, 1986)، بالإضافة إلى ذلك، فإنّ أثر الانحياز أو التقارب لتركّز الملكية المتزايدة يعدّ كبيراً في الدول التي تتسم ببيئة قانونية ومؤسسية أقلّ تطوراً (Ding et al., 2007).

أثر التحصين أو الحماية (Entrenchment Effect):

اقترح (Stulz, 1988) نموذجاً نظرياً لأثر التحصين أو الحماية، والذي يتوقّع علاقة ذات شكل (∩) بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة، في ظلّ هذا النموذج، كلما تزيد الملكية الإدارية، فإنّ المدير المالك سوف يسعى نحو تحقيق مصلحته الذاتية على حساب المستثمرين الخارجيين، ومن ثمّ تخفيض قيمة الشركة، وقد وجد كل من (Morck et al., 1988; McConnell and Servaes, 1990) دليلاً اختياريّاً يدعم هذا التوقّع، ويعدّ تحصين حملة الأسهم الكبار مشابه لهذا المدير، وقد بين (La Porta et al., 1999) أنّ الملكية المركّزة تعدّ شائعة في معظم الدول حول العالم، في إطار ذلك، فإنّ مشكلة الوكالة تكون بين حملة الأسهم الكبار والصغار. في الأصل، فإنّ حملة الأسهم يخول لهم حصة في التدفق النقدي للشركة بنسبة استثماراتهم فيها، ولكن تكون هناك تكاليف وكالة، ويواجه حملة الأسهم الأقلية خطر تعرضهم للتجريد من حقوقهم من قبل حملة الأسهم المسيطرين، والذين عادة ما يكتسبون رقابة فعالة على إدارة الشركة (La Porta et al., 1999). وكما هو مرجح من قبل (Shleifer and Vishny, 1997)، فإنّ المستثمرين الكبار ربما يمتثلون مصالحهم الخاصة، والتي قد لا تتوافق مع مصالح المستثمرين الآخرين.

يعدّ الملاك المسيطرون المحصنون أقلّ تعرضاً وخضوعاً لضغوط سوق الأسهم وتطبيق الحوكمة من قبل حملة الأسهم الأقلية، وبذلك يكون أمامهم حرية كبيرة في السعي نحو تحقيق مصالحهم الخاصة بدلاً من مصالح الشركة (Claessens et al., 2002). إنّ الأنشطة الانتهازية للملاك المسيطرين المحصنين في نهاية الأمر ستضر بموقف الشركة، ولكن إذا كان نفس الملاك أيضاً يتحكمون في إعداد القوائم المالية، والتي تعدّ الأدوات الأساسية لإيصال المعلومات المالية عن الشركة، فإنّهم سيحاولون إخفاء الواقع الاقتصادي الحقيقي للشركة من خلال زيادة الربح المقرر (Leuz et al., 2003). وقد أشار (Zerni et al., 2010) إلى أنّ ما يفاقم من مشكلة التحصين هو أنّ هناك أدوات رقابية مختلفة، مثل

وجود فئتين من الأسهم (Dual-class Shares)، يسمح للملاك المسيطرين بالاحتفاظ بالرقابة (بمعنى حقوق التصويت) في حين يمتلكون فقط حصة صغيرة في الملكية (بمعنى حقوق التدفق النقدي).

اندماج أثر التحسين وأثر التقارب:

يرى (Ding et al., 2007) أنه في حين أن أثر التقارب يخفض من درجة تصاعد إدارة الأرباح، فإن أثر التحسين يقترح أن يزداد تعظيم الأرباح مع تركيز الملكية، وبذلك فإن تصور علاقة غير غامضة أو واضحة بين تركيز الملكية وجودة الأرباح يعد قضية محل اختبار.

٤- التداول الحر وجودة الأرباح:

عندما تنتشر الملكية وتشتت، كما هو الحال تماماً في الولايات المتحدة الأمريكية، فإن مشاكل الوكالة تنشأ من التعارض في المصالح بين حملة الأسهم الخارجيين والمديرين الذين يمتلكون حجماً غير مؤثر من الحقوق في الشركة (Jensen and Meckling, 1976; Fan and Wong, 2002). ومن ناحية أخرى، يرى (Han, 2006) أن الفصل بين الملكية والرقابة، كما هو موضح من خلال هيكل الملكية المنتشر (بمعنى المشتت) في معظم الشركات الأمريكية الحديثة، يمنح المديرين الفرص للسعى نحو تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب حملة الأسهم.

وتحمى النظم القانونية الأطراف الخارجيين بإعطائهم الحق في متابعة انضباط الأطراف الداخليين وتنفيذ العقود، وقد أشار (La Porta et al., 1998; Kwon et al., 2007) إلى أن مدى الحماية القانونية للمستثمرين الخارجيين يختلف عبر الدول، ويستخدم المستثمرون الخارجيون التقارير المالية لمراقبة أنشطة الأطراف الداخلية ويعتمدون على النظام القانوني لإعطائهم الحق لاتخاذ الإجراء الملائم في أوقات الشك أو الريبة، ويرجح (Hung, 2001) أن المديرين يكونون أكثر توجهاً نحو التصرف انتهازياً في بيئة تتسم بحماية ضعيفة لحملة الأسهم، وأوضح أن الاستخدام الكبير لمحاسبة الاستحقاق يؤثر سلباً على الدلالة القيمة للمقاييس المحاسبية في الدول ذات الحماية الضعيفة لحملة الأسهم، ويرجح (Leuz et al., 2003) أن إدارة الأرباح تعد أكثر انتشاراً في الدول ذات الحماية القانونية الضعيفة للمستثمرين الخارجيين حيث يتمتع الأطراف الداخليون بمزايا خاصة أكبر وأن لديهم دوافع أكبر لإخفاء حقيقة أداء الشركة، وقد بينوا أن إدارة الأرباح على علاقة سالبة بحقوق الأطراف الخارجية وقوة القانون، وقد ذكر (DeFond et al., 2007) أن الإعلان عن الأرباح السنوية يعد أكثر في محتواها المعلوماتي في الدول ذات إدارة الأرباح بشكل أقل، وأن، في المتوسط،

الإعلانات عن الأرباح تعد ذات محتوى معلوماتي أكثر في الدول التي لديها مؤسسات قوية لحماية المستثمرين، بالإضافة إلى ذلك، فإن الافتقار إلى حماية قانونية قوية للمستثمرين الأقلية في العديد من الاقتصاديات النامية يفاقم من خطورة تجريد المستثمرين الأقلية من حقوقهم من قبل حملة الأسهم ذوى الحقوق الرقابية (Kim and Yi, 2006).

لقد رسخت بحوث حوكمة الشركات الدور المهم المؤدى بواسطة حملة الأسهم الرئيسيين فى مراقبة الإدارة وتقييد حرية التصرف الإدارية. وتتناسب منافع المراقبة مع ملكية الحقوق لحملة الأسهم، ومن ثم فى المتوسط يكون لدى حملة الأسهم الصغار دافع ضعيف أو لا يوجد دافع لمراقبة الإدارة، وخاصة فى ظل توجيههم قصير الأجل، وفى ضوء وجهة النظر تلك، فإن السلوك الانتهازي لإدارة الأرباح يزيد مع زيادة نسبة التداول الحر، وبذلك تتخفض جودة الأرباح.

بعد تعرض الباحث فى هذا القسم لهيكل الملكية وعلاقته بإدارة الأرباح، يقوم الباحث فى القسم القادم (الثانى) بعرض مفهوم طرق قياس جودة الأرباح وتحليلها.

القسم الثاني

جودة الأرباح: المفهوم وطرق القياس

أولاً: مفهوم جودة الأرباح:

يعد مفهوم جودة الأرباح^(١٦) محيراً، حيث لا يوفر الأدب عن جودة الأرباح تعريفاً واضحاً لتلك الجودة. وبرغم ذلك، فإنها تحدد الخصائص أو المواصفات التي ترتبط بـ/أو التي تعكس جودة الأرباح (Givoly et al., 2010). وللإجابة عن هذا السؤال، يجب الاعتراف بأن الأرباح المقررة تتطوى على وجهين، الأول: كخاصية أساسية، ثانياً: كخاصية للتقرير المالي. وتمثل الخاصية الأساسية للأرباح في قياس الربح المحاسبي، والذي يقيس قدرة الشركة على القيام بتوزيعات نقدية مستقبلية،^(١٧) وفي المقابل، فإن الأرباح المقررة تمثل إشارة غير مكتملة (Imperfect Signal) عن الأرباح الأصلية التي تعلن عنها الشركة، وتشير جودة الأرباح إلى كيفية إظهار الأرباح المقررة بسرعة وبدقة للأرباح الأصلية، وكلما زادت جودة الأرباح كلما زادت سرعة ودقة الأرباح المقررة على نقل الصدمات إلى القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة (Yee, 2006).

إن التركيز على جودة الأرباح يمكن تبريره أيضاً من خلال الاعتماد بشكل كبير على الأرباح والمؤشرات المبينة عليها، وتتجلى هذه المقاييس في عقود المكافآت والاقتراض، كذلك تعتمد المدفوعات للموظفين والدائنين على الأرباح (بمعنى أن وجود أرباح مشوهة يمكن أن يتسبب في مدفوعات رواتب غير مدروسة للموظفين ويمكن أن تخفي فساد في جودة الائتمان من المقرضين)، وتظهر الأرباح أيضاً في نماذج عديدة للتقييم ونماذج قرارات الاستثمار. وبذلك، فإن الأرباح المشوهة يمكن أن تؤدي إلى سوء تخصيص لرأس المال، وقد أشار (Dechow et al., 2010) إلى أن هناك تسعة تصنيفات لأثار جودة الأرباح بناء على الدراسات السابقة، وهي: (١) النزاعات القضائية، (٢) آراء المراجعين، (٣) تقييمات

(١٦) تتطوى إدارة الأرباح على قدر وافر من الاشتراك مع جودة الأرباح. ويعتقد (Lo, 2008, p. 351) أن الغالبية سيقبلون أن الأرباح المنارة بشكل كبير تتطوى على جودة أقل. على الرغم من ذلك، فإن الافتقار إلى إدارة الأرباح لا يعد كافياً لضمان جودة أرباح ذات مستوى عالٍ (أو جودة عالية للأرقام المحاسبية بصفة عامة)، بسبب أن هناك عوامل أخرى تساهم في جودة الأرباح. على سبيل المثال، إن تطبيق مجموعة ضعيفة من المعايير سوف ينتج عنها تقارير مالية ذات جودة أقل، وسوف يتناول الباحث تلك العوامل في جزء لاحق من هذا القسم.

(١٧) يشير (Beaver et al., 1980) إلى الأرباح الأساسية أو الأصلية بأنها غير مشوهة أو غير محرفة (Ungarbled) وأن الأرباح المقررة تعد مشوهة أو محرفة (Garbled). وفي حين أن الأرباح الأصلية لا يمكن مشاهدتها، فإن (Faston et al., 1992) يبينوا أنه يمكن الحصول على "مقياس مقبول" للأرباح الأصلية عن طريق تجميع الأرباح المقررة على مدار عدة فترات زمنية، ويطمس التجميع الضوضاء المحاسبية (Accounting Noise) من خلال استبعاد الأخطاء المحاسبية مقابل بعضها البعض.

السوق، ٤) أنشطة حقيقية تتضمن الإفصاح، ٥) مكافآت المديرين التنفيذيين، ٦) مخرجات سوق العمل، ٧) تكلفة رأس مال حقوق الملكية، ٨) تكلفة رأس المال المقترض، ٩) دقة توقعات المحللين الماليين.

بذلك فإن جودة الأرباح تتأثر بالعديد من العوامل، أولاً: إن جودة الأرباح تنتج تحت قيد من معايير المحاسبة، والتي لا تعد مثالية، حيث إن وضع معايير المحاسبة يعد نتيجة للتفاوض بين الأطراف ذات المصلحة، والتي تأخذ في الاعتبار العواقب الاقتصادية لمعايير المحاسبة، ولذلك فإن هناك ضوضاء في تلك المعايير، ثانياً: بسبب أن معايير المحاسبة توفر بدائل لنفس المعاملات أو الأحداث، فإن المدير يمكن أن يختار معايير المحاسبة التي تجسد بشكل أفضل طبيعة المعاملات والأحداث لتلك الشركة وأن ذلك سيؤثر على جودة أرباحها. علاوة على ذلك، فإن سلوك إدارة الأرباح بواسطة المديرين تحديداً سوف يخفض من جودة الأرباح (De-jun, 2009).

يرى (Cornell and Landsman, 2003) أن جودة الأرباح ربما تستخدم لتتوب عن جودة التقارير المالية بسبب أنه من الأسر ملاحظة الأول عن الثاني، ويرى بعض الباحثين أن جودة الأرباح كافية إحصائياً لتتوب عن جودة التقارير المالية ككل، أو حتى إذا لم تكن الأرباح كافية، فإنه من وجهة نظر بعض الباحثين (مثل: Lev, 1989) تعتبر الأرباح من أكثر المؤشرات أهمية لنتائج عملية إعداد التقارير المالية.^(١٨)

يعرف (Ball and Shivakumar, 2005, p. 84) جودة التقرير في بنود عامة بأنه "منفعة القوائم المالية للمستثمرين، منحي الائتمان، المديرين، وكافة الأطراف الأخرى التي لها صفة تعاقدية مع الشركة"، وقد عرف (Penman and Zhang, 2002, p. 237)، على الرغم من الاعتراف بالافتقار إلى وجود إجماع على تعريف واحد، بأن جودة الأرباح تشير إلى أن الأرباح المقررة تعد مؤشراً جيداً للأرباح المستقبلية"، ويتفق مع ذلك (Pergola et al., 2009)، حيث تشير جودة الأرباح إلى استمرارية الأرباح، بمعنى قدرتها على توقع الأرباح المستقبلية، حيث إنهم يعتبرون جودة الأرباح العالية ذات أرباح مستدامة (Sustainable Earnings)، وبالتناظر، يعد النظام المحاسبي الذي ينتج أرباح غير مستدامة بأنه نظام ذو جودة ضعيفة. وقد بينوا أنه، بالإضافة إلى الأثر الخطير على استدامة الأرباح نتيجة للتغيرات في الطرق

(١٨) برغم ذلك، فإن فكرة أن جودة الأرباح تعتبر المكون الرئيسي أو المؤشر الملخص لجودة التقارير المالية لا ينطوي على أن البحوث عن جودة التقارير المالية يجب أن تركز فقط على الأرباح. إن رقم الأرباح عبارة عن تجميع لبنود عديدة والتي من المتوقع أن تختلف احتمالاتها ومضامينها وأهميتها لقرارات سوق المال، بالإضافة إلى ذلك، فإن الميزانية تحتوي على معلومات والتي من تعريفها تمد غير متضمنة في الأرباح (Cornell and Landsman, 2003).

المحاسبية، الاحتياطات الخفية (مثل تلك التي تكون من خلال استخدام طريقة LIFO أو معالجة البحوث والتطوير كمصروف) يخفض من استمرارية الأرباح بتوفير فرصة أكبر لإدارة الأرباح. وقد اقترح (Richardson et al., 2005) وبشكل ضمني (Sloan, 1996) بعداً مرتبطاً بجودة الأرباح - مصداقية الاستحقاقات معبراً عنها بواسطة استمرارية الأرباح ("Earnings Persistence"). وقد توصل (Richardson et al., 2005, p. 438) إلى أن "وجود استحقاقات مصداقية منخفضة ينتج عنها استمرارية أقل للأرباح". وقد استخدم (Dechow et al., 1996; Bradshaw et al., 2001) مقياساً آخر مرتبط بجودة الأرباح، يتمثل في التوافق مع المبادئ المحاسبية المتعارف عليها (GAAP) كما هو مفروض بواسطة (SEC).

ويقترح (Dechow and Dichev, 2002) جانباً آخر لإدارة الأرباح يتمثل في قوة العلاقة بين الاستحقاقات الجارية، الماضية، الحالية، والتدفقات النقدية المستقبلية. وبناء على ذلك، يقترح الكاتبان نموذجاً للاستحقاقات المتوقعة وتفسير الانحراف الناتج من تلك القيمة المتوقعة كخطأ تقدير في الاستحقاقات، والتي يستخدمونها كمقياس لجودة الأرباح. ويتأثر هذا المقياس بخصائص الشركة، مثل طول دورة المشروع بالإضافة إلى إدارة الأرباح (Givoly et al., 2010).

وقد أشار العديد من البحوث المؤسسية إلى مفهوم جودة الأرباح في إطار تقييمها للأرباح المقررة (Bernstein and Siegel, 1979). كذلك أشارت لجنة تداول الأوراق المالية (SEC) لجودة إدارة الأرباح في العديد من المناسبات، ففي النشرة المحاسبية رقم "١٥١" (ASR No.151)، ذكرت أن "الإفصاح عن أثر أرباح المخزون على الأرباح المقررة يعد معلومات مهمة للمستثمرين لتقييم جودة الأرباح". وقد ذكرت النشرة المحاسبية رقم "١٥٩" (ASR No.159)، أن "الغرض من تفسير ملخص الأرباح هو تمكين المستثمرين في تقييم مصدر وإمكانية تكرار (استمرارية) صافي الدخل، وبذلك جودة الأرباح". كذلك تتطلب النشرة رقم "٥٤٢٧-٣٣" أنه "إذا كانت المبادئ المحاسبية للشركة على اختلاف مع الممارسات المحاسبية السائدة داخل الصناعة، فإن تأثير الدولار على الأرباح يجب أن يفصح عنه لتكوين تقييم مناسب لجودة الأرباح".

وقد ذكر في إطار إعداد وعرض القوائم المالية للمعايير المصرية، وذلك في الفقرة (٣٠)، أنه تعتبر المعلومات المحاسبية ذات أهمية نسبية إذا كان حذفها أو تحريفها قد يؤثر على القرارات الاقتصادية التي يتخذها المستخدمون اعتماداً على القوائم المالية، وتعد الأهمية النسبية على حجم البند أو الخطأ المقدر في ضوء الظروف الخاصة للحذف أو التحريف، وعليه فإن مفهوم الأهمية النسبية يزودنا بنقطة قطع أو مؤشر بدلاً من اعتباره تعبيراً أساسياً عن جودة المعلومات يجب أن تتصف بها لكي تكون مفيدة.^(١٩)

ووفقاً لبيان بمفاهيم رقم (١) الصادر عن مجلس معايير المحاسبة المالية " FASB: Statement of Financial Concepts (SFAC) No. 1"، يجب أن يوفر التقرير المالي معلومات عن الأداء المالي للمشروع خلال فترة ما، ويستخدم قارئو القوائم المالية الأرباح المقررة في مجالات عديدة، تشمل مساعدتهم في: (أ) تقييم أداء الإدارة، (ب) تقدير "قوة الأرباح" أو أية مبالغ أخرى يدركونها كممثل لقدرة الأرباح في الأجل الطويل للمشروع، (ج) التنبؤ بالأرباح المستقبلية، أو (د) تقييم مخاطر الاستثمار أو توفير قروض للمشروع (فقرة ٤٧).

وبشكل ملفت للانتباه في هذا البيان، فيما يتعلق بكيفية استخدام المستثمرين للأرباح المقررة، هو كيف يمكن للفرد تقييم جودة الأرباح، على سبيل المثال تكون الأرباح ذات جودة عالية إذا كانت تعكس قدرة الأرباح في الأجل الطويل، وبذلك فإن هذا البيان يقترح استخدامات مختلفة لمعلومات الأرباح وبناء على ذلك، تعريفات بديلة لجودة الأرباح. وباستعارة لغة هذا البيان، يعرف (Dechow et al., 2010, p. 345) جودة الأرباح كما يلي: "توفر الأرباح ذات الجودة العالية معلومات أكثر عن سمات الأداء المالي للشركة والتي تعد ملائمة لإتخاذ قرار محدد بواسطة متخذ قرار محدد"، وهناك ثلاث سمات يجب ملاحظتها على هذا التعريف، أولاً: أن جودة الأرباح مشروطة بملائمة المعلومات للقرار، وفي ضوء هذا التعريف فإن مصطلح "جودة الأرباح" في حد ذاته لا معنى له، حيث تعرف جودة الأرباح فقط في إطار نموذج محدد للقرار، ثانياً: إن جودة الأرباح المقررة تعتمد على ما إذا كان لها محتوى معلوماتي عن الأداء المالي للشركة، وأن

(١٩) معايير المحاسبة المصرية:

(Available at: http://www.efsa.gov.eg/content/efsa2_ar/efsa2_merge_account/account_no1-1.htm, Accessed: October, 2011)

هناك جوانب عديدة لا يمكن ملاحظتها، ثالثاً: إن جودة الأرباح تحدد برفقة ملائمة ما وراء الأداء المالى للقرار وبمقدرة النظام المحاسبى على قياس الأداء.

بذلك، يبدو أنه لا يوجد إجماع فى الأدبيات الأكاديمية والمهنية عن كيفية تعريف جودة الأرباح. وقد استخدمت التعريفات البديلة الآتية من قبل العديد من الباحثين:^(٢٠)

أ- التحفظ (Conservatism): تكون جودة الأرباح المحددة بتحفظ عالية بسبب أنها تكون أقل احتمالاً للتحقق المغالى فيه فى ضوء التطورات المستقبلية.

ب- الربح الاقتصادى (Economic Earnings): تكون الأرباح ذات جودة عالية عندما تعكس بدقة التغير فى قيمة الأصول نتيجة لأنشطة الأرباح.

ج- الاستمرارية أو الاستدامة (Persistence or Sustainability): تكون الأرباح ذات جودة عالية عندما يكون من المتوقع أن تتكرر أو تدوم، بمعنى آخر، عندما يكون المستوى الحالى للأرباح مقياساً جيداً للمستوى المتوقع للأرباح فى السنوات المستقبلية، وهذا التعريف لا يحول دون أن تكون الأرباح متقلبة عبر الزمن، ولكنها تنطوى على أن ذلك التقلب أو التغير (Volatility) يجب أن يكون مرتبطاً بالتغيرات فى الأرباح المستقبلية المتوقعة.

د- الثبات (Stability): تنطوى الأرباح ذات الجودة العالية على تغير أقل عبر الزمن.

هـ- القابلية للتنبؤ (Predictability): الأرباح ذات الجودة العالية تكون قابلة للتنبؤ.

و- العلاقة بالتدفقات النقدية (Relation to cash flows): تنطوى الأرباح ذات الجودة العالية على استحقاقات صغيرة نسبياً (على سبيل المثال: Sloan, 1996) أو تنطوى على استحقاقات على علاقة قوية بالتدفقات النقدية الماضية، الحالية أو المستقبلية (Dechow and Dichev, 2002).^(٢١)

وفى حين أن بعض من وجهات النظر هذه مرتبطة ببعضها، إلا أنها بصفة عامة تختلف إلى حد كبير من واحد لآخر وغالباً ما تنطوى على مضامين مختلفة، على سبيل المثال محاسبة القيمة العادلة (Fair Value Accounting) - بمعنى، قياس الأصول والالتزامات بالقيمة العادلة مع عدم الاعتراف بالمكاسب والخسائر المتضمنة فى الدخل - يمكن أن تحسن من دقة الأرباح كمقياس للتغير فى القيمة، ولكن من

(٢٠) يرجع فى ذلك تصميلاً إلى (Melumad and Nissim, 2008).

(٢١) على سبيل المثال، يرى (Ghosh and Moon, 2010) أن جودة الأرباح غالباً ما تكون أعلى من جودة التدفقات النقدية، وذلك بسبب أن الاستحقاقات ينجم عنها أرباح تعتبر أكثر استمرارية، أقل تغيراً، مرتبطة بقوة أكبر بالتدفقات النقدية المستقبلية، ومرتبطة بقوة أكبر بسعر السهم الجارى عن التدفقات النقدية.

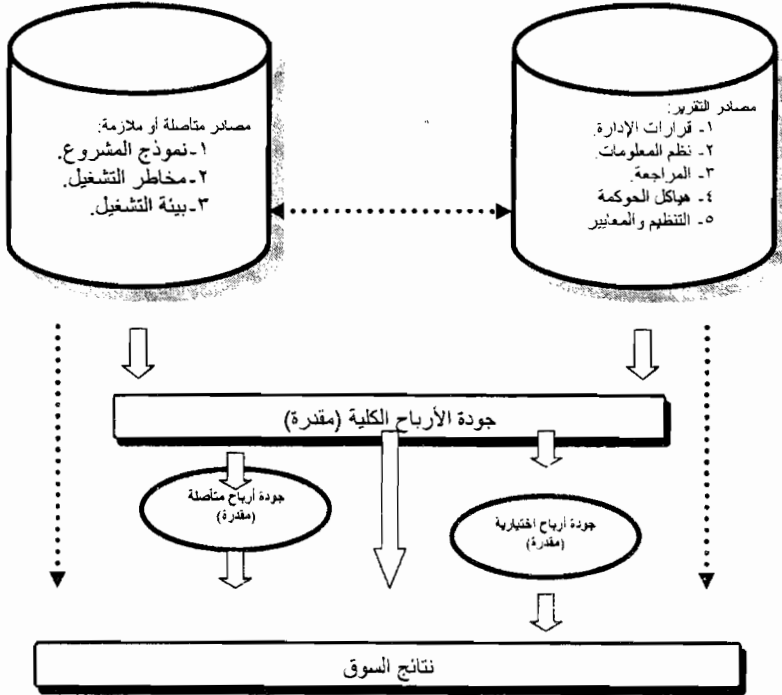
المحتمل أن تخفض من استمرارية وقابلية الأرباح للتنبؤ. كمثال آخر، عندما يقوم المديرين بتمهيد الأرباح عبر الزمن - نمط منتشر على نطاق واسع لإدارة الأرباح - فإنهم يزيدون من استمرارية وقابلية الأرباح للتنبؤ ولكنهم مع ذلك يضعفون من العلاقة بين الأرباح والتدفقات النقدية، حيث إن إدارة الأرباح غالباً ما تتم من خلال إدارة الاستحقاقات (Melumad and Nissim, 2008).

على الرغم من أن جودة الأرباح تعد مفهوماً متعدد الجوانب، فإن البحوث الاختبارية عن جودة الأرباح منذ عام ١٩٩٦ تركز بصفة أساسية على دور الاستحقاقات (Platikanova, 2008). وتربط دراسات عدة خصائص مميزة للأرباح وجودتها بسوق المال على المستوى الجزئي (مثل المتاجرة الداخلية، أنظر: Aboody et al., 2005)، بقرارات المديرين (مثل أنشطة الاستثمار، قرارات تجزئة السهم، أنظر: Wang (Louis and Robinson, 2005)، وخصائص محددة للشركة (مثل: هيكل الحوكمة، أنظر: Wang (2006).

يرى العديد من الكتاب أن جودة الأرباح تتأثر بنوعين من العوامل. (٢٢) الأول: تلك العوامل التي تعكس السمات المتأصلة أو الملازمة (Innate Features) لنماذج المشروع وبيئة التشغيل، ثانياً: تلك العوامل التي تعكس عملية إعداد التقارير المالية في حد ذاتها (Reporting Sources). ويمكن لكل من مصادر جودة الأرباح أن تتطوى على آثار مباشرة على السوق، وذلك من خلال الخطوط المتقطعة التي تربط نتائج السوق مباشرة بكل من المحددات المتأصلة ومحددات التقرير لجودة الأرباح، ويتضح ذلك من

(٢٢) يرجع في ذلك تفصيلاً إلى (Francis et al., 2008).

شكل رقم (٢).



شكل (٢): رسم تخطيطي لمصادر جودة الأرباح، وعلاقتها بالمكونات المتأصلة والاختيارية لجودة الأرباح، والعلاقات بصفة عامة بالسوق

(المصدر: Francis et al., 2008, P. 276)

يتميز (Francis et al., 2004; 2005) بين المحددات المتأصلة (التي تشمل محددات تشغيلية وبيئية)، والاختيارية (التي تشمل التقرير) لجودة الأرباح، وتتأثر المحددات المتأصلة من نماذج المشروع وبيئات التشغيل، في حين ترتبط المحددات الاختيارية بالخيارات المحاسبية، تطبيقات القرارات، الخطأ الإداري، المراجعة، الحوكمة، وقوة القانون، ويرى (Francis et al., 2008) أن العوامل المتأصلة تبدو بطيئة في تغييرها نسبة إلى العوامل التي تؤثر اختياريًا على جودة الأرباح. وتتأثر المصادر المتأصلة لجودة الأرباح من نماذج المشروع وبيئات العمل، بينما تتأثر مصادر التقرير من عملية إعداد التقارير المالية، متضمنة: (١) تطبيقات قرارات إعداد التقارير المالية من قبل الإدارة، (٢) جودة نظم المعلومات المستخدمة لدعم إعداد التقارير المالية، (٣) الأنشطة الرقابية، متضمنة المراجعة الداخلية والخارجية، (٤) أنشطة الحوكمة، متضمنة تصرفات مجلس الإدارة، اتفاقيات المكافآت، وهايكل الملكية، (٥) فعالية القوانين

والتشريعات المنظمة، متضمنة مدى وطبيعة قوانين أسواق المال ومدى فعالية مثل تلك القوانين، (٦) معايير إعداد التقارير، مثل المبادئ المحاسبية المتعارف عليها (GAAP). وعلى الرغم من أن بعض جوانب عملية إعداد التقارير المالية (على سبيل المثال، معايير إعداد التقارير) تعتبر بطيئة التغيير، فإن قرارات تطبيقات الإدارة تعد انعكاساً للقرارات من فترة لأخرى، وفي دراسة حديثة قامت بمراجعة للأدبيات السابقة عن محددات جودة الأرباح، يصنف (Dechow et al., 2010) تلك المحددات إلى ست مجموعات، وهي: (١) خصائص الشركة، (٢) ممارسات إعداد التقارير المالية، (٣) الحوكمة ونظم الرقابة، (٤) المراجعين، (٥) دوافع سوق حقوق الملكية، (٦) عوامل خارجية.

إن تصميم البحوث الاختبارية التي تفصل جودة الأرباح المتأصلة عن الاختيارية تأخذ ميزة الافتراض النسبي لبطء التغيير في المحددات المتأصلة، آخذة أحد مدخلين: (٢٢) المدخل الأول: حيث يقوم الباحث بانحدار مقياس لجودة الأرباح الكلية (جودة الأرباح الكلية تساوى حاصل دمج جودة الأرباح المتأصلة والاختيارية) على العوامل المتأصلة التي يعتقد الباحث أنها تصف نموذج مشروع الشركة وبيئتها التشغيلية.

على سبيل المثال، فقد طبق (Francis et al., 2005) هذا المدخل باستخدام قياس جودة الاستحقاقات لـ (Dechow and Dichev, 2002) لجودة الأرباح والعوامل المتأصلة، وهي: حجم الشركة، تعابير أو تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية، دورة التشغيل، وحدث خسارة.

ويوفر هذا المدخل تقديرات واضحة لكل من مكوني جودة الأرباح. ويشير (Francis et al., 2008) إلى أن دقة التقديرات لهذين المكونين تعتمد على قدرة الباحث على تحديد وقياس العوامل التي تصف نموذج مشروع الشركة وبيئتها التشغيلية، وبذلك تحديد الجزء المتأصل أو غير الاختياري لإجمالي جودة الأرباح.

(٢٣) يرى (Francis et al., 2008) أن كل دراسة ربما تعد صحيحة في افتراضاتها عما إذا كان قياسها لجودة الأرباح ذا أولوية متأصلة أو اختيارية، وما إذا كتبت النتائج غير متعارضة. وبرغم ذلك، يظل التساؤل المطروح هو ما إذا كان مقياس ما لجودة الأرباح يتضمن كلا من المكونين المتأصل والاختياري، وإذا كان كذلك، فاي منهما له السيطرة. ويعتبر ذلك السؤال مرتبطاً بحقيقة أن الدراسات الاختبارية التي تستخدم مقياس الاستحقاقات غير العادية وجدت أن العوامل المتأصلة تفسر ٥٠-٧٠% من الاختلاف الإجمالي في الاستحقاقات غير العادية (Abnormal Accruals)، ويعني ذلك أن العوامل المتأصلة لها قوة تفسيرية أكبر لمقياس الاستحقاقات التي فرضت لمكونها المتأصل.

المدخل الثاني: لرقابة العوامل المتأصلة التي تؤثر على جودة الأرباح، يتم تضمين تلك العوامل كمتغيرات مستقلة في انحدار يمثل متغيره التابع في إجمالي جودة الأرباح، وينطوي معامل المتغير الذي يتم اختياره في تلك الانحدارات المضافة على نسبة أو ذلك الجزء من جودة الأرباح الذي يعد مرتبطاً بكل من المتغير الذي يتم اختياره بالإضافة للتأثيرات المتضمنة بواسطة العوامل المتأصلة.

إن استخدام المدخلين الأول والثاني لفصل جودة الأرباح إلى مكونين متأصل واختياري لا يعتبران بديلين لبعضهما البعض. **فالمدخل الأول** يسمح مباشرة بمقارنة تأثيرات جودة الأرباح المتأصلة مقابل جودة الأرباح الاختيارية، بسبب أنه يوفر تقديرات فاصلة لهذه المكونات، أما **المدخل الثاني**، فلا يوفر تقديراً منفصلاً للمكون الاختياري لجودة الأرباح، بدلاً من ذلك، إنه يتضمن الأثر الاختياري من خلال رقابة الأثر المتأصل، ويختلف المدخلان أيضاً في حساسيتهما للعوامل المتأصلة المستبعدة، ففي المدخل الأول، تؤدي العوامل المتأصلة المستبعدة إلى سوء توصيف للنموذج في انحدار إجمالي جودة الأرباح على العوامل المتأصلة، وضوضاء أكثر في بند الخطأ وأن هذه الضوضاء سوف تؤدي إلى تحيز معامل التقدير المتعلق بالمتغير التابع محل الاهتمام لجودة الأرباح الاختيارية نحو الصفر. أما في المدخل الثاني، إذا كان المتغير التابع محل الاهتمام تم انحداره على إجمالي جودة الأرباح وفي وضع غير مكتمل للعوامل المتأصلة، فإن النتيجة سوف تكون تقديراً لمعامل متحيز لأعلى على إجمالي جودة الأرباح (بمعنى، معامل متحيز لأعلى لتأثير جودة الأرباح الاختيارية) إلى المدى الذي تكون العوامل المتأصلة المستبعدة مرتبطة إيجابياً بجودة الأرباح المتأصلة.

ثانياً: مقاييس جودة الأرباح:

تجدر الإشارة في البداية إلى أن جودة الأرباح تعد مفهوماً متعدد الجوانب، لذلك فإن اختيار مقياس ما لجودة الأرباح سيعتمد على سؤال البحث المطروح (أي بعد لجودة الأرباح يكون متضمناً في السؤال البحثي) وكذلك مدى توافر البيانات ونماذج التقدير (أي مقاييس يمكن تقديرها). بعض الأسئلة البحثية تتطلب مقياساً لجودة الأرباح يكون مرتبطاً بإدراك المستثمرين للأرباح، على سبيل المثال، البحث الذي يختبر الدلالة القيمية للأرباح يبنى على أن الأرباح تعد مفيدة لنوع خاص من المشاركين في السوق (تحديداً المستثمرين) الذين يقومون بتجميع أحكام وقرارات بناء على أسعار الأسهم وعوائدها، وفي المقابل

تركز أسئلة بحثية أخرى على مقاييس مباشرة لجودة الأرباح مبنية على استخدام بيانات محاسبية فقط (بمعنى، بدون الرجوع لأسعار وعوائد الأسهم).

وقد حدد (Francis et al., 2004; 2008) سبعة مقاييس لجودة الأرباح (أشار إليها بمواصفات الأرباح) التي تعتبر مستخدمة على نطاق واسع في البحث المحاسبي، وقد صنفت مواصفات الأرباح بأنها إما تبنى على أساس محاسبي (Accounting-Based Attributes) أو تبنى على أساس سوقي (Market-Based Attributes) وذلك وفقاً للافتراضات التي تبنى عليها وظيفة التقارير المالية، وقد أشاروا إلى أن هذه الافتراضات، في المقابل، سوف تؤثر على طريقة قياس المواصفات.

أولاً: مواصفات الأرباح على أساس محاسبي (Accounting-Based Earnings Attributes)، وتتمثل في:

- ١- جودة الاستحقاقات (Accruals Quality).
- ٢- الاستمرارية (Persistence).
- ٣- القابلية للتنبؤ (Predictability).
- ٤- التمهيد (Smoothness).

وتتخذ هذه المواصفات من النقدية أو الأرباح (أو مقاييس أخرى، والتي يمكن أن تشتق منها، مثل الاستحقاقات) لبناء مقياس مرجعي، ويتم تقديرها بناء على بيانات محاسبية (وليس بيانات السوق).

ثانياً: مواصفات الأرباح على أساس سوقي (Market-Based Earnings Attributes)، وتتمثل في:

- ١- الدلالة القيمة (Value Relevance).
- ٢- التوقيت (Timeliness).
- ٣- التحفظ (Conservatism).

وتأخذ هذه المواصفات في الاعتبار أسعار الأسهم وعوائدها كأساس مرجعي، وتعتمد على كل من البيانات المحاسبية وبيانات العوائد في تقديراتها.

لقد أشار (Francis et al., 2004) إلى أن الفروق أو الاختلافات في بناء المقياس المرجعي يعتمد على افتراضات ضمنية وصریحة عن الوظيفة المرجوة من الأرباح. تحديداً، تفترض مقاييس جودة الأرباح على أساس محاسبي أن وظيفة الأرباح تتمثل في تخصيص التدفقات النقدية لفترات التقرير مقابل الاستحقاقات، في حين تفترض مقاييس جودة الأرباح على أساس السوق أن وظيفة الأرباح تتمثل في أنها تعكس الدخل الاقتصادي كما هو موضح بواسطة عوائد الأسهم، ويميز (Schipper and Vincent, 2003) بين أسس جودة الأرباح التي تبنى على كل من المعالجات المحاسبية وما هو وراء الأحداث والمعاملات، حيث يعتبر الباحثان أن أسس جودة الأرباح تستند إلى: (١) خصائص وسمات السلسلة الزمنية للأرباح؛ (٢) الخصائص النوعية المنتقاة في الإطار المفاهيمي (FASB)؛ (٣) العلاقات بين الدخل، التدفق النقدي، والاستحقاقات؛ و(٤) تطبيق القرارات.^(٢٤)

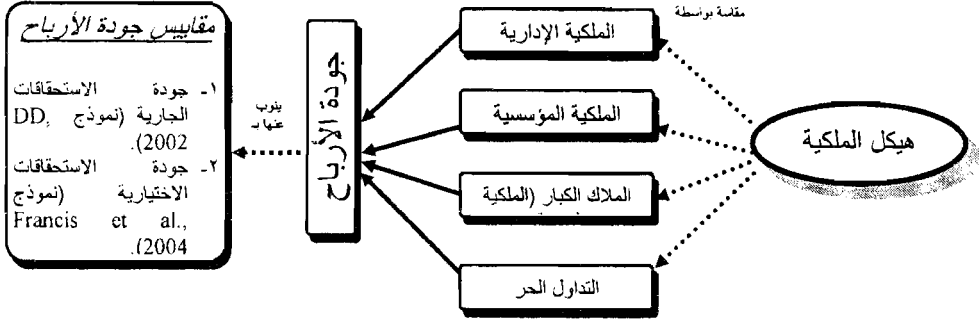
بعد تعرض الباحث في هذا القسم لمفهوم جودة الأرباح وطرق قياسها، يقوم في القسم القادم (الثالث) بعرض وتحليل لأهم الدراسات السابقة ذات العلاقة بمشكلة البحث، وكذلك تطوير فروضه.

(٢٤) للمزيد عن تلك الأسس، يرجع في ذلك إلى (Schipper and Vincent, 2003, pp. 99-105).

القسم الثالث

الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث

يقوم الباحث في هذا الجزء بمراجعة الأدبيات السابقة عن الارتباط بين هيكل الملكية وجودة الأرباح، وتطوير الفروض عن كيفية ارتباط أنماط هيكل الملكية بجودة الأرباح. ويوضح شكل رقم (٣) إطار البحث ومتغيراته للعلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح.



شكل (٣): إطار البحث ومتغيراته للعلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح

يتمثل هدف البحث في تحديد كيفية تأثير أنماط هيكل الملكية على جودة الأرباح في الشركات المساهمة المصرية، ويتم اختبار أربعة أنماط لهيكل الملكية في علاقتها بجودة الأرباح في البحث الحالي، وهي: الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، ملكية الملاك الكبار الخارجيين، والتداول الحر، بالإضافة إلى خمسة متغيرات ضابطة، وهي: حجم الشركة، الانتساب إلى تجمع للأعمال، أداء الشركة، نمو الشركة، والرفع المالي، ويتضح ذلك من خلال الإطار الموضح في الشكل رقم (٣).

أولاً: الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث:

١- الملكية الإدارية وجودة الأرباح:

من منظور نظرية الوكالة، يتوقع أن تتطوى الملكية الداخلية المنخفضة على تقارب ضعيف في المصالح بين الإدارة وحملة الأسهم (Jensen and Meckling, 1976)، ويقود ذلك التقارب المديرين في ظل انخفاض الملكية لإدارة الأرقام المحاسبية بهدف زيادة المكافآت على أساس الأرباح، والتخفيف من القيود التعاقدية أو تجنب تعهدات المديونية (Healy and Kaplan 1985; Holthausen et al., 1995)، في ضوء ذلك فإن الملاك الداخليين سيصبحون مشاركون أكثر في الشركة عندما يمتلكون أسهماً

أكثر فيها. وبناء على ذلك، فإن الحاجة إلى المراقبة الخارجية سوف تنخفض، بالإضافة إلى أن مصالح الأطراف الداخلية وحملة الأسهم الخارجيين سوف تتقارب (Han, 2006)، وبذلك فإنه في ظل فرض تقارب المصلحة (The Convergence-of-Interest)، فإن الملكية الداخلية يمكن النظر إليها كألية لتقييد السلوك الانتهازي للمديرين، وبذلك، فإن كبر حجم الاستحقاقات الاختيارية من المتوقع أن يكون مرتبطاً سلبياً بالملكية الداخلية (Warfield et al., 1995).

وتوفر الدراسات السابقة دليلاً على أن هيكل الملكية يؤثر على آلية الرقابة التي تستخدمها الشركة متضمنة أنشطة إدارة الأرباح، وقد ذكر (Wang, 2006) أن هيكل الملكية ينطوي على آثار مهمة على الأرباح المقررة، وبرغم ذلك فإن تأثير الأطراف الداخلية، هيئات الاستثمار، والملاك الكبار على قدرة المديرين على التلاعب في الأرباح لا يزال قضية مثيرة للجدل.

وقد ميزت الدراسات السابقة بين الملاك الداخليين والخارجيين، فقد فرق (Dempsey et al., 1993) بين الشركات المدارة من قبل المالك، حيث يملك المديرون كتلاً مؤثرة من الأسهم المتداولة للشركات، الشركات المراقبة خارجياً، حيث يوجد واحد أو أكثر من الملاك الكبار الخارجيين يمتلكون جزءاً جوهرياً من أسهم الشركة في حين لا يملك المديرون ذلك. وتقتصر الدراسة أن الملكية الكبيرة بواسطة المديرين تعتبر عاملاً أساسياً في تخفيض إدارة الأرباح، في حين أن وجود ملاك كبار خارجيين لا يبدو أن له تأثيراً جوهرياً على إدارة الأرباح، بالإضافة إلى ذلك فقد وفر (Warfield et al., 1995) دليلاً على أن الملكية الإدارية مرتبطة سلبياً بحجم إدارة الأرباح.

في ظل ظروف طبيعية، تأمل إدارة الشركة أن تكون محل إعجاب من قبل الملاك، ويمكن أن يودى الأداء الضعيف غير المتوقع إلى زيادة احتمال خفض المرتبات والاستغناء عن العمالة، بينما الأداء الجيد غير المتوقع يمكن أن يؤدي إلى احتمال أن يبدو الأداء المستقبلي ضعيفاً بالمقارنة، وبذلك فإن هذه الأمور يمكن أن تخلق دافعاً لتمهيد الأرباح (Moses, 1987, p. 364)، ويعتقد (Moses, 1987, p. 365) أن الإدارة في ظل ملكية ذات رقابة منخفضة يكون لديها دافع أكبر لتعديل مقاييس الأداء ويكون لديها نزعة أكبر نحو تمهيد الأرباح.

كما توجد وجهات نظر أخرى عن العلاقة بين سلوك تمهيد الدخل وهيكّل الملكية، فكلما تزايدت الملكية الإدارية، فإن دوافع المديرين وحملّة الأسهم الخارجيين تصبح متقاربة بإحكام أكثر، وينخفض الحافز نحو أنشطة تحويل الثروة، ويقترح ذلك علاقة سالبة بين التمهيد ومستوى الملكية الإدارية (Beattie et al., 1994). وهناك وجهة نظر أخرى، وفقاً لـ (Atik, 2009)، ترى أنه مع تزايد الملكية الإدارية، يصبح المديرون الملاك للشركة ولا يحتاجون للتلاعب بالأرباح حيث إنه وفقاً لاستراتيجية الاحتفاظ بالوظيفة، فإنهم يمتلكون قوة تصويت كافية لضمان التوظيف في المستقبل. ويسرى كل من (Beattie et al., 1994; Carlson and Bathala, 1997) أن المديرين يحاولون الانتفاع من التأثيرات المباشرة على الثروة من أي زيادة في أسعار الأسهم من خلال تمهيد الدخل، وأن ذلك يعد مؤشراً على وجود علاقة موجبة.

ووفقاً لنظرية الوكالة لـ (Jensen and Meckling, 1976)، فرض (Warfield et al., 1995) أن المديرين الذين لديهم ملكية إدارية منخفضة يكون لديهم دافع أكبر لإدارة الأرقام المحاسبية لكي يخففوا أو يقللوا من حدة القيود السلوكية المفروضة في العقود على أسس محاسبية. وقد اختبر (Warfield et al., 1995) بيانات أمريكية في الفترة ما بين 1988 إلى 1990، وتوصلت الدراسة إلى أن (1) هناك علاقة موجبة بين الملكية الإدارية والمحتوى المعلوماتي للأرباح، و(2) هناك علاقة سالبة بين الملكية الإدارية والقيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية. وقد فسر (Warfield et al., 1995) تلك النتائج بأنها إشارة إلى أن ملاءمة ومصداقية الأرباح تعد دالة في الملكية الإدارية. وبشكل ملفت للانتباه، على النقيض من نتائج (Warfield et al., 1995)، فقد قام (Francis et al., 1999) باختبار بيانات أمريكية في عام 1994، وخلص إلى أنه لا توجد علاقة منتظمة بين ملكية الإدارة والاستحقاقات المحاسبية، وعلى النقيض من دراسة (Warfield et al., 1995)، فقد وجد (Gabrielsen et al., 2002) علاقة سالبة بين الملكية الإدارية والمحتوى المعلوماتي للأرباح بين الشركات الدانماركية في الفترة ما بين 1991 إلى 1995، وأيضاً علاقة موجبة ولكنها غير جوهرية بين الملكية الإدارية والاستحقاقات الاختيارية، ويمكن عزو ذلك إلى اختلاف الأوضاع المؤسسية بين الولايات المتحدة الأمريكية والدانمارك.

وفي دراستهم على 490 مشاهدة للشركات المقيدة في سنغافورة في الفترة من 1990 إلى 1992، وجد (Yeo et al., 2002) علاقة في شكل (U) بين ملكية المدير وزيادة الدخل بالاستحقاقات

الاختيارية. حيث تنخفض إدارة الأرباح مع زيادة الملكية الإدارية عند المستويات المنخفضة ($\geq 25\%$) ولكن تزيد عند المستويات العليا للملكية الإدارية، حيث يظهر أثر التحصين أو الحماية، ويعنى ذلك أن الملكية العالية من قبل الإدارة تنطوي على قوة تصويت كافية لضمان المكانة الوظيفية مستقبلاً، ونتيجة لذلك تصبح غير فعالة في ميل المديرين لاتخاذ قرارات تعظم من القيمة (Yang et al., 2008).

وتظهر نتائج دراسة (Hutchinson and Leung, 2007)، باستخدام تحليلات نموذج انحدار متعدد لعدد 15945 مشاهدة للشركات الأمريكية في الفترة من 1996 إلى 2001، أن هناك علاقة غير رتيبة ذات دلالة بين ملكية الأسهم من قبل فريق الإدارة العليا والاستحقاقات الاختيارية، حيث إن تزايد الملكية من المستويات الدنيا يخفض من إدارة الأرباح، في حين أن الملكية عند المستويات العليا تزيد من إدارة الأرباح، وقد اختبر (Sanchez-Ballesta and Garsa-Meca, 2007) العلاقة بين هيكل الملكية والاستحقاقات الاختيارية والمحتوى المعلوماتي للأرباح لعينة من الشركات الإسبانية غير المالية والمقيدة في سوق مدريد للأوراق المالية خلال الفترة من 1999-2002. وتدعم نتائجها الفرض بأن الملكية الداخلية تسهم في تقييد إدارة الأرباح عندما تكون نسبة الأسهم المملوكة بواسطة الأطراف الداخلية ليست كبيرة بما يكفي، وعندما يمتلك الأطراف الداخليون نسبة كبيرة من الأسهم برغم ذلك فإنهم يصبحون محصنين وتتحول العلاقة بين الملكية الداخلية والاستحقاقات الاختيارية إلى الاتجاه العكسي. ويرجع (Morck et al., 1988) أن زيادة الملكية الإدارية سيوفر للمديرين تحصيناً كبيراً، وهذا يعطيهم مجالاً أكبر للسلوك الانتهازي.

في المقابل، توصلت أدلة اختبارية أخرى إلى أن الشركات المسيطر عليها من قبل المديرين من المحتمل أكثر أن تطبق ممارسات محاسبية تزيد من الدخل عن الشركات المسيطر عليها بواسطة الملاك (Dhaliwal et al., 1982; Dempsey et al., 1993; Warfield et al., 1995; Cormier and Martinez, 2006). إن تعظيم القيمة الحالية لمدفوعات خطة المكافآت من المحتمل أن يكون ناتجاً لهذا السلوك (Holthausen et al., 1995). في هذا الإطار، ربما يعتمد المديرين على إدارة الأرباح كطريقة للحفاظ على قيمتهم كرأس مال بشري في أسواق العمل الإداري (Fama, 1980; DeAngelo, 1988). وتوصلت دراسة (Pergola et al., 2009)، إلى دليل يدعم فرض التحصين، بأن جودة الأرباح مرتبطة سلبياً بملكية الأطراف الداخلية للمجلس في مدى التحصين (من 30:49%)،

وفى دراستهم عن علاقة هيكل الملكية بإدارة الأرباح فى الشركات الأردنية، فقد وجد (Al-Fayoumi et al., 2010) أن الملكية الداخلية تؤثر بشكل موجب ذي دلالة على إدارة الأرباح، وتلك النتيجة تأتي متسقة مع فرض التحصين. بينما لم تجد دراسة (Sarikhani and Ebrahimi, 2011) دليلاً يشير إلى وجود علاقة ذات دلالة بين الملكية الإدارية والمحتوى المعلوماتي للأرباح.

إن الأرجحية بأن الملكية الداخلية تقيد المصالح الداخلية للمديرين تقترح علاقة سالبة بين نسبة الأسهم المملوكة من قبل أطراف داخليين والقيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية. فى حين أن الأرجحية بأن ارتفاع مستويات الملكية الداخلية يمكن أن يصبح غير فعال فى انحياز الأطراف الداخلية لاتخاذ قرارات والتي من شأنها تعظيم قيمة الشركة، تقترح علاقة موجبة. بالمثل، على الرغم من أن فرض تقارب المصالح يقترح علاقة موجبة بين المحتوى المعلوماتي للأرباح والملكية الداخلية، فإن ترجيح تحصين الإدارة يؤدي إلى علاقة سالبة.

وبناء على فرض تقارب المصالح، من المتوقع أن ترتبط الملكية الإدارية بعلاقة موجبة بجودة الأرباح. ولكن فى المقابل، فإن فرض التحصين يتضمن أن ارتفاع مستوى الملكية الإدارية يمكن أن يصبح غير فعال فى انحياز الأطراف الداخلية لاتخاذ قرارات تعظم من القيمة، وبذلك يمكن أن توجد علاقة سالبة بين الملكية الإدارية وجودة الأرباح، ولذا فإن العلاقة تعد غير محددة الإتجاه، حيث يتوقع اتجاهها عكسياً لعلاقة كل من أثر تقارب المصالح وأثر التحصين بالملكية الإدارية. ومن هنا، يقوم الباحث بصياغة فرضية العلاقة بين الملكية الإدارية وجودة الأرباح كما يأتي:

ف ١: هناك علاقة بين الملكية الإدارية وجودة الأرباح

٢- الملكية المؤسسية وجودة الأرباح:

إن الطريقة التى يمكن أن تربط بها إدارة الأرباح بالملكية المؤسسية تعد قضية محل اختيار، وقد وفرت الدراسات الممتدة وجهتي نظر متنافستين عن الملكية المؤسسية من قبل هيئات الاستثمار، المجموعة الأولى من الدراسات مثل (El-Gazzar, 1998; Wahal and McConnell, 2000;)، من بين دراسات أخرى، توفر دليلاً على أن هيئات الاستثمار تلعب دوراً فعالاً فى مراقبة وانضباط الحرية المتاحة للإدارة. من ناحية أخرى، فإن المجموعة الثانية من

الدراسات مثل (Porter 1992; Bushee, 1998) ترى أن تكرار التداول (Frequent Trading) والملكية المنتشرة يثبطان هيئات الاستثمار من أن تصبح مساهمة بفعالية في حوكمة الشركة أو إدارة محفظتهم في الشركات (Grace et al., 2005).

وقد وجد (Chung et al., 2002) دليلاً يدعم وجهة النظر بأن وجود ملكيات مؤسسية كبيرة يكبح المديرين عن زيادة أو تخفيض الأرباح إلى المستوى المرغوب من قبلهم، ويتسق هذا الدليل مع مراقبة هيئات الاستثمار وتقييد سلوك المصلحة الذاتية لمديرى الشركة، وقد اختبر (Koh, 2003) العلاقة بين الملكية المؤسسية والاستحقاقات الاختيارية لزيادة الدخل ووجد علاقة مقعرة، حيث وجدت الدراسة أن (أ) هناك علاقة موجبة على مستوى منطقة الملكية المؤسسية المنخفضة، (ب) هناك علاقة سالبة على مستوى منطقة الملكية المؤسسية المرتفعة، وفي دراسة أخرى تعد امتداداً لهذا المجال، فقد قام (Koh, 2007) بتصنيف هيئات الاستثمار إلى مؤقتة أو طويلة الأجل وفقاً للأفق الزمني للاستثمار وذلك لاختبار العلاقة بين نوع هيئة الاستثمار واستراتيجيات إدارة الأرباح الاختيارية للشركات وذلك في وضعين استثنائيين تبادليين - الشركات التي تستخدم (لا تستخدم) الاستحقاقات لمقابلة الأرباح المستهدفة. وتدعم النتائج وجهة النظر بأن هيئات الاستثمار تقيّد إدارة الاستحقاقات بين الشركات التي تدير الأرباح لمقابلة المقاييس المرجعية للأداء، وتظهر النتائج أن هيئات الاستثمار طويلة الأجل يمكن أن تخفف من إدارة الأرباح بشكل عدواني بين تلك الشركات، وأن الملكية المؤسسية العابرة ليست مرتبطة بشكل منظم بإدارة الأرباح بشكل عدواني وتعد دليلاً فقط بين الشركات التي تدير الأرباح لمقابلة المقاييس المرجعية للأداء (Al-Fayoumi et al., 2010).

وقد وجد (Velury and Jankinz, 2006) علاقة موجبة بين نسبة الأسهم المؤسسية وجودة الأرباح، إلا أن هناك علاقة سالبة بين تركيز الملكية المؤسسية وجودة الأرباح، وعلى النقيض من دراسة (Velury and Jankinz, 2006)، فقد توصلت دراسة (Lee et al., 2007) إلى وجود علاقة سالبة بين تركيز الأسهم المؤسسية وجودة الأرباح. وقد أظهرت دراسة (Jiang and Anandarajan, 2009)، أن وجود حقوق ملكية قوية لحملة الأسهم على علاقة بزيادة جودة الأرباح، وبرغم ذلك عندما تكون أسهم الشركة مملوكة من قبل أطراف مؤسسية في ظل أفق زمنية قصيرة للاستثمار (مؤسسات عابرة)، فإن دور حقوق حملة الأسهم في تقييد إدارة الأرباح بشكل عدواني وانتهازي ينخفض بشكل

كبير، وتتسق نتائج دراسة (Sarikhani and Ebrahimi, 2011) على عينة من ٧٠ شركة مقيد في طهران في الفترة بين ٢٠٠٢ إلى ٢٠٠٨، بأن المحتوى المعلوماتي للأرباح ينطوي على علاقة موجبة وذات دلالة مع تركيز الملكية والملكية المؤسسية.

ونظراً لأن العلاقة بين الملكية المؤسسية وجودة الأرباح تعد غامضة، حيث إنه لفرض المراقبة الفعالة (Active Monitoring Hypothesis)، كلما ارتفع مستوى ملكية هيئات الاستثمار كلما زاد مستوى جودة الأرباح، من ناحية أخرى فإن فرض عدم التدخل (Passive Hand Hypothesis) يدعم وجود علاقة سالبة بين الملكية المؤسسية وجودة الأرباح، وبذلك يقوم الباحث بصياغة فرضية العلاقة بين الملكية المؤسسية وجودة الأرباح كما يأتي:

ف٢: هناك علاقة بين الملكية المؤسسية وجودة الأرباح

٣- الملاك الكبار وجودة الأرباح:

يعتبر الملاك الكبار الخارجيون آلية خارجية مهمة للتأثير على إدارة الأرباح، وتعد دراسة (Jensen and Meckling, 1976) من أوائل الدراسات التي اقترحت أن الملاك الكبار الخارجيين يمكن أن يكونوا أداة لتخفيض تكاليف الوكالة، وقد اقترحت العديد من الدراسات اللاحقة أن الملاك الكبار الخارجيين يمكنهم مراقبة إدارة الشركات بفعالية (مثل: Koch, 1981; Mikkelsen and Ruback, 1986; Barclay and Holderness, 1991; Shleifer and Vishny, 1985)، حيث إن ارتفاع حافز الملاك الكبار الخارجيين لمراقبة أفعال الإدارة من المحتمل أن يخفض إدارة الأرباح من خلال تقييد خيارات المديرين في إعداد التقارير المالية و/أو التخفيف من حدة دافعهم لإدارة الأرباح.

ويقترح (Dechow et al., 1996) أن الملاك الكبار الخارجيين يعدوا مراقبين فعالين لمغالاة المديرين في الأرباح التي تنتهك المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، وقد أظهر (Yeo et al., 2002) علاقة موجبة قوية بين الملكيات الكبيرة غير المرتبطة بأطراف خارجية والمحتوى المعلوماتي للأرباح، في حين أن (Shleifer and Vishny, 1986; Holderness and Sheehan, 1988; Barclay and Holderness, 1991) من بين آخرين يرجحون أن الملكية الكبيرة الخارجية يمكن أن تخلق ضغوطاً إضافية على مديري شركاتهم للاندماج في إدارة الأرباح لزيادة الدخل.

وعن دور الملاك الكبار، فقد ذكر (Guthrie and Sokolowsky, 2010) أنه رسمياً، يمتلك الملاك الكبار الخارجيين العديد من الوسائل التي تؤثر على الشركات من خلال اختيار المديرين، التصويت على التغييرات في هيكل الشركة، وفي تأسيس ما يعرف بـ (Proxy Contests).^(٢٥) الواقع العملي، يمكن للملاك الكبار أن يحدثوا تأثيراً من خلال قنوات غير رسمية مثل المفاوضات والنقاشات مع الإدارة. وقد أشار (Cronqvist and Fahlenbrach, 2009) إلى أن الملاك الكبار الخارجيين يؤثرون على العديد من قرارات الشركة الهامة، مثل الاستثمار، النمو، الاقتراض، ومدفوعات المكافآت للمديرين التنفيذيين.

وتختبر معظم الدراسات السابقة في مجال الاستحقاقات الاختيارية جانباً واحداً فقط لهياكل الملكية، وهو الملكية الداخلية. إن ندرة الدراسات في مجال حوكمة الشركات التي تتعامل مع تركيز الملكية تقيس هذا المتغير من خلال النسبة المملوكة بواسطة الملكية الكبيرة لحملة الأسهم أو بواسطة حملة الأسهم ذوى الأهمية (Demsetz and Villalonga, 2001; De Miguel et al., 2004; Boubraki et al., 2006; Han, 2006). وتظهر العديد من البحوث الاختبارية أن المراقبة بواسطة الملاك تحسن من جودة القرارات الإدارية، وبناء على ذلك، قيمة الشركة، حيث إن وجود ملاك كبار رئيسيين يؤدي إلى مراقبة بشكل محكم للإدارة، وهذا ينطوي على فرصة أقل لإدارة الاستحقاقات أو التلاعب في الأرباح، وقد تعامل (Yeo et al., 2002) مع دور المراقبة الذي يلعبه بواسطة الأطراف الخارجيين غير المرتبطين بالملاك الكبار، والذي يخفف من انتهازية إدارة الأرباح، وقد بين (De Bos and Donker, 2004) أن تزايد تركيز الملكية يعد آلية فعالة لحوكمة الشركات في مراقبة القرارات المحاسبية للإدارة صاحبة السلطة، مثل التغييرات المحاسبية الاختيارية، بالمثل فإن المراقبة المحكمة للمديرين بواسطة الملاك الكبار ينطوي على جودة أرباح عالية، وتتسق نتائج (Yeo et al., 2002) مع الدور الرقابي للملاك الكبار الخارجيين، وتأثيراتهم الموجبة القوية على المحتوى المعلوماتي للأرباح.

وقد تعرض (Zhong et al., 2007) بالدراسة للعلاقة بين ملكية الملاك الكبار الخارجيين وإدارة الأرباح لشركات (NYSE)، وتشير نتائجهم إلى أن ملكية الملاك الكبار على علاقة موجبة

(٢٥) Proxy Contest، يطلق عليه أيضاً (Proxy Fights)، عبارة عن استراتيجية تهدف إلى السيطرة على الشركة، حيث تحاول فئة منشقة، من خلال حملة أسهم آخرين في الشركة، إحلال الأعضاء الموجودين في مجلس إدارة الشركة. وبالإطاحة بأعضاء المجلس الموجودين، فبه بدخول الشخص أو الشركة (Proxy Content) يمكن أن يؤسس مجلس إدارة جديد والذي يعتبر مقارباً بشكل أفضل مع أهدافهم.

بالاستحقاقات الاختيارية للشركات التي تواجه انخفاضاً في الأرباح قبل إدارتها. وفي دراسة اختبارية على الشركات الصينية المقيدة في الفترة من ١٩٩٨-٢٠٠٣، وجد (Firth et al., 2007) أن الملكية المركزة تنطوي على محتوى معلوماتي أقل للأرباح، ويمكن إرجاع ذلك لأثر التحصين، حيث يمكن لحملة الأسهم الكبار التأثير على الشركات لتطبيق سياسات محاسبية من شأنها أن تعكس رغبات الملاك الكبار بدلاً من أن تعكس جوهر المعاملات الاقتصادية للشركة. أيضاً، عن تأثير الملاك الكبار، توصل (Guthrie and Sokolowsky, 2010)، في دراستهما الاختبارية عن دور الملاك الكبار وما إذا كانوا يمارسون ضغوطاً لإدارة الأرباح، إلى وجود دليل على أن الشركات الأمريكية، اشتملت العينة على ٣٧٥ شركة خلال الفترة من ١٩٩٦ إلى ٢٠٠٢، تضخم الأرباح في فترات إصدار حقوق جديدة في ظل وجود ملاك كبار خارجيين عن الشركات التي ليس لديها ملكيات كبيرة. وبذلك، فإن تلك الأدلة تتسق مع وجهة النظر الثانية، والتي تقترح بأن الملاك الكبار الخارجيين ليسوا مراقبين فعالين لإدارة الأرباح لزيادة الدخل.

وبذلك، يمكن وجود علاقة سالبة أو موجبة بين ملكية الملاك الكبار الخارجيين، ففي ظل ارتفاع الدافع والقدرة على مراقبة أفعال المديرين من خلال مراقبتهم المحكمة، يتوقع أن تكون هناك علاقة موجبة. ولكن من ناحية أخرى، فإن الملاك الكبار الخارجيين يتطلبون عوائد على استثماراتهم، وبذلك فإنهم سيحثون المديرين على إدارة الأرباح بهدف زيادتها، ومن ثم تنخفض جودة الأرباح، وبذلك يتوقع وجود علاقة سالبة بين ملكية الملاك الكبار وجودة الأرباح، ومن هنا يقوم الباحث بصياغة فرضية العلاقة بين ملكية الملاك الكبار على المستوى الفردي وجودة الأرباح كما يأتي:

٣- هناك علاقة بين تركيز الملكية وجودة الأرباح

٤- التداول الحر وجودة الأرباح:

يعد نمط الملكية المنتشرة بشكل واسع ليس هو النمط الشائع لهيكل الملكية في الشركات المقيدة حول العالم، وعلى الرغم من أن بعض تركيز الملكية يعد موجود بين الشركات الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية وكندا (Warfield et al., 1995; Haw et al., 2004)، إلا أنه يوجد تركيز للملكية بشكل كبير في الدول المتطورة والدول النامية الأخرى (La Porta et al., 1999). وتنشأ تكاليف

الوكالة الرئيسية من التعارض في المصالح بين الأقلية من حملة الأسهم والملاك المسيطرين الذين يكون لهم تقريباً سيطرة كاملة على المديرين والذين يحتفظون بقوة مسيطرة تزيد عن حقوقهم النقدية، وتشبه تكاليف الوكالة الناجمة عن هذا التزاوج المشاكل المرتبطة بهيكلين للملكية: هيكل حملة الأسهم المسيطرين (Controlling Shareholder Structure)، وهيكل الملكية المنتشر (Dispersed Ownership Structure).

وقد وجد (Claessens et al., 1999) أن ارتفاع حقوق التدفق النقدي (Cash-Flow Rights) مرتبط بارتفاع تقييم السوق، ولكن ارتفاع حقوق الرقابة (Control Rights) يعد مرتبط بتقييم أقل للسوق، خاصة عندما تكون حقوق التدفق النقدي منخفضة وحقوق الرقابة مرتفعة. ويقترح هذا النمط تجريد حملة الأسهم الأقلية من حقوقهم من قبل حملة الأسهم المسيطرين.

ويرى (Warfield et al., 1995) أنه بسبب تزايد عدم تماثل المعلومات، فإن المستثمرين سيطلبون معلومات محاسبية أفضل في حالة انتشار الملكية. بالإضافة إلى ذلك، فإنه كلما زاد مدى الملكية المساهمة، كلما زاد التفحص والاهتمام الموجه للأرباح المقررة للشركة حيث يزيد عدد المحللين الماليين (Cormier and Martinez, 2006; Kim and Yi, 2006). في ضوء ذلك الاعتبار فإنه من المحتمل انخفاض الدافع الإداري نحو إدارة الأرباح، ومن ثم انخفاض جودة الأرباح المقررة، وكلما زاد مدى الملكية المساهمة، كلما زاد التفحص والاهتمام المعطى للأرباح المقررة للشركة حيث يزيد عدد المحللين الماليين، مثل هذا الاعتبار من المحتمل أن يخفض الدافع الإداري لزيادة الأرباح المقررة (Cormier and Martinez, 2006)، وفي المقابل، نظراً لأن منافع المراقبة تتناسب مع ملكية الحقوق لحملة الأسهم، ومن ثم، في المتوسط، يكون لدى حملة الأسهم الصغار دافع قليل أو لا يوجد دافع لمراقبة الإدارة، وخاصة في ظل توجيههم قصير الأجل، وفي ضوء وجهة النظر هذه، فإن السلوك الانتهازي لإدارة الأرباح يزيد مع زيادة نسبة التداول الحر، وبذلك تنخفض جودة الأرباح.

ويسعى الباحث لتوفير دليل عن العلاقة بين نسبة التداول الحر للأسهم وجودة الأرباح في سوق الأسهم المصري، وذلك من خلال صياغة الفرضيات:

ف ٤: هناك علاقة بين التداول الحر وجودة الأرباح

ثانياً: المتغيرات الضابطة:

حيث إن قرارات الإدارة من المحتمل أن تتأثر بعوامل أخرى بخلاف تصنيفات هيكل الملكية (الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، ملكية الملاك الكبار الخارجيين، والتداول الحر)، فإنه يتم إدخال عوامل ضابطة عديدة للسيطرة على الدوافع التي يمكن أن تؤثر على جودة الأرباح. وتنطوي المتغيرات الرقابية في هذا البحث على حجم الشركة (SIZE)، الانتساب إلى تجمع للأعمال (BGRP)، الرفع المالي للشركة (LEV)، والربحية (ROE).

١- حجم الشركة:

ترتبط نظرية الوكالة (Jensen and Meckling, 1976) تكاليف الوكالة بفصل الإدارة عن الملكية، والتي من المحتمل أن تكون أعلى في الشركات الكبيرة، فالشركات الكبرى من المحتمل أكثر أن تتعرض لتركيز سياسي (ضرائب أعلى، رقابة على الأسعار، مسؤولية اجتماعية وبيئية..... إلخ). ومن ثم، فإن الشركات الكبرى من المحتمل أكثر أن تطبق استراتيجيات لتخفيض تلك التكاليف السياسية (Watts and Zimmerman, 1978)، وقد وجد (Moses, 1987) أن حجم الشركة والحصة السوقية مرتبطان بتغيير الطرق المحاسبية لتمهيد الأرباح، وكما لوحظ من قبل العديد من الباحثين (مثل: Ball and Foster, 1982; Hsu and Koh, 2005)، فإن الحجم ربما يكون بمثابة مقياس معبر عن عدد من مواصفات الشركة متضمنة الميزة التنافسية، تكاليف إنتاج المعلومات، قدرات الإدارة، والتكاليف السياسية. ويرى (Gu et al., 2005) أن الشركات الكبيرة لديها عدم استقرار أقل في عملياتها، وبناء على ذلك استحقاقات أقل تغييراً نتيجة لعوامل مثل اقتصاديات الحجم، الاستقرار، والتنوع، بالإضافة إلى ذلك، فإن تزايد المحللين والمتابعة المؤسسية يعني أن حجم وجودة المعلومات يعتبر أعلى في الشركات الكبيرة، على الرغم من هذا، توقعت ووجدت دراسات أخرى أن الحجم على علاقة موجبة بجودة الأرباح بسبب أن التكاليف الثابتة مرتبطة بالتقيد بإجراءات رقابة داخلية كافية على إعداد التقارير المالية، كما اقترح من قبل (Ball and Foster, 1982). وقد أظهر (Dechow and Dichev, 2002) أن الشركات الكبيرة لديها جودة استحقاق أفضل، ويرجع ذلك إلى أن الشركات كبيرة الحجم لديها عمليات أكثر استقراراً وقابلية للتنبؤ، وبذلك أخطاء تقدير قليلة وصغيرة، بالإضافة إلى هذا كله، فإن الشركات الكبيرة

من المحتمل أن تحتفظ بمحافظ وأنشطة أكثر تنوعاً واختلافاً، ويخفض ذلك من الأثر النسبي لأخطاء التقدير، وكنتيجة لما سبق، فإنه لا يوجد توقع محدد عن العلاقة بين حجم الشركة وجودة الأرباح.

٢- الانتساب إلى تجمع للأعمال:

في الشركات التي تنتمي إلى تجمع أعمال، لا يستثمر معظم رأس المال في شركة واحدة، ولكن بدلاً من ذلك يوزع على شركات عديدة، وإذا استثمر أي جزء من رأس المال في شركات مساهمة، فإن تجريد حملة الأسهم الأقلية من حقوقهم يعد أمراً وارداً، وبهذا من الممكن حدوث إدارة انتهائية للأرباح، ومن ثم تتخفف جودة الأرباح. ويحدث هذا بسبب أن الشركات المساهمة تستغل من قبل الملاك الذين يستخدمونها لجمع مصادر للأموال من الجمهور والذين يحولونه في المقابل لشركات أخرى في تجمع الأعمال.

وفقاً لـ (Kim and Yi, 2006)، نعرف لجنة تحرير التجارة في كوريا (The Kprea Fair Trade Commission "KFTC") تجمع الأعمال - يطلق عليه "Chaebol" في كوريا- بأن يكون هناك أكثر من 30% من الأسهم مملوكة من قبل حملة أسهم لهم سيطرة في المجموعة وفي شركاتها المنتسبة.

ومن ناحية، فإن تجمعات الأعمال يمكن أن تخلق قيمة من خلال السماح للشركات المنتسبة أن تخصص رأس المال والموارد الإدارية بكفاءة أكثر داخل نفس المجموعة في بيئة تنسم بأسواق للمال والعمل تعد تحت التطوير. وقد وجد كل من (Hoshi et al., 1991; Shin and Park, 1999) أن الشركات المنتسبة إلى تجمعات الأعمال في اليابان (Keiretsus) وكوريا (Chaebols)، على التوالي، لديها سهولة أكثر في الوصول لرأس المال للاستثمار عن الشركات المستقلة. وقد وجد (Khanna and Palepu, 2000a) أن تجمعات الأعمال في الهند تضيف قيمة إلى الشركات المنتسبة من خلال خلق أسواق داخلية والتي تعوض عدم الكفاءة في الأسواق الخارجية. ويرى (Kim and Yi, 2006) أنه يمكن لتجمعات الأعمال أيضاً أن تتيح مزايا للشركات الأعضاء من خلال تسهيل المشاركة في المخاطر عن طريق تحويل الموارد من عضو منتسب (مثلاً: شركة أداؤها جيد) لآخر (مثلاً: شركة أداؤها ضعيف) خلال فترات الضغوط أو الأزمات المالية، من ناحية أخرى، فإن الانتساب إلى تجمع للأعمال يمكن أن

يخلق مشاكل وكالة خطيرة، ويمكن أن يشوه قيمة الشركة. ويساعد الهيكل المعقد لتجمعات الأعمال على إتمام معاملات تبادل داخل المجموعة (Intra-Group Transactions)، مثل: التعزيزات والتسهيلات النقدية، ضمانات المديونية، و/أو الاستثمارات في حقوق الملكية، ويزيد ذلك من صعوبة مراقبة المستثمرين الخارجيين لمثل تلك المعاملات. وكنيجة لذلك، فإن الشركات المنتسبة للمجموعة يكون لديها فرصاً ووسائل أكبر عن الشركات غير المنتسبة لتحويل مواردها من خلال المعاملات الداخلية على حساب حملة الأسهم الأقلية، ويمكن أن تتفاقم مشاكل الوكالة تلك في بيئة ذات متطلبات إفصاح ضعيفة، حوكمة شركات ضعيفة، وقوة قانونية مهملة، وفي سوق غير كفاء لرقابة الشركة. وقد وجد (Bertrand et al., 2002) أن حملة الأسهم المسيطرون في تجمعات الأعمال في الهند يحولون الموارد أو يمررون الأرباح من الشركات المنتسبة والتي يمتلكون فيها حقوق تدفق نقدي منخفضة إلى أولئك الذين لديهم حقوق تدفق نقدي مرتفعة، وأن كثيراً من هذا التحويل يحدث من خلال المكونات غير التشغيلية للأرباح. إن تحويل موارد الشركة، سواء كان من خلال التحويل أو التدعيم، من الممكن أن يشوه الأداء الحقيقي للشركة المنتسبة، وبذلك فإن الشركات المنتسبة لتجمع أعمال من المحتمل أن يكون لديها دوافع أقوى ووسائل أكثر للانخراط في إدارة الأرباح بشكل انتهازي عن الشركات غير المنتسبة لتجمع أعمال، المستقلة بذاتها.

وإذا كانت الملكية العائلية تمثل هيكلاً تنظيمياً كفاء، فإن إدارة الأرباح بشكل انتهازي في الشركات المملوكة عائلياً سوف يكون محدوداً، وبرغم ذلك يمكن ألا يستمر هذا الوضع في الشركات التي تنتسب إلى تجمع أعمال (Business Groups) - يوجد هذا النمط في الشركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية، حيث أنه في ظل هذا النمط من الشركات التي تنتمي إلى تجمعات أعمال، فإن معظم رأس مال الملاك لا يستثمر في شركة واحدة، ولكن بدلاً من ذلك يوزع على شركات عديدة. إذا استثمر أي من رأس المال ذلك في شركة مساهمة، فإنه يتم تجريد حملة الأسهم الأقلية من حقوقهم وبذلك من الممكن حدوث إدارة للأرباح انتهازيا حتى إذا كانت الشركة مسيطر عليها من قبل عائلة واحدة. ويحدث ذلك بسبب أن الشركات المساهمة تستغل من قبل الملاك الذين يجمعون الأموال من الجمهور وفي المقابل يحولونه لشركات أخرى في تجمع الأعمال (Siregar and Utama, 2008). وقد وجد (Kim and Yi, 2006) دليلاً على أن إدارة الأرباح انتهازياً يكون مرتفعاً في الشركات في ظل وجود تجمع للأعمال

مقارنة بالشركات التي لا تنتمي لهذا النمط. وتقتصر نتائجهما أن الشركات في ظل تجمعات للأعمال تعطى حملة الأسهم المسيطرين دافعاً أكثر على المشاركة في الانسحاب نحو إدارة الأرباح. ويرى (Kim and Yi, 2006) أن البحوث السابقة أولت انتباهاً قليلاً لأثر الانتساب إلى تجمع للأعمال على سلوك إعداد التقارير المالية بصفة عامة وعلى إدارة الأرباح بصفة خاصة.

وهناك دراسات قليلة سابقة اختبرت قضية الانتساب إلى تجمع للأعمال في مجال سلوك إعداد التقارير المالية للشركات، على الرغم من وجود دراسات عديدة تعرضت بالدراسة لتكاليف ومنافع الانتساب إلى تجمع للأعمال وأثرها على أداء الشركة (مثل: Khanna, 2000; Chang and Hong, 2000; and Palepu, 2000a, b)، وقد اختبر (Chung et al., 2004) الأثر القيمي للاستحقاقات الاختيارية في الشركات اليابانية، وقد توصلت الدراسة إلى أن الاستحقاقات الاختيارية تعزز الدلالة القيمية للأرباح المقررة، وأن الدلالة القيمية تلك تعتبر أقل في الشركات ذات الملكية المتداخلة مع شركات أخرى، متسقة مع وجهة النظر بأن ملكية الشركة المتداخلة تقاوم فرص التميرير أو الانتهازية الإدارية من خلال الخيارات المحاسبية الاختيارية. وقد وجد (Kim and Yi, 2006) دليلاً على أن إدارة الأرباح انتهازياً يكون مرتفعاً في الشركات في ظل وجود تجمع للأعمال مقارنة للشركات بدون تجمع للأعمال. وتقتصر نتائجهما أن الشركات في ظل تجمعات للأعمال تعطى حملة أسهمها المسيطرين دافعاً أكثر على المشاركة في إدارة الأرباح، وفي ضوء ما سبق، فإنه لا يوجد توقع محدد عن العلاقة بين حجم الشركة وجودة الأرباح. ومن هنا فإن البحث الحالي يعد أول دراسة تتعرض لأثر الانتساب لتجمع أعمال على جودة الأرباح في ظل مقاييس مختلفة لجودة الأرباح.

٣- أداء الشركة:

اختبر العديد من الباحثين ما إذا كانت الشركات التي تؤدي بشكل ضعيف تمارس تكتيكات محاسبية لتحسن من أرباحها، ومن ثم تتخفف جودة الأرباح. خصوصاً، أن ضعف الأداء يوفر دوافع للاقبال على إدارة الأرباح (Doyle et al., 2007; Dechow et al., 2010)، ويرى (Hwang et al., 1996) أن الشركات في ظل خسائر متوقعة يكون لديها تشنت كبير في توقعات المحللين وأخطاء توقع عالية. ويقترح (Dechow and Dichev, 2002) أن جودة الاستحقاق المنخفضة تعد مرتبطة بتزايد تكرار التقرير عن أرباح سالبة بسبب أن الخسائر تعتبر دلالة على تهاوى الأسهم في بيئة تشغيل الشركة،

وتبين نتائج اختبار (Chen et al., 2006) أن الشركات في ظل ربحية منخفضة يكون لديها نزعة أكبر نحو إدارة الأرباح، ومن ثم جودة أرباح أقل، وبذلك يتوقع الباحث وجود علاقة موجبة بين الربحية وجودة الأرباح.

٥- الرفع المالي:

تعتبر تكاليف الوكالة مرتفعة في الشركات التي لديها ديون مرتفعة في هيكل رأس المال (Jensen and Meckling, 1976)، ويرجع ذلك إلى أن احتمال تحول الثروة من أصحاب الديون إلى حملة الأسهم والمديرين يزيد مع تزايد معدل الاقتراض (Meek et al., 1995; Lopes and Rodrigues, 2007). ولذلك، فإن الشركات ذات معدلات الاقتراض العالية ربما يكون لديها دوافع أكثر نحو إدارة الأرباح بشكل عدواني، ومن ثم انخفاض جودة الأرباح، ومن ناحية أخرى، يرى (Gul and Tsui, 1998) أنه عندما تعتمد الشركة على الديون لتمويل عملياتها، فإن تعهدات المديونية تقيد الإنفاق غير المثالي وتضع الشركة تحت تفحص ومراقبة أكبر من قبل المقرضين، ويخفض ذلك من فرص التلاعب في الأرباح. ومن منظور (Ghosh and Moon, 2010)، فإن الديون يمكن أن تتطوي على تأثير إيجابي على جودة الأرباح بسبب أن المديرين يمكنهم استخدام الحرية المتاحة لهم لتوفير معلومات خاصة عن التوقعات المستقبلية للشركات بهدف تخفيض تكاليف التمويل، وبالنسبة لمستوى الدين المرتفع، فإنه يمكن أيضاً أن ينطوي على تأثير سلبي على جودة الأرباح، حيث إن المديرين يستخدمون الاستحقاقات بشكل عدواني لإدارة الأرباح لتجنب انتهاكات تعهدات المديونية، فعند مستوى الدين المرتفع، تكون الديون على ارتباط سالب بجودة الأرباح بسبب أن التأثير السلبي يسيطر على التأثير الإيجابي، ويحدث ذلك لأن مخاطر الإخلال بتعهد المديونية تكون عالية في الشركات ذات الرفع المالي العالي، ويكون هناك ميل للتلاعب بالأرباح لتجنب انتهاكات تعهدات المديونية. وبذلك، عندما تكون تكاليف انتهاك التعهدات كبيرة بدرجة كافية، يكون المديرون على استعداد للتخلي عن تكاليف اقتراض منخفضة من التقرير عن جودة عالية لتجنب حتى انتهاكات التعهدات المكلفة.

ويمكن للشركات ذات الرفع المالي العالي أن تتطوي على دوافع لإدارة الأرباح المقررة بسبب اهتماماتها بانتهاكات تعهدات المديونية أو اتفاقيات الاقتراض الخاص (Kim and Yi, 2006; Dechow et al., 2010). ويتوقع العديد من الكتاب (مثل: Cotter, 1998; Ramsay and Sidhu, 1998; Hsu and

(Koh, 2005) أن يكون الرفع المالي على علاقة موجبة بإدارة الأرباح بشكل عدواني بسبب أن المديرين فى الشركات يبنون تعهدات المديونية على أساس محاسبي، ومن المحتمل أكثر أن تطبق أساليب عدوانية لإدارة الأرباح لمنع انتهاك عقود المديونية.

وقد وفر (DeFond and Jiambalvo, 1994) دليلاً على أن المديرين فى الشركات ذات الرفع المالي العالى لديهم دوافع لزيادة الدخل بالاستحقاقات الاختيارية لتجنب انتهاك عقود المديونية، وبرغم ذلك وفقاً لـ (DeAngelo et al., 1994)، فإن الشركات التى تواجه صعوبات مالية يكون لديها استحقاقات سالبة كبيرة مرتبطة بإعادة المفاوضات التعاقدية التى توفر دوافع لتخفيض الأرباح، إن وجود مقرضين يوفر أيضاً منافع مراقبة إضافية من خلال توفير رأس المال الخارجى، حيث يكون لديهم الدافع والمقدرة على مراقبة نشاط الشركة لحماية استثماراتهم (Larcker and Richardson, 2006). وقد وجد (Becker et al., 1998) أن الرفع المالي مرتبط سلباً بالقيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية. وباستخدام جودة الاستحقاقات كمقياس لجودة الأرباح، فقد توصل (Ghosh and Moon, 2010) إلى وجود علاقة غير رتيبة (ارتباط غير مستقيم) بين الديون وجودة الأرباح. وتكون العلاقة موجبة عند المستويات الدنيا للديون وسالبة عند المستويات العليا فى ظل نقطة انقلاب حول ٤١%. ويقترح نتائج تلك الدراسة أن الشركات التى تعتمد بشكل مكثف على التمويل بالديون ستكون مستعدة لتحمل تكاليف اقتراض عالية من جودة أرباح أقل بسبب أن المنافع الناجمة عن تجنب انتهاكات تعهدات المديونية تزيد عن تكاليف الاقتراض المرتفعة.

وللسيطرة على الأثر المحتمل للرفع المالي على نتائج البحث، يقوم الباحث بتضمين متغير الرفع المالي (LEV) ضمن المتغيرات الضابطة للتأثير الممكن (موجب أو سالب) لمخاطر الشركة، ولذلك لا يوجد توقع لإشارة المعامل.

وبعد تطوير فروض البحث، يقوم الباحث فى القسم القادم (الرابع) بتصميم البحث وصياغة النماذج الملائمة لاختبار تلك الفروض.

القسم الرابع

تصميم البحث

أولاً: مجتمع وعينة البحث:

يتمثل مجتمع البحث في الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية في مصر (CASE) عام ٢٠٠٨، وقد جمعت البيانات يدوياً من التقارير السنوية للشركات المساهمة ونشرت كتاب الإفصاح الصادر عن البورصة المصرية، ويشترط في دخول أية شركة في عينة البحث ما يلي: (١) توافر بيانات كاملة عن هيكل الملكية؛ (٢) توافر بيانات كافية لتقدير البواقى في نماذج قياس جودة الأرباح (EQ)؛ (٣) بيانات كاملة عن المتغيرات المستخدمة في التحليل الاختباري؛ (٤) توافر بيانات عن التدفقات النقدية التشغيلية عن ٣ سنوات من ٢٠٠٧-٢٠٠٩، وذلك بسبب أن نموذج جودة الاستحقاقات يتضمن فترة سابقة وفترة لاحقة لسنة القياس؛ (٥) توافر إجمالي الأصول عن عام ٢٠٠٧ لشركات العينة، (٦) اتساقاً مع الدرايسات السابقة (مثل: Francis et al., 2005; Jaggi et al., 2009; Kent et al., 2010) في حساب جودة الاستحقاقات، يعتمد الباحث على قاعدة بيانات للشركات من ٧ سنوات (٢٠٠٢ إلى ٢٠٠٨)، مع ضرورة توافر ٣ مشاهدات على الأقل لكل شركة، ولا شك أن ذلك يعد مقيداً لعينة البحث ويوضح الجدول التالي عينة البحث وفقاً للتصنيف القطاعي من قبل البورصة المصرية لعام ٢٠٠٨ (مرفق ملحق رقم "١"، بأسماء شركات عينة البحث):

عدد شركات العينة (عام ٢٠٠٨)	القطاع
٤	(أ) موارد أساسية
٧	(ب) التشييد ومواد البناء
٥	(ج) الأغذية والمشروبات
٥	(د) خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٤	(هـ) المنتجات المنزلية والشخصية
٦	(و) الإسكان والعقارات
٣	(ز) الاتصالات
٣٤ شركة	إجمالي

جدول (١): التوزيع القطاعي لشركات العينة

ثانياً: نماذج البحث:

يعتمد الباحث في اختبار فروض البحث على نماذج للانحدار، والتي تبني على أن جودة الأرباح

دالة في متغيرات هيكل الملكية والمتغيرات الضابطة من خلال العلاقة التالية:

جودة الأرباح = α (متغيرات هيكل الملكية + المتغيرات الضابطة)

وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار على النحو التالي:

$$EQ_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 MNOW_{j,t} + \beta_2 INSTOW_{j,t} + \beta_3 INDIVOW_{j,t} + \beta_4 FREF_{j,t} + \beta_5 SIZE_{j,t} + \beta_6 BGRP + \beta_7 PROF + \beta_8 LEV + \mu_{j,t} \quad (1)$$

حيث أن:

$EQ_{j,t}$ = جودة الأرباح للشركة t في العام t

$MNOW_{j,t}$ = الملكية الإدارية للشركة t في العام t

$INSTOW_{j,t}$ = الملكية المؤسسية للشركة t في العام t

$INDIVOW_{j,t}$ = ملكية الملاك الكبار الخارجيين للشركة t في العام t

$FREF_{j,t}$ = التداول الحر للشركة t في العام t

$SIZE_{j,t}$ = حجم الشركة t في العام t

$BGRP$ = الانتساب إلى تجمع للأعمال

$PROF$ = أداء الشركة

LEV = الرفع المالي للشركة

$\mu_{j,t}$ = بند الخطأ للشركة t في العام t

ثالثاً: قياس جودة الأرباح (EQ):

يعتمد الباحث في قياسه لجودة الأرباح على النماذج التالية:

1- جودة الاستحقاقات الجارية ('Current Accruals Quality' CAQ):

توفر الاستحقاقات معلومات عن التدفقات النقدية المستقبلية، ففي ظل المدى تكون فيه عملية الاستحقاقات خالية من أخطاء التقدير، فإن الاستحقاقات والأرباح سوف تكون أكثر تمثيلاً للتدفقات النقدية المستقبلية، وبناء على تلك الفكرة، فإنه يمكن قياس جودة الأرباح من خلال درجة الثبات في العلاقة بين التدفقات النقدية والاستحقاقات، وتشير الدراسات السابقة إلى أن الاستحقاقات تعبر عن تقديرات أفضل للأرباح المستقبلية عن التدفقات النقدية (Sloan, 1996; Dechow et al., 2002)، وأن دقة

الاستحقاقات تعتبر أكثر تفسيراً عن حجم ومستوى تلك الاستحقاقات، ويعادل الاستحقاق التدفق النقدي المرتبط به في حالة عدم حدوث أخطاء في التقديرات، بمعنى أننا بصدد جودة تامة للأرباح (Pergola et al., 2009). وبذلك تعتمد جودة الاستحقاقات كمقياس لجودة الأرباح على وجهة النظر بأن الأرباح التي تسير في اتجاه ارتباطي أكثر بالتدفقات النقدية تعد ذات جودة أفضل.^(٢٦)

ويتمثل المقياس الأول لجودة الأرباح في مقياس (DD)، والذي بنى على نموذج مقترح من قبل (Dechow and Dichev, 2002). ويكمن المنطق فيما وراء هذا النموذج في أن جودة الأرباح تحدد بالأساس من خلال جودة الاستحقاقات، بسبب أن الربح المحاسبي يمثل مجموع كل من التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات.

إن الفكرة الأساسية فيما وراء نموذج (DD) هي في تحديد مدى خطأ القياس ذلك من خلال تصور تخطيطي للاستحقاقات والتدفقات النقدية.^(٢٧) ويرجع (Dechow and Dichev, 2002) أن جودة الأرباح تعد أفضل إذا كانت الاستحقاقات مرتبطة بشكل أفضل بالتدفقات النقدية المحققة في الفترات السابقة، الحالية، والتالية. ويمكن لخطأ القياس في تحديد الاستحقاقات أن يشوه قدرة الاستحقاقات على توقع التدفقات النقدية المستقبلية أو أن تعكس التدفقات النقدية الماضية والحالية، ويمكن لمثل خطأ القياس ذلك أن يكون ناجماً عن أخطاء غير مقصودة تنجم عن عدم التأكد في بيئة المشروع أو زلات الإدارة، أو عن أخطاء متعمدة ناجمة عن دوافع إدارية للتلاعب في الأرباح (Rajgopal and Venkatachalam, 2002).

(٢٦) طورت الفكرة الرئيسية للبحوث عن إدارة الأرباح كظاهرة لإعداد التقارير المالية تحديداً في عام ١٩٧٠ وحتى بداية عام ١٩٨٠ (Hettihewa and Wright, 2010). وتظهر الاختبارات عن محددات الخيارات المحاسبية أن المديرين يغيروا الأرباح المقررة لتحقيق منفعتهم الخاصة وأن خياراتهم من وسائل تعتمد على دوافع تنظيمية وتعاقدية (Holthausen and Leftwich, 1983; Watts and Zimmerman, 1986, Bowen et al., 1995). وبعد منتصف الثمانينات أصبحت الاستحقاقات بؤرة خصبة لدراسة إدارة الأرباح لعدة أسباب (Hettihewa and Wright, 2010):

١- أن استخدام الاستحقاقات يعد ممارسة محاسبية متعارف عليها. وأن الاستحقاقات تمثل المنتج الأساسي للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها، وأنه إذا كان هناك إدارة للأرباح فإنه من المحتمل أكثر أن تحدث إدارة الأرباح اعتماداً على الاستحقاق كجزء من الأرباح بدلاً من التدفق النقدي.

٢- أن الاستحقاقات تستخدم لخلق قوائم مالية حقيقية وعادلة من خلال تخصيص الإيرادات والمصروفات لفترات المحاسبية. إذا كان السبب فيما وراء الاستحقاق يعد غامضاً، فإن مكون إدارة الأرباح يمكن أن يكون ابتزازاً للمال بشكل غير مشروع بطريقة تجعل من المحتمل أن المستثمرين لا يمكنهم تحديد أثر مكون إدارة الأرباح ذلك على الأرباح المقررة (Beneish, 2001).

٣- الصعوبات في قياس أثر الخيارات المحاسبية العديدة، وبذلك إذا اعتبرت إدارة الأرباح كمكون غير منظور للاستحقاقات، فإنه من الممكن ألا يكون لدى المستثمرين القدرة على تحديد أثر إدارة الأرباح على الأرباح المقررة (Beneish, 2001).

(٢٧) أشار (Dechow and Dichev, 2002) إلى أنه يمكن الاستفادة من هذا المقياس الاختباري لجودة الأرباح في أغراض عديدة. على سبيل المثال، يمكن استخدامه في الاختبارات على أساس السوق للعلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح. كذلك، استخدام هذا المقياس في توجيه اختبارات بديلة لإدارة الأرباح.

(2011)، ويصور نموذج (DD) العلاقة بين الاستحقاقات والتدفقات النقدية كما يلي (يتم قسمة كل المتغيرات على متوسط إجمالي الأصول لعامي ٢٠٠٧، ٢٠٠٨):^(٢٨)

$$TCA_{i,t} = a_0 + a_1CFO_{i,t-1} + a_2CFO_{i,t} + a_3CFO_{i,t+1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

حيث أن:

TCA = إجمالي الاستحقاقات الجارية محسوبة كما يلي:

$$\Delta CA - \Delta CL - \Delta Cash + \Delta STDEBT$$

ΔCA = التغير في الأصول الجارية

ΔCL = التغير في الالتزامات الجارية

$\Delta Cash$ = التغير في النقدية

$\Delta STDEBT$ = التغير في الجزء الجارى من الديون طويلة الأجل ضمن الالتزامات الجارية

CFO = التدفقات النقدية من العمليات (التشغيلية)

ε_{it} = خطأ التقدير في النموذج (الباقى)، ويعبر عن جودة الاستحقاقات الجارية (AQ) للشركة t فى الفترة t ،

٢٠٠٨.

وتكمن الفكرة الرئيسية فيما وراء جودة الاستحقاقات كمقاييس لجودة الأرباح في أن التدفقات النقدية من العمليات تمثل البناء المرجعي، وأن القيم الكبيرة (الصغيرة) للمقياس تعد استجابة لجودة استحقاقات ضعيفة (جيدة) بسبب أن هناك دقة منخفضة (عالية) عن سير ارتباط الاستحقاقات بالتدفقات النقدية للفترة الحالية، السابقة.

ويستخدم نموذج (DD) أو نموذج (DD) المطور (نموذج McNichols) فى تقدير جودة الاستحقاقات الجارية على مستوى قطاعي، أى على مستوى السبعة قطاعات. وتعرف جودة الاستحقاقات الجارية بأنها الانحراف المعياري للباقي (ε_{it}) لعام ٢٠٠٨ لكل شركة ($AQ = \sigma(\varepsilon_{it})$).^(٢٩) وتشير القيم الكبيرة (الصغيرة) لجودة الاستحقاقات الجارية إلى أن الشركة لديها علاقة ارتباط ضعيفة (قوية) للاستحقاقات بالتدفقات النقدية، وبذلك يمكن القول أن جودة الاستحقاقات الجارية منخفضة (مرتفعة) لتلك الشركة. بمعنى آخر، أن النسبة غير المفسرة للاختلاف في إجمالي الاستحقاقات الجارية (استحقاقات

(٢٨) وفقاً لـ (Francis et al., 2005) تكمن الميزة الهامة لنموذج (DD) في أنه يوفر ارتباطاً مباشراً أكثر لمخاطر المعلومات بمعلومات الأرباح. وقد أدخلت (McNichols, 2002)، وكذلك (Francis et., 2005) تعديلاً على نموذج (DD) بهدف تحسينه وذلك بإضافة متغيرين مستقلين لنموذج (Jones, 1991)، وهما تحديداً: التغير فى الإيرادات (ΔREV) والعقارات والآلات والمعدات (PPE)، ويتم قسمة كلا المتغيرين على متوسط إجمالي الأصول.

(٢٩) علاوة على ذلك، فقد بين (Dechow and Dichev, 2002) أنه عندما يتم حساب جودة الاستحقاق على مستوى الشركة، فإن القيمة المطلقة للباقي تعتبر أيضاً مقياساً ملائماً لجودة الاستحقاق.

رأس المال العامل) تمثل مقياساً عكسياً لجودة الأرباح، بمعنى أن تزايد النسبة غير المفسرة ينطوي على جودة منخفضة.^(٣٠)

ويتم اختبار فروض البحث عن علاقة هيكل الملكية بجودة الأرباح (EQ) من خلال انحدار متغيرات هيكل الملكية على جودة الاستحقاقات الجارية، وذلك كما يلي:

$$AQ_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 MOWN_{j,t} + \beta_2 INTSO_{j,t} + \beta_3 INDIVOW_{j,t} + \beta_4 FREF_{j,t} + \beta_5 SIZE_{j,t} + \beta_6 BGRP_{j,t} + \beta_7 PROF_{j,t} + \beta_8 LEV_{j,t} + \mu_{j,t} \quad (3)$$

حيث أن:

$$AQ_{j,t} = \text{جودة الاستحقاقات للشركة في العام } t, \text{ محسوبة من نموذج (DD)، معادلة (٢)}$$

٢- جودة الاستحقاقات الاختيارية ('Discretionary Accruals Quality 'DiscAQ'):^(٣١)

يتمثل المقياس الثاني لجودة الأرباح في قياس جودة الاستحقاق الاختياري، حيث يحلل (Francis et al., 2005) جودة الاستحقاق إلى مكوناته اختيارية ومتأصلة أو ملازمة، حيث أن المكون الاختياري يعتبر أكثر عرضة للتلاعب الإداري.^(٣٢) ويقترح كل من (Dechow and Dichev, 2002; Francis et al., 2004) استخدام الخمسة عوامل التالية لتقدير المكون المتأصل في جودة الاستحقاق (AQ): حجم الشركة، تباير التدفق النقدي من العمليات، تباير المبيعات، طول دورة التشغيل، وحدث خسائر. ويرجع (Francis et al., 2004; 2010) السبب في تحديد تلك العوامل كمتأصلة إلى حقيقة أن تلك المتغيرات يصعب تغييرها في الأجل القصير. كنتيجة لذلك يتم تقدير المكون المتأصل في جودة الاستحقاق من خلال إتباع التقديرات السنوية التالية:

$$AQ_{j,t} = y_0 + y_1 Size_{j,t} + y_2 \sigma(CFO)_{j,t} + y_3 \sigma(Sales)_{j,t} + y_4 OperCycle_{j,t} + y_5 NegEarn_{j,t} + v_{j,t} \quad (4)$$

حيث أن:

$$AQ_{j,t} = \text{إجمالي جودة الاستحقاقات كقياس لجودة الأرباح (عبارة عن الانحراف المعياري لباقي الانحدار من نموذج 'DD') أي } (\sigma(\epsilon_{jt})).$$

(٣٠) اتساقاً مع الدراسات السابقة (مثل: Francis et al., 2005; Kent et al., 2010)، يتم معالجة القيم المتطرفة (Winsorizing) لتوزيع البواقي بهدف إزالة إمكانية التحيز بسبب تلك القيم.

(٣١) تطوى نماذج الاستحقاق الاختياري لإدارة الأرباح على العديد من القيود (أنظر مثلاً: Erickson et al., 2004). وقد أشار (Guay et al., 1996) إلى أن قياس الاستحقاقات الاختيارية محاط بجدل عما إذا كان من الممكن فصل الاستحقاقات الاختيارية عن الاستحقاقات غير الاختيارية بدقة أو بإحكام.

(٣٢) تشير العديد من الدراسات إلى تصنيف الاستحقاقات (مثل: Dechow et al., 2010) بأنها يمكن أن تتضمن أخطاء من النوع الأول (Type I Error) والذي يصنف الاستحقاقات كغير عادية في حين أنها تمثل الأداء الأساسي (بمعنى خطأ موجب)، وأخطاء من النوع الثاني (Type II Error)، والذي يصنف الاستحقاقات كعادية في حين أنها بخلاف ذلك (بمعنى خطأ سالب).

- $Size_{i,t}$ = اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول للشركة زفي الفترة t ، ٢٠٠٨.
- $\sigma(CFO)_{i,t}$ = الانحراف المعياري للتدفق النقدي من العمليات للشركة تقسوماً على إجمالي الأصول. ويعتمد الباحث على قاعدة تتطوى على مدى زمني سنوي لـ ٧ فترات، من ٢٠٠٢-٢٠٠٨، مع توافر ٣ مشاهدات على الأقل لكل شركة.
- $\sigma(Sales)_{i,t}$ = الانحراف المعياري لمبيعات الشركة زمقسومة على إجمالي الأصول. يعتمد الباحث على قاعدة تتطوى على مدى زمني سنوي لـ ٧ فترات، من ٢٠٠٢-٢٠٠٨، مع توافر ٣ مشاهدات على الأقل لكل شركة.
- $OperCycle_{i,t}$ = طول دورة التشغيل للشركة زفي الفترة t ، ٢٠٠٨ (تقاس باللوغاريتم الطبيعي لمجموع فترة الاحتفاظ بالمخزون ومتوسط عمر حسابات المدينين "بالأيام")^(٣٣)
- $NegEarm_{i,t}$ = نسبة السنوات الخاسرة إلى السنوات الأخيرة. يعتمد الباحث على قاعدة تتطوى على مدى زمني سنوي لـ ٧ فترات، من ٢٠٠٢-٢٠٠٨، مع توافر ٣ مشاهدات على الأقل لكل شركة.^(٣٤)
- $U_{i,t}$ = خطأ التقدير في النموذج، ويعبر عن تقدير المكون الاختياري لجودة الاستحقاقات للشركة زفي الفترة t ، ٢٠٠٨.

ويوفر هذا المخل تقديرات واضحة لكل من مكونات جودة الأرباح. ويشير (Francis et al., 2008) إلى أن دقة التقديرات لهذين المكونين تعتمد على قدرة الباحث على تحديد وقياس العوامل التي تصف نموذج مشروع الشركة وبيئتها التشغيلية، وبذلك تحديد الجزء المتأصل أو غير الاختياري لإجمالي جودة الأرباح. وتستخدم القيمة المتنبأ بها من المعادلة السابقة في تقدير الجزء المتأصل لجودة الأرباح للشركة t ، في العام t ، بمعنى أن:

$$InnateAQ_{i,t} = y_0 + y_1 Size_{i,t} + y_2 \sigma(CFO)_{i,t} + y_3 \sigma(Sales)_{i,t} + y_4 OperCycle_{i,t} + y_5 NegEarm_{i,t} \quad (5)$$

ويتم تحليل الانحراف المعياري للباقي من نموذج الاستحقاقات (DD) (معادلة رقم ٢)، حيث تمثل القيم المتنبأ بها من نموذج الانحدار (معادلة رقم ٤) تقديراً لجودة الاستحقاقات غير الاختيارية أو المتأصلة (InnateAQ)، ويعكس ذلك جودة الاستحقاقات الناجمة عن أسس اقتصادية، أي محددات تشغيلية وبيئية، بينما تمثل البواقي تقديراً لجودة الاستحقاقات الاختيارية (DiscAQ)، والتي يفترض أنها ناجمة عن الخيارات الإدارية للتقرير المالي، بمعنى أن $(U_{i,t} = DiscAQ_{i,t} - InnateAQ_{i,t})$ ، وبذلك فإن $(DiscAQ_{i,t} = AQ_{i,t} - InnateAQ_{i,t})$.

(٣٣) إحصائياً، يتم معالجة القيم المتطرفة (Winsorising) بهدف إزالة إمكانية التحيز بسبب تلك القيم (Kent et al., 2010; Kabir et al., 2011).

(٣٤) استخدم (Jaggi et al., 2009) قاعدة تعتمد على مدى زمني سنوي لـ ٧ فترات (7 year rolling window) ويتطلب على الأقل ٤ مشاهدات في المسع سنوات السابقة. في حين استخدم (Francis et al., 2005) قاعدة تعتمد على مدى زمني سنوي لـ ١٠ فترات (10 year rolling window) ويتطلب على الأقل ٥ مشاهدات في العشر سنوات السابقة. بينما تضمنت دراسة (Kent et al., 2010) مدى زمني سنوي لـ ٣ فترات فقط.

ويتم إختبار فروض البحث عن علاقة هيكل الملكية بجودة الأرباح من خلال إحدار متغيرات هيكل الملكية على جودة الاستحقاقات الاختيارية، وذلك كما يلي:

$$DiscAQ_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 MNOW_{j,t} + \beta_2 INSTOW_{j,t} + \beta_3 INDIVOW_{j,t} + \beta_4 FREF_{j,t} + \beta_5 SIZE_{j,t} + \beta_6 BGRP + \beta_7 PROF + \beta_8 LEV + \mu_{j,t} \quad (6)$$

حيث أن:

$DiscAQ_{j,t}$ = جودة الاستحقاقات الاختيارية للشركة t في العام t ، محسوبة من نموذج (Francis et al., 2004)، معادلة (4)

رابعاً: التعريف الإجرائي (قياس) للمتغيرات:

يوضح جدول رقم (٢) وصفاً لمتغيرات البحث، التعريف الإجرائي لها، والعلاقة المتوقعة بجودة الأرباح.

العلاقة المتوقعة بجودة الأرباح	التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
		رمز المتغير	اسم المتغير
المتغير التابع:			
	تفاس جودة الأرباح من خلال المقياس التالية: ١- جودة الاستحقاقات الجارية. ٢- جودة الاستحقاقات الاختيارية.	EQ	جودة الأرباح
المتغيرات المستقلة:			
؟	نسبة الأسهم المملوكة بواسطة الإدارة العليا أو الإدارة التنفيذية داخل الشركة.	MNOW	الملكية الإدارية
؟	نسبة الأسهم المملوكة من قبل هيئات الاستثمار، والتي تتضمن: شركات التأمين (على الحياة أو بخلاف التأمين على الحياة)، صناديق التقاعد والمعاشات، إتحاد العاملين، صناديق الاستثمار، والمؤسسات المالية متضمنة البنوك (Koh, 2003; Siregar and Utama, 2008).	INSTOW	الملكية المؤسسية
؟	نسبة الأسهم المملوكة من قبل ملاك كبار على المستوى الفردي (يمتثل من ذلك الملاك الإداريون)، ويأخذ الباحث في الاعتبار نسبة الملكية التي تعادل ٥% أو أكثر من رأس مال أسهم الشركة.	INDIVOW	ملكية الملاك الخارجيين الكبار على المستوى الفردي
؟	نسبة أسهم الشركة المتاحة للتداول للجمهور. ويتم استثناء الملكية الاستراتيجية من قبل أشخاص أو مؤسسات (سواء قطاع خاص أو عام) من التداول الحر.	FREF	التداول الحر
المتغيرات الضابطة:			
؟	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام.	SIZE	حجم الشركة
؟	يتم قياس الانتساب إلى تجمع للأعمال من خلال متغير وهمي يأخذ القيمة 1 في حالة انتساب الشركة إلى تجمع للأعمال وصفر بخلاف ذلك.	BGRP	الانتساب إلى تجمع للأعمال
+	يعبر عنه بربحية الشركة (معدل العائد على الأصول)، وذلك من خلال قسمة صافي ربح العام على إجمالي الأصول في نهاية العام.	PROF	أداء الشركة
؟	نسبة الديون إلى إجمالي الأصول.	LEV	الرفع المالي

جدول رقم (٢): وصف لمتغيرات البحث

بعد صياغة نماذج البحث، وكذلك التعريف الإجرائي للمتغيرات، يقوم الباحث في القسم القادم (الخامس) بتحليل نتائج الدراسة الاختبارية من إحصاءات وصفية ونتائج تحليل النماذج.

القسم الخامس

تحليل النتائج

أولاً: إحصاءات وصفية:

يعرض جدول (٣) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في النماذج.

الحد الأدنى	المتغيرات	المتوسط	الإحتراف المعياري	الحد الأدنى	المتوسط	الحد الأقصى	
متغيرات قياس جودة الأرباح:							
٠.٧٣	إجمالي الإستحقاقات الجارية (TCA)	٠.٠١٤٢	٠.٢٦١٣٧	١.٠٧ -	٠.٠٠٢٩-	٠.٣٨	
٠.٣٨	التدفقات النقدية التشغيلية لعام ٢٠٠٧ (CFO2007)	٠.٠٦٢١	٠.١٧٩٥٧	٠.٥٩ -	٠.٠٤٣٠	٠.٢٧	
٠.٢٧	التدفقات النقدية التشغيلية لعام ٢٠٠٨ (CFO2008)	٠.٠٦٣٥	٠.٢٠٤٨٤	٠.٦٧ -	٠.٠٧٥٣	٠.٣٥	
٠.٣٥	التدفقات النقدية التشغيلية لعام ٢٠٠٩ (CFO2009)	٠.٠٢٣٦	٠.١٧٧٨٨	٠.٦٨ -	٠.٠٣٢٢	٢٤.٢٦	
٢٤.٢٦	حجم الشركة (SIZE)	٢.٠٣٤٠٩	٢.٠٢٤٠٧	١٥.٥٦	٢.٠٣٥٠	٠.٢٦	
٠.٢٦	الإحتراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية σ (CFO)	٠.١٠٢٦	٠.٠٧٠٢٨	٠.٠١	٠.٠٨٤٧	٠.٧٨	
٠.٧٨	الإحتراف المعياري للمبيعات σ (SALES)	٠.١٥٧٨	٠.١٤٦٨٧	٠.٠١	٠.١٢٠٧	٧.٥٢	
٧.٥٢	دورة التشغيل (OperCycle)	٥.٣١٣٥	١.١٦٤٤١	٣.٠٢	٥.٢٠٥٠	١.٠٠	
١.٠٠	نسبة السنوات الخاسرة (NegEarn)	٠.١١٨٦	٠.٢٢٧٩٦	٠.٠٠	٠.٠٠	المتغيرات المستقلة (بيكل الملكية):	
٠.٥٢	الملكية الإدارية (MNOW)	٠.٠٦٦٤	٠.١٤٧٣١	٠.٠٠	٠.٠٠	٠.١٤	
٠.١٤	الملكية المؤسسية (INSTOW)	٠.٠٦٤٩	٠.٠٧٧٢٢	٠.٠٠	٠.٠٢٨٣	٠.٤٠	
٠.٤٠	الملاك الكبار على المستوى الفردي (INDIVOW)	٠.٠٣٨٦	٠.٠٨٦٠٨	٠.٠٠	٠.٠٠	٠.٩٩	
٠.٩٩	للتداول الحر (FREF)	٠.٤٨٤٣	٠.٢٤٦٥٩	٠.٣٠	٠.٤٧١٦	المتغيرات الضابطة (إحتراف حجم الشركة):	
١	الانتماء إلى تجمع للأعمال (BGRP)	٠.٤٧٠٦	٠.٥٠٦٦٤	٠.٠٠	٠.٠٠	٠.٤٨	
٠.٤٨	أداء الشركة (العائد على الاستثمار) (OROF)	٠.٠٨٩٩	٠.١٢٢٨٤	٠.٣١-	٠.٠٧٤٥	٣.٠٠	
٣.٠٠	الرفع المالي (LEV)	٠.٤٨٨١	٠.٤٢٧٨٧	٠.٠٧	٠.٤١٥٠		

جدول (٣): إحصاءات وصفية لمتغيرات نماذج البحث

تظهر الإحصاءات الوصفية الخاصة بهيكل الملكية أن الملكية الإدارية تتراوح ما بين صفر، ٥٢% بمتوسط يبلغ ٦.٦٤%، ويبلغ متوسط الملكية المؤسسية ٦.٤٩%، ويبلغ متوسط الملكية الفردية ٣.٨٦%، حيث توجد ملكية فردية تمتلك أكبر من ٥% في ٩ شركات، أي في ٢٧% من شركات العينة

تقريباً، وأخيراً يبلغ متوسط التداول الحر ٤٨.٤٣%. وتظهر احصاءات الخصائص المتأصلة لشركات العينة أن متوسط إجمالي الأصول (حجم الشركة) يبلغ ٦٧٣ مليون جنيه مصرى تقريباً، وأن متوسط الانحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية يبلغ ٠.١٠٢٦، بينما يبلغ متوسط الانحراف المعياري للمبيعات ٠.١٥٧٨، متوسط دورة التشغيل ٥.٣١٣٥ أى ٢٠٢ يوم تقريباً،^(٣٥) وأخيراً تبلغ نسبة السنوات الخاسرة إلى الرباحة فى المتوسط ١٢%.

ويوضح جدول (٤) محتويات المعلومات الوصفية عن الخمس مكونات الملازمة (المتأصلة)

لجودة الاستحقاقات مقارنة بأهم نتائج الدراسات السابقة كمقاييس مرجعية.

المتغير	الدراسة الحالية	دراسة (Dechow and Dichev, 2002)	دراسة (Francis et al. 2004)	دراسة (Francis et al, 2005)	دراسة (Kent et al, 2010)
SIZE	٢٠.٣٤	٥.٥	٥.٥٧	٤.٨٠٥	١٨.١٤١
$\sigma(\text{CFO})$	٠.١٠٢٦	٠.٠٦٠	٠.٠٧٤	٠.٠٩٤	٠.١١٤
$\sigma(\text{Sales})$	٠.١٥٧٨	٠.٢١٥	٠.٢١٨	٠.٢٥٧	٠.٣١٠
OperCycle	٥.٣١٣٥ (٢٠٢ يوم)	٤.٩٥ (١٤١ يوم)	٤.٧٤ (١١٤ يوم)	٥.٢١ (١٨٢ يوم)	٤.٣١٩ (٧٥ يوم)
NegEarn	٠.١١٨٦	٠.١٠	٠.١٤	٠.١٤	١.١٩٥ سنة

جدول (٤): الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتأصلة مقارنة بالدراسات السابقة

ويمكن اختبار وجود ازدواج خطى من خلال مصفوفة الارتباط (جدول ٥، ٦)، والتي تكشف أن مشكلة الأزواج الخطى تعد منخفضة لكل المتغيرات المستقلة المتضمنة فى تحليلات الانحدار. كذلك تم اختبار معامل التضخم ("VIF" Variance Inflation Factor) ولا تشير النتائج إلى مشاكل مع الأزواج الخطى. وتعرض مصفوفة الارتباط لبيرسون (جدول ٥) علاقات الارتباط بين متغيرات هيكل الملكية والبواقي من نموذج (DD)، والتي تعد مقياساً عكسياً لجودة الاستحقاقات، ومن ثم جودة الأرباح. وتظهر نتائج الارتباط وجود علاقة سالبة قوية بين الملكية الإدارية والبواقي من نموذج (DD)، وذلك على النقيض من ملكية الملاك الكبار، بينما توجد علاقة غير قوية بين الملكية المؤسسية والتداول الحر من ناحية، وبينهما وبين البواقي من ناحية أخرى.

(٣٥) يبلغ متوسط دورة التشغيل ٢٠٢ يوم، أى أقل من عام، وبذلك فإن الافتراض بأن معظم استحقاقات رأس المال العامل تنعكس خلال عام واحد فى ظل نموذج (DD) يبدو معقولاً لعينة البحث.

المتغيرات	البواقي (من نموذج (DD	الملكية الإدارية (MNOW)	الملكية المؤسسية (INSTOW)	الملاك الكبار على المستوى الفردي (INDIVOW)	التداول الحر (FREF)
البواقي (من نموذج (DD	١.٠٠				
الملكية الإدارية (MNOW)	*٠.٤٠٧-	١.٠٠			
الملكية المؤسسية (INSTOW)	٠.٠٧٦	١.٠٠	٠.٢٥٨-		
الملاك الكبار على المستوى الفردي (INDIVOW)	٠.٢٣٩		٠.٢٥٤	١.٠٠	
التداول الحر (FREF)	٠.٠٢٥		٠.٠٥٣-	٠.٠٧٤-	١.٠٠

• الارتباط دال عند مستوى ٠.٠٥

جدول (٥): مصفوفة الارتباط (بيرسون) لمتغيرات هيكل الملكية وجودة الاستحقاقات (نموذج DD)

ويعرض جدولي (٦، ٧) مصفوفة الارتباط عن علاقة المتغيرات المتأصلة والاختيارية على التوالي بجودة الاستحقاقات في ظل نموذج (Francis et al., 2004). وتظهر نتائج الارتباط وجود علاقة موجبة بين الخصائص المتأصلة (جدول ٦)، فيما عدا الانحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية، والاستحقاقات الجارية، ومن ثم علاقة سالبة بجودة الأرباح. وفيما يتعلق بالمتغيرات الاختيارية (جدول ٧)، تتسق علاقات الارتباط بين متغيرات هيكل الملكية مع المكون المتأصل لجودة الاستحقاقات مع ما تم التوصل إليه في نموذج (DD)، فيما عدا الملكية المؤسسية، حيث توجد علاقة سالبة وإن كانت ضعيفة.

المتغيرات	المكون المتأصل نوعية الاستحقاقات (InnateAQ)	حجم الشركة (SIZE)	الانحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية $\sigma(CFO)$	الانحراف المعياري للمبيعات $\sigma(SALES)$	نورة تشغيل (OperCycle)	نسبة السنوات الخاسرة (NegEarn)
المكون المتأصل لجودة الاستحقاقات (InnateAQ)	١.٠٠					
حجم الشركة (SIZE)	٠.٢٠٥	١.٠٠				
الانحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية $\sigma(CFO)$	٠.٢٠٤-	٠.٠٤٢	١.٠٠			
الانحراف المعياري للمبيعات $\sigma(SALES)$	٠.٠٥١	٠.٠٤٦	٠.٣٨٤*	١.٠٠		
نورة التشغيل (OperCycle)	٠.١٨٦	٠.٠٠٧	٠.٢٣٥-	٠.٣١٦-	١.٠٠	
نسبة السنوات الخاسرة (NegEarn)	٠.٢٦٣	٠.٢٧٤	٠.٠٩٧	٠.٠٩٥-	٠.١٠١	١.٠٠

* الارتباط دال عند مستوى ٠.٠٥

جدول (٦): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين الخصائص المتأصلة والمكون المتأصل لجودة الاستحقاقات

(InnateAQ)

المتغيرات	المكون الاختياري لجودة الاستحقاقات (DiscAQ)	الملكية الإدارية (MNOW)	الملكية المؤسسية (INSTOW)	الملاك الكبار على المستوى الفردي (INDIVOW)	التداول الحر (FREF)
المكون الاختياري لجودة الاستحقاقات (DiscAQ)	١.٠٠٠				
الملكية الإدارية (MNOW)	٠.٣٥٨*	١.٠٠٠			
الملكية المؤسسية (INSTOW)	٠.٠١١-	٠.٢٥٨-	١.٠٠٠		
الملاك الكبار على المستوى الفردي (INDIVOW)	٠.٢٣٣	٠.٢٥٤	٠.٠٥٧-	١.٠٠٠	
التداول الحر (FREF)	٠.٠٠٧	٠.٠٥٣-	٠.١٠٧-	٠.٠٧٤-	١.٠٠٠

* الارتباط دال عند مستوى ٠.٠٥

جدول (٧): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات هيكل الملكية والمكون الاختياري لجودة الاستحقاقات

(DiscAQ)

ثانياً: نتائج الانحدار:

١- نتائج نماذج الاستحقاق:

١/١: نتائج إجمالي جودة الاستحقاقات الجارية:

تم قياس جودة الاستحقاقات لعام ٢٠٠٨ باستخدام المعادلة رقم (٢). ويظهر جدول (٨) نتائج الانحدار، ويمثل الانحراف المعياري لبواقي الإنحدار مقياساً لإجمالي جودة الاستحقاقات (AQ) وذلك لكل شركة، وقد تم حساب الباقي لكل شركة على مستوى قطاعي، وذلك نظراً لتوقع اختلاف حجم الأرباح، التدفقات النقدية، والاستحقاقات بين القطاعات.

معامل الانحدار	قيمة (t)	قيمة (p)
نموذج (DD, 2002) (معادلة ٢):		
ثابت الانحدار (Int.)	٠.٨٠٥	٠.٤٢٧
التدفقات النقدية التشغيلية لعام ٢٠٠٧ (CFO2007)	١.٠١١-	٠.٣٢٠
التدفقات النقدية التشغيلية لعام ٢٠٠٨ (CFO2008)	٠.١٠٠	٠.٧١٣
التدفقات النقدية التشغيلية لعام ٢٠٠٩ (CFO2009)	٠.١٧٠-	٠.٤٧٦
R ²	٠.١٢٢	
R ² المعدلة	٠.٠٤٠	

جدول (٨): نتائج جودة الاستحقاقات الجارية (AQ)

٢/١: نتائج العلاقة بين إجمالي الاستحقاقات الجارية والخصائص المتأصلة:

باستخدام تقديرات المعالم التي تم الحصول عليها من المعادلة رقم (٤)، قام الباحث بحساب جودة الاستحقاقات المتأصلة والاختيارية والمشتقة من نموذج (DD)، وذلك بانحدار جودة الاستحقاقات الخاصة بكل شركة مقابل خصائص الشركة المتأصلة لتحديد المكونات الاختيارية والمتأصلة لجودة الاستحقاقات. وتظهر النتائج أن متوسط قيمة المكون المتأصل هي ٠.٠٠٢٦٥ مقارنة بـ ٠.٠٠٤٤ لدراسة (Francis et al., 2005). وتظهر نتائج إندحار جودة الاستحقاق على الخصائص المتأصلة (جدول ٩) أن حجم الشركة ونسبة السنوات الخاسرة خصائص غير اختيارية أو متأصلة ذات دلالة، حيث تبين النتائج أن حجم الشركة على علاقة سالبة وذات دلالة بجودة الاستحقاقات، ويعني ذلك أن الشركات الأكبر لديها جودة أرباح أقل (انحراف معياري أكبر للبقاوي)، وتتسق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Francis et al., 2005)، ولكن على النقيض من دراسة (Kent et al., 2010).

معامل الانحدار	قيمة (t)	قيمة (p)	
نموذج (Francis et al., 2004) (معادلة ٤):			
	١.٩٨٠-	٠.٠٥٨	ثابت الانحدار (Int.)
٠.٣٠٨	١.٨٢٠	٠.٠٤٧	حجم الشركة (SIZE)
٠.٢٧٢-	١.٥٤٢-	٠.١٣٤	الانحراف المعياري للنفقات النقدية التشغيلية $\sigma(CFO)$
٠.٢٤٥	١.٣٥٧	٠.١٨٦	الانحراف المعياري للمبيعات $\sigma(SALES)$
٠.١٥٨	٠.٩١٠	٠.٣٧١	دورة التشغيل (OperCycle)
٠.٣٩٢	٢.٢٨١	٠.٠٣٠	نسبة السنوات الخاسرة (NegEarn)
			R ²
			المعدلة R ²

جدول (٩): نتائج علاقة الانحدار بين الخصائص المتأصلة والمكون المتأصل لجودة الاستحقاقات (InnateAQ)

وتظهر النتائج الموضحة في جدول (٩) كذلك أن الشركات التي لديها نسبة سنوات خسارة أكبر لديها جودة استحقاقات أقل (انحراف معياري أكبر للبقاوي)، وتتسق تلك النتيجة مع ما توصل إليه (Kent et al., 2010)، ولكن على النقيض من دراسة (Francis et al., 2005). ويمكن إرجاع النتيجة السابقة إلى أن الشركات في ظل تكرار التقرير عن أرباح سالبة يكون لديها نزعة أكبر نحو إدارة الأرباح، ومن ثم انخفاض جودة الأرباح.

٢- نتائج انحدار هيكل الملكية:

١/٢: نتائج انحدار هيكل الملكية وجودة الاستحقاقات الجارية:

(اقرأ لبادج ضريع)

(2002, DD) تظهر، في النتائج أن هناك علاقة دالة إحصائياً للملكية الإدارية

($p = 0.008$)، حيث أن هناك علاقة موجبة وذات دلالة بين الملكية الإدارية وجودة الاستحقاقات، ومن ثم جودة الأرباح، ويعنى ذلك أنه كلما زادت الملكية الإدارية كلما زادت جودة الأرباح (انحراف معيارى أقل للبوقي)، وتتفق تلك النتيجة مع فرض تقارب المصالح، وأن الملكية الداخلية تسهم فى تقييد إدارة الأرباح عندما تكون نسبة الأسهم المملوكة بواسطة الأطراف الداخلية ليست كبيرة بما يكفى، ويلاحظ أن متوسط الملكية الإدارية يبلغ ٦.٦٤%. وتتسق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة كل من (Warfield et al., 1995; Yeo et al., 2007; Sanchez-Ballesta and Garsa-Meca, 2002). ويمكن إرجاع هذا التأثير إلى طبيعة هيكل الملكية فى الشركات المساهمة المصرية بما يتضمنه من هياكل متداخلة ومعقدة، وأيضاً انتشار الملكية العائلية، وأن المالك أو المؤسس أو أسرته عادة يشاركون فى إدارة الشركة بشكل مباشر أو غير مباشر، ويؤثر ذلك على معظم قرارات الإدارة، وبذلك فإنه فى ظل فرض تقارب المصالح بين المديرين والمالك، فإن الملكية الإدارية يمكن النظر إليها كآلية لتقييد السلوك الانتهازى للمديرين. وبذلك تدعم النتيجة السابقة الفرض الأول بوجود علاقة بين الملكية الإدارية وجودة الأرباح.

نموذج 'DD' (معادلة ٣)			المتغير
قيمة (p)	قيمة (t)	معامل الانحدار	
نموذج (DD, 2002):			
٠.١٠٧	١.٦٧٤-		ثابت الانحدار (Int.)
٠.٠٠٨	٢.٨٩٥-	٠.٥٤٩-	الملكية الإدارية (MOWN)
٠.٨٦٨	٠.١٦٨	٠.٠٣٠	الملكية المؤسسية (INSTOW)
٠.٠٤٨	١.٨٦٦	٠.٣٤١	لمالك الكبار على المستوى الفردى (INDVIEW)
٠.١٠٠	١.٧٠٨	٠.٣٢٢	التداول الحر (FREF)
٠.٣٠٠	١.٠٥٨	٠.٢٢١	حجم الشركة (SIZE)
٠.٥١٦	٠.٦٥٩-	٠.١٣٢-	الانتماء إلى تجمع للأعمال (BGRP)
٠.٣٣٠	٠.٩٩٣	٠.٢١٩	أداء الشركة (PROF)
٠.٢٥٣	١.١٧٠	٠.٢٥٣	الرفع المالى (LEV)
		٠.٣٨٩	R ²
		٠.١٩٤	R ² المعدلة

جدول (١٠): نتائج انحدار هيكل الملكية وجودة الاستحقاقات الجارية

وتظهر النتائج كذلك وجود علاقة سالبة وذات دلالة إحصائية ($p = 0.048$)، بين ملكية الملاك الكبار وجودة الاستحقاقات، ويعنى ذلك أنه كلما زادت ملكية الملاك الكبار كلما انخفضت جودة الاستحقاقات (انحراف معيارى أكبر للبقوى). وتتفق تلك النتيجة مع فرض تحصيل الملاك الكبار، وربما يعكس ذلك ميل المستثمرين الكبار نحو تحقيق مصالحهم الخاصة، والتي قد لا تتوافق مع مصالح المستثمرين الآخرين. وبذلك تدعم النتيجة السابقة الفرض الثالث بوجود علاقة بين ملكية الملاك الكبار وجودة الأرباح.

وعلى الرغم من وجود علاقة سالبة بين كل من الملكية المؤسسية والتداول الحر وجودة الاستحقاقات (AQ)، كما يتضح من جدول (١٠)، إلى أن هذه العلاقة غير دالة إحصائياً، وبذلك لا تدعم تلك النتيجة كل من الفرضين الثانى والرابع على التوالى.

٢/٢: نتائج انحدار هيكل الملكية وجودة الاستحقاقات الاختيارية:

يعرض جدول رقم (١١) نتائج تحليل الانحدار عن علاقة هيكل الملكية بجودة الاستحقاقات الاختيارية، والمشتقة من نموذج (Francis et al., 2004). وتظهر النتائج أن هناك علاقة دالة إحصائياً لكل من الملكية الإدارية وملكية الملاك الكبار، وتتفق هذه النتيجة مع ما تم التوصل إليه فى نموذج (DD).

نموذج 'Francis et al., 2005' (معادلة ٦)			المتغير
قيمة (p)	قيمة (t)	معامل الانحدار	
نموذج (Francis et al., 2004):			
٠.٩١٣	٠.١١٠-		ثابت الانحدار (Int.)
٠.٠٠٥	٣.٠٩٧-	٠.٦٢١-	الملكية الإدارية (MNOW)
٠.٤٢٨	٠.٨٠٦-	٠.١٥٠-	الملكية المؤسسية (INSTOW)
٠.٠٤٦	٢.٠٩٨	٠.٤٥٤	الملاك الكبار على المستوى الفردى (INDVIEW)
٠.٦٩٠	٠.٤٠٤	٠.٠٨٩	التداول الحر (FREF)
٠.٩٦٧	٠.٠٤٢-	٠.٠٠٨-	حجم الشركة (SIZE)
٠.٨٤٧	٠.١٩٦	٠.٠٤١	الإنتساب إلى تجمع للأعمال (BGRP)
٠.١٦٠	١.٤٤٩	٠.٣٢٨	أداء الشركة (PROF)
٠.٦٢٤	٠.٤٩٦	٠.١١٣	الرفع المالى (LEV)
		٠.٣١٩	R ²
		٠.١١٠	R ² المعدلة

جدول (١١): نتائج انحدار هيكل الملكية وجودة الاستحقاقات الاختيارية

تحليلات إضافية:

١- تحليل الإحذار بطريقة الإرتداد أو الحذف الخلفي (Backward Elimination):

تم استخدام طريقة الاستبعاد أو الإرتداد الخلفي في الإحذار لنماذج الإحذار، وذلك بهدف إبراز الخطوات التفصيلية للوصول إلى أفضل المتغيرات المفسرة تأثيراً على المتغير التابع (جودة الاستحقاقات الجارية، وجودة الاستحقاقات الاختيارية)، وكذلك إبراز نسبة مساهمة كل متغير مفسر للعلاقة بالمتغير التابع. وقد توصل الباحث إلى ٧ نماذج للعلاقات بين المتغيرات المستقلة وجودة الاستحقاقات الجارية من نموذج (DD)، وجودة الاستحقاقات الاختيارية في حالة نموذج (Francis et al., 2004) (جدول ١٢، ١٣).

قيمة (P) لمتغيرات كل نموذج من النماذج السبعة للإرتداد الخلفي							
نموذج (٧)	نموذج (٦)	نموذج (٥)	نموذج (٤)	نموذج (٣)	نموذج (٢)	نموذج (١)	
							قيمة (p) للمتغيرات المستقلة:
٠.٠٠٣	٠.٠٠٣	٠.٠٠٣	٠.٠٠٤	٠.٠٠٤	٠.٠٠٤	٠.٠٠٨	الملكية الإدارية (MOWN)
						٠.٨٦٨	الملكية المؤسسية (ISON)
٠.٠٢٦	٠.٠٢٧	٠.٠٢٥	٠.٠٢٦	٠.٠٢٠	٠.٠٦٩	٠.٠٥٠	ملاءمة تعار على المستوى الفردي (INDVIEW)
		٠.٣٧٨	٠.٣٣١	٠.٢١٥	٠.٢٩٤	٠.٣٠٠	التداول الحر (FREF)
	٠.١٨٩	٠.١٢٠	٠.١٠٩	٠.٠٨٨	٠.٠٩٠	٠.١٠٠	حجم الشركة (SIZE)
					٠.٤٨٨	٠.٥١٦	الإنتساب إلى تجمع للأعمال (BGRP)
				٠.٣٦٠	٠.٣١١	٠.٣٣٠	أداء الشركة (PROF)
			٠.٥٧٨	٠.٣٢٧	٠.٢٤٩	٠.٢٥٣	الرفع المالي (LEV)
٠.٢٩١	٠.٣٣٢	٠.٣٥٠	٠.٣٥٧	٠.٣٧٧	٠.٣٨٨	٠.٣٨٩	R ²
٠.٢٤٦	٠.٢٦٥	٠.٢٦٠	٠.٢٤٢	٠.٢٣٨	٠.٢٢٤	٠.١٩٤	R ² المعدلة

جدول (١٢): نتائج نموذج الإحذار بطريقة الإرتداد الخلفي (Backward) في حالة إجمالي الاستحقاقات الجارية (نموذج

(DD)

قيمة (P) لمتغيرات كل نموذج من النماذج السبعة للإرتداد الخلفي							
نموذج (٧)	نموذج (٦)	نموذج (٥)	نموذج (٤)	نموذج (٣)	نموذج (٢)	نموذج (١)	
							قيمة (p) للمتغيرات المستقلة:
٠.٠١٠	٠.٠٠٥	٠.٠٠٣	٠.٠٠٣	٠.٠٠٣	٠.٠٠٤	٠.٠٠٥	الملكية الإدارية (MOWN)
		٠.٣٠٩	٠.٣٤١	٠.٣٧٩	٠.٤٠٨	٠.٤٢٨	الملكية المؤسسية (ISON)
٠.٠٤١	٠.٠٣٠	٠.٠٢٨	٠.٠٢٨	٠.٠٢٨	٠.٠٤٢	٠.٠٤٦	مصفى صهر على المستوى الفردي (INDVIEW)
				٠.٦٣٥	٠.٦١٦	٠.٦٩٠	التداول الحر (FREF)
						٠.٩٦٧	حجم الشركة (SIZE)
					٠.٨٤٢	٠.٨٤٧	الإنتساب إلى تجمع للأعمال (BGRP)
	٠.٢١٣	٠.١٤٩	٠.١٣٥	٠.١٢٤	٠.١٤٨	٠.١٦٠	أداء الشركة (PROF)
			٠.٥٩٦	٠.٥١٤	٠.٦٠٠	٠.٦٤٢	الرفع المالي (LEV)
٠.٢٤٠	٠.٢٧٩	٠.٣٠٥	٠.٣١٢	٠.٣١٨	٠.٣١٩	٠.٣١٩	R ²
٠.١٩١	٠.٢٠٧	٠.٢٠٩	٠.١٨٩	٠.١٦٦	٠.١٣٥	٠.١١٠	المعدلة R ²

جدول (١٣): نتائج نموذج الانحدار بطريقة الارتداد الخلفي (Backward) في حالة الاستحقاقات الاختيارية

(نموذج Francis et al., 2004)

ويتضح من الجدولين السابقين أن نتائج الانحدار هي نفس النتائج التي تم التوصل لها من قبل، وأن متغيري الملكية الإدارية وملكية الملاك الكبار على المستوى الفردي يفسران معاً ٢٤.٦% من جودة الاستحقاقات، ١٩.١% من جودة الاستحقاقات الاختيارية، وذلك في المتوسط.

٢- أثر استخدام متغير وهمي للملكية الفردية:

يظهر جدول (١٤) نتائج اختبار حساسية نتائج نموذج (DD) لإحلال ملكية الملاك الكبار (الفردية) بمتغير وهمي يأخذ القيمة واحد في حالة وجود ملكية فردية أكبر من ٥٠%، وصفر بخلاف ذلك، وتظهر النتائج أن وجود ملكية مركزة على المستوى الفردي على علاقة سالبة وذات دلالة بجودة الاستحقاقات، وتتسق تلك النتيجة مع ما تم التوصل إليه في التحليل الأساسي. بالإضافة إلى ما سبق، يتضح أيضاً أن هناك دلالة إحصائية لحجم الشركة ($p = 0.005$)، وأن هناك علاقة سالبة بين حجم الشركة وجودة الاستحقاقات، بمعنى أنه كلما زاد حجم الشركة انخفضت جودة الاستحقاقات (انحراف معيارى أكبر للبوافي)، وتتفق تلك النتيجة مع فرض التكاليف السياسية وفقاً لنظرية الوكالة.

نموذج 'DD' (معادلة ٢)			المتغير
قيمة (p)	قيمة (t)	معامل الانحدار	
نموذج (DD, 2002):			
٠.٠٥٨	١.٩٨٩-		ثابت الانحدار (Int.)
٠.٠٠٩	٢.٨٢٧-	٠.٤٧٦-	الملكية الإدارية (MNOW)
٠.٠٣٨	٠.٦٢٤	٠.١٠٣	الملكية المؤسسية (INSTOW)
٠.٠٠٦	٢.٩٨٥	٠.٤٩٩	الملاك الكبار على المستوى الفردي (INDVOW)
٠.٢٨١	١.١٠١	٠.٢٠٨	التداول الحر (FREF)
٠.٠٥٠	١.٩٤٨	٠.٣٣٧	حجم الشركة (SIZE)
٠.٩٣٥	٠.٠٨٢-	٠.٠١٦-	الانتساب إلى تجمع للأصا (BGRP)
٠.٤٤٦	٠.٧٧٤	٠.١٥٧	أداء الشركة (PROF)
٠.٣٧٤	٠.٩٠٥	٠.١٨١	الرفع المالي (LEV)
		٠.٤٨٧	R ²
		٠.٣٢٣	المعدلة R ²

جدول (١٤): نتائج انحدار هيكل الملكية وجودة الاستحقاقات الجارية (في حالة إجمال ملكية الملاك الكبار بمتغير وهمي)

٣- تحليل الانحدار للعلاقة بين هيكل الملكية وجودة الاستحقاقات غير الاختيارية (المتأصلة):

يمكن دراسة علاقة هيكل الملكية بالاستحقاقات غير الاختيارية، وذلك من خلال العلاقة التالية:

$$InnateAQ_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 MNOW_{j,t} + \beta_2 INSTOW_{j,t} + \beta_3 INDVOW_{j,t} + \beta_4 FREF_{j,t} + \beta_5 SIZE_{j,t} + \beta_6 BGRP + \beta_7 PROF + \beta_8 LEV + \mu_{j,t} \quad (7)$$

حيث أن:

$InnateAQ_{j,t}$ = جودة الاستحقاقات غير الاختيارية (المتأصلة) للشركة ز في العام t ، محسوبة من نموذج (Francis et al., 2004)، معادلة (٤)

يظهر جدول (١٥) نتائج تحليل الانحدار للعلاقة بين متغيرات هيكل الملكية وجودة الاستحقاقات غير الإختيارية (المتأصلة) في نموذج (Francis et al., 2004).

نموذج 'Francis et al., 2004' (معادلة ٧)			المتغير
قيمة (p)	قيمة (t)	معامل الانحدار	
			نموذج (Francis et al., 2004):
...٠٢	٣.٣٧٢-		ثابت الانحدار (Int.)
..٨٥٤	..١٨٦-	..٠٣٢-	الملكية الإدارية (MNOW)
..٠٤٨	١.٩٢٤-	..٠٣١٠	الملكية المؤسسية (INSTOW)
..٩٣٩	..٠٧٧-	..٠١٣-	الملاك الكبار على المستوى الفردي (INDVIEW)
..١٥١	١.٤٨٠	..٢٨٢	التداول الحر (FREF)
..٠٠٦	٣.٧٢٧	..٦٤١	حجم الشركة (SIZE)
..٠٨٥	١.٧٩١-	..٣٢٦-	الانتماء إلى تجمع للأعمال (BGRP)
..٤٩٩	..٦٨٦-	..١٣٨-	أداء الشركة (PROF)
..١٣٦	١.٥٤٢	..٣٠٣	الرفع المالي (LEV)
		..٤٩٣	R ²
		..٣٣١	R ² المعدلة

جدول (١٥): نتائج انحدار هيكل الملكية وجودة الاستحقاقات المتأصلة

تظهر نتائج الانحدار أن قوة العلاقة بين المتغيرات المستقلة وجودة الاستحقاقات غير الاختيارية تعد أكبر عنها في النماذج السابقة، حيث أن قيمة R² المعدلة = ٣٣.١٠%. ويتضح من نتائج تحليل الانحدار من الجدول السابق أن هناك علاقة سالبة وذات دلالة بين الملكية المؤسسية وجودة الاستحقاقات غير الاختيارية، تأتي تلك النتيجة خلافاً لأرجحية أثر المراقبة الذي يمكن أن تلعبه هيئات الاستثمار، وترجح تلك النتيجة إلى أنه ربما يكون توجه هيئات الاستثمار مركز على الأجل القصير في استثماراتهم وسعيهم نحو تحقيق مصالحهم في الأجل القصير، وبذلك فإنهم ليسوا مراقبين فعالين في هذه الحالة، وأخيراً، يبين تحليل الانحدار أيضاً أن هناك علاقة سالبة وذات دلالة بين حجم الشركة وجودة الاستحقاقات غير الاختيارية، بمعنى كلما زاد حجم الشركة كلما انخفضت جودة الاستحقاقات غير الاختيارية.

بذلك فإن التحليل الأساسي للعلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح يقترح ما يلي: **أولاً**، أن الملكية الإدارية على علاقة موجبة بجودة الأرباح، ويدعم ذلك الفرض الأول. **ثانياً**، أن هناك علاقة سالبة بين ملكية الملاك الكبار وجودة الأرباح، ويدعم ذلك الفرض الثالث. **ثالثاً**، لا يوجد تدعيم لوجود علاقة بين الملكية المؤسسية والتداول الحر وجودة الأرباح، وبذلك يتم رفض الفرضين الثاني والرابع. وفي ضوء ذلك، يتضح أن تكوين هيكل الملكية يلعب دوراً حيوياً في التأثير على إدارة الأرباح، ومن ثم جودتها في الشركات المساهمة المصرية.

القسم السادس

خلاصة البحث وحدوده

خلاصة البحث

قام الباحث في هذا البحث باختبار العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح في الشركات المساهمة المصرية، وذلك من خلال أربعة متغيرات لهيكل الملكية، وهي: الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، ملكية الملاك الكبار الخارجيين (على المستوى الفردي)، والتداول الحر، بالإضافة إلى أربعة متغيرات ضابطة، وهي: حجم الشركة، الانتساب إلى تجمع للأعمال، أداء الشركة، والرفع المالي. وقد اعتمد الباحث في قياسه لجودة الأرباح على نموذج (DD, 2002) لقياس جودة الاستحقاقات الجارية، ثم استخدام نموذج (Francis et al., 2004) لفصل جودة الاستحقاقات إلى مكونات يمكن إرجاعها إلى إدارة الأرباح (جودة الاستحقاقات الاختيارية) وبيئة المشروع (جودة الاستحقاقات المتأصلة أو الملازمة)، وقد استخدمت مكونات جودة الاستحقاقات كمتغيرات تابعة في نماذج الانحدار على مكونات هيكل الملكية (إدارية، مؤسسية، فردية، وتداول حر). وفيما يتعلق بجودة الاستحقاقات الجارية (نموذج DD)، فقد توصل الباحث إلى وجود علاقة سالبة وذات دلالة بين الملكية الإدارية وإجمالي الاستحقاقات الجارية، ويعنى ذلك وجود علاقة موجبة بين الملكية الإدارية وجودة الأرباح، ويتفق ذلك مع فرض تقارب المصالح، وتظهر النتائج الاختبارية في حالة تصنيف الاستحقاقات الجارية إلى مكوناتها (Francis et al., 2004)، إلى وجود علاقة سالبة وذات دلالة بين الملكية الإدارية والاستحقاقات الاختيارية، أى زيادة جودة الأرباح مع تزايد مستوى الملكية الإدارية، وتظهر النتائج أيضاً وجود علاقة موجبة بين الملكية الفردية والاستحقاقات الاختيارية، أى أن هناك تأثيراً سلبياً لتركز الملكية الفردية على جودة الأرباح.

وقد تم إجراء تحليل إضافي لاختبار حساسية نتائج نموذج (DD)، وتضمن ذلك إحلال ملكية الملاك الكبار (الفردية) بمتغير وهمى يأخذ القيمة واحد في حالة وجود ملكية فردية أكبر من 50%، وصفر بخلاف ذلك. وتظهر النتائج أن وجود ملكية فردية على علاقة سالبة وذات دلالة بجودة الاستحقاقات، ويتفق ذلك مع فرض التحصين، وربما يعكس ذلك ميل المستثمرين الكبار نحو تحقيق مصالحهم الخاصة، والتي قد لا تتوافق مع مصالح المستثمرين الآخرين.

حدود البحث

- تجدر الإشارة إلى أن هناك قيدين رئيسيين في هذه الدراسة، وهما:
- 1- أن المقاييس المستخدمة في قياس جودة الاستحقاقات مقيدة بالأخذ في الاعتبار الاستحقاقات الجارية وعلاقتها بالتدفقات النقدية. ولا يوفر هذا المدخل تحليلاً شاملاً لجودة الاستحقاقات، حيث إنه يستثنى مكونات للأرباح المقررة غير مرتبطة بالاستحقاقات الجارية.
 - 2- بالنسبة لعينة البحث، فقد تم استبعاد العديد من الشركات نظراً لضرورة توافر عدد معين من المشاهدات خلال الفترة من ٢٠٠٢ حتى ٢٠٠٨، وبذلك فإن إتاحة البيانات قيدت الباحث في اختيار/استبعاد شركات محددة من الدراسة، وقد حد ذلك من توسيع عينة البحث.

دراسات مستقبلية

- في ضوء ما توصل إليه البحث من نتائج، يرى الباحثان هناك العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية، ويتمثل أهمها فيما يلي:
- 1- إجراء المزيد من الدراسات المقارنة بين مصر وبيئات مختلفة فيما يتعلق بعلاقة هيكل الملكية بجودة الأرباح، وخاصة مع بيئة تتسم بوجود ملكية مؤسسة عالية مثل الولايات المتحدة الأمريكية وإنجلترا.
 - 2- توسيع حجم العينة وكذلك المدى الزمني للدراسة (السلسلة الزمنية).
 - 3- دراسة العلاقة بين نسب الملكية الإدارية على مستويات مختلفة (مثلاً: صفر - 25% - 50% - 75% - 100%) وجودة الأرباح، وذلك بهدف اختبار ما إذا كان هناك أثر للتحصين عند مستويات مرتفعة للملكية الإدارية أم لا، وتحديد مدى التحصين.
 - 4- استخدام مقاييس أخرى لدراسة علاقة هيكل الملكية بجودة الأرباح، مثل: تمهيد الدخل، استمرارية الأرباح، القابلية للتنبؤ بالأرباح، والدلالة القيمية للأرباح.
 - 5- تركيز الانتباه مستقبلاً نحو تفسير: لماذا تتطوى تصنيفات هيكل الملكية على تأثير محدد لخطأ تقدير الاستحقاقات عن مصادر أخرى لأخطاء تقدير تلك الاستحقاقات.
 - 6- ادخال متغيرات جديدة ربما تعطي قوة تفسيرية أكثر لعلاقة هيكل الملكية بجودة الأرباح، مثل أثر وجود ملكية عائلية على جودة الأرباح، وخاصة في ظل شيوع هذا النمط في دول العالم الثالث ومن بينها مصر.

مراجع البحث:

أولاً: المراجع العربية:

مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE)، (٢٠٠٥)، "دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية".

الهيئة العامة لسوق المال، "معايير المحاسبة المصرية"،

(http://www.cma.gov.eg/cma/content/arabic/accounting_criteria/accounting_criteria.htm)

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Aboody, D., Hughes, J. and Liu, J. (2005), "Earnings Quality, Insider Trading, and Cost of Capital", *Journal of Accounting Research*, 43(5), December: 651-673.
- Achmad, T. et al. (2009), "The Iniquitous Influence of Family Ownership Structures on Corporate Performance", *The Journal of Global Business Issues*, 3(1): 41-48.
- Al-Fayoumi, N. et al. (2010), "Ownership Structure and Earnings Management in Emerging Markets: The Case of Jordan", *International Research Journal of Finance and Economics*, 38: 28-47.
- Ali, A., Chen, T. and Radhakrishnan, S. (2007), "Corporate disclosures by family firms", *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2): 238-286.
- Anderson, R. C. and Reeb, D. M. (2003), "Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500", *Journal of Finance*, 58(3): 1301-1328.
- Anderson, R. C. and Reeb, D. M. (2004), "Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms", *Administrative Science Quarterly*, 49(2): 209-237.
- Ang, J. S., Colc, R. A. and Lin, J. W. (2000), "Agency costs and ownership structure", *The Journal of Finance*, 55(1): 81-106.
- Atik, A. (2009), "Detecting income-smoothing behaviors of Turkish listed companies through empirical tests using discretionary accounting changes", *Critical Perspectives on Accounting*, 20(5), July: 591-613.
- Ball, R. (1989), "Accounting, auditing and the nature of the firm", Unpublished Working Paper, University of Rochester.
- Ball, R. and Foster, G. (1982), "Corporate Financial Reporting: A Methodological Review of Empirical Research", *Journal of Accounting Research*, 20(Supplement): 161-234.
- Ball, R. and Shivakumar, L. (2005), "Earnings Quality in U.K. Private Firms: Comparative Loss Recognition", *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), February: 83-128.
- Balsam, S., Bartov, E. and Marquardt, C. (2002), "Accruals management, investor sophistication, and equity valuation: Evidence from 10-Q filings", *Journal of Accounting Research*, 40(4): 987-1012.
- Barclay, M., and Holderness, C. (1991), "Negotiated block trades and corporate control", *The Journal of Finance*, 46(3): 861-878.
- Barker, R. and Imam, S. (2008), "Analysts' perceptions of 'earnings quality'", *Accounting and Business Research*, 38(4): 313-329.

- Barontini, R. and Caprio, L. (2006), "The effect of family control on firm value and performance: evidence from continental Europe", *European Financial Management*, 12(5): 689-723.
- Bartov, E., Radhakrishnan, S. and Krinsky, I. (2000), "Investor sophistication and patterns in stock returns after earnings announcements", *The Accounting Review*, 75(1): 43-63.
- Beattie, V. et al. (1994), "Extraordinary items and income smoothing: a positive accounting approach", *Journal of Business Finance and Accounting*, 21(6): 791-811.
- Beaver, W., Lambert, R. and Morse, D. (1980), "The information content of security prices", *Journal of Accounting and Economics*, 2(1): 3-28.
- Becker, C. et al. (1998), "The effect of audit quality on earnings management", *Contemporary Accounting Research*, 15(1): 1-24.
- Berle, A. A. and Means, G. C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York: The Macmillan Company.
- Bernstein, L. A. and Siegel, J. G. (1979), "The Concept of Earnings Quality", *Financial Analysts Journal*, 35(4), July-August: 72-75.
- Bertrand, M., Mehta, P. and Mullainathan, S. (2002), "Ferreting out tunneling: An application to Indian business groups", *Quarterly Journal of Economics*, 117(1): 121-48.
- Bhattacharya, N. (2001), "Investors' trade size and trading responses around earnings announcements: An empirical investigation", *The Accounting Review*, 76(2): 221-244.
- Bhattacharya, U., Daouk, H. and Welker, M. (2003), "The World Price of Earnings Opacity", *The Accounting Review*, 78(3): 641-678.
- Bhide, A. (1993), "The hidden costs of stock market liquidity", *Journal of Financial Economics*, 34(1): 31-51.
- Boubraki, N., Cosset, J. C. and Guedhami, O. (2005), "Postprivatization Corporate Governance: The Role of Ownership Structure and Investor Protection", *Journal of Financial Economics*, 76: 369-399.
- Bowen, R., DuCharme, L. and Shores, D. (1995), "Stakeholders' implicit claims and accounting method choice", *Journal of Accounting and Economics*, 20(3): 255-296.
- Bradshaw, M., Richardson, S. and Sloan, R. (2001), "Do analysts and auditors understand information in accruals?", *Journal of Accounting Research*, 39(1): 45-74.
- Bushee, B. (1998), "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *The Accounting Review*, 73(3): 305-333.
- Bushee, B. and Noe, C. (2000), "Corporate disclosure practices, Institutional investors, and stock return volatility", *Journal of Accounting Research*, 38(Supplement): 171-202.
- Bushman, R. M. and Smith, A. (2001), "Financial Accounting Information and Corporate Governance", *Journal of Accounting and Economics*, 32: 237-351.
- Carlson, S. J. and Bathala, C. T. (1997), "Ownership differences and firm's income smoothing behavior", *Journal of Business Finance and Accounting*, 24(2): 179-96.
- Chang, S. J. and Hong, J. (2000), "Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intergroup-resource sharing and internal business transactions", *Academy of Management Journal*, 43(3): 429-48.
- Chen, G. et al. (2006), "Ownership structure, corporate governance, and fraud: evidence from China", *Journal of Corporate Finance*, 12(3): 424-448.

- Cheung, Y.L., Rau, P. R. and Stouraitis, A. (2006), "Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong", *Journal of Financial Economics*, 82: 341-386.
- Cho, M. H. (1998), "Ownership structure, investment, and corporate value: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 47: 103-121.
- Christie, A. and Zimmerman, J. (1994), "Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contests", *The Accounting Review*, 69(4): 539-566.
- Chung, R., Firth, M. and Kim, J. (2002), "Institutional monitoring and opportunistic earnings management", *Journal of Corporate Finance*, 8(1): 29-48.
- Chung, R., Ho, S. and Kim, J.-B. (2004), "Ownership structure and the pricing of discretionary accruals in Japan", *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 13(1): 1-20.
- Claessens, S. et al. (1999), "Expropriation of minority shareholders: Evidence from East Asia", Unpublished Working Paper, the World Bank; Hong Kong University of Science and Technology; and the University of Chicago.
- Claessens, S. et al. (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, 57(6): 2741-2771.
- Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L. H. P. (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, 58(1-2): 81-112.
- Comment, R. and Schwert, G. W. (1995), "Poison or Placebo? Evidence on the Deterrent and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures", *Journal of Financial Economics*, 39, September: 3-44.
- Cormier, D. and Martinez, I. (2006), "The association between management earnings forecasts, earnings management, and stock market valuation: Evidence from French IPOs", *The International Journal of Accounting*, 41(3): 209-236.
- Cornell, B. and Landsman, W. R. (2003), "Accounting Valuation: Is Earnings Quality an Issue?", *Financial Analysts Journal*, 59(6), November/December: 20-28.
- Cotter, J. (1998), "Utilisation and Restrictiveness of Covenants in Australian Private Debt Contracts", *Accounting and Finance*, 38(2): 181-196.
- Cronqvist, H. and Fahlenbrach, R. (2009), "Large shareholders and corporate policies", *Review of Financial Studies*, 22: 3941-3976.
- De Bos, A. and Donker, H. (2004), "Monitoring Accounting Changes: Empirical Evidence from the Netherlands", *Corporate Governance: An International Review*, 12(1): 60-73.
- De Miguel, A., Pindado, J. and De la Torre, C. (2004), "Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from Spain", *Strategic Management Journal*, 25(12): 1199-1207.
- DeAngelo, H. and Rice, E. (1983), "Antitakeover Amendments and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 11, April: 332-360.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Skinner, J. D. (1994), "Accounting choice in troubled companies", *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2): 113-143.
- DeAngelo, L. E. (1988), "Managerial competition, information costs and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contests", *Journal of Accounting and Economics*, 9(1): 3-36.
- Dechow, P. M. and Dichev, I. (2002), "The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors", *The Accounting Review*, 77(Supplement): 35-59.

- Dechow, P. M., Sloan, R. G. and Sweeney, A. P. (1996), "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC", *Contemporary Accounting Research*, 13(1): 1-36.
- Dechow, P., Ge, W. and Schrand, C. (2010), "Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences", *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2-3), December: 344-401.
- DeFond, M. and Jiambalvo, J. (1994), "Debt covenants effects and the manipulation of accruals", *Journal of Accounting and Economics*, 17: 145-176.
- DeFond, M., Hung, M. and Trezevant, R. (2007), "Investor protection and the information content of annual earnings announcements: International evidence", *Journal of Accounting and Economics*, 43(1): 37-67.
- De-jun, W. (2009), "What are affecting earnings quality: A summarization", *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 5(5): 53-58.
- Dempsey, J., Hunt, H. and Schroeder, N. (1993), "Earnings management and corporate ownership structure: An examination of extraordinary item reporting", *Journal of Business Finance & Accounting*, 20(4): 479-500.
- Demsetz, H. and Lehn, K. (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 93(6): 1155-1177.
- Demsetz, H. and Villalonga, B. (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, 7(3): 209-233.
- Denis, D. and McConnell, J. (2003), "International Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1): 1-36.
- Denis, D. J. and Denis, D. K. (1994), "Majority Owner-Managers and Organizational Efficiency", *Journal of Corporate Finance*, 1: 91-118.
- Denis, D. J. and Sarin, A. (1999), "Ownership and Board Structure in Publicly Traded Corporations", *Journal of Financial Economics*, 52: 187-223.
- Dhaliwal, D., Salamon, G. and Smith, W. (1982), "The effect of owner versus management control on the choice of accounting methods", *Journal of Accounting and Economics*, 4(1), July: 41-53.
- Ding, Y., Zhang, H. and Zhang, J. (2007), "Private vs. State Ownership and Earnings Management: evidence from Chinese listed companies", *Corporate Governance*, 15(2), March: 223-238.
- Doyle, J., Ge, W. and McVay, S. (2007). "Accruals quality and internal control over financial reporting", *The Accounting Review*, 82(5): 1141-1170.
- Dugan, M. and Edmunds, C. (1994), "Agency Cost Explanations for the Demand for Differentiated Monitoring Activity", *Research in Accounting Regulations*, 8: 161-189.
- El-Gazzar, S. M. (1998), "Predisclosure information and institutional ownership: A cross sectional examination of market revaluations during earnings announcement period", *The Accounting Review*, 73(1): 119-129.
- Erickson, M., Hanlon, M. and Maydew, E. (2004), "How much will firms pay for earnings that do not exist? Evidence of taxes paid on allegedly fraudulent earnings", *The Accounting Review*, 79(2): 387-408.

- Faccio, M. and Lang, L. H. (2002), "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics*, 65(3): 365-395.
- Fama, E. F. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, 88(2): 288-307.
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26(2), June: 301-325.
- Fan, P. H. and Wong, T.J. (2002), "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia", *Journal of Accounting and Economics*, 33(3): 401-425.
- Farrell, K. A. and Whidbee, D. A. (2003), "Impact of Firm Performance Expectations on CEO Turnover and Replacement Decisions", *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3): 165-196.
- Faston, P., Harris, T. and Ohlson, J. (1992), "Aggregate accounting earnings can explain most of security returns: The case of long return intervals", *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3): 119-142.
- Fee, C. E. and Hadlock, C. J. (2004), "Management Turnover across the Corporate Hierarchy", *Journal of Accounting and Economics*, 37(1): 3-38.
- Financial Accounting Standards Board (FASB), (1978), "Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises", Statement of Financial Accounting Concepts No. 1, November.
- Firth, M., Fung, P. M. and Rui, O. M. (2007), "Ownership, two-tier board structure, and the informativeness of earnings - Evidence from China", *Journal of Accounting and Public Policy*, 26: 463-496.
- Francis, J. et al. (2004), "Costs of equity and earnings attributes", *The Accounting Review*, 79(4): 967-1010.
- Francis, J. et al. (2005), "The Market Pricing of Accruals Quality", *Journal of Accounting and Economics*, 39(2): 295-327.
- Francis, J., Maydew, E. L. and Sparks, H. C. (1999), "The Role of Big 6 Auditors in the Credible Reporting of Accruals", *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 18(2): 17-34.
- Francis, J., Olsson, P. and Schipper, K. (2008), "Earnings Quality", *Foundations and Trends in Accounting*, 1(4): 259-340.
- Froot, K., Scharfstein, D. and Stein, J. (1992), "Herd on the street: Information inefficiencies in a market with short-term speculation", *Journal of Finance*, 47: 1461-1484.
- Gabrielsen, G., Gramlich, J. D. and Plenborg, T. (2002), "Managerial Ownership, Information Content of Earnings, and Discretionary Accruals in a Non-US Setting", *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(7-8), Sept./Oct.: 967-988.
- Ghosh, A. and Moon, D. (2010), "Corporate Debt Financing and Earnings Quality", *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5-6): 538-559.
- Givoly, D. and Palmon, D. (1985), "Insider Trading and the Exploitation of Inside Information: Some Empirical Evidence", *Journal of Business*, 58(1), January: 69-87.
- Givoly, D., Hayn, C. K. and Katz, S. P. (2010), "Does Public Ownership of Equity Improve Earnings Quality?", *The Accounting Review*, 85(1): 195-225.
- Gomes, A. (2000), "Going Public without Governance: managerial reputation effects", *Journal of Finance*, 55(2): 615-646.

- Gomez-Mejia, L. R., Nunez-Nickel, M. and Gutierrez, I. (2001), "The Role of Family Ties in Agency Contracts", *Academy of Management Journal*, 44(1): 81-95.
- Grace, H. and Koh, P. (2005), "Does the presence of institutional investors influence accruals management? Evidence from Australia", *Corporate Governance*, 13(6): 809-823.
- Gu, Z., Lee, C. J. and Rosett, J. G. (2005), "What determines the variability of accounting accruals?", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(3): 313-334.
- Guay, W., Kothari, S. P. and Watts, R. (1996), "A market-based evaluation of discretionary accrual models", *Journal of Accounting Research*, 34(3): 83-115.
- Gul, F. A. and Tsui, J. (1998), "A test of the free cash flow and debt monitoring hypotheses: Evidence from audit pricing", *Journal of Accounting and Economics*, 24(2): 219-237.
- Gul, F., Lynn, S. and Tsui, J. L. (2002), "Audit Quality, Management Ownership, and the Informativeness of Accounting Earnings", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 17(1), Winter: 25-49.
- Guthrie, K. and Sokolowsky, J. (2010), "Large shareholders and the pressure to manage earnings", *Journal of Corporate Finance*, 16: 302-319.
- Han, B. (2006), "Insider Ownership and Firm Value: Evidence from Real Estate Investment Trusts", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 32(4): 471-493.
- Han, S. (2005), "Ownership Structure and Quality of Financial Reporting", Unpublished Working Paper, Department of Accountancy University of Illinois at Urbana-Champaign.
- Haw, I.-M. et al. (2004), "Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-Legal Institutions", *Journal of Accounting Research*, 42(2), May: 423-462.
- Healy, P. M. and Wahlen, J. M. (1999), "A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting", *Accounting Horizons*, 13(4): 365-383.
- Healy, P. M., and Kaplan, R. S. (1985), "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions", *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3): 85-108.
- Hettihewa, S. and Wright, C. S. (2010), "A Review of Dominant and Emerging Issues in Corporate Earnings Management", *Southern Business Review*, 35(1), Winter: 15-36.
- Hillier, D. and McColgan, P. (2008), "An analysis of majority owner-managed companies in the UK", *Accounting and Finance*, 48(4): 603-623.
- Holderness, C. and Sheehan, D. (1988), "The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis", *Journal of Financial Economics*, 20(1): 317-346.
- Holthausen, R. W. and Leftwich, R. W. (1983), "The economic consequences of accounting choice: Implications of costly contracting and monitoring", *Journal of Accounting and Economics*, 5, August: 77-117.
- Holthausen, R. W., Larcker, D. and Sloan, R. (1995), "Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 19(1): 29-74.
- Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, D. (1991), "Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups", *Quarterly Journal of Economics*, 106(1): 33-60.

- Hsu, G. C.-M. and Koh, P.-S. (2005), "Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence from Australia", *Corporate Governance*, 13(6), November: 809-823.
- Hung, M. (2001), "Accounting standards and value relevance of financial statements: An international analysis", *Journal of Accounting and Economics*, 30(3): 401-420.
- Hutchinson, M. and Leung, S. (2007), "An Investigation of Factors Influencing the Association between Top Management Ownership and Earnings Management", *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 3(2): 130-153.
- Hwang, L., Jan, C. L. and Basu, S. (1996), "Loss firms and analysts' earnings forecast errors", *Journal of Financial Statement Analysis*, 1(Winter): 18-30.
- Jaggi, B., Leung, S. and Gul, F. (2009), "Family control, board independence and earnings management: Evidence based on Hong Kong firms", *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4): 281-300.
- Janakiraman, S., Radhakrishnan, S. Tsang, A. (2010), "Institutional Investors, Managerial Ownership, and Executive Compensation", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 25(4): 673-707.
- Jarrell, G. and Poulsen, A. (1988), "Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments since 1980", *Journal of Financial Economics*, 19, September: 127-168.
- Jensen, M. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, 76(2): 323-329.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3(3): 305-360.
- Jiambalvo, J., Rajgopal, S. and Venkatachalam, M. (2002), "Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings", *Contemporary Accounting Research*, 19(1): 117-145.
- Jiang, W. and Anandarajan, A. (2009), "Shareholder rights, corporate governance and earnings quality: The influence of institutional investors", *Managerial Auditing Journal*, 24(8): 767-791.
- Jones, J. (1991), "Earnings management during import relief investigations", *Journal of Accounting Research*, 29(2): 193-228.
- Kabir, M. H. et al., (2011), "Big 4 auditor affiliation and accruals quality in Bangladesh", *Managerial Auditing Journal*, 26(2): 161-181.
- Kang, D. L. and Sorensen, A. B. (1999), "Ownership Organization and Firm Performance", *Annual Review of Sociology*, 25: 121-144.
- Kent, P., Routledge, J. and Stewart, J. (2010), "Innate and discretionary accruals quality and corporate governance", *Accounting and Finance*, 50: 171-195.
- Khanna, T. and Palepu, K. (2000a), "Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups", *The Journal of Finance*, 55(2): 867-892.
- Khanna, T. and Palepu, K. (2000b), "The future of business groups in emerging markets: Long-run evidence from Chile", *Academy of Management Journal*, 43(3): 268-284.

- Kim, J.-B. and Yi, C. H. (2006), "Ownership Structure, Business Group Affiliation, Listing Status, and Earnings Management: Evidence from Korea", *Contemporary Accounting Research*, 23(2): 427-464.
- Klassen, K. (1997), "The impact of inside ownership concentration on the trade-off between financial and Tax reporting", *The Accounting Review*, 72(3): 455-474.
- Koch, B. (1981), "Income smoothing: An experiment", *The Accounting Review*, (56)3: 574-586.
- Koh, P.-S. (2003), "On the Association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia", *The British Accounting Review*, 35(2): 105-128.
- Koh, P.-S. (2007), "Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters", *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(3): 267-299
- Krishnan, G. V. and Parsons, L. M. (2008), "Getting to the Bottom Line: An Exploration of Gender and Earnings Quality", *Journal of Business Ethics*, 78(1-2): 65-76.
- Kwon, S. Y., Lim, C. Y. and Tan, P. M.-S. (2007), "Legal Systems and Earnings Quality: The Role of Auditor Industry Specialization", *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 26(2), November: 25-55.
- La Porta, R. et al. (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999), "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, 54(2): 471-517.
- Larcker, D. L. and Richardson, S. A. (2006), "Corporate governance and fees for nonaudit services and accrual choices", Unpublished working paper, University of Pennsylvania.
- Lee, K. W., Lev, B. and Yeo, G. (2007), "Organizational structure and earnings management", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(2): 293-331.
- Lennox, C. (2005), "Management Ownership and Audit Firm Size", *Contemporary Accounting Research*, 22(1), Spring: 205-227.
- Leuz, C., Nanda, D. and Wysocki, P. D. (2003), "Earnings Management and Investor Protection: an international comparison", *Journal of Financial Economics*, 69(3): 505-527.
- Lev, B. (1989), "On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research", *Journal of Accounting Research*, 27(Supplement): 153-192.
- Liang, P. (2004), "Equilibrium earnings management, incentive contracts, and accounting standards", *Contemporary Accounting Research*, 21(3): 685-717.
- Lo, K. (2008), "Earnings management and earnings quality", *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3): 350-357.
- Lopes, P. T. and Rodrigues, L. L. (2007), "Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange", *The International Journal of Accounting*, 42(1): 25-56.
- Louis, H. and Robinson, D. (2005), "Do Managers Credibly Use Accruals to Signal Private Information? Evidence from the Pricing of Discretionary Accruals around Stock Splits", *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), June: 361-380.
- Macey, J. (1998), "Measuring the effectiveness of different corporate governance systems: Toward a more scientific approach", *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(4): 16-25.

- Matsunaga, S. R. and Park, C. W. (2000), "Does the CEO Bear a Cost from Missing an Earnings Target?", Unpublished Working paper, University of Oregon and Hong Kong University of Science and Technology.
- McConaughy, D. L., Matthews, C. H. and Fialko, A. S. (2001), "Founding family controlled firms: Performance, risk, and value", *Journal of Small Business Management*, 39(1): 31-49.
- McConnell, J. J. and Servaes, H. (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27(2): 595-612.
- McNichols, M. (2002), "Discussion of the quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors", *The Accounting Review*, 77(4), Supplement: 61-69.
- Meek, G. K. et al. (1995), "Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and continental European multinational corporations", *Journal of International Business Studies*, 26(3): 555-572.
- Melumad, N. D. and Nissim, D. (2008), "Line-Item Analysis of Earnings Quality", *Foundations and Trends in Accounting*, 3(2-3): 87-221.
- Miguel, A., Pindado, J. and De La Torre, C. (2004), "Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from Spain", *Strategic Management Journal*, 25(12): 1199-1207.
- Mikkelsen, W. and Ruback, R. (1985), "An empirical analysis of the inter firm equity investment process", *Journal of Financial Economics*, 14(4): 523-554.
- Mitra, S. (2002), "The impact of institutional stock ownership on a firm's earnings management practice: An empirical investigation", Unpublished Dissertation, Louisiana State University.
- Morck, R., Scheifer, A. and Vishny, R. W. (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20(1): 293-315.
- Moses, O. D. (1987), "Income smoothing and incentives: Empirical tests using accounting changes", *The Accounting Review*, 62(2): 358-377.
- Mueller, F. and Spitz-Oener, A. (2006), "Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises", *German Economic Review*, 7(2): 233-247.
- Mustapha, M. and Ahmad, A. C. (2011), "Agency theory and managerial ownership: evidence from Malaysia", *Managerial Auditing Journal*, 26(5): 419-436.
- Ng, C. Y. M. (2005), "An Empirical Study on the Relationship Between Ownership and Performance in a Family-Based Corporate Environment", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 20(2): 121-146.
- Ohlson, J. A. (1995), "Earnings, book values and dividends in security valuation", *Contemporary Accounting Research*, 11(2): 661-687.
- Oswald, S. L., Muse, L. A. and Rutherford, M. W. (2009), "The Influence of Large Stake Family Control on Performance: Is It Agency or Entrenchment?", *Journal of Small Business Management*, 47(1): 116-135.
- Penman, S. H. (2004), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, New York, NY: McGraw-Hill.
- Penman, S. H. and Zhang, X. J. (2002), "Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns", *The Accounting Review*, 77 (2): 237-264.

- Pergola, T. M. and Joseph, G. W. (2011), "Corporate governance and board equity ownership", *Corporate Governance*, 11(2): 200-213.
- Pergola, T. M., Joseph, G. W. and Jenzarli, A. (2009), "Effects of Corporate Governance and Board Equity Ownership on Earnings Quality", *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 13(4): 87-114.
- Platikanova, P. (2008), "Long-Term Price Effect of S&P 500 Addition and Earnings Quality", *Financial Analysts Journal*, 64(5): 62-76.
- Porter, M. (1992), "Capital choices: Changing the way America invests in industry", *Journal of Applied Corporate Finance*, 5(2): 4-16.
- Rajgopal, S. and Venkatachalam, M. (2011), "Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility", *Journal of Accounting and Economics*, 51: 1-20.
- Ramsay, I. M. and Sidhu, B. K. (1998), "Accounting and Non-Accounting Based Information in the Market for Debt: Evidence from Australian Private Debt Contracts", *Accounting and Finance*, 38(2): 197-221.
- Richardson, S. A. et al. (2005), "Accrual reliability, earnings persistence and stock prices", *Journal of Accounting and Economics*, 39 (3): 437-485.
- Ronen, J., Tzur, J. and Yaari, V. (2006), "The effect of directors' equity incentives on earnings management", *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4): 359-389.
- Sanchez-Ballesta, J. P. and Garcia-Meca, E. (2007), "Ownership Structure, Discretionary Accruals and the Informativeness of Earnings", *Corporate Governance*, 15(4), July: 677-691.
- Sarikhani, M. and Ebrahimi, M. (2011), "Corporate Governance and Earnings Informativeness: Evidence from Iran", *International Research Journal of Finance and Economics*, 65: 43-50.
- Schipper, K. and Vincent, L. (2003), "Earnings Quality", *Accounting Horizons*, 17(Supplement): 97-110.
- Shin, H. and Park, Y. S. (1999), "Financial constraints and internal capital markets: Evidence from Korean 'chaebols'", *Journal of Corporate Finance*, 5(2): 169-191.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94(3): 461-488.
- Shleifer, A. V. and Vishny, R. W. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52(2): 737-783.
- Short, H. and Keasey, K. (1999), "Management ownership and the performance of firms: Evidence from the UK", *Journal of Corporate Finance*, 5(1): 79-101.
- Singh, M. and Davidson, W. (2003), "Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms", *Journal of Banking & Finance*, 27(5): 793-816.
- Siregar, S. V. and Utama, S. (2008), "Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia", *The International Journal of Accounting*, 43(1): 1-27.
- Sloan, R. G. (1996), "Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?", *The Accounting Review*, 71(3): 289-315.
- Steier, L. (2003), "Variants of Agency Contracts in Family-Financed Ventures as a Continuum of Familial Altruistic and Market Rationalities", *Journal of Business Venturing*, 18(5): 597-618.

- Stulz, R. (1988), "Managerial Control of Voting Rights: financing policies and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, 20(1): 25-54.
- Suehiro, A. (2001), "Family business gone wrong? Ownership patterns and corporate performance in Thailand", Unpublished Working Paper, Asian Development Bank Institute.
- Velury, U. and Jenkins, D. (2006), "Institutional ownership and the quality of earnings", *Journal of Business Research*, 59(9): 1043-1051.
- Wahal, S. and McConnell, J. (2000), "Do institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia?", *Journal of Corporate Finance*, 6: 307-329.
- Wang, D. (2006), "Founding Family Ownership and Earnings Quality", *Journal of Accounting Research*, 44(3), June: 619-656.
- Warfield, T. D., Wild, J. J. and Wild, K. L. (1995), "Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings", *Journal of Accounting and Economics* 20(1): 61-92.
- Watts, R. and Zimmerman, J. (1986), "*Positive Accounting Theory*", Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Watts, R. L. and Zimmerman, J. L. (1978), "Towards a positive theory of the determination of accounting standards", *The Accounting Review*, 53(1): 112-143.
- Yammezri, J. and Lodh, S. C. (2001), "The effects of ownership structure on firm performance: Evidence from Thailand", Unpublished Working Paper, Paper for inclusion in the Hawaii International Conference on Business.
- Yang, C.-Y., Lai, H.-N. and Tan, B. L. (2008), "Managerial Ownership Structure and Earnings Management", *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 6(1): 35-53.
- Yee, K. K. (2006), "Earnings Quality and the Equity Risk Premium: A Benchmark Model", *Contemporary Accounting Research*, 23(32), Fall: 833-877.
- Yeo, G. et al. (2002), "Corporate ownership structure and the informativeness of earnings", *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(7): 1023-1046.
- Zerni, M., Kallunki, J.-P. and Nilsson, H. (2010), "The Entrenchment Problem, Corporate Governance Mechanisms, and Firm Value", *Contemporary Accounting Research*, 27(4): 1169-1206.
- Zhong, K., Donald, W. and Zheng, X. (2007), "The effect of monitoring by outside blockholders on earnings management", *Quarterly Journal of Business & Economics* 46: 38-60.

ملحق رقم (١)
قائمة بأسماء شركات عينة البحث

مسلسل	القطاع والشركة	مسلسل	القطاع والشركة
(أ)	موارد أساسية:	١٨	المصرية لخدمات النقل
١	أسبك للتعبئة (أسكوم)	١٩	العربية المتحدة للشحن والتفريغ
٢	الحديد والصلب المصرية	٢٠	جى بى أوتو
٣	العز الدخيلة - الإسكندرية	٢١	الصناعات الهندسية المعمارية للإشياء والتعمير (أيكون)
٤	العز لصناعة حديد التسليح	(هـ)	المنتجات المنزلية والشخصية
(ب)	التشييد ومواد البناء	٢٢	الإسكندرية للغزل والنسيج
٥	ليسيكو مصر	٢٣	العربية وبولفار للغزل والنسيج - يونيراب
٦	أوراسكوم للإشياء والصناعة	٢٤	الشرقية للدخان
٧	جنوب الوادى للأسمنت	٢٥	النيل لحليج الأقطان
٨	الصعيد العامة للمقاولات	(و)	الإسكان والعقارات
٩	الجيزة العامة للمقاولات	٢٦	المصريين للإسكان والتنمية والتعمير
١٠	أسمنت سيناء	٢٧	القاهرة للإسكان والتعمير
١١	المصرية لتطوير صناعة البناء (ليفيت سلاب)	٢٨	مصر الجديدة للإسكان والتعمير
(ج)	الأغذية والمشروبات	٢٩	مدينة نصر للإسكان والتعمير
١٢	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	٣٠	السادس من أكتوبر للتنمية والإستثمار
١٣	مطاحن شمال القاهرة	٣١	المتحدة للإسكان والتعمير
١٤	مطاحن مصر العليا	(ز)	الاتصالات
١٥	المصرية للدواجن (إيجيكو)	٣٢	الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول - موبينيل
١٦	الدولية للمحاصيل الزراعية	٣٣	أوراسكوم تليكوم القابضة
(د)	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٣٤	المصرية للإتصالات
١٧	الكابلات الكهربائية المصرية		