

**الدور المعدل لإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على العلاقة بين استمرارية الأرباح ومحدداتها :
دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية**

**دكتور/ عبدالله حسين يونس محمد
مدرس المحاسبة – كلية التجارة – جامعة بنى سويف**

Abdulah.mohamed1980@gmail.com

الدور المعدل لإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على العلاقة بين استمرارية الأرباح ومحدداتها : دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

المستخلص:

الهدف: اختبار أثر الأرباح الحالية، وعنصريها (التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات)، على الأرباح المستقبلية، لاختبار مدى استمرارية الأرباح، بالإضافة إلى اختبار الدور المعدل لإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على هذه العلاقات، وذلك بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

التصميم/المنهجية: تمثلت عينة مكونة في ٧١ شركة غير مالية مقيدة في البورصة المصرية لمدة ٦ أعوام (٢٠١٣: ٢٠١٨) بإجمالي ٤٢٦ مشاهدة، وتم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطى البسيط والمتعدد لاختبار فروض البحث. وقد تم إجراء تحليل إضافي واختبار حساسية.

النتائج: توصلت النتائج إلى وجود دليل تطبيقي بشأن تأثير الأرباح الحالية على الأرباح المستقبلية، ويشير ذلك إلى استمراريته، وخاصة إذا كانت الأرباح الحالية تُعزى إلى التدفقات النقدية التشغيلية بدرجة أكبر مقارنة بالاستحقاقات. كما يوجد تأثير موجب لإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على العلاقة بين الأرباح الحالية والأرباح المستقبلية، وتأثير موجب أيضاً على العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والأرباح المستقبلية بدرجة أكبر مقارنة بالاستحقاقات. كما تبين من التحليل الإضافي، عدم تأثير إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية كمتغير رقابي بدلاً من كونه متغير معدل، وتأثير توزيعات الأرباح كمتغير رقابي، على الأرباح المستقبلية. ومن اختبار الحساسية، تبين استمرارية التدفقات النقدية التشغيلية بدرجة أكبر مقارنة بالاستحقاقات الاختيارية وغير الاختيارية، والتي تتشابه مع نتائج التحليل الأساسي، مما يعكس متانة النتائج التي تم التوصل إليها.

التوصيات: استناداً إلى النتائج السابقة، يوصى البحث أصحاب المصالح بالاعتماد على استمرارية الأرباح، باعتبارها مؤشر لجودة الأرباح، وكألية لتقييم أداء الشركات، نظراً لارتفاع نفعية المعلومات المتعلقة بها، مما يحسن من عملية اتخاذ القرارات.

الأصالة/الإضافة: يحاول البحث تقليل الفجوة البحثية في الأدب المحاسبي بشأن الموضوع مجال البحث. ومن المتوقع أن تكون النتائج محل اهتمام المديرين، المستثمرين، المحللين الماليين، وأصحاب المصالح الآخرين.

الكلمات المفتاحية: إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية؛ التدفقات النقدية التشغيلية؛ الاستحقاقات؛ استمرارية الأرباح.

The moderating role of real earnings management on the relationship between earnings persistence and its determinants: Evidence from Egypt

Abstract:

Purpose: investigating the impact of the current earnings, and its components (operating cash flows and accruals), on the future earnings, in addition to determining the moderating role of the real earnings management on those relationships, in Egypt.

Design/Methodology: The research sample was 71 non-financial firms listed on the Egyptian Stock Exchange (EGX) for 6 years (2013: 2018) with a total of 426 observations, the simple and multiple regression models were used to test research hypotheses. An additional analysis and a sensitivity test were performed

Findings: it found an effect of the current earnings on the future earnings, which indicates to its persistence, especially if current earnings are attributable to operating cash flows with a greater degree than accruals. It found also a positive effect of real earnings management on the relationship between current and future earnings, and a positive effect also on the relationship between operating cash flows and future earnings with a greater degree than accruals. By conducting the additional analysis, it found no effect for real earnings management as a control variable rather than a moderating variable, and effect of dividends as a control variable, on future earnings. And by conducting a sensitivity test, it found persistence of operating cash flows with a greater degree than discretionary and non-discretionary accruals, which are similar to the basic analysis results, reflecting the robustness of the results.

Recommendations: Based on the previous findings, the research recommends stakeholders rely on earnings persistence, as proxy of earnings quality, and a mechanism for evaluating the company's performance, given the high utility of their information, which improves the decision-making process.

Originality/Value: The research tries to reduce the research gap in the accounting literature on the subject area of research. The findings of the research are expected to be of interest to managers, investors, financial analysts, and other stakeholders.

Keywords: Real earnings management; Operating cash flows; Accruals; Earnings persistence.

١- مقدمة البحث

تزايدت الحاجة إلى الحصول على المعلومات عن الأرباح ومدى استمراريتها، باعتبارها مؤشر لجودة الأرباح، وخاصةً بعد إفلاس شركات عالمية مثل؛ إنرون Enron للطاقة، وورلد كوم WorldCom للاتصالات في نهاية عام ٢٠٠١، وما تبعه من انهيار مكتب آرثر أندرسن Arthur Anderson للمحاسبة والمراجعة، والآثار السلبية التي خلفتها الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨، وأخيراً انتشار جائحة كوفيد-١٩، ٢٠١٩-٢٠٢٠، المستجدة COVID-19, 20 في نهاية عامي ٢٠١٩، ٢٠٢٠. ويعتبر الحصول على معلومات عن الأرباح محل اهتمام أصحاب المصالح، من إدارة وملاك ومستثمرين ومحللين ماليين وغيرهم، وتشير فرضية السوق الفعالة The efficient market hypothesis إلى تفاعل الأسواق المالية مع المعلومات المتضمنة بالقوائم المالية، حيث يستجيب المستثمرون لتلك المعلومات، وخاصة في حالة جودة الأرباح المفصح عنها، وتوفر جودة الأرباح معلومات مفيدة عن الأداء المالي للشركات (Dechow et al., 2010). ووفقاً للإطار المفاهيمي للتقرير المالي، تعد خاصية الملاءمة Relevance إحدى الخصائص النوعية للمعلومات المالية. وبذلك، تعتبر المعلومات المالية ذات القيمة التنبؤية معلومات ملائمة. ومن ثم، تعتبر القدرة التنبؤية للأرباح المستقبلية ضرورية، لزيادة محتواها الإعلامي ونفعيتها في عملية اتخاذ القرارات (Jeong and Choi, 2019).

وقد تحفز المعلومات المتعلقة بالأرباح الحالية وعنصريها (التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات) إدارة الشركة في إدارة أرباحها، لتبدو الشركة جيدة من الناحية المالية، كما أن للإدارة مصلحة راسخة في اختيار السياسات المحاسبية التي يتوقع أن تعظم مصالحها بصورة انتهازية، فتقوم بممارسات لإدارة الأرباح Earnings management من خلال الاستحقاقات المحاسبية (Scott, 2009). كما يكون لدى إدارة الشركة حوافز للتلاعب بالأنشطة الحقيقية Real earnings manipulation، مثل؛ التلاعب في المبيعات، النفقات الاختيارية، والإنتاج، بهدف تحقيق المستوى المستهدف للأرباح للفترة الحالية، من خلال تنفيذ إجراءات إدارية تنحرف عن الممارسات التشغيلية العادية، كما أنها تؤثر أيضاً على التدفقات النقدية التشغيلية، وتعد هذه التلاعبات أكثر تكلفةً وضرراً على عمليات الشركة وأدائها المستقبلي (Roychowdhury, 2006). ويترتب على ممارسة إدارة الشركة تلك التلاعبات نقل مبيعات الفترة المقبلة إلى الفترة الحالية و/أو التخفيض غير العادي للنفقات الاختيارية وتأجيلها إلى فترات مقبلة و/أو انخفاض تكلفة الإنتاج، وبذلك ترتفع الأرباح الحالية على حساب الأرباح المستقبلية، مما يؤثر على استمراريتها، كما تؤثر هذه الممارسات على استمرارية التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات.

٢ - مشكلة البحث

تناولت العديد من الأدبيات أثر الأرباح الحالية (e.g., Doukakis, 2010; Abousamak, 2018; Beyer et al., 2019; Kpeli, 2019) التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات (e.g., Krishnan, 2003; Dechow and Ge, 2006 ; Ebaid, 2011; Meini and Siregar; 2014; Artikis and Papanastasopoulos, 2016) إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (e.g., Mizik and Jacobson, 2007; DeFond, 2010; Campa et al., 2019 ; Jeong and Choi, 2019; Li, 2019) وتوصلت جميعها إلى نتائج مختلطة، بدرجات متفاوتة، لإختلاف بيئة التطبيق وحجم العينة وفترتها.

وقد جادل Barton et al. (2010) بأنه قد تختلف الآثار المترتبة على الأرقام المحاسبية عبر الأسواق المالية المختلفة، وبالتالي لا يمكن تحديدها من مجرد دراسة سوق مالية واحدة، كما لا يمكن تعميم نتائج دراسة هذه السوق على باقى الأسواق المالية. ونظرًا لإختلاف البيئة الاقتصادية والقانونية والتنظيمية بين الدول، من المهم فهم الآثار المترتبة على الأرقام المحاسبية فى أكبر عدد ممكن منها. ومع ندرة الأدبيات فى البيئة العربية عامة والمصرية خاصة، التى تناولت أثر الأرباح الحالية وعنصرها (التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات)، على الأرباح المستقبلية، والأثر المعدل لإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على هذه العلاقات التأثيرية، تتضح أهمية هذا البحث. وبناءً عليه يمكن التعبير عن مشكلة البحث فى كيفية الإجابة نظريًا وعمليًا على الأسئلة التالية فى بيئة الممارسة المحاسبية المصرية:

- ما شكل واتجاه العلاقة بين الأرباح الحالية وعنصرها - كل على حدة - والأرباح المستقبلية؟
- هل تؤثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على العلاقة بين الأرباح الحالية وعنصرها - كل على حدة - والأرباح المستقبلية؟

٣ - هدف البحث

يهدف البحث بشكل أساسى إلى دراسة واختبار أثر الأرباح الحالية على الأرباح المستقبلية، كذلك دراسة واختبار أثر التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات على الأرباح المستقبلية. بالإضافة إلى اختبار مدى إختلاف الأثر باختلاف إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، كمتغير معدل، وذلك بالتطبيق على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

٤ - أهمية البحث ودوافعه

تتمثل أهمية البحث أكاديمياً في دراسة موضوع معاصر له أهميته علمياً، من خلال تحديد محددات استمرارية الأرباح وقياس أثرها، وتحديد الأثر المعدل لإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على هذه العلاقات التأثيرية. حيث يحاول البحث مساعدة المهتمين بدراسة أثر الأرباح الحالية، والتدفقات النقدية والاستحقاقات، على الأرباح المستقبلية، وما يترتب على ذلك من ارتفاع نفعية المعلومات المحاسبية، من أجل تدعيم عملية اتخاذ القرارات.

وعملياً يعتبر البحث مهماً، نظراً لندرة الأدبيات المحاسبية في بيئة الأعمال والممارسة المهنية العربية والمصرية - على حد سواء - بشأن قياس أثر كل من: الأرباح الحالية وعنصرها (التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات)، على الأرباح المستقبلية، والأثر المعدل لإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على هذه العلاقات التأثيرية. بالإضافة إلى مواكبة الموضوعات المهمة في الأدبيات الأجنبية ذات الصلة، وذلك من خلال إجراء تحليل أساسى وإضافى واختبار حساسية.

٥ - حدود البحث

يقتصر البحث على دراسة واختبار أثر الأرباح الحالية والتدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات، على الأرباح المستقبلية، والدور المعدل لإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على هذه العلاقات التأثيرية، وذلك تطبيقاً على عينة مكونة من ٧١ شركة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية لفترة ٦ أعوام (٢٠١٣ - ٢٠١٨). وبذلك، يخرج عن نطاق البحث اختبار تلك العلاقات في الشركات غير المقيدة بالبورصة المصرية، وتلك التى تعد قوائمها بعملية أجنبية، واستبعاد الشركات التى لا تتوفر بياناتها، والتى لا ينتهى عامها المالى فى ٣١ ديسمبر، من أجل تحسين قابلية المعلومات المالية للمقارنة بين الشركات، بالإضافة إلى استبعاد المؤسسات المالية، نظراً لطبيعتها الخاصة. كما يخرج عن نطاق البحث المحددات الأخرى للأرباح المستقبلية، بخلاف الأرباح الحالية والتدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات، والمتغيرات المعدلة الأخرى، بخلاف إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، كما أن قابلية نتائج البحث للتعميم مشروطة بضوابط تحديد مجتمع وعينة الدراسة.

٦ - خطة البحث

لمعالجة مشكلة البحث وتحقيق الهدف منه وفى إطار حدوده، سوف يستكمل البحث كالتالى:
١/٦ - تحليل الأدبيات السابقة ذات الصلة بالعلاقة بين استمرارية الأرباح ومحدداتها وأثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية عليها.

١/٦ - تحليل الأدبيات السابقة ذات الصلة بالعلاقة بين استمرارية الأرباح ومحدداتها واشتقاق
الفرضين الأول والثاني للبحث.

٢/١/٦ - تحليل أثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على العلاقات محل الدراسة واشتقاق
الفرضين الثالث والرابع للبحث.

٢/٦ - منهجية البحث.

٣/٦ - نتائج البحث وإسهاماته وحدوده وتوصياته ومجالاته المقترحة.

١/٦ - تحليل الأدبيات السابقة ذات الصلة بالعلاقة بين استمرارية الأرباح ومحدداتها وأثر إدارة
الأرباح بالأنشطة الحقيقية عليها

قدمت العديد من الأدبيات السابقة (e.g., Dechow et al., 2010; Abousamak, 2018; Kpeli, 2019)؛ محمد، ٢٠١٨؛ محمد (٢٠٢٠) أدلة تطبيقية بشأن تأثير الأرباح الحالية على الأرباح المستقبلية، مما يعكس قدرتها على الاستمرارية، وأن هذه السمة تعكس جودة الأرباح، مما يحسن من قدرتها على التنبؤ بالأرباح المستقبلية. كما قدمت أدبيات أخرى (e.g., Sloan, 1996; Xie, 2001; Richardson et al., 2005; Ebaid, 2011)؛ أبو سالم، ٢٠١٨ أدلة تطبيقية بشأن تأثير عنصرى الأرباح الحالية (التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات) على الأرباح المستقبلية. كما قدمت أدبيات أخرى (e.g., Jeong and Choi, 2019; Li, 2019) أدلة تطبيقية بشأن اختلاف تأثير الأرباح الحالية وعنصرها على الأرباح المستقبلية، باختلاف إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية. وسيتم تناول هذه التحليلات والأدلة كالتالى:

١/١/٦ - تحليل الأدبيات السابقة ذات الصلة بالعلاقة بين استمرارية الأرباح ومحدداتها واشتقاق
الفرضين الأول والثاني للبحث

تشير استمرارية الأرباح إلى احتمال تكرار الأرباح فى فترات مقبلة، وكلما ارتفع مستوى الاستمرارية كلما ارتفعت أهمية الأرباح الحالية فى التنبؤ بأرباح الفترات المقبلة (Ebaid, 2011). ويتم تحديد حجم الاستمرارية بعاملين أساسيين هما: الأرباح الحالية المتوقع استمراريتهما فى الفترات المقبلة، وطول الفترة المتوقع استمرارية الأرباح فيها، كما يتم تحديد استمرارية الأرباح على أساس استمرارية الشركة، حيث ترتفع استمرارية الأرباح بشكل متوقع فى حالة طول العمر المتوقع للشركة، وتتناقص عند احتمال تصفيتها (Subramanyam and Wild, 1996).

واستمرارية الأرباح مقياس للربح يستند إلى وجهة النظر القائمة على أساس أن الأرباح المستدامة Sustainable earnings تعكس أرباح ذات جودة أفضل^(*)، فهي مؤشر جيد للأرباح المستقبلية التي تولدها الشركة مرارًا وتكرارًا على المدى الطويل، على عكس الأرباح غير الاعتيادية Unusual earnings، والتي تتسم بأنها أرباح مؤقتة لا تتسم بالاستمرارية، وبالتالي ليس لديها قدرة على التنبؤ. ويجادل (2019) Li; (2010) Atwood et al. بأن استمرارية الأرباح المرتفعة تعكس جودة أرباح مرتفعة، لأن المستثمر ينظر إلى الأرباح التي تتسم بهذه الخصائص على أنها أكثر استدامة وأكثر ديمومة Permanent. ويعد موضوع تقييم استمرارية الأرباح أمرًا مهمًا في التحقق من قوة الأرباح وتعزيز ثقة مستخدمي المعلومات المالية في أداء الشركات، كما تعد الاستمرارية سمة مرغوبة في الأرباح، وتحوز إهتمام المستثمرين والمحللين الماليين، لأنها تعني ضمناً أن الأرباح التي تم التقرير عنها متكررة ومستقرة على مدى الفترات اللاحقة، كما تحسن استمرارية الأرباح قدرة الأرباح على النقاط المعلومات ذات الصلة بالقيمة (Francis et al., 2004; Dechow et al., 2010).

وقد أوضح (2010) Dechow et al. أن جودة الأرباح المرتفعة توفر مزيدًا من المعلومات حول أداء الشركة ذات الصلة بقرارات محددة يتخذها صانع القرار، وإن استمرارية الأرباح والقدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية التشغيلية مدفوعة بافتراض أن الاستمرارية (أو القدرة على التنبؤ) تحسن من جدوى اتخاذ القرارات في سياق تقييم الأسهم. وقد استخدمت الأدبيات السابقة (e.g., Francis et al. 2004; Dechow et al., 2010) استمرارية الأرباح كمؤشر Proxy لجودة الأرباح، حيث إنها تؤثر إيجابًا على جودة الأرباح المتصورة، وبالتالي ملاءمة قيمة الأرباح المفصح عنها، وهو ما أكده Richardson (2005) بتحقيق جودة الأرباح عند استمراريته واستدامتها، ويدرك مستخدمي المعلومات المالية أن استمرارية الأرباح المرتفعة بمثابة أرباح مستدامة وغير عابرة Transitory وأكثر استقرارًا.

وتعكس جودة الأرباح المرتفعة بدقة الأداء التشغيلي للشركة، فقد توصل Dechow et al. (2010) إلى استنتاج مفاده أن الشركات التي تتسم أرباحها بالاستمرارية، يمكن تقييم أسهمها بطريقة أكثر دقة، مما يعني أنها تسهم في ترشيد عملية اتخاذ القرارات، لأنها تشير بشكل أفضل إلى التدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية. ومن إيجابيات استمرارية الأرباح، وجد (2005) Francis et al. أن استمرارية الأرباح بدرجة مرتفعة تسهم في انخفاض تكلفة الديون والملكية. وتوصل (2010) Doukakis في دراسته التطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة ببورصة أثينا باليونان قبل وبعد تبني معايير التقارير

(*) عندما تكون الأرباح الاقتصادية الأساسية متقلبة، لا تعكس استمرارية الأرباح المرتفعة جودة أرباح مرتفعة، حيث إن جودة الأرباح تحتمل على سمات متعددة، ولا يمكن التعبير عنها بواسطة سمة واحدة فقط (أي استمرارية الأرباح) (Li, 2019).

المالية الدولية IFRS بعامين، إلى أن معدل العائد الحالى على الأصول (كمؤشر لقياس الأرباح الحالية) يحمل محتوى معلوماتى عن معدل العائد المستقبلى على الأصول (كمؤشر لقياس الأرباح المستقبلية)، وإن استمرارية عناصر الأرباح (التشغيلية وغير التشغيلية وغير العادية) تؤدي إلى تحسين التنبؤ بالأرباح المستقبلية، إلا أن تبنى الشركات للمعايير لم يحسن من استمرارية الأرباح أو عناصره.

وقد توصل (Beyer et al. (2019) إلى استمرارية الأرباح فى الشركة كبيرة الحجم بدرجة أكبر من استمراريته فى الشركة الأقل حجماً. كما توصل (Kpeli (2019 فى دراسته التى شملت ٤٥ دولة لمدة ١٩ عام على مستوى العالم إلى وجود استمرارية فى الأرباح. وهى ذاتها النتائج التى توصلت إليها دراسة (Li (2019 فى الولايات المتحدة الأمريكية. وفى بيئة الأعمال العربية، أشارت نتائج دراسة زلوم (٢٠١٥) إلى تمتع الأرباح المعلن عنها فى الشركات الأردنية بجودة مقبولة (مقاسة بقدرتها على الاستمرارية)، مما يتيح الاعتماد عليها من قبل المستثمرين والمحللين الماليين. وفى بيئة الأعمال المصرية، توصل (Ebaid (2011 فى عينة مكونة من ٧٤ شركة غير مالية مقيدة فى البورصة المصرية لمدة ٩ أعوام (١٩٩٩-٢٠٠٧) إلى استمرارية الأرباح الحالية، وقد أكد على ذلك ما توصل إليه (Abousamak (2018 فى عينة مكونة من ١٤٣ شركة غير مالية مقيدة فى البورصة المصرية لمدة ٨ أعوام (٢٠٠٨-٢٠١٥) إلى استمرارية الأرباح الحالية، وما توصل إليه توصل محمد (٢٠١٨) فى عينة مكونة من ٣٧ شركة غير مالية مقيدة فى البورصة المصرية لمدة ١١ عام (٢٠٠٧-٢٠١٧) إلى وجود تأثير معنوى موجب لهيكل الملكية الحكومية (وتحديدًا: نمط الملكية الحكومية فى ٥٦% من الشركات المشتركة التى تزيد فيها نسبة الملكية الحكومية عن ٢٠%) وعدد أعضاء المجلس الممثلين لهذه الملكية وحجم الشركة على استمرارية الأرباح، وما توصل إليه محمد (٢٠٢٠) فى عينة مكونة من ٥٣ شركة غير مالية مقيدة فى البورصة المصرية لمدة ٥ أعوام (٢٠١٢-٢٠١٦) إلى وجود دليل تطبيقي بشأن استمرارية الأرباح.

ويتبين من التحليل السابق، اتفاق الأدبيات السابقة، ومن ضمنها أدبيات قدمت أدلة تطبيقية فى البيئة المصرية، فى وجود ارتباط إيجابى بين الأرباح الحالية والأرباح المستقبلية، مما يعكس قدرتها على الاستمرارية، وتسهم هذه القدرة فى نفعية المعلومات لأصحاب المصالح عامّة وللمستثمرين والمحللين المالية خاصة، حيث إنها تسهم فى تحسين التنبؤ بالأرباح المستقبلية، كما أنها تفيد فى تقييم أداء الشركة، بالإضافة إلى تقييم الأسهم بطريقة أكثر دقة. وبناءً عليه، يتم صياغة الفرض الأول كالتالى:

ف١: تؤثر الأرباح الحالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية إيجاباً على أرباحها المستقبلية.

يعد الأهتمام بالأرباح بحد ذاتها من قبل مستخدمي القوائم المالية في عملية اتخاذ القرارات لا يعنى بالضرورة اتخاذ قرارات رشيدة (Apergis et al., 2012)، لأنه يؤدي إلى إغفال ما تحتويه القوائم المالية من معلومات تتعلق بعنصرى الأرباح الأساسيين (التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات)، حيث إن تحقيق الشركة لأرباح مرتفعة لا يعنى بالضرورة أنها حققت تدفقاً نقدياً مرتفعاً (Cornell and Landsman, 2003; Hewitt, 2009؛ زلوم، ٢٠١٥. وقد أشار أبو الخير (٢٠٠٧)؛ أحمد (٢٠١٢) إلى أن التدفقات النقدية التشغيلية أعلى جودة من الاستحقاقات، ويشير ارتفاعها إلى ارتفاع جودة الأرباح. ولعنصرى الأرباح الحالية آثار مختلفة في تقدير الأرباح المستقبلية، ويرى (Ebaïd 2011) أنه من غير المرجح أن يستمر أداء الأرباح الحالية، إذا تمثل عنصرها الأساسى فى الاستحقاقات مقارنة بالتدفقات النقدية التشغيلية. وقد أشار Francis et al. (2016) إلى تركيز الأدبيات السابقة فى إدارة الأرباح إلى حد كبير على الاستحقاقات، على افتراض ضمناً أن التدفقات النقدية التشغيلية خالية من التلاعبات. وقد جادل (Sloan, 1996) بانخفاض استمرارية الأرباح التى تعزى إلى الاستحقاقات مقارنة بالأرباح التى تعزى إلى التدفقات النقدية التشغيلية، لأن التدفقات النقدية التشغيلية أقل عرضة لتقدير الإدارة مقارنة بالاستحقاقات، فتتدخل سلطة الإدارة بشكل انتهازى فى التلاعب بالاستحقاقات(*)، وتكون الأرباح بذلك مقياساً أقل موثوقية لأداء الشركة، بالإضافة إلى فشل المستثمرين فى تقدير مجموعة متنوعة من الآثار المترتبة على الاستحقاقات بالنسبة للربحية فى المستقبل. وقد ناقش Dechow and Dichev (2002) بأن انخفاض استمرارية الاستحقاقات قد يعزى إلى خطأ فى التقدير المؤقت Transitory estimation error. وأشار (Fairfield et al 2003) إلى أن انخفاض استمرارية الاستحقاقات، مقارنة بالتدفقات النقدية، يرجع إلى ارتباط الاستحقاقات ارتباطاً وثيقاً بنمو الأصول المستثمرة المستخدمة فى الأدبيات السابقة كمقام لتحديد حجم الأرباح المستقبلية، وقد جادل (Dechow and Ge 2006) بأن انخفاض استمرارية الاستحقاقات، ولا سيما فى الشركات ذات الاستحقاق المنخفض، بسبب بنود خاصة Special items بشكل رئيس. كما أشار (Cahan et al. 2009) إلى انخفاض جودة الأرباح التى تُعزى إلى الاستحقاقات فى البلدان التى تتمتع بحماية منخفضة للمستثمرين.

وقد توصل (Sloan 1996) فى دراسته الرائدة فى مجال اختبار استمرارية التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات، إلى أن استمرارية الأرباح تتوقف على الأحجام النسبية للتدفقات النقدية والاستحقاقات. وقد اختبرت دراسة (Herrmann et al. 2002) مدى استمرارية عناصر الأرباح فى

(*) يعتمد تقدير الاستحقاقات على الأحكام والتقييمات الشخصية للإدارة، كتقدير العمر الإنتاجى والقيمة المتبقية المتوقعة للأصول الثابتة القابلة للإهلاك وتقدير الديون المشكوك فى تحصيلها، وقد تُسعى استخدام السلطة التقديرية الممنوحة لها فى هذا الصدد (أبو العز، ٢٠٠٧؛ أبو سالم، ٢٠١٨).

الولايات المتحدة واليابان ودقتها المتوقعة، وأشارت النتائج إلى أن دقة التنبؤ بالأرباح فى كل من الولايات المتحدة واليابان تزيد مع زيادة تصنيف عناصر الأرباح، كما أن التحسن فى دقة التنبؤ بالأرباح أكبر فى الولايات المتحدة الأمريكية مما هو عليه فى اليابان، ويعزى ذلك إلى زيادة التركيز والمبادئ التوجيهية أكثر تفصيلاً للتقرير عن عناصر الأرباح فى الولايات المتحدة الأمريكية. وباختبار أكثر توسعاً، توصل (Subramanyam (1996); Xie (2001) إلى اسهام عنصرى التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات (بشقيها الاختيارية وغير الاختيارية) فى استمرارية الأرباح (لفترة وفترتين وثلاث فترات)، وكانت أقلهم تأثيراً الاستحقاقات الاختيارية. كما توصل (Krishnan (2003) إلى تأثير عنصر الاستحقاقات الاختيارية للأرباح الحالية على استمرارية الأرباح (لفترة وفترتين)، ولكن بدرجة أقل من عنصرى الاستحقاقات غير الاختيارية والتدفقات النقدية التشغيلية، ويرجع ذلك الانخفاض إلى التلاعب فى الأرباح (إدارة الأرباح). وتوصل (Meini and Siregar (2014) إلى ارتفاع استمرارية التدفقات النقدية التشغيلية بدرجة أعلى من استمرارية الاستحقاقات فى الشركات غير المالية الأندونيسية، وأن الاستحقاقات الاختيارية أعلى استمرارية من الاستحقاقات غير الاختيارية.

وقد حول (Dechow et al. (2008) التركيز من اختبار استمرارية عنصر الاستحقاقات للأرباح إلى عنصر التدفقات النقدية، فقد حلل عنصر التدفقات النقدية للأرباح الحالية إلى تدفقات نقدية محتفظ بها (أى التغير فى رصيد النقدية)، تدفقات نقدية متعلقة بأنشطة التمويل بالديون، وتدفقات نقدية متصلة بأنشطة التمويل بحقوق الملكية. وقد توصل إلى أن ارتفاع استمرارية عنصر التدفقات النقدية يعزى كلياً إلى صافى التدفقات النقدية المتصلة بأنشطة التمويل بحقوق الملكية، فى حين أن باقى عنصر التدفقات النقدية الأخرى للأرباح الحالية تظهر نفس مستوى الاستمرارية الذى تتسم به الاستحقاقات. وتوصل (Artikis and Papanastasopoulos (2016) فى المملكة المتحدة إلى أن عنصر التدفقات النقدية للأرباح الحالية (التغير فى رصيد النقدية، والتدفقات النقدية المتصلة بأنشطة التمويل بالديون وحقوق الملكية) أكبر استمرارية مقارنة بالاستحقاقات، ويرجع ارتفاع مستوى الاستمرارية إلى التدفقات النقدية المتصلة بأنشطة التمويل بحقوق الملكية بدرجة أكبر، تليها التدفقات النقدية الناتجة عن التغير فى رصيد النقدية، تليها التدفقات النقدية المتصلة بأنشطة التمويل بالديون، والتي لها - تقريباً - نفس مستوى الاستمرارية الذى تتمتع به الاستحقاقات.

وفى بيئة الأعمال المصرية، توصل أحمد (٢٠١٢) إلى أن ارتفاع قيمة الأرباح الحالية الناتجة عن ارتفاع الاستحقاقات ترتبط بجودة أرباح منخفضة، وبدورها تؤدي إلى عدم استمرارية الأرباح مستقبلاً. كما قام (Ebaid (2011) باختبار ما إذا كانت استمرارية الأرباح تُعزى أكثر إلى التدفقات النقدية

التشغيلية أم عنصر الاستحقاقات، وتوصل إلى استمرارية الأرباح فى الشركات المصرية، ولكن بدرجة أقل من نظيرتها فى الأسواق المتقدمة (الأمريكية والأوروبية). وتُعزى استمرارية الأرباح إلى عنصر التدفقات النقدية التشغيلية أكثر مما يعزى إلى عنصر الاستحقاقات (وتحديداً: الاستحقاقات التشغيلية)، وذلك اتساقاً مع الأدبيات السابقة فى الأسواق المتقدمة. كما تتأثر استمرارية الاستحقاقات بموثوقية عناصرها، حيث إن عناصر الاستحقاقات الأقل موثوقية أقل استمراراً مقارنة بعناصر الاستحقاقات الأكثر موثوقية. وتناول أبو سالم (٢٠١٨) تأثير عناصر الأرباح الحالية - الاستحقاقات (بشقيها الاختيارية وغير الاختيارية) والتدفقات النقدية التشغيلية - على استمرارية الأرباح مستقبلاً (لفترة وفترتين). وتوصلت النتائج إلى أن التدفقات النقدية التشغيلية أكثر عناصر الأرباح الحالية استمراراً فى المستقبل، يليها عنصر الاستحقاقات غير الاختيارية، ثم الاستحقاقات الاختيارية.

فى مقابل النتائج السابقة، اختبر (2002) Dechow and Dichev استمرارية عنصر الاستحقاقات للأرباح الحالية جنباً إلى جنب مع دور الفروق فى الضرائب الدفترية، وأشارت النتائج إلى ارتباط الاستحقاقات بشكل إيجابى باستمرارية الأرباح، كما أشارت النتائج إلى أن الشركات التى لديها فروق كبيرة فى الضرائب الدفترية لديها انخفاض فى استمرارية. كما توصل Dechow and Ge (2006) إلى أن تأثر استمرارية الأرباح بحجم وإشارة الاستحقاقات، فالاستحقاقات تحسن استمرارية الأرباح مقارنة بالتدفقات النقدية التشغيلية فى الشركات ذات الاستحقاقات المرتفعة، وتخضعها فى الشركات ذات الاستحقاقات المنخفضة. كما توصل إلى تفاوت استمرارية كل من التدفقات النقدية التشغيلية والأرباح تبعاً لحجم الاستحقاقات، مما يشير إلى أن الشركات ذات الاستحقاقات المفرطة تعمل فى بيئة عمل أكثر تقلباً.

وتوصلت دراسة (2018) Abousamak إلى أن الاستحقاقات ترتبط باستمرارية الأرباح بدرجة أكبر مقارنة بالتدفقات النقدية التشغيلية فى الشركات المصرية، وقد فسرت الدراسة هذه النتائج من خلال الاستثناءات على أساس الاستحقاق، مدعوماً بضعف البيئات المؤسسية والقانونية للشركات التى تقوم بإعداد قوائمها المالية وفقاً لمعايير التقارير المالية الدولية، بالإضافة إلى تعزيز الحكم المهنى فى البيئة المحاسبية بعد اعتماد هذه المعايير. كما أشارت النتائج أيضاً إلى أن استمرارية الأرباح تتأثر بالتمثيل الصادق Faithful representation للاستحقاقات (أى موثوقيتها)، حيث أن الاستحقاقات ذات التعبير الصادق الأقل تسهم فى استمرارية الأرباح بدرجة أقل من الاستحقاقات ذات التعبير الصادق الأكبر. وتتسق هذه النتائج مع ما توصل إليه (2005) Richardson et al. الذى قام بتطوير تصنيف شامل للاستحقاقات فى الميزانية العمومية ومعدل كل فئة وفقاً لموثوقية الاستحقاقات الأساسية، وقد عبر عن

التمثيل الصادق للاستحقاقات من خلال ثلاثة عناصر فرعية هي؛ استحقاقات الأنشطة التشغيلية المتداولة، استحقاقات الأنشطة التشغيلية غير المتداولة، واستحقاقات الأنشطة التمويلية.

ويتبين من التحليل السابق، اتفاق أغلبية الأدبيات السابقة، ومن ضمنها أدبيات قدمت أدلة تطبيقية فى البيئة المصرية، فى وجود ارتباط بين الأرباح الحالية من خلال عنصر التدفقات النقدية التشغيلية بدرجة أكبر مقارنة بالاستحقاقات من ناحية والأرباح المستقبلية من ناحية أخرى، سواء كان من خلال عنصرى الأرباح الحالية الأساسيين، أو من خلال عناصرها الفرعية. ويرجع السبب فى أن التدفقات النقدية التشغيلية أقل عرضة لتقدير الإدارة وتحيزها الشخصى مقارنة بالاستحقاقات، مما يعطى للإدارة سلطة التدخل بشكل انتهازى فى التلاعب بالاستحقاقات. وبناءً عليه، يتم صياغة الفرض الثانى كالتالى:

ف٢: تؤثر التدفقات النقدية التشغيلية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية إيجاباً على أرباحها المستقبلية بدرجة أكبر مقارنة بالاستحقاقات.

٢/١/٦ - تحليل أثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على العلاقات محل الدراسة واشتقاق الفرضين الثالث والرابع للبحث

وفقاً لدراسة (Healy and Wahlen (1999)، تحدث إدارة الأرباح عندما تستخدم الإدارة حكمها الشخصى Judgment فى هيكلة العمليات لتغيير التقارير المالية، إما لتضليل بعض أصحاب المصالح حول الأداء الاقتصادى الكامن للشركة أو للتأثير على النتائج التعاقدية التى تعتمد على الممارسات المحاسبية التى تم التقرير عنها، أى تتخذ الإدارة إجراءات تحيد عن أفضل الممارسات الأولى لزيادة الأرباح الحالية (Kpeli, 2019). وقد قدم (Graham et al. (2005 مصطلح إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية Real earnings management، حيث إنه لم يكن هذا المصطلح شائعاً فى بداية تناوله فى الدراسات المحاسبية على هذا النحو. وقد أطلق (Roychowdhury (2006 عليه مصطلح التلاعب بالأنشطة الحقيقية Real Activities Manipulation، الذى عرفه بتنفيذ إجراءات إدارية تنحرف عن الممارسات التشغيلية العادية، بهدف تحقيق الأرباح المستهدفة للفترة الحالية، من خلال تغيير العمليات الأساسية لتبدو فى النطاق العادى، وذلك على حساب القيمة الاقتصادية المستقبلية، لأنها تتسبب فى تكبد تكلفة نتيجة هذه الممارسات، ولا تؤثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على الأرباح فحسب، بل تؤثر أيضاً على التدفقات النقدية التشغيلية، وتعد أكثر تكلفة وضرراً على عمليات الشركة وأدائها المستقبلى.

كما تتمثل إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية فى قدرة الإدارة على التحكم فى توقيت اتخاذ وتنفيذ قرارات تدخل فى نطاق سلطتها، وتشمل القرارات المتعلقة بالأنشطة؛ التشغيلية، الاستثمارية، والتمويلية:

(أ) الأنشطة التشغيلية، وتشمل العناصر التالية:

- التلاعب بالمبيعات، من خلال التعجيل بها، باستخدام خصومات السعر لزيادة المبيعات النقدية و/أو التسهيلات الائتمانية المقدمة للعملاء لزيادة المبيعات الآجلة (مثل: تخفيض معدل الفائدة وزيادة فترة الائتمان الممنوحة)، وذلك من أجل نقل مبيعات العام القادم إلى العام الحالى فيتم التضحية بالأرباح المستقبلية من أجل الوفاء بالمستوى المستهدف للأرباح الحالية، وتتنخفض كذلك التدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية.

- الإفراط فى الإنتاج بشكل مؤقت - فى حدود مستوى الطاقة القصوى - لتخفيض نصيب الوحدة من التكلفة الثابتة، وبالتالي انخفاض التكلفة الكلية للوحدة، ويزداد مخزون آخر المدة، فتتخفض تكلفة البضاعة المباعة ويرتفع مجمل الربح، وصافى الربح (Roychowdhury, 2006; Gunny, 2010).

- الانخفاض غير العادى فى النفقات الاختيارية Discretionary expenditure، مثل؛ نفقات البحث والتطوير R&D، نفقات الإعلان، والنفقات البيعية والعمومية والإدارية SG&A وما تتضمنه من نفقات تدريب العاملين، نفقات الصيانة، ونفقات السفر، وتخفض إدارة الشركة من هذه النفقات لتحقيق مستوى الأرباح المستهدفة فى الفترة الحالية (بدير، ٢٠٢٠؛ Gunny, 2010). واستنادًا إلى المسح الذى قام به (Graham et al. (2005، يُعد الانخفاض غير العادى للنفقات الاختيارية أكثر انتشارًا وتفضيلاً لإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، وتستخدمها الإدارة للتلاعب بالأرباح وزيادتها على خلاف الحقيقة، بالإضافة إلى أنه يوفر بيئة أفضل لاختبار أثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على جودة الأرباح، وتستخدم لتحسين الأرباح الحالية بدلا من تمهيد الأرباح Earnings smoothing (العمل على استقرار واستمرار الأرباح وتخفيض تقلباتها).

(ب) الأنشطة الاستثمارية، وتشمل بيع الأصول طويلة الأجل، من خلال اختيار توقيت عملية البيع ليخدم مصالح الإدارة، لتحقيق أرباح رأسمالية تسهم فى الوصول إلى مستوى الأرباح المستهدفة.

(ج) الأنشطة التمويلية، وتشمل إعادة شراء الأسهم (أسهم الخزينة) بغرض تخفيض عدد الأسهم العادية، ومن ثم ارتفاع ربحية السهم (Hribar et al., 2006)، كما تشمل عقود مبادلة الديون بالأسهم العادية، للتأثير على تكلفة خدمة الدين، فتتخفض التكلفة للوصول إلى مستوى الأرباح المستهدفة، كما تشمل أيضاً استخدام المشتقات المالية لتمهيد التدفقات النقدية التشغيلية من خلال إبرام عقود الحماية (Barton, 2001).

وتميل إدارة الشركة إلى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية بدلا من إدارتها من خلال الممارسات المحاسبية (إدارة الأرباح بالاستحقاقات) لأسباب مختلفة منها؛ خطورة المبالغة فى إدارة الأرباح من خلال الممارسات المحاسبية والتعرض لخطر التقاضى فى حالة اكتشافها، على عكس صعوبة اكتشاف إدارة

الأرباح بالأنشطة الحقيقية من قبل مراقب الحسابات أو الجهات الرقابية، لأنها تخضع لرقابة الإدارة وتحكمها (حماد، ٢٠١٧؛ Graham et al., 2005)، كما يمكن القيام بإدارة الأرباح من خلال الممارسات المحاسبية التي تتم في نهاية العام مما يحول دون تحقيق مستوى الأرباح المستهدفة على عكس إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية التي يمكن القيام بها في أي وقت خلال العام (بدير، ٢٠٢٠). ولذلك، تختار إدارة الشركة تخفيض النفقات الاختيارية كأحد أنواع إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، لتعزيز الأرباح الحالية بدلاً من تمهيد الأرباح. ومن ثم، فإن أرباح الشركات المشاركة في إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية من المرجح أن تصبح أقل استمرارية، لأن ارتفاع الأرباح الحالية بشكل مصطنع و/أو مؤقت لن يستمر في المستقبل، كما يؤدي تخفيض هذه النفقات إلى ضياع فرص النمو في المستقبل (Li, 2019)، كما أنها تضر بالقدرة التنافسية للشركة (Kothari et al., 2016).

وقد جادل Roychowdhury (2006) بأن التلاعب في الأرباح بالأنشطة الحقيقية يؤدي إلى خفض قيمة الشركة، لأن الإجراءات التي تتخذها لزيادة الأرباح الحالية يمكن أن يكون لها تأثير سلبي على التدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية، فقد تؤدي الخصومات المرتفعة في الأسعار لزيادة حجم المبيعات وتحقيق بعض أهداف الأرباح قصيرة الأجل إلى توقع العملاء مثل هذه الخصومات في الفترات المستقبلية أيضاً، ويعنى هذا هامش ربح أقل على المبيعات المستقبلية، كما ينتج عن الإنتاج المفرط ارتفاع المخزون، الذي يتطلب بيعه في فترات لاحقة، إلا أنه يتطلب تكلفة احتفاظ وتخزين مرتفعة، كما أنها قد يتعرض للتلف. وقد قدم Roychowdhury (2006) دليلاً عملياً بشأن تلاعب الإدارة بالأنشطة الحقيقية لتجنب التقرير عن الخسائر السنوية، كما قدم دليلاً آخر - أقل قوة - بشأن التلاعب بالأنشطة الحقيقية لتلبية توقعات المحللين السنوية عن الأرباح، وإن كان وجود المستثمر الخبير (المتطور أو الأكثر فهماً) Sophisticated investor يحد من مدى التلاعب بالأنشطة الحقيقية، ويشير هذا إلى أنه على الرغم من أن هذه الأنشطة تمكن الإدارة من تحقيق أهداف الأرباح قصيرة الأجل، فمن غير المرجح أن تزيد من قيمة الشركة على المدى الطويل.

وقد أشار DeFond (2010) إلى ضرورة دراسة واختبار أثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على جودة الأرباح وأداء الشركات، كما أنها تعد مجال بحثي مستقبلاً. وفي ضوء ذلك، توصل Cohen and Zarowin (2010) إلى أن إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية تسهم في انخفاض الأداء التشغيلي للشركات. كما توصل Cheng et al. (2016) إلى ارتباط إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية بأداء مستقبلي أقل، من خلال انخفاض العائدات المستقبلية على الأصول وكذلك التدفقات النقدية التشغيلية. وجادل Li (2019) بأنه في حالة عزوف الشركة عن تمويل المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة (NPV)

المعتمدة على استخدام نفقات البحث والتطوير، نفقات الإعلان، والنفقات البيعية والعمومية والإدارية، فإن تحقيقها للأرباح الحالية من خلال خفض هذه النفقات الاختيارية إلى ما دون المستوى العادي يكون على حساب منفعتها الاقتصادية المستقبلية وقيمتها طويلة الأجل، ومن المرجح أن يكون هذا التخفيض ضاراً بأداء الشركة في المستقبل، وبقدر مشاركة الإدارة في التخفيض غير العادي للنفقات الاختيارية بشكل دائم، تتخفض استمرارية الأرباح.

وقد قدم Baber et al. (1991) دليلاً يفيد بأن إدارة الشركة تخفض نفقات البحوث والتطوير، ونفقات الإعلان Mizik and Jacobson (2007)، والنفقات البيعية والعمومية والإدارية Roychowdhury (2006)، دون المستوى العادي، من أجل تحسين الأرباح الحالية والوفاء بأهداف معينة من الأرباح. وأشارت نتائج دراسة Burgstahler and Dichev (1997) إلى أن إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية تخفض من استمرارية الأرباح. كما أشارت نتائج دراسة Mizik and Jacobson (2007) إلى أن الشركات تسعى إلى تخفيض النفقات التسويقية، من أجل تعزيز الأرباح الحالية، ويؤدي هذا إلى انخفاض استمرارية الأرباح، وتوصل Jeong and Choi (2019) إلى تأثير إدارة الأرباح الحقيقية سلباً على استمرار الأرباح في الشركات الكورية. كما توصل Li (2019) إلى تأثير إدارة الأرباح الحقيقية سلباً على استمرار الأرباح في الشركات الأمريكية، وقد أشار إلى أن إدارة الأرباح من خلال الانخفاض غير العادي في النفقات الاختيارية ترتبط بتدهور جودة الأرباح.

في المقابل، أشار Li (2019) إلى أنه إذا استخدمت الإدارة إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية لنقل المعلومات الخاصة والإشارة إلى الربحية الإيجابية في المستقبل، فمن المتوقع أن ترتبط إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية بشكل إيجابي بالأداء المستقبلي، ويتوافق هذا مع نظرية الإشارة The signaling theory، كما أشار إلى إمكانية استخدام إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية لتمهيد الأرباح أو تحسين الأرباح المفصح عنها. ونتيجة لذلك، فإن الأرباح الحالية، على الرغم من إدارتها بشكل صعودي Upward، إلا أنها سوف تستمر إلى فترة مقبلة. وتأكيداً على استخدام إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية بصورة إيجابية، توصل Gunny (2010) إلى أن الإدارة تستخدم إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية للإشارة إلى الأداء المستقبلي الإيجابي. كما توصل Asthana and Zhang (2006) إلى أن الشركات والصناعات التي تتسم بكثافة أنشطة البحث والتطوير ترتبط ارتباطاً موجباً باستمرارية الأرباح، كما تبين أن التأثير الإيجابي على استمرارية الأرباح الناجم عن فعالية البحث والتطوير في تخفيف حدة المنافسة يهيمن على التأثير السلبي الناجم عن زيادة المخاطر الناجمة عن مشاريع البحث والتطوير.

بالإضافة إلى وجهتى النظر السابقتين، لم يقدم (Meini and Siregar (2014) دليلاً بشأن تأثير إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على انخفاض استمرارية الأرباح.

ويتبين من التحليل السابق، وجود أدلة مختلطة بشأن تأثير إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على العلاقة بين الأرباح الحالية والمستقبلية، فمن ناحية، يترتب على استخدام الإدارة إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، سواء من خلال التلاعب فى المبيعات و/أو النفقات الاختيارية و/أو الإنتاج، انخفاض التكلفة فى الفترة الحالية أو تأجيلها لفترات مقبلة، بالإضافة إلى نقل إيرادات الفترة المقبلة إلى الفترة الحالية، وبالتالي ارتفاع الأرباح الحالية على حساب الأرباح فى الفترة او الفترات المقبلة، ومن ثم عدم قدرة الأرباح الحالية على الاستمرارية مستقبلاً. فى المقابل، أشارت أدبيات سابقة إلى أنه من الممكن أن تستخدم الإدارة - فى بعض الحالات - إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية لتخفيض تقلبات الأرباح وللإشارة إلى الأداء الإيجابى فى المستقبل، ومن ثم فإن ارتفاع الأرباح فى الفترة الحالية قد يستمر فى فترات مقبلة. ودون تبنى اتجاه محدد للعلاقة التأثيرية، نظراً لعدم وجود دراسات تناولت الموضوع فى بيئة الأعمال المصرية، يتوقع الباحث أن تؤثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (إيجاباً أو سلباً) على العلاقة بين الأرباح الحالية والمستقبلية. وبناءً عليه، يتم صياغة الفرض الثالث كالتالى:

ف ٣: يختلف التأثير الإيجابى للأرباح الحالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على أرباحها المستقبلية باختلاف إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية.

وثق (Burgstahler and Dichev (1997 أن الشركات ذات الأرباح المنخفضة (المرتفعة)، تتسم بالاستمرارية بدرجة منخفضة (مرتفعة)، ويمكن أن تكون هذه الظاهرة نتيجة للانتهازية الإدارية بشأن التدفقات النقدية التشغيلية. وأشارت نتائج المسح الذى قام به (Graham et al. (2005 أن ٧٨٪ من المديرين الماليين CFOs - إذا لزم الأمر - يتخذون قرارات للتأثير على تدفق الموارد، على الرغم من تأثيرها العكسى على قيمة الشركة، ويعنى هذا أن الإدارة تستغل إدارة الأرباح من خلال التدفقات النقدية التشغيلية فضلاً عن الاستحقاقات. وقد أشار (Roychowdhury (2006 إلى ارتباط جوانب التلاعب بالأنشطة الحقيقية بحركة التدفقات النقدية التشغيلية، وقد يؤدي تسارع توقيت المبيعات و/أو توليد مبيعات إضافية من خلال زيادة تخفيضات الأسعار و/أو شروط الائتمان إلى زيادة مبيعات العام الجارى، غير أن هذه الأنشطة قد تؤدي إلى انخفاض التدفقات النقدية التشغيلية.

ويرى (Graham et al. (2005 أن الإدارة على استعداد للتأثير على التدفقات النقدية التشغيلية للشركة من خلال إدارة الأنشطة التشغيلية الحقيقية بغرض تجاوز عتبات الأرباح Earnings thresholds. كما أشار (Lee (2012 إلى أن تخفيض النفقات الاختيارية له تأثير إيجابى على التدفقات

النقدية التشغيلية في الفترة الحالية، وبقدر ما تكون النفقات الاختيارية في شكل نقدي بدرجة أكبر من شكل استحقاقات، من المرجح أن تؤثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية من خلال التخفيض غير العادي في النفقات الاختيارية على التدفقات النقدية التشغيلية أكثر من تأثيرها على الاستحقاقات في الفترة الحالية. وقد قدم (Kim and Sohn 2013) دليلاً على أن إدارة الأرباح الحقيقية تؤثر على تكلفة حقوق الملكية، على افتراض أن إدارة الأنشطة الحقيقية للشركة تخفض من توقعات المستثمرين على مستوى التدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية، وقد دعم وجهة نظر الانتهازية الإدارية، من خلال تقديم أدلة على فشل السوق في أن يعكس - إلى حد ما - المعلومات الأرباح المستقبلية في وجود إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية.

وتأكيداً على ذلك، ما أشار إليه Francis et al. (2010); Kim and Sohn (2013); Gunny (2010) (2016) بأن إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية تؤثر سلبياً على تخصيص الموارد الحقيقية، مما يؤدي إلى ضعف الأداء، ارتفاع تكلفة رأس المال، وانهيار أسعار الأسهم، ويقود هذا إلى التنبؤ بانخفاض استمرارية التدفقات النقدية التشغيلية، لأنها تؤثر بشكل مباشر على التدفقات النقدية التشغيلية. ويؤكد على ذلك أيضاً Jeong and Choi (2019) بأن التدفقات النقدية التشغيلية تُدار أيضاً من قبل السلطة التقديرية للإدارة، فعندما يدير المدير التنفيذي الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية، ينعكس ذلك سلبياً على جودة الأرباح، مما يؤدي إلى انخفاض استمرارية التدفقات النقدية التشغيلية.

وقد توصل (Jeong and Choi 2019) إلى أن إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية تقيد استمرارية التدفقات النقدية التشغيلية بدرجة أكبر مقارنة بالاستحقاقات، كما أنها تمنع السوق من تقييم أرباح الشركات المستقبلية، مما يعني أن المشاركين في السوق يواجهون صعوبات في انعكاس - إلى حد ما - أخبار الأرباح المستقبلية بشكل عادل على أسعار الأسهم الحالية. كما توصل (Li 2019) إلى ارتباط إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (وتحديداً: التخفيض غير العادي في النفقات الاختيارية) ارتباطاً سلبياً باستمرارية الأرباح، ويتحقق هذا التأثير إلى حد كبير من خلال التأثير السلبي لإدارة الأرباح الحقيقية على التدفقات النقدية التشغيلية بدلا من الاستحقاقات، وتظهر هذه النتائج بصورة أكثر وضوحاً في فترة ما بعد قانون سيرانس أوكسيلي SOX.

في المقابل، جادل (Jeong and Choi 2019) بتحسن استمرارية الأرباح إذا كانت إدارة التدفقات النقدية التشغيلية من خلال الأنشطة الحقيقية تمثل ناتج صنع القرار الاستراتيجي للشركة وليست الانتهازية الإدارية Managerial opportunism. على سبيل المثال، عند وجود وحدات متقدمة لأحد المنتجات الذي تم تحديثه، في هذه الحالة يكون القرار الأمثل للإدارة التخلص من هذه الوحدات المتقدمة، حتى لا تتحمل تكلفة تخزين، وذلك من خلال خصومات الأسعار في حالة البيع النقدي و/أو تسهيل شروط الائتمان في حالة البيع الآجل. من جهة أخرى، يمكن الإفراط في إنتاج الوحدات الجديدة المحدثه، عند

توقع زيادة المبيعات في الفترات اللاحقة، بدلاً من محاولتهم الوفاء بعبئيات الأرباح من خلال التقرير عن انخفاض تكلفة السلع المباعة. وبالمثل، فإن تخفيض النفقات الاختيارية قد لا يكون محاولة لتحقيق أهداف الأرباح، بل القضاء على الإنفاق غير المجدى.

ويتبين مما تقدم، وجود أدلة مختلطة بشأن تأثير إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على العلاقة بين عنصرى: التدفقات النقدية والاستحقاقات والأرباح المستقبلية، فمن ناحية، يترتب على التلاعب فى المبيعات و/أو النفقات الاختيارية و/أو الإنتاج، تأجيل التدفقات النقدية التشغيلية الخارجة الفترة الحالية لفترات قادمة، وبذلك يرتفع صافى التدفقات النقدية التشغيلية بشكل مؤقت الفترة الحالية، ولن يستمر الارتفاع الفترات القادمة مع ارتفاع التدفقات النقدية التشغيلية الخارجة، وبالتالي التأثير السلبى على استمرارية التدفقات النقدية التشغيلية. فى المقابل، تتحسن استمرارية الأرباح إذا كانت إدارة التدفقات النقدية التشغيلية من خلال الأنشطة الحقيقية تمثل ناتج صنع القرار الاستراتيجى للشركة وليست انتهازية إداريتها. ودون تبنى اتجاه محدد للعلاقة التأثيرية، نظراً لعدم وجود دراسات تناولت الموضوع فى بيئة الأعمال المصرية، يتوقع الباحث أن تؤثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (إيجاباً أو سلباً) على العلاقة بين التدفقات النقدية والاستحقاقات والأرباح المستقبلية. وبناءً عليه، يتم صياغة الفرض الرابع كالتالى:

ف ٤: يختلف التأثير الإيجابى الأكبر للتدفقات النقدية التشغيلية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على أرباحها المستقبلية مقارنة بالاستحقاقات باختلاف إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية.

٢/٦ - منهجية البحث

١/٢/٦ - أهداف الدراسة التطبيقية

تستهدف الدراسة التطبيقية اختبار فروض البحث، من خلال اختبار استمرارية الأرباح الحالية قياساً على أدبيات سابقة (محمد، ٢٠٢٠؛ Beyer et al., 2019; Abousamak, 2018)، واختبار استمرارية عنصرها (التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات) قياساً على أدبيات سابقة (e.g., Sloan, 2018; Abousamak, 2011; Ebaid, 2011; Xie, 2001; 1996؛ أبو سالم، ٢٠١٨، بالإضافة إلى اختبار وقياس تأثير إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على العلاقة بين استمرارية الأرباح ومحدداتها قياساً على أدبيات سابقة (e.g., Graham et al., 2005; Gunny, 2010; Campa et al., 2019; Li, 2019) للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

٢/٢/٦ - مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية

يتمثل مجتمع الدراسة التطبيقية فى جميع الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية على مدار ستة أعوام (٢٠١٣ - ٢٠١٨). وتم استبعاد الشركات المالية، لأنها تخضع لقواعد تنظيمية ومتطلبات قياس وافصاح خاصة بها، وذلك اتساقاً مع ما قامت به أدبيات سابقة (e.g., Xie,

(2001; Meini and Siregar, 2014; Abousamak, 2018; Li, 2019; Lin, 2019)؛ أبو سالم، ٢٠١٨. كما يتطلب مضي عامين على الأقل (t-1, t-2) على قيد الشركة في بورصة الأوراق المالية المصرية، بالإضافة إلى عام تالي (t+1)، من أجل جمع بيانات المشاهدة، بغرض استيفاء قياس متغيرات البحث ونماذجه. كما يتطلب توفير ٢٠ مشاهدة أو أكثر على مستوى كل صناعة، من أجل قياس المؤشرات الفرعية لمتغير إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية قياساً على أدبيات سابقة (e.g., Jeong and Choi, 2019; Li, 2019). كما تم تسوية (تدنية) Winsorized جميع المتغيرات لتتراوح قيمتها من ٠,١ إلى ٠,٩٩، لتجنب تأثير القيم المتطرفة Outliers قياساً على أدبيات سابقة (e.g., Meini and Siregar, 2014; Jeong and Choi, 2019; Li, 2019). بالإضافة إلى انتهاء العام المالي للشركة المختارة في ٣١ ديسمبر من كل عام، من أجل تحسين قابلية المعلومات المالية للمقارنة بين الشركات قياساً على دراسة (Jeong and Choi (2019)، فضلاً عن استبعاد الشركات التي لا تتوفر بياناتها وتلك التي تعرض قوائمها المالية بعملة خلاف الجنيه المصري.

ويوضح الجدول رقم (١) مجتمع الدراسة، المتمثل في عدد الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة خلال فترة الدراسة (المشاهدات)، من خلال التقارير السنوية للبورصة المصرية خلال فترة البحث. **جدول رقم (١) بيان قطاعي بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال فترة الدراسة**

إجمالي	البيان					
	٢٠١٨	٢٠١٧	٢٠١٦	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣
٢٢٠	٢٢٢	٢٢٢	٢٢١	٢١٤	٢١٢	(-) الشركات المالية المقيدة بالبورصة
(٤٨)	(٤٧)	(٤٦)	(٤٥)	(٤١)	(٤٢)	الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة
١٠٤٢	١٧٢	١٧٥	١٧٦	١٧٦	١٧٣	١٧٠

المصدر: التقارير السنوية للبورصة (٢٠١٣-٢٠١٨)

وقد تم الاعتماد على نموذج Thompson (2012) لتحديد حجم العينة، وذلك باستخدام المعادلة التالية:

$$n = \frac{Np(1-p)}{(N-1)\left(\frac{d^2}{z^2}\right) + p(1-p)} \dots\dots\dots(1)$$

حيث:

- n = حجم العينة
- N = حجم المجتمع، المتمثل في إجمالي الشركات (المشاهدات) خلال الخمس أعوام، (١٠٤٢) مشاهدة.
- z^2 = مربع الدرجة المعيارية عند مستوى الثقة ٩٥% (١,٩٦).
- d^2 = مربع معدل الخطأ (٠,٠٥).
- p = الاحتمالية أو النسبة المتبقية للخاصية (٥٠%).

وبعد تطبيق المعادلة السابقة، يبلغ الحد الأدنى لحجم العينة ٢٨١ مشاهدة. وقد بلغت حجم عينة الدراسة ٤٢٦ مشاهدة (٧١ شركة × ٦ أعوام)، وقد تم استبعاد ٣٠ مشاهدة لعدم توافر بيانات لقياس بعض المتغيرات، ومن ثم يصل عدد المشاهدات إلى ٣٩٦ مشاهدة عند اختبار فروض البحث. ويتمثل توزيع مشاهدات عينة البحث حسب القطاعات كما بالجدول رقم (٢).

جدول رقم (٢) توزيع مشاهدات عينة البحث حسب القطاعات

القطاع	عدد المشاهدات	%
١ الأغذية والمشروبات	٦٠	١٥
٢ التشييد ومواد البناء	٥٦	١٤
٣ الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	٤٧	١٢
٤ الرعاية الصحية والأدوية	٤١	١٠
٥ السياحة والترفيه	٢٦	٧
٦ العقارات	٨٣	٢١
٧ الكيماويات	٣٠	٨
٨ المنتجات المنزلية والشخصية	٢٤	٦
٩ الموارد الأساسية	٢٩	٧
إجمالي	٣٩٦	١٠٠

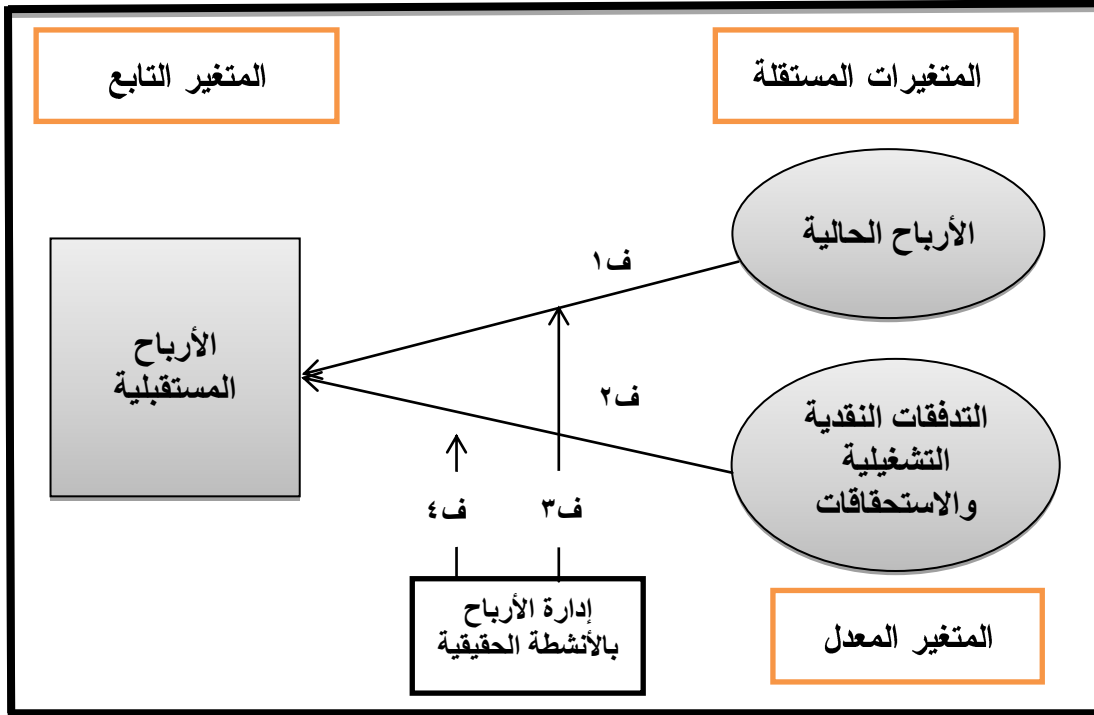
٣/٢/٦ - نموذج البحث وتوصيف وقياس متغيرات الدراسة

يمكن صياغة وعرض نموذج البحث في ظل التحليل الأساسي وتوصيف وقياس متغيرات الدراسة على النحو التالي:

١/٣/٢/٦ - نموذج البحث

يوضح الشكل رقم (١) نموذج البحث المستخدم، من حيث المتغيرات المستقلة، المتغير التابع، والمتغير المعدل.

شكل رقم (١) النموذج الأساسي للبحث



٢/٣/٢/٦ - توصيف وقياس متغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (٣) توصيف وقياس متغيرات الدراسة، من حيث المتغيرات المستقلة، المتغير التابع، والمتغير المعدل.

الجدول رقم (٣) توصيف وقياس متغيرات الدراسة

المتغير (الرمز)	التوصيف والقياس	الأثر المتوقع
المتغير التابع (استمرارية الأرباح)		
الأرباح المستقبلية ($E_{j,t+1}$)	تعبر عن استمرار الأرباح الحالية للعام التالي، وتعكس قدرتها التنبؤية، وتستخدم على نطاق واسع كمؤشر لجودة الأرباح. وتقاس بنسبة صافي الربح قبل البنود غير العادية والعمليات المتوقعة (صافي الربح التشغيلي) ^(*) في العام التالي t+1 إلى متوسط الأصول في العام التالي t+1، قياساً على أدبيات سابقة (e.g., Sloan, 1996; Ebaid, 2011; Abousamak, 2018; Li, 2019).
المتغيرات المستقلة (محددات استمرارية الأرباح)		
الأرباح الحالية ($E_{j,t}$)	تعكس نتيجة ممارسة الشركة لعملياتها العادية، وتقاس بنسبة صافي الربح قبل البنود غير العادية والعمليات المتوقعة في العام الحالي t إلى متوسط الأصول في العام الحالي t، قياساً على أدبيات سابقة (e.g., Sloan, 1996; Ebaid, 2011; Abousamak, 2018; Li, 2019).	+
التدفقات النقدية التشغيلية ($NCFO_{j,t}$)	تعد عنصر من عناصر الأرباح الحالية، وتعكس قدرة الشركة على المحافظة على عملياتها الجارية ودعم العمليات الأخرى. وتقاس بنسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية في العام الحالي t إلى متوسط الأصول في العام الحالي t، قياساً على أدبيات سابقة (e.g., Pincus et al., 2010; Atwood et al., 2007; et al., 2018) ^(**) .	+
الاستحقاقات ($ACCR_{j,t}$)	تعد عنصر من عناصر الأرباح الحالية، وتعبر عن الجزء المستحق للأرباح الحالية، والذي يرتبط بالإيرادات والمصروفات. وتقاس بنسبة الفرق بين صافي الربح قبل البنود غير العادية والعمليات المتوقعة في العام t والتدفقات النقدية التشغيلية في العام t إلى متوسط الأصول في العام الحالي t، قياساً على أدبيات سابقة (e.g., Pincus et al., 2010; Atwood et al., 2007; et al., 2018).	+
المتغير المعدل		
إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية ($REM_{j,t}$)	تتمثل في تنفيذ إجراءات إدارية تتحرف عن الممارسات التشغيلية العادية، بهدف تحقيق مستوى الأرباح المستهدفة للفترة الحالية، من خلال تغيير العمليات الأساسية لتبدو في النطاق العادي. وتقاس بإجمالي مؤشرات: التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية، النفقات الاختيارية غير العادية، تكلفة الإنتاج غير العادية، كما سيرد تفصيله لاحقاً، قياساً على أدبيات سابقة (e.g., Jeong and Choi, 2019; Li, 2019; Cohen et al., 2020).	+/- و/أو اتجاه على قوة

(*) يهدف هذا القياس إلى إعطاء صورة عن كيفية أداء الشركة في ظل الظروف العادية. وتشير البنود الاستثنائية إلى الأحداث غير المتكررة، مثل الحوادث و/أو الكوارث الطبيعية، بينما تشير العمليات المتوقعة إلى بيع قطاع أو وحدة أو إيقافها.
(**) قامت دراسة أبو سالم (٢٠١٨) بنسبة كل من التدفقات النقدية والاستحقاقات إلى إجمالي الأصول أول العام أو الفترة.

ويتطلب قياس متغير إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية مزيداً من الإيضاح والتفصيل كما يلي:

قام (2006) Roychowdhury بتطوير ثلاثة مؤشرات لقياس إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية وتشمل؛ التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية، النفقات الاختيارية غير العادية، وتكلفة الإنتاج غير العادية، وقد أدخلت عليها تحسينات لاحقاً عن طريق (2016) Vorst؛ (2010) Gunny، وقد أجرى (2020) Cohen et al. تعديلات أخيرة على تلك المؤشرات، من خلال إضافة متغير وهمي لالتقاط انخفاض المبيعات، وذلك كما يلي:

- قياس التلاعب في المبيعات:

يتم تحديد مدى انخراط الشركة في التلاعب بالمبيعات من خلال قياس التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية (Ab_CFO) بالفرق بين قيمة التدفقات النقدية التشغيلية الفعلية للمشاهدات ومستوى التدفقات النقدية التشغيلية العادية، وتتمثل في بواقى معادلة الانحدار التالية (على مستوى القطاع^(*)):

$$(CFO_{j,t}/TA_{j,t-1}) = \beta_1 (I/TA_{j,t-1}) + \beta_2 (SALES_{j,t}/TA_{j,t-1}) + \beta_3 (\Delta SALES_{j,t}/TA_{j,t-1}) + \beta_4 ((\Delta SALES_{j,t}/TA_{j,t-1}) * DD) + \varepsilon_{j,t} \dots \dots \dots (2)$$

حيث:

$CFO_{j,t}$ = صافي التدفقات النقدية التشغيلية في العام الحالي t للشركة j .

$TA_{j,t-1}$ = إجمالي الأصول في العام السابق $t-1$ للشركة j .

$SALES_{j,t}$ = الإيرادات في العام الحالي t للشركة j .

$\Delta SALES_{j,t}$ = الإيرادات في العام الحالي t للشركة j - الإيرادات في العام السابق $t-1$ للشركة j .

DD = متغير وهمي يأخذ القيمة (1) في حالة انخفاض الإيرادات، والقيمة (0) بخلاف ذلك.

$\varepsilon_{j,t}$ = بواقى معادلة الانحدار، وتعبّر عن التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية (Ab_CFO).

يتم قسمة جميع المتغيرات على إجمالي الأصول أول الفترة، لإلغاء أثر فروق حجم الشركات. كما يتم ضرب بواقى معادلة الانحدار في (-1)، لأن ارتفاع النفقات الاختيارية يمثل انخفاضاً في الأرباح، وليعبر ارتفاع المستوى غير العادي عن ارتفاع إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (Jeong and Choi, 2019; Li, 2019)، ووفقاً لدراسة (2006) Roychowdhury، تحدث إدارة للأرباح بالأنشطة الحقيقية من خلال التلاعب في المبيعات، إذا كانت قيمة التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية سالبة.

(*) يتم تقدير معالم نماذج المؤشرات الثلاثة لمتغير إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية من بيانات قطاع مستعرض من الشركات التي تنتمي إلى نفس القطاع بدلاً من تقديرها من سلسلة زمنية طويلة المدى لكل شركة من الشركات، حتى تتمتع معالم النموذج بالثبات (Jeong and Choi, 2019).

- قياس التلاعب فى النفقات الاختيارية:

يتم تحديد مدى انخراط الشركة فى التلاعب بالنفقات الاختيارية من خلال قياس النفقات الاختيارية غير العادية (Ab_DISX) بالفرق بين النفقات الاختيارية الفعلية للمشاهدات ومستوى النفقات الاختيارية العادية، وتتمثل فى بواقى معادلة الانحدار التالية (على مستوى القطاع):

$$(DISX_{j,t} / TA_{j,t-1}) = \beta_1 (1/TA_{j,t-1}) + \beta_2 (SALES_{j,t} / TA_{j,t-1}) + \beta_3 (\Delta SALES_{j,t} / TA_{j,t-1}) + \beta_4 ((\Delta SALES_{j,t} / TA_{j,t-1}) * DD) + \varepsilon_{j,t} \dots \dots \dots (3)$$

حيث:

$DISX_{j,t}$ = النفقات الاختيارية(*) فى العام الحالى t للشركة j .

$\varepsilon_{j,t}$ = بواقى معادلة الانحدار، وتعبر عن النفقات الاختيارية غير العادية (Ab_DISX).

ويتم ضرب بواقى معادلة الانحدار فى (-1)، ليعبر ارتفاع المستوى غير العادى عن ارتفاع إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية. ووفقاً لدراسة (Roychowdhury (2006)، تحدث إدارة للأرباح بالأنشطة الحقيقية من خلال التلاعب فى النفقات الاختيارية، إذا كانت قيمة النفقات الاختيارية غير العادية سالبة.

- قياس التلاعب فى الإنتاج:

يتم تحديد مدى انخراط الشركة فى التلاعب بالإنتاج من خلال قياس تكلفة الإنتاج غير العادية (Ab_PROD) بالفرق بين تكلفة الإنتاج الفعلية للمشاهدات ومستوى تكلفة الإنتاج العادية، وتتمثل فى بواقى معادلة الانحدار التالية (على مستوى القطاع):

$$(PROC_{j,t} / TA_{j,t-1}) = \beta_1 (1/TA_{j,t-1}) + \beta_2 (SALES_{j,t} / TA_{j,t-1}) + \beta_3 (\Delta SALES_{j,t-1} / TA_{j,t-1}) + \beta_4 ((\Delta SALES_{j,t} / TA_{j,t-1}) * DD) + \beta_5 (\Delta SALES_{j,t-1} / TA_{j,t-1}) + \beta_6 ((\Delta SALES_{j,t-1} / TA_{j,t-1}) * DD) + \varepsilon_{j,t} \dots \dots \dots (4)$$

حيث:

$PROC_{j,t}$ = إجمالى تكلفة البضاعة المباعة والتغير فى المخزون (أى: مخزون آخر - مخزون أول) فى العام الحالى t للشركة j .

$\Delta SALES_{j,t-1}$ = الإيرادات فى العام السابق $t-1$ للشركة j - الإيرادات فى العام قبل السابق $t-2$ للشركة j .

$\varepsilon_{j,t}$ = بواقى معادلة الانحدار، وتعبر عن تكلفة الإنتاج غير العادية (Ab_PROD).

وفقاً لدراسة (Roychowdhury (2006)، تحدث إدارة للأرباح بالأنشطة الحقيقية من خلال التلاعب فى الإنتاج، إذا كانت تكلفة الإنتاج غير العادية موجبة، لذلك لا يتم ضرب بواقى معادلة الانحدار فى (-1).

(*) قياساً على دراسة (Li (2019)، فى حالة أية قيمة مفقودة لنفقات البحث والتطوير و/أو نفقات الإعلان و/أو النفقات البيعية والعمومية والإدارية، يتم تقديرها بقيمة صفر، ولا تحذف المشاهدة، من أجل الحصول على أكبر عدد من المشاهدات.

– المؤشر المجمع لإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية:

بعد تحديد المستويات غير العادية (باقي معادلات الانحدار) للعناصر الثلاثة السابقة، يتم جمعهم ليعبر الناتج عن قيمة متغير إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، كما بالمعادلة التالية:

$$REM_{j,t} = (Ab_CFO_{j,t} * -1) + (Ab_DISX_{j,t} * -1) + (Ab_PROC_{j,t}) \dots \dots \dots (5)$$

ويشير معامل $REM_{j,t}$ المرتفع إلى انخراط الشركة في إدارة أرباح بالأنشطة الحقيقية بدرجة أكبر، ويجادل (Cohen et al. (2020) بأن المؤشر المجمع REM من شأنه التقاط أفضل نشاط إدارة الأرباح من أي مؤشر فرعى (أو مؤشرين فرعيين).

٤/٢/٦ – أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث

تتضمن الدراسة التطبيقية مجموعة من الأدوات والإجراءات واختبار فروض البحث، وذلك كالتالي:

١/٤/٢/٦ – أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية

تم إجراء الدراسة التطبيقية قياساً على منهجية غالبية الأدبيات السابقة (e.g., Meini and Siregar 2014; Jeong and Choi 2019; Li, 2019)؛ ودراسة أبو سالم (٢٠١٨)؛ محمد (٢٠٢٠) في بيئة الأعمال المصرية، من خلال دراسة تطبيقية باستخدام نموذج الانحدار الخطى البسيط والمتعدد Simple and Multiple Linear Regrsson بطريقة الإدخال Enter باستخدام حزمة البرامج الإحصائية (SPSS). وتمثلت أدوات الدراسة التطبيقية في الاعتماد على البيانات الواردة بالقوائم المالية والإيضاحات المتممة، وتقرير مجلس الإدارة، لشركات العينة. وقد تم الحصول عليها من مصادر متعددة؛ موقع شركة مصر لنشر المعلومات <http://www.egidegypt.com>، كتاب الإفصاح السنوى الصادر عن بورصتى القاهرة والإسكندرية خلال فترة الدراسة، الموقع الإلكتروني لشركات العينة، موقع البورصة المصرية <https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx>، وموقع مباشر للمعلومات <http://www.mubasher.inf.com>. بينما تمثلت إجراءات الدراسة التطبيقية في إجراء استخراج القيم من المصادر السابقة، ثم قياس متغيرات الدراسة، سواء بشكل مباشر أو عن طريق استخدام النسب والنماذج الملائمة لقياس تلك المتغيرات.

٢/٤/٢/٦ – الإحصاءات الوصفية

يعرض الجدول رقم (٤) الإحصاءات الوصفية (الخصائص الأساسية) لمتغيرات البحث، وجميعها متغيرات متصلة. وقد تبين أن متوسط الأرباح المستقبلية ٦,١%، ويعد منخفض مقارنة بنظيره في دراسة عبيد (٢٠١٧) فقد بلغ ٧,٥%، كما تبين أن متوسط الأرباح الحالية ٦,٩%، ويعد مرتفع مقارنة بنظيره في دراسة (Jeong and Choi (2019) فقد بلغ ٢,٤%، ودراسة (Meini and Siregar (2014) فقد بلغ

٤,٨% . كما تبين أن متوسط التدفقات النقدية التشغيلية ٤,٢%، والذي يقترب من المناظر له في دراسة Jeong and Choi (2019) فقد بلغ ٤,٧%، في حين أنه مرتفع عن نظيره في دراسة Atwood et al. (2019); Li (2019) فقد بلغ ٣,٢%، وأقل من دراسة Meini and Siregar (2014) فقد بلغ ٦,٩% . وبلغ متوسط الاستحقاقات ٢,٧%، وينخفض عن نظيره في دراسة Richardson et al. (2005) فقد بلغ ٥,٢%، ومرتفع عن نظيره في دراسة Ebaid (2011) فقد بلغ ٠,٧٤% . كما بلغ متوسط ووسيط إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية ٠,٠%، ٠,٤% على التوالي، مقارنة بنظيرهما في دراسة Li (2019) فقد بلغا -٠,٧%، ٠,٢% على التوالي.

جدول رقم (٤) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

الملاحظات Obs.	الحد الأقصى Max	الحد الأدنى Min	الانحراف المعياري Std Dev	الوسيط Median	المتوسط Mean	المتغيرات Variables
396	0.590	-0.818	0.123	0.046	0.061	الأرباح المستقبلية
396	0.590	-0.622	0.117	0.053	0.069	الأرباح الحالية
396	0.892	-0.424	0.120	0.029	0.042	التدفقات النقدية التشغيلية
396	0.586	-0.778	0.136	0.015	0.027	الاستحقاقات
396	0.847	-0.933	0.123	0.004	0.000	إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية

٣/٤/٢/٦ - تحليل نتائج الارتباط

يتضح من نتائج مصفوفة الارتباط لبيرسون بالجدول رقم (٥) وجود علاقة ارتباط موجبة معنوية بين الأرباح المستقبلية وكل من؛ الأرباح الحالية، التدفقات النقدية التشغيلية، والاستحقاقات، وجميعها عند مستوى دلالة احصائية ٠,٠٠٠. وبشأن المتغير المعدل، توجد علاقة ارتباط سالبة معنوية بين الأرباح المستقبلية وإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية بمستوى دلالة احصائية ٠,٠٢٦. وفيما يتعلق بعلاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمُعدلة وبعضها البعض، لا توجد مشكلة ازدواج خطى بينها، حيث لم يتجاوز معامل الارتباط ٠,٩ بين أى متغيرين، وفقاً لما يراه Tabachnic and Fidell (2013). وتشير النتائج السابقة لمصفوفة الارتباط لبيرسون إلى صحة التنبؤات المقترحة - مبدئياً - بشأن اتجاه العلاقة بين المتغير التابع المتمثل في الأرباح المستقبلية ومتغيرات الدراسة بالفروض الإحصائية. إلا أنه لا يمكن التسليم بصحة هذه العلاقات لحين الوصول إلى نتائج الفروض الإحصائية، حتى يمكن التوصل إلى مدى معنوية هذه العلاقات.

جدول رقم (٥) مصفوفة ارتباط بيرسون

(٥)	(٤)	(٣)	(٢)	(١)	المتغيرات
				1	الأرباح المستقبلية (١)
			1	0.542(***)	الأرباح الحالية (٢)
		1	0.339(***)	0.403(***)	التدفقات النقدية التشغيلية (٣)
	1	-0.588(***)	0.561(***)	0.112(**)	الاستحقاقات (٤)
1	0.619(***)	-0.888(***)	-0.190(***)	-0.315(***)	إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (٥)
	0.000	0.000	0.000	0.000	

** يشير إلى دلالة عند ٥٪ فأقل، بين متغيرين.
*** يشير إلى دلالة عند ١٪ فأقل، بين متغيرين.

٥/٢/٦ - تحليل النتائج واختبار فروض البحث في ظل التحليل الأساسي

تتناول هذه الجزئية من البحث نتيجة اختبار فروض البحث، وذلك كما يلي:

١/٥/٢/٦ - نتيجة اختبار الفرض الأول (ف ١)

استهدف الفرض الأول اختبار أثر الأرباح الحالية على الأرباح المستقبلية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطى البسيط، وفقاً للمعادلة التالية (Sloan, 1996; Francis et al. (2004); Barton et al., 2010; Dechow et al., 2010; Ebaid, 2011; Jeong and Choi, 2019):

$$E_{j,t+1} = \beta_0 + \beta_1 E_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \dots \dots \dots (6)$$

حيث:

$E_{j,t+1}$ = نسبة صافي الربح قبل البنود غير عادية والعمليات المتوقعة في العام القادم $t+1$ إلى متوسط الأصول العام القادم للشركة j .

$E_{j,t}$ = نسبة صافي الربح قبل البنود غير عادية والعمليات المتوقعة في العام الحالي t إلى متوسط الأصول العام الحالي للشركة j .

وتشير قيمة β_1 الموجبة والقريبة من الواحد الصحيح إلى ارتفاع استمرارية الأرباح.

ولاختبار هذا الفرض تم تحويله لفرض عدم كالتالي:

ف ٠: لا تؤثر الأرباح الحالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية إيجاباً على أرباحها المستقبلية.

تشير نتائج تشغيل نموذج الانحدار المتعدد بالجدول رقم (٦) إلى أن معامل التحديد المعدل R^2 Adjusted بلغ ٠,٢٩٢، أي أن النموذج يفسر ٢٩,٢% من التغير في الأرباح المستقبلية، وترجع باقى النسبة إلى الخطأ العشوائى فى النموذج و/أو عدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى. وينخفض هذا المعامل عن نظيره (٤٩,٨%) فى دراسة (Abousamak (2018، ونظيره (٤٩,٣%) فى دراسة Li (2019)، وعن معامل التحديد R^2 (٣٨%) فى دراسة محمد (٢٠٢٠)، ولكنه يرتفع عن نظيره (٢٤,٥%)

في دراسة (Ebaid (2011). كما أن اختبار F-Test معنوي عند مستوى معنوية ٠,٠٠٠٠ وقيمته ١٦٤,٢٥٨، ويعكس بذلك معنوية مرتفعة للنموذج في تفسير الأرباح المستقبلية وصلاحيته لاختبار العلاقة محل الدراسة. وترتفع هذه القيمة عن نظيرتها (١٥٨,١١٠) في دراسة محمد (٢٠٢٠). كما تم استخدام اختبار Durbin Watson لقياس الارتباط الذاتي Autocorrelation بين أخطاء نموذج الانحدار، وقد أظهرته النتائج بقيمة ٢,٤٣٦، وتقع هذه القيمة ضمن النطاق المقبول (١,٥، ٢,٥)، وتشير بذلك إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي في النموذج.

كما تشير النتائج أيضًا إلى أن معامل الانحدار β_1 موجب معنوي بقيمة ٠,٥٧٠ بمستوى معنوية ٠,٠٠٠. ويعنى هذا، تأثير الأرباح الحالية على الأرباح المستقبلية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، مما يشير إلى استمرارية الأرباح، وبذلك يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل.

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Richardson et al. (2005 بمعامل انحدار أعلى قيمته ٠,٦٧٧، ودراسة (Ebaid (2011 بمعامل انحدار أعلى قيمته ٠,٦٨٤، ودراسة Abousamak (2018 بمعامل انحدار أعلى قيمته ٠,٦٩٩، ودراسة (Li (2019 بمعامل انحدار أعلى قيمته ٠,٧٠٨، ودراسة محمد (٢٠٢٠) بمعامل انحدار أعلى قيمته ٠,٦٣٤.

وتعكس نتيجة اختبار هذا الفرض ارتفاع جودة الأرباح الحالية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، بالإضافة إلى ارتفاع قدرتها التنبؤية، مما يشير إلى استمراريته مستقبلاً، وأنها غير اعتيادية وغير مؤقتة، وتعد المعلومات المرتبطة بها ذات نفعية مرتفعة للمستثمرين والمحللين الماليين وأصحاب المصالح الآخرين.

جدول رقم (٦) نتائج نموذج الإنحدار الخطي للنموذجين الأول والثاني بطريقة الإدخال Enter

النموذج الثاني				النموذج الأول				المتغيرات
معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	
-	0.004	2.865	0.017	-	0.000	3.535	0.021	ثابت الإنحدار
-	-	-	-	1.000	0.000	12.816	0.570	الأرباح الحالية
1.530	0.000	14.228	0.736	-	-	-	-	التدفقات النقدية التشغيلية
1.530	0.000	10.594	0.482	-	-	-	-	الاستحقاقات
0.345				0.292				معامل Adjusted R ²
105.000(0.000)				164.258(0.000)				قيمة F ودالاتها
2.391				2.436				قيمة Durban Watson
396				396				المشاهدات

٢/٥/٢/٦ - نتيجة اختبار الفرض الثانى (ف٢)

استهدف الفرض الثانى اختبار أثر عنصرى الأرباح الحالية (التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات) على الأرباح المستقبلية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد، وفقاً للمعادلة التالية (Li, Jeong and Choi, 2019; Ebaïd, 2011):

$$E_{j,t+1} = \beta_0 + \beta_1 NCFO_{j,t} + \beta_2 ACCR_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \dots \dots \dots (7)$$

حيث:

$NCFO_{j,t}$ = نسبة صافى التدفقات النقدية التشغيلية فى العام الحالى t إلى متوسط الأصول العام الحالى للشركة j .

$ACCR_{j,t}$ = نسبة الاستحقاقات فى العام الحالى t إلى متوسط الأصول العام الحالى للشركة j .

وتشير قيمة β_1 ، β_2 الموجبة والقريبة من الواحد الصحيح إلى ارتفاع استمرارية التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات على التوالى، ومن المتوقع ارتفاع الاستمرارية من خلال عنصر التدفقات النقدية التشغيلية بدرجة أكبر مقارنة بالاستحقاقات، أى أن: $\beta_1 > \beta_2$.

ولاختبار هذا الفرض تم تحويله لفرض عدم كالتالى:

ف٠: لا تؤثر التدفقات النقدية التشغيلية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية إيجاباً على أرباحها المستقبلية بدرجة أكبر مقارنة بالاستحقاقات.

وتشير نتائج تشغيل نموذج الانحدار المتعدد بالجدول رقم (٦) إلى أن النموذج يفسر ٣٤,٥% من التغير فى الأرباح المستقبلية، وترجع باقى النسبة إلى الخطأ العشوائى فى النموذج و/أو عدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى. وينخفض هذا المعامل عن نظيره (٤٩,٦%) فى دراسة (Abousamak, 2018)، ولكنه يرتفع عن نظيره (٢٤,٥%) فى دراسة (Ebaïd, 2011). كما أن النموذج معنوى فى تفسير الأرباح المستقبلية وصلاحيته لاختبار العلاقة محل الدراسة، وعدم وجود ارتباط ذاتى بين البواقى فى النموذج. كما تم استخدام معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor (VIF) لقياس العلاقة الخطية التامة أو الإزدواج الخطى Multi-collinearity بين المتغيرات المستقلة العنصره لنموذج الانحدار وبعضها البعض، وقد بلغت قيمة المعامل ١,٥٣٠، وطالما أنها لم تتجاوز القيمة (١٠)، فلا توجد هذه المشكلة، وفقاً لما يراه (Kutner et al. (2005)، مما يدل على قوة النموذج فى تفسير تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

كما تشير النتائج أيضاً إلى أن معامل الانحدار β_1 ، β_2 موجب معنوى بقيمة ٠,٧٣٦، ٠,٤٨٢ على التوالى، بمستوى معنوية لكل منهما ٠,٠٠٠. ويعنى هذا، تأثير التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات (عنصرى الأرباح الحالية) على الأرباح المستقبلية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، مما

يشير إلى استمرارية الأرباح من خلال عنصر التدفقات النقدية التشغيلية بدرجة أكبر مقارنة بالاستحقاقات، لأن قيمة β_1 أكبر من قيمة β_2 ، وبذلك يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل.

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة Sloan (1996); Xie (2001); Fairfield et al (2003); Richardson et al. (2005); Ebaid (2011); Artikis and Papanastasopoulos (2016)؛ أبوسالم (٢٠١٨)، في حين لا تتفق مع ما توصل إليه Abousamak (2018)، فقد توصل إلى ارتباط الاستحقاقات باستمرارية الأرباح بدرجة أكبر مقارنة بالتدفقات النقدية التشغيلية في الشركات المصرية.

وتشير نتيجة هذا الفرض إلى أن عنصرى التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات يحسان من قدرة الأرباح الحالية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية على تفسير أرباحها المستقبلية والتنبؤ بها، بالإضافة إلى ارتفاع جودتها، مما يشير إلى استمراريته مستقبلاً، وخاصة إذا كانت تعزى الأرباح الحالية إلى عنصر التدفقات النقدية التشغيلية بدرجة أكبر مقارنة بالاستحقاقات، وتعد المعلومات المرتبطة بها ذات نفعية مرتفعة للمستثمرين والمحليلين الماليين وأصحاب المصالح الآخرين.

٣/٥/٢/٦ - نتيجة اختبار الفرض الثالث (ف٣)

استهدف الفرض الثالث اختبار أثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على العلاقة بين الأرباح الحالية والأرباح المستقبلية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد، وفقاً للمعادلة التالية (Jeong and Choi, 2019; Li, 2019):

$$E_{j,t+1} = \beta_0 + \beta_1 E_{j,t} + \beta_2 REM_{j,t} + \beta_3 (E_{j,t} * REM_{j,t}) + \varepsilon_{j,t} \dots \dots \dots (8)$$

حيث:

$REM_{j,t}$ = مؤشر (مقياس) إجمالي لقياس إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية.
 $E_{j,t} * REM_{j,t}$ = الأثر المشترك للأرباح الحالية وإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية.

ولاختبار هذا الفرض تم تحويله لفرض عدم كالتالي:

ف٠: لا يختلف التأثير الإيجابي للأرباح الحالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على أرباحها المستقبلية باختلاف إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية.

وتشير نتائج تشغيل نموذج الانحدار المتعدد بالجدول رقم (٧)^(*) إلى أن النموذج يفسر ٣١,٥% من التغير في الأرباح المستقبلية، وترجع باقى النسبة إلى الخطأ العشوائى فى النموذج و/أو عدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى، ويقل عن نظيره (٠,٣٤٦)، (٠,٤٩٣) فى دراسة Jeong and Choi (2019) ودراسة Li (2019) على التوالي. كما أن النموذج معنوى فى تفسير الأرباح المستقبلية وصلاحيته

(*) عند تشغيل النموذج الثالث والرابع تبين وجود ارتباط خطى بين الأرباح الحالية (وعنصريها) وإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، ولحل هذه المشكلة، تم إعادة قياس المتغير الثانى بمتغير وهمى (١، ٠)، بناءً على قيمة المتوسط كما بدراسة Jeong and Choi (2019); Li (2019) كمؤشر بديل، على مستوى كل قطاع اتساقاً مع طريقة قياس المتغيرات بالبحث.

لاختبار العلاقة محل الدراسة، وعدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي في النموذج. كما لا توجد مشكلة الإزدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة العنصرة لنموذج الانحدار وبعضها البعض، مما يدل على قوة النموذج في تفسير تأثيرها على المتغير التابع.

كما تشير النتائج أيضاً إلى أن معامل الانحدار β_3 موجب معنوي بقيمة ٠,٢٠٢، بمستوى معنوية ٠,٠٢٦. ويلاحظ انخفاض درجة استمرارية الأرباح بقيمة ٠,٣٦٨ (٠,٢٠٢) بعد التأثير المشترك - (٠,٥٧٠ قبل التأثير المشترك). ويعنى هذا، تأثير إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على علاقة الأرباح الحالية بالأرباح المستقبلية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وبذلك يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Asthana and Zhang (2006)، في حين لا تتفق مع نتائج دراسة (Jeong and Choi (2019); Li (2019)، التي توصلت إلى وجود تأثير سالب معنوي، كما لا تتفق أيضاً مع نتائج دراسة (Meini and Siregar (2014)، التي لم تتوصل إلى وجود علاقة ارتباط معنوية بينهما. ويرجع اختلاف النتائج بين هذه الدراسة والدراسات الأخرى إلى الاختلاف في عدة عوامل منها؛ حجم العينة، فترة الدراسة، وبيئة الدراسة.

وتخالف النتائج التي تم التوصل إليها وجهة نظر المؤيدين لسلوك الانتهازية الإدارية، وتقديم النتائج أدلة تفيد بأن السوق يعكس المعلومات بشأن الأرباح المستقبلية في وجود إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، إلا أنها خفضت من درجة استمرارية الأرباح وقدرتها التنبؤية بالأرباح المستقبلية (ولم تلغيهما)، وما زالت المعلومات المرتبطة بها ذات نفعية ومفيدة في عملية اتخاذ القرارات لأصحاب المصالح.

جدول رقم (٧) نتائج نموذج الإحدار الخطي المتعدد للنموذجين الثالث والرابع بطريقة الإدخال Enter

النموذج الرابع				النموذج الثالث				المتغيرات
معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	
-	0.02	3.110	0.029	-	0.000	5.247	0.044	ثابت الإحدار
-	-	-	-	1.615	0.000	8.648	0.481	الأرباح الحالية
2.685	0.000	9.226	0.628	-	-	-	-	التدفقات النقدية التشغيلية
2.648	0.000	6.612	0.393	-	-	-	-	الاستحقاقات
1.587	0.058	-1.902	-0.024	1.359	0.000	-3.853	-0.046	إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية
-	-	-	-	1.869	0.026	2.227	0.202	الأرباح الحالية*إدارة الأرباح
2.437	0.016	2.414	0.278	-	-	-	-	التدفقات النقدية*إدارة الأرباح
3.111	0.011	2.566	0.238	-	-	-	-	الاستحقاقات*إدارة الأرباح
0.354				0.315				معامل Adjusted R ²
44.304(0.000)				61.532(0.000)				قيمة F ودلالاتها
2.385				2.418				قيمة Durban Watson
396				396				المشاهدات

٤/٥/٢/٦ - نتيجة اختبار الفرض الرابع (ف٤)

استهدف الفرض الرابع اختبار أثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على العلاقة بين عنصرى الأرباح الحالية (التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات) والأرباح المستقبلية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد، وفقاً للمعادلة التالية (Jeong and Choi, 2019; Li, 2019):

$$E_{j,t+1} = \beta_0 + \beta_1 NCFO_{j,t} + \beta_2 ACCR_{j,t} + \beta_3 REM_{j,t} + \beta_4 (NCFO_{j,t} * REM_{j,t}) + \beta_5 (ACCR_{j,t} * REM_{j,t}) + \varepsilon_{j,t} \dots \dots \dots (9)$$

حيث:

$NCFO_{j,t} * REM_{j,t}$ = الأثر المشترك للتدفقات النقدية التشغيلية وإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية.
 $ACCR_{j,t} * REM_{j,t}$ = الأثر المشترك للاستحقاقات وإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية.

ولاختبار هذا الفرض تم تحويله لفرض عدم كالتالى:

ف٥: لا يختلف التأثير الإيجابى الأكبر للتدفقات النقدية التشغيلية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على أرباحها المستقبلية مقارنة بالاستحقاقات باختلاف إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية.

وتشير نتائج تشغيل نموذج الانحدار المتعدد بالجدول رقم (٧) إلى أن النموذج يفسر ٣٥,٤% من التغير فى الأرباح المستقبلية، وترجع باقى النسبة إلى الخطأ العشوائى فى النموذج أو عدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى، ويقبل عن نظيره (٠,٤٧٩) فى دراسة (Li (2019)، ويتشابه مع نظيره (٠,٣٤٦) فى دراسة (Jeong and Choi (2019). كما أن النموذج معنوى فى تفسير الأرباح المستقبلية وصلاحيته لاختبار العلاقة محل الدراسة، وعدم وجود ارتباط ذاتى بين البواقي فى النموذج. كما لا توجد مشكلة الإزدواج الخطى بين المتغيرات المستقلة المكونة لنموذج الانحدار وبعضها البعض، مما يدل على قوة النموذج فى تفسير تأثيرها على المتغير التابع.

كما تشير النتائج أيضاً إلى أن معامل الانحدار β_4 ، β_5 كلاهما موجب معنوى، بقيمة ٠,٢٧٨، ٠,٢٣٨، بمستوى معنوية ٠,٠١٦، ٠,٠١١ على التوالى. ويلاحظ انخفاض درجة استمرارية التدفقات النقدية بقيمة ٠,٤٥٨ (٠,٢٧٨ - ٠,٧٣٦)، والاستحقاقات بقيمة ٠,٢٤٤ (٠,٢٣٨ - ٠,٤٨٢). ويعنى هذا، تأثير إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على علاقة التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات (عنصرى الأرباح الحالية) بالأرباح المستقبلية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، كما أن استمرارية الأرباح من خلال عنصر التدفقات النقدية التشغيلية أكبر مقارنة بالاستحقاقات، لأن قيمة المعامل β_4 أكبر من قيمة المعامل β_5 ، وبذلك يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل.

ولا تتفق هذه النتائج مع نتائج دراسة (Jeong and Choi (2019); Li (2019)، التى توصلت إلى وجود علاقة ارتباط سالبة معنوية بينهما. وقد ترجع اختلاف النتائج بين هذه الدراسة والدراسات الأخرى إلى الاختلاف فى عدة عوامل منها؛ حجم العينة، فترة الدراسة، وبيئة الدراسة.

وتشير هذه النتائج إلى أن إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية تخفض من القدرة التنبؤية لعنصرى التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية بالأرباح المستقبلية، مما يخفض من درجة استمراريتهما مستقبلاً، وما زالت المعلومات المرتبطة بهما ذات نفعية، ويمكن أن يستخدمها المستثمرون والمحللون الماليون وأصحاب المصالح الآخرين فى عملية اتخاذ القرارات.

٦/٢/٦ - التحليل الإضافى

يتناول التحليل الإضافى قياس تأثير إضافة متغيرات رقابية، مثل: حجم الشركة، عمر الشركة، توزيعات الأرباح، والرافعة المالية، بالإضافة إلى معالجة إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية كمتغير رقابى بدلاً من كونه معدل. وبذلك سوف يتم إعادة تشغيل جميع النماذج الأربعة، وذلك كما يلي:

(أ) إعادة تشغيل النموذجين الأول والثانى:

فى ضوء إعادة تشغيل النموذجين الأول والثانى، يستهدف البحث الإجابة على السؤال التالى:

- هل يؤثر حجم الشركة، عمر الشركة، توزيعات الأرباح، والرافعة المالية، كمتغيرات رقابية، على الأرباح المستقبلية، فى سياق العلاقة محل الدراسة، بالفرضين الأول والثانى؟
وقد تم إعادة صياغة النموذج الأول على النحو التالى:

$$E_{j,t+1} = \beta_0 + \beta_1 E_{j,t} + \beta_2 SIZE_{j,t} + \beta_3 AGE_{j,t} + \beta_4 DIV_{j,t} + \beta_5 LEV_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \dots\dots (10)$$

حيث:

$SIZE_{j,t}$ = حجم الشركة، ويقاس باللوغاريتم الطبيعى لإجمالى أصولها، وقد استخدم كمتغير رقابى فى دراسة (Dechow et al., (2010); Lin et al. (2018); Tee and Rasiah, (2020).
 $AGE_{j,t}$ = عمر الشركة، ويقاس باللوغاريتم الطبيعى لعدد السنوات من عام قيد الشركة بالبورصة المصرية إلى عام القياس، وقد استخدم كمتغير رقابى فى دراسة (Alipour et al. (2019).
 $DIV_{j,t}$ = توزيعات الأرباح، ويقاس بنسبة التوزيعات النقدية إلى إجمالى الأصول، وقد استخدم كمتغير رقابى فى دراسة (Dechow et al., (2010); Tee and Rasiah, (2020).
 $LEV_{j,t}$ = الرافعة المالية، وتقاس بنسبة الديون إلى إجمالى الأصول، وقد استخدمت كمتغير رقابى فى دراسة محمد (٢٠٢٠)؛ (Kpeli (2019); Lin et al. (2018); Abousamak 2018).

تشير نتائج إعادة تشغيل النموذج الأول بالجدول رقم (٨) إلى وجود تأثير موجب معنوى لتوزيعات الأرباح على الأرباح المستقبلية، فى حين لا يوجد تأثير لكل من: حجم الشركة، عمر الشركة، والرافعة المالية، على الأرباح المستقبلية.

كما تم إعادة صياغة النموذج الثانى على النحو التالى:

$$E_{j,t+1} = \beta_0 + \beta_1 NCFO_{j,t} + \beta_2 ACCR_{j,t} + \beta_3 SIZE_{j,t} + \beta_4 AGE_{j,t} + \beta_5 DIV_{j,t} + \beta_6 LEV_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \dots\dots\dots (11)$$

وتشير نتائج إعادة تشغيل النموذج الثانى بالجدول رقم (٨) إلى تأثير معنوى لتوزيعات الأرباح على الأرباح المستقبلية، فى حين لا يوجد تأثير لكل من: حجم الشركة، عمر الشركة، والرافعة المالية، على الأرباح المستقبلية.

جدول رقم (٨) نتائج إعادة تشغيل النموذجين الأول والثاني (التحليل الإضافي)

النموذج الثاني				النموذج الأول				المتغيرات
معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	
-	0.165	1.391	0.092	-	0.198	1.290	0.088	ثابت الإنحدار
-	-	-	-	1.405	0.000	8.546	0.440	الأرباح الحالية
2.436	0.000	9.606	0.621	-	-	-	-	التدفقات النقدية التشغيلية
1.934	0.000	8.104	0.411	-	-	-	-	الاستحقاقات
1.050	0.198	-1.289	-0.009	1.047	0.317	-1.001	-0.007	حجم الشركة
1.020	0.979	-0.027	0.000	1.007	0.605	-0.517	-0.009	عمر الشركة
1.607	0.001	3.275	0.403	1.437	0.000	4.876	0.581	توزيعات الأرباح
1.084	0.423	0.802	0.010	1.076	0.677	0.417	0.005	الرافعة المالية
0.358				0.327				معامل Adjusted R ²
37.704(0.000)				39.370(0.000)				قيمة F ودلالاتها
2.275				2.255				قيمة Durban Watson
396				396				المشاهدات

(ب) إعادة تشغيل النموذجين الثالث والرابع:

في ضوء إعادة تشغيل النموذجين الثالث والرابع، يستهدف البحث الإجابة على السؤالين التاليين:

- هل تؤثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، كمتغير رقابي بدلاً من كونه معدل، على الأرباح المستقبلية، في سياق العلاقة محل الدراسة، بالفرضين الثالث والرابع؟

- هل يؤثر حجم الشركة، عمر الشركة، توزيعات الأرباح، والرافعة المالية، كمتغيرات رقابية، على الأرباح المستقبلية، في سياق العلاقة محل الدراسة، بالفرضين الثالث والرابع؟

وقد تم إعادة صياغة النموذج الثالث على النحو التالي:

$$E_{j,t+1} = \beta_0 + \beta_1 E_{j,t} + \beta_2 REM_{j,t} + \beta_3 SIZE_{j,t} + \beta_4 AGE_{j,t} + \beta_5 DIV_{j,t} + \beta_6 LEV_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \dots \dots \dots (12)$$

وتشير نتائج إعادة تشغيل النموذج الثالث بالجدول رقم (٩) إلى وجود تأثير موجب معنوي لتوزيعات الأرباح على الأرباح المستقبلية، وتتفق هذه النتيجة مع أدبيات سابقة (e.g., Li, 2019)، في حين لا يوجد تأثير لإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، حجم الشركة، عمر الشركة، والرافعة المالية.

كما تم إعادة صياغة النموذج الرابع على النحو التالي:

$$E_{j,t+1} = \beta_0 + \beta_1 NCFO_{j,t} + \beta_2 ACCR_{j,t} + \beta_3 REM_{j,t} + \beta_4 SIZE_{j,t} + \beta_5 AGE_{j,t} + \beta_6 DIV_{j,t} + \beta_7 LEV_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \dots \dots \dots (13)$$

وتشير نتائج إعادة تشغيل النموذج الرابع بالجدول رقم (٩) إلى تأثير معنوي لتوزيعات الأرباح على الأرباح المستقبلية، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Li, 2019)، في حين لا يوجد تأثير لكل من: إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، حجم الشركة، عمر الشركة، والرافعة المالية، على الأرباح المستقبلية.

جدول رقم (٩) نتائج إعادة تشغيل النموذجين الثالث والرابع (التحليل الإضافي)

النموذج الرابع				النموذج الثالث				المتغيرات
معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	
-	0.177	1.354	0.091	-	0.148	1.449	0.100	ثابت الانحدار
-	-	-	-	1.430	0.000	8.280	0.431	الأرباح الحالية
2.823	0.000	9.170	0.683	-	-	-	-	التدفقات النقدية التشغيلية
1.792	0.000	7.885	0.402	-	-	-	-	الاستحقاقات
1.531	0.208	1.260	0.015	1.047	0.115	-1.579	-0.016	إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية
1.052	0.180	-1.343	-0.010	1.049	0.286	-1.068	-0.008	حجم الشركة
1.013	0.766	-0.297	-0.005	1.012	0.668	-0.429	-0.008	عمر الشركة
1.600	0.001	3.229	0.400	1.465	0.000	4.656	0.566	توزيعات الأرباح
1.094	0.323	0.990	0.012	1.082	0.621	0.495	0.006	الرافعة المالية
0.361				0.328				معامل Adjusted R ²
32.759(0.000)				32.922(0.000)				قيمة F ودالاتها
2.253				2.272				قيمة Durban Watson
396				396				المشاهدات

وبناءً على جملة النتائج السابقة بالتحليل الإضافي، يتبين تأثير توزيعات الأرباح على الأرباح المستقبلية كمتغير رقابي في جميع النماذج الأربعة المعاد تشغيلها، كما يتبين أن إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية - كمتغير رقابي - لا يؤثر على الأرباح المستقبلية، مقارنة بتأثيرها المشترك مع الأرباح الحالية وعنصرها في ظل التحليل الأساسي.

٧/٢/٦ - اختبار الحساسية

يتناول اختبار الحساسية اختبار تأثير الأرباح الحالية وعنصرها على الأرباح المستقبلية بطريقة أكثر توسعاً، من خلال تقسيم الاستحقاقات إلى اختيارية (غير عادية) وغير اختيارية (عادية)، فيصبح متغير الأرباح الحالية ثلاثة عناصر بدلاً من عنصرين: التدفقات النقدية التشغيلية، الاستحقاقات الاختيارية، الاستحقاقات غير الاختيارية، واختبار أيهم أكبر استمرارية، وذلك قياساً على ما قامت به العديد من الأدبيات السابقة (e.g., Subramanyam, 1996; Xie, 2001, Krishnan, 2003; Meini and Siregar, 2014؛ أبو سالم، ٢٠١٨).

وسوف يتم الاعتماد على نموذج Dechow et al. (1995) في تقدير الاستحقاقات الاختيارية (DACC) وغير الاختيارية (NDACC) المقدرتين، وذلك على خطوتين كالتالي:

- تحديد الاستحقاقات الاختيارية من خلال بواقي معادلة معادلة الانحدار التالية (على مستوى القطاع):

$$ACC_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 (\Delta SALES_{j,t} - \Delta REC_{j,t}) + \beta_4 PPE_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \dots \dots \dots (14)$$

حيث:

$ACC_{j,t}$ = إجمالي الاستحقاقات في العام الحالي t للشركة j .

$\Delta RES_{j,t}$ = الذمم المدينة في العام الحالي t للشركة j - الذمم المدينة في العام السابق $t-1$ للشركة j .

$PPE_{j,t}$ = صافى المعدات والآلات والتجهيزات فى العام الحالى t للشركة j .
 $\varepsilon_{j,t}$ = بواقى معادلة الانحدار، وتعبّر عن الاستحقاقات الاختيارية (غير العادية).

- تحديد الاستحقاقات غير الاختيارية، بالمعادلة التالية:

$$NDACC = ACC - DACC \dots\dots\dots(15)$$

واتساقاً مع التحليل الأساسى، بقسمة إجمالى الاستحقاقات (ACC) على متوسط الأصول ليعطى المتغير المستقل ($ACCR$)، كما يتم قسمة الاستحقاقات الاختيارية ($DACC$) وغير الاختيارية ($NDACC$) أيضاً على متوسط الأصول ليعطى المتغيرين المستقلين الجديدين ($DACCR$)، ($NDACCR$) على التوالى.

وبذلك سوف يعاد تشغيل النموذجين الثانى والرابع، لأنهما يتناولان اختبار استمرارية الاستحقاقات. وتشير النتائج بالجدول رقم (١٠) إلى معنوية إعادة تشغيل النموذجين فى تفسير التغير فى الأرباح المستقبلية، وصلاحيتهما لاختبار العلاقات محل الدراسة. وكانت نتائج إعادة التشغيل كالتالى:

- إعادة تشغيل النموذج الثانى:

يتم إعادة صياغة نموذج الانحدار المتعدد الثانى كالتالى:

$$E_{j,t+1} = \beta_0 + \beta_1 NCFO_{j,t} + \beta_2 DACCR_{j,t} + \beta_3 NDACCR_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \dots\dots\dots(16)$$

وتشير نتائج إعادة تشغيل النموذج الثانى بالجدول رقم (١٠) إلى معنوية التأثير الموجب للتدفقات النقدية والاستحقاقات بنوعيتها على الأرباح المستقبلية بمستوى معنوية ٠,٠٠٠، ويتبين من قيم معاملات الانحدار (٠,٧٣٥، ٠,٤٧٢، ٠,٤٩٤) أن التدفقات النقدية التشغيلية أكثر تأثيراً على الأرباح المستقبلية (أكبر استمرارية)، تليها الاستحقاقات غير الاختيارية، ثم الاستحقاقات الاختيارية. وتتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه دراسة أبو سالم (٢٠١٨)؛ Pincus et al (2007); Xie (2001); Subramanyam (1996)؛ فى أن التدفقات النقدية أكثر تأثيراً على الأرباح المستقبلية، تليها الاستحقاقات غير الاختيارية، ثم الاستحقاقات الاختيارية أقل عنصر تأثيراً على الأرباح المستقبلية (أى أقل عنصر من حيث الاستمرارية)، كما تتفق مع ما توصلت إليه دراسة Meini and Siregar (2014) فى أن التدفقات النقدية أكثر تأثيراً على الأرباح المستقبلية (ومن ثم أكبر استمرارية)، ولكن تختلف معها من حيث أن الاستحقاقات الاختيارية تلى التدفقات النقدية من حيث التأثير على الأرباح المستقبلية تليها الاستحقاقات غير الاختيارية، فى حين لا تتفق مع ما توصلت إليه دراسة Krishnan (2003) فى أن الاستحقاقات غير الاختيارية أكثر تأثيراً على الأرباح المستقبلية تليها التدفقات النقدية تليها الاستحقاقات الاختيارية. وبناءً على هذه النتائج، يتبين تشابه هذه النتائج مع نظيرتها بالتحليل الأساسى، فى أن التدفقات النقدية أكثر تأثيراً على الأرباح المستقبلية (ومن ثم أكبر استمرارية) من إجمالى الاستحقاقات، وهو ما يشير إلى قوة النتائج التى تم التوصل إليها ومتانتها.

- إعادة تشغيل النموذج الرابع:

ويتم إعادة صياغة نموذج الانحدار المتعدد الرابع كالتالى:

$$E_{j,t+1} = \beta_0 + \beta_1 NCFO_{j,t} + \beta_2 DACCR_{j,t} + \beta_3 NDACCR_{j,t} + \beta_4 REM_{j,t} + \beta_5 (NCFO_{j,t} * REM_{j,t}) + \beta_6 (DACCR_{j,t} * REM_{j,t}) + \beta_7 (NDACCR_{j,t} * REM_{j,t}) + \varepsilon_{j,t} \quad (17)$$

وتشير نتائج إعادة تشغيل النموذج الرابع بالجدول رقم (١٠) إلى معنوية التأثير المشترك الموجب للتدفقات النقدية والاستحقاقات الاختيارية والاستحقاقات غير الاختيارية - كل على حدة - من جانب وإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية من جانب آخر على الأرباح المستقبلية، بمستوى معنوية ٠,٠١٧، ٠,٠١٨، ٠,٠٠٩، على التوالي، وتبين من قيم معاملات الإنحدار ٠,٢٧٦، ٠,٢٢١، ٠,٢٤٤، على التوالي أن إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية قد خفضت من تأثير العناصر الثلاثة على الأرباح المستقبلية، وما زالت التدفقات النقدية التشغيلية أكبر استمرارية تليها الاستحقاقات غير الاختيارية تليها الاستحقاقات الاختيارية. وبناءً على هذه النتائج، يتبين تشابه هذه النتائج مع الواردة بالتحليل الأساسي، ففي ظل تأثير إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، ما زالت التدفقات النقدية أكثر تأثيراً على الأرباح المستقبلية (ومن ثم أكبر استمرارية) من إجمالي الاستحقاقات، وهو ما يشير إلى قوة النتائج التي تم التوصل إليها ومثانتها. ويتبين من جملة النتائج السابقة، أن تحليل الحساسية على المستوى التفصيلي يتشابه مع نتائج التحليل الأساسي على المستوى الإجمالي، مما يشير إلى قوة النتائج التي تم التوصل إليها ومثانتها.

جدول رقم (١٠) نتائج نموذج الإنحدار الخطي المتعدد للنموذجين الثاني والرابع (تحليل الحساسية)

النموذج الرابع				النموذج الثاني				المتغيرات
معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	
-	0.005	2.830	0.027	-	0.019	2.348	0.014	ثابت الإنحدار
2.687	0.000	9.264	0.629	1.530	0.000	14.247	0.735	التدفقات النقدية التشغيلية
2.263	0.000	6.535	0.390	1.389	0.000	10.337	0.472	الاستحقاقات الاختيارية
2.347	0.000	6.647	0.399	1.256	0.000	10.782	0.494	الاستحقاقات غير الاختيارية
1.676	0.053	-1.937	-0.025	-	-	-	-	إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية
2.348	0.017	2.402	0.276	-	-	-	-	التدفقات النقدية * إدارة الأرباح
2.190	0.018	2.366	0.221	-	-	-	-	الاستحقاقات الاختيارية * إدارة الأرباح
2.921	0.009	0.618	0.244	-	-	-	-	الاستحقاقات غير الاختيارية * إدارة الأرباح
0.358				0.349				معامل Adjusted R ²
32.398(0.000)				71.605(0.000)				قيمة F ودالاتها
2.375				2.386				قيمة Durban Watson
396				396				المشاهدات

٨/٢/٦ - خلاصة نتائج اختبار فروض البحث وأسئلته

يوضح الجدول رقم (١١) خلاصة ما تم التوصل إليه بخصوص اختبار فروض البحث في ظل التحليل الأساسي والإضافي واختبار الحساسية.

جدول رقم (١١) ملخص اختبار فروض البحث في ظل التحليل الأساسي والإضافي واختبار الحساسية

الفرض/ السؤال	صيغة الفروض البديلة الخاصة بالمتمغيرات المستقلة والمعدلة والأسئلة الخاصة بالمتمغيرات الرقابية	نتيجة فروض التحليل الأساسي	نتيجة أسئلة التحليل الإضافي	نتيجة فروض اختبار الحساسية
ف ١	تؤثر الأرباح الحالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية إيجاباً على أرباحها المستقبلية.	تم قبوله	-	-
ف ٢	تؤثر التدفقات النقدية التشغيلية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية إيجاباً على أرباحها المستقبلية بدرجة أكبر مقارنة بالاستحقاقات.	تم قبوله	-	تم قبوله
ف ٣	يختلف التأثير الإيجابي للأرباح الحالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على أرباحها المستقبلية باختلاف إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية.	تم قبوله	-	-
ف ٤	يختلف التأثير الإيجابي الأكبر للتدفقات النقدية التشغيلية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على أرباحها المستقبلية مقارنة بالاستحقاقات باختلاف إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية.	تم قبوله	-	تم قبوله
س ١	هل يؤثر حجم الشركة، عمر الشركة، توزيعات الأرباح، والرافعة المالية، كمتغيرات رقابية، على الأرباح المستقبلية، في سياق العلاقة محل الدراسة، بالفروض الأربعة؟	-	"نعم" للتوزيعات "لا" للباقي	-
س ٢	هل تؤثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، كمتغير رقابي بدلاً من كونه معدل، على الأرباح المستقبلية، في سياق العلاقة محل الدراسة، بالفرضين الثالث والرابع؟	-	"لا"	-

٣/٦ - نتائج البحث وإسهاماته وحدوده وتوصياته ومجالاته المقترحة

١/٣/٦ - نتائج البحث

اختبر البحث أثر الأرباح الحالية، وعنصريها (التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات)، على الأرباح المستقبلية، لاختبار استمرارية الأرباح، وأياً من العنصرين أكبر استمرارية، والذي من المتوقع وجود تأثير موجب في كلتا الحالتين. وقد دعمت نتائج البحث، وجود تأثير موجب معنوي للأرباح الحالية، وعنصريها، على الأرباح المستقبلية، كما هو متوقع، مما يشير إلى استمرارية الأرباح وعنصريها، كما دعمت النتائج أيضاً استمرارية التدفقات النقدية التشغيلية بدرجة أكبر مقارنة بالاستحقاقات. وبذلك، تتسم أرباح الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية بالجودة المرتفعة، مما يزيد من نفعية المعلومات المنبثقة عنها في عملية اتخاذ القرارات.

كما اختبر البحث مدى اختلاف تأثير الأرباح الحالية وعنصريها على الأرباح المستقبلية في ظل ممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية. وقد دعمت نتائج البحث، أنه في ظل ممارسة إدارة الشركة الأنشطة الحقيقية لإدارة الأرباح، يُسهم ارتفاع الأرباح الحالية في ارتفاع الأرباح المستقبلية، مما يحافظ على استمراريته، وأن التدفقات النقدية التشغيلية أكبر استمرارية من الاستحقاقات، ولكنها خفضت درجة الاستمرارية في جميع الحالات. وتدعم هذه النتائج ارتباط إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية بشكل إيجابي بالأداء المستقبلي، واستمرارية الأرباح وقدرتها التنبؤية بالأرباح المستقبلية.

وقد تم إجراء تحليل إضافي لقياس مدى تأثير بعض المتغيرات الرقابية، وكذلك لاختبار مدى تأثير إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية - كمتغير رقابي بدلاً من كونه معدل، على الأرباح المستقبلية. وقد دعمت نتائج البحث، تأثير توزيعات الأرباح - كمتغير رقابي، وعدم تأثير إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية - كمتغير رقابي بدلاً من كونه معدل، على الأرباح المستقبلية.

وقد تم إجراء اختبار حساسية، تناول اختبار أثر عنصرى الأرباح الحالية - بطريقة أكثر توسعاً - على الأرباح المستقبلية، من خلال تقسيم الاستحقاقات إلى اختيارية (غير عادية) وغير اختيارية (عادية). وقد دعمت النتائج، تأثير التدفقات النقدية التشغيلية على الأرباح المستقبلية (مما يشير إلى استمراريته) بدرجة أكبر، تليها الاستحقاقات غير الاختيارية ثم الاستحقاقات الاختيارية بدرجة أقل تأثيراً. كما أن إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية قد خفضت من استمرارية عناصر الأرباح، وما زالت التدفقات النقدية التشغيلية أكبر استمرارية، تليها الاستحقاقات غير الاختيارية ثم الاستحقاقات الاختيارية بدرجة أقل. وتتشابه نتائج الاختبار الموسع لعنصرى الاستحقاقات باختبار الحساسية مع نتائج التحليل الأساسى، مما يشير إلى قوة النتائج التي تم التوصل إليها وتأكيداتها ومتانتها.

٢/٣/٦ - إسهامات البحث وحدوده وتوصياته

تضيف الدراسة الحالية إلى الأدبيات من خلال تقديم دليل على التأثير المباشر للأرباح الحالية، وعنصرها (التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات)، على الأرباح المستقبلية، بالإضافة إلى أثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على هذه العلاقات التأثيرية، والذي يندر اختباره في بيئة الأعمال المصرية والعربية. كما أنه يقدم دليلاً بشأن وجود تأثير موجب معنوي للأرباح الحالية، والتدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات، على الأرباح المستقبلية، مما يشير إلى استمرارية الأرباح الحالية، وخاصة إذا كانت تعزى بدرجة أكبر إلى عنصر التدفقات النقدية التشغيلية مقارنة بالاستحقاقات.

كما أنها تقدم دليلاً بشأن استمرارية الأرباح في ظل إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، والذي لم يتم اختباره في بيئة الأعمال المصرية والعربية - على حد اطلاع الباحث. وتخالف النتائج التي تم التوصل إليها وجهة نظر المؤيدين لسلوك الانتهازية الإدارية، وتقديم النتائج أدلة تفيد بأن السوق يعكس المعلومات بشأن الأرباح المستقبلية في وجود إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، حيث إنه يؤثر على العلاقة بين الأرباح الحالية وعنصرها والأرباح المستقبلية.

ويحاول البحث تقليل الفجوة البحثية في الأدب المحاسبي بشأن الموضوع مجال البحث. ومن المتوقع أن تكون النتائج محل اهتمام المستثمرين، المحللين الماليين، وأصحاب المصالح الآخرين.

وتتمثل أحد أوجه القصور لهذه الدراسة في انخفاض قيمة معامل التحديد المعدل (Adjusted R^2) التي بلغت ٠,٢٩٢، ٠,٣٤٥، بشأن اختبار استمرارية الأرباح الحالية، واختبارية استمرارية عنصرها (أي التدفقات النقدية التشغيلية والاستحقاقات) على التوالي، مما يشير إلى أن هناك متغيرات مستقلة أخرى - بخلاف المستخدمة في النموذجين - يمكنها تفسير ٠,٧٠٨، ٠,٦٥٥ على التوالي، من التغير في الأرباح المستقبلية. وتخفض قيمة هذين المعدلين عن القيمتين المناظرتين (٠,٥٨٢، ٠,٥٨٨) في دراسة Richardson (2005)، وكذلك القيمتين المناظرتين (٠,٤٩٨، ٠,٤٩٦) في دراسة Abousamak (2018). كما يتمثل أحد أوجه القصور أيضاً في انخفاض حجم العينة (٣٩٦ مشاهدة) مقارنة بحجمها في دراسات سابقة أخرى، كدراسة Abousamak (2018) التي بلغت ١١٤٤ مشاهدة لاختبار استمرارية الأرباح. ودراسة Jeong and Choi (2019) التي بلغت ١٥٨٢٦ مشاهدة، ودراسة Li (2019) التي بلغت ١٧١٢٨٠ مشاهدة، لاختبار أثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على العلاقة بين استمرارية الأرباح ومحدداتها. كذلك قد توجد متغيرات رقابية تضبط العلاقة بين الأرباح الحالية وعنصرها والأرباح المستقبلية، والتي قد يؤدي تضمينها نتائج مختلفة، فضلاً عن وجود مؤشرات أخرى

- بخلاف المستخدمة في الدراسة - لقياس متغيرات الدراسة، يؤدي استخدامها إلى الحصول على نتائج مختلفة.

وفي ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة، يمكن اقتراح التوصيات التالية:

- (أ) لأصحاب المصالح، بالاعتماد على استمرارية الأرباح (كمؤشر لجودة الأرباح) كآلية لتقييم أداء الشركات، نظراً لارتفاع نفعية المعلومات المتعلقة بها، مما يحسن من عملية اتخاذ القرارات.
- (ب) للباحثين، إجراء مزيداً من الدراسات تتناول محددات أخرى لاستمرارية الأرباح، نظراً لأهمية توفير المعلومات الملائمة المتعلقة بالأرباح، والتي تُسهم في تحسين بيئة صنع واتخاذ القرارات.

٣/٣/٦ - مجالات البحث المقترحة

في ضوء نتائج البحث وحدوده، يمكن اقتراح مجموعة من المقترحات البحثية التالية:

- أثر القدرة الإدارية والثقة الإدارية المفرطة على استمرارية الأرباح وقدرتها التنبؤية.
- أثر الخصائص التشغيلية للشركة وخصائص عملية المراجعة على استمرارية الأرباح.
- اختبار أثر التحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط على استمرارية الأرباح.
- أثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية.
- اختبار أثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على استمرارية الأرباح.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- أبو الخير، مدثر. (٢٠٠٧). أثر معايير المحاسبة الدولية والعوامل النظامية على جودة التقارير المالية: دراسة ميدانية عن تطبيق معيار الانخفاض في قيمة الأصول. *المجلة العلمية للتجارة والتمويل*، ١، ٥٧-١.
- أبو العز، محمد السعيد. (٢٠٠٧). تحليل القوائم المالية لأغراض الائتمان والاستثمار. *المؤلف*. كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- أبو سالم، سيد سالم محمد. (٢٠١٨). تأثير الاستحقاقات الاختيارية على استمرارية الأرباح: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٢(٧)، ٦٤١-٦٨٠.
- أحمد، سامح. (٢٠١٢). أثر جودة المراجعة في جودة الأرباح، وانعكاسها على التوزيعات النقدية في الشركات المساهمة المصرية. *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، ٨(٤)، ٧٣٦-٧٦١.
- البورصة المصرية، التقارير السنوية، https://egx.com.eg/ar/Services_Reports.aspx
- بدير، شيماء أبو الخير أبو الخير. (٢٠٢٠). أثر إدارة الأرباح على أداء الشركات خلال عمليات الاندماج والاستحواذ في ظل الظروف السياسية في مصر - دراسة تطبيقية. رسالة ماجستير غير منشورة. كلية التجارة، جامعة دمياط.
- حماد، مصطفى أحمد محمد. (٢٠١٧). أثر استخدام الأنشطة الحقيقية لإدارة الأرباح REM على الأداء التشغيلي اللاحق للشركات المصرية - دراسة تطبيقية، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢١(١)، ٦٢-١٠.

زلوم، نضال عمر. (٢٠١٥). نموذج مقترح لقياس استخدام المعلومات المحاسبية للتنبؤ باستمرارية الأرباح كأداة لجودتها. **المجلة الأردنية في إدارة الأعمال**، ١١(٣)، ٦٢١-٦٤٠.

محمد، أحمد سليم. (٢٠١٨). تفسير العلاقة بين هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة وبين عدم شفافية واستمرارية الأرباح (دراسة تطبيقية على الشركات المشتركة). **مجلة الفكر المحاسبي**، ٢٢(٥)، ٨٠٤-٨٤١.

محمد، سمير إبراهيم عبدالعظيم. (٢٠٢٠). أثر نوع رأى مراقب الحسابات ودرجة تخصصه الصناعي على استمرارية الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. **مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية**، ٤(٣)، ١-٦٣.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

Abousamak, A. (2018). The Effect of Earning Persistence and Components of Earning on the Predictability of Earning: Evidence from an Emerging Market. **International Journal of Economic & Business Research**, 16 (3), 405-420.

Alipour, M., Ghanbari, M., Jamshidinavid, B., and Taherabadi, A. (2019). The relationship between environmental disclosure quality and earnings quality: a panel study of an emerging market. **Journal Of Asia Business Studies**, 13(2), 326-347.

Apergis, N., Artikis, G., Eleftheriou, S., and Sorros, J. (2012). Accounting Information, the Cost of Capital and Excess Stock Returns: The Role of Earnings Quality- Evidence from Panel Data. **International Business Research**, 5 (2): 123-136.

Artikis, P., and Papanastasopoulos. G. (2016). Implications of the cash component of earnings for earnings persistence and stock returns. **The British Accounting Review**, 48 (2) 117-133.

Asthana, S., and Zhang, Y. (2006). Effect of R&D investments on persistence of abnormal earnings. **Review of Accounting and Finance**, 5(2), 124-139.

Atwood, T., Drake, M., and Myers, L. (2010). Book-tax conformity, earnings persistence and the association between earnings and future cash flows. **Journal of Accounting and Economics**, 50(1), 111-125.

Baber, W., Fairfield, P., and Haggard, J. (1991). The effect of concern about reported income on discretionary spending decisions. **The Accounting Review**, 66(4), 818-829.

Barton, J. (2001). Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions? **The Accounting Review**, 76(1), 1-26.

Barton, J., Hansen, T., and Pownall, G. (2010). Which performance measures do investors around the world value the most-and why? **The Accounting Review**, 85(3), 753-789.

Beyer, A., Guttman, I., and Marinovic, I. (2019). Earnings Management and Earnings Quality: Theory and Evidence. **The Accounting Review**, 94(4), 77-101.

Boubakri, N., and Mishra, D. (2017). Information Overload and Cost of Equity Capital. **Asian Finance Association (AsianFA) 2018 Conference**, Available at <https://ssrn.com/abstract=2931362>

Burgstahler, D., and I. Dichev. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. **Journal of Accounting and Economics**, 24 (1), 99-126.

- Cahan, S., Emanuel, D., and Sun, J. (2009). The effect of earnings quality and country-level institutions on the value relevance of earnings. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 33(4), 371–391.
- Campa, D., Cao, T., and Donnelly, R. (2019). Asset Disposal as a Method of Real Earnings Management: Evidence from the UK. **ABACUS**, 55(2), 306-332.
- Cheng, Q., Lee, J., and Shevlin, T. (2016). Internal governance and real earnings management. **The Accounting Review**, 91(4), 1051-1085.
- Cohen, D. Pandit, S., Wasley, C., And Zach, T. (2020). Measuring Real Activity Management. **Contemporary Accounting Research**, 37(2), 1172–1198.
- _____, and Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. **Journal of Accounting and Economics**, 50 (1), 2–19.
- Cornell, B., and Landsman, W. (2003). Accounting Valuation: Is Earnings Quality an Issue? **Financial Analysts Journal**, 59 (6): 20-28.
- Dechow, P., Richardson, S., and Sloan, R. (2008). The persistence and pricing of the cash component of earnings. **Journal of Accounting Research**, 46 (3), 537 – 566.
- _____, 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., and Ge, W. (2006). The persistence of earnings and cash flows and the role of special items: Implications for the accrual anomaly. **Review of Accounting Studies**, 11(2), 253 – 296.
- _____, 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), 344–401.
- _____, Sloan, R., and Sweeney, A. (1995). Detecting earnings management. **The Accounting Review**, 70(2), 193-225.
- DeFond, M. (2010). Earnings quality research: Advances, challenges and future research. **Journal of Accounting and Economics**, 50(2-3), 402-409.
- Doukakis, L. (2010). The persistence of earnings and Earnings components after the Adoption of IFRS. **Managerial Finance**, 36(11), 969-980.
- Ebaid, I. (2011). Persistence of earnings and earnings components: evidence from the emerging capital market of Egypt. **International Journal of Disclosure and Governance**, 8(2), 174–193.
- Fairfield, P., Whisenant, S., and Yohn, T. (2003). The differential persistence of accruals and cash flows for future operating income versus future profitability. **Review of Accounting Studies**, 8 (2-3), 221 – 243.
- Francis, B., Hasan, I., and Li, L. (2016). Abnormal real operations, real earnings management, and subsequent crashes in stock prices. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 46 (2):217–260.
- Francis, J., Lafond, R., Olsson, M., and Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. **The Accounting Review**, 79(4), 967-1010.

- _____, LaFond, R., Olsson, P., and Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. **Journal of Accounting and Economics**, 39, 295-327.
- Gerding, E. (2016). Disclosure 20: Can technology solve overload, complexity, and other information failures? **Tulane Law Review**, 90(5), 11-43.
- Graham, J., Harvey, C., and Rajpogpal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, 40(1-3), 3-73.
- Gunny, K. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. **Contemporary Accounting Research**, 27(3), 855-888.
- Healy, P., and Wahlen, J. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, 13(4), 365-383.
- Herrmann, D., Inoue, T., and Thomas, W. (2002). The Persistence and Forecast Accuracy of Earnings Components in the USA and Japan. **Journal of International Financial Management & Accounting**, 11(1):48–70.
- Hewitt, M. (2009). Improving Investors' Forecast Accuracy when Operating Cash Flows and Accruals Are Differentially Persistent. **The Accounting Review**, 84(6): 1913-1931.
- Hribar, B., Jenkins, N., and Johnson, W. (2006). Stock Repurchases as an Earnings Management Device. **SSRN Electronic Journal**, 41(1-2), 3-27.
- Jeong, K., and Choi, S. (2019). Does Real Activities Management Influence Earnings Quality and Stock Returns in Emerging Markets? Evidence from Korea. **Emerging Markets Finance & Trade**, 55(2), 1-17.
- Jones, J. (1991). Earnings Management during Import Relief Investigations. **Journal of Accounting Research**, 29 (2), 193-228.
- Kim, J., and B. Sohn. (2013). Real earnings management and cost of capital. **Journal of Accounting and Public Policy**, 32 (6), 518–543.
- Kothari, S., Mizik, N., and Roychowdhury, S. (2016). Managing for the moment: The role of earnings management via real activities versus accruals in SEO valuation. **The Accounting Review**, 91(2), 559-586.
- Kpeli, P. (2019). Earnings Persistence, Earnings Management and Stock Returns. **Master Thesis**, university of Ghana, college of humanities, business school, department of accounting, available at: <http://ugspace.ug.edu.gh/handle/123456789/34467>
- Krishnan, G. (2003). Audit quality and the pricing of discretionary accrual. **Auditing**, 22(1), 109-126.
- Kutner, M., Nachtsheim, C., Neter, J., and Li, W. (2005). **Applied Linear Statistical Models**. 5th Edition, McGraw Hill/Irwin, New York.
- Lee, L. (2012). Incentives to inflate reported cash from operations using classification and timing. **The Accounting Review**, 87(1), 1-33.
- Li, V. (2019). The effect of real earnings management on the persistence and informativeness of earnings. **The British Accounting Review** 51 (4) 402-423.

- Lin, R., Chen, T., Tseng, Y., and Chang, C. (2018). Does pension plan reporting readability affect earnings volatility? Funded status and SFAS 158 perspectives. **Pacific Accounting Review**, 31(1), 133-158.
- Lo, K., Ramos, F., and Rogo, R. (2017). Earnings management and annual report readability. **Journal of Accounting and Economics**, 63(1), 1-25.
- Meini, Z., and Siregar, S. (2014). The effect of accrual earnings management and real earnings management on earnings persistence and cost of equity. **Journal of Economics, Business & Accountancy Ventura**, 17(2), 269–80.
- Mizik, N., and Jacobson, R. (2007). Myopic marketing management: Evidence of the phenomenon and its long-term performance consequences in the SEO context. **Marketing Science**, 26(3), 361-379.
- Richardson, S., Sloan, R., Soliman, M., and Tuna, I. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. **Journal of Accounting and Economics**, 39(3), 437–485.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, 42(3), 335-370.
- Scott, W. (2009). *Financial Accounting Theory* (5th edition), Pearson Education, Toronto, Canada.
- Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? **The Accounting Review**, 71(3), 289-315.
- Subramanian, R., Insley, R., and Blackwell, R., (1993). Performance and readability: a comparison of annual reports of profitable and unprofitable corporations. **Journal of Business Communication**, 30(1), 49–61.
- Subramanyam, K. (1996). The pricing of discretionary accruals. **Journal of Accounting and Economics**, 22(1-3), 249-281.
- _____, and Wild, J. (1996). Going-concern status, earnings persistence, and informativeness. **Contemporary Accounting Research**, 13(1), 251-274.
- Tabachnick, G., and Fidell, S. (2013). **Using multivariate statistics**. (6th ed.). Boston, MA: Allyn & Bacon.
- Tee, C., and Rasiah, P. (2020). Earnings persistence, institutional investors monitoring and types of political connections. **Asian Review of Accounting**, 28(3), 309-327.
- Thompson, S. (2012). **Sampling**, Third Edition, A John Wiley & Sons, Inc. New Jersey, USA.
- Vorst, P. (2016). Real earnings management and long-term operating performance: The role of reversals in discretionary investment cuts. **The Accounting Review**, 91 (4), 1219–1256.
- Xie, H. (2001). The mispricing of abnormal accruals. **The Accounting Review**, 76(3), 357-373.

ملحق البحث: قائمة شركات عينة البحث والقطاعات المنتمية لها

أولاً: قطاع الأغذية والمشروبات (١١ شركات ١٥%)		خامساً: قطاع السياحة والترفيه (٥ شركات ٧%)	
١	الإسماعيلية الوطنية للصناعات الغذائية	٣٧	المصرية للمشروعات السياحية العالمية
٢	الإسماعيلية مصر للدواجن	٣٨	المصرية للمنتجات السياحية
٣	الدلتا للسكر	٣٩	جولدن كوست السخنة للاستثمار السياحي
٤	الشرقية الوطنية للامن الغذائي	٤٠	رمكو لإنشاء القرى السياحية
٥	العربية لمنتجات الألبان	٤١	رواد السياحة
٦	القاهرة للدواجن	سادساً: قطاع العقارات (١٥ شركات ٢١%)	
٧	المصرية لصناعة النشا والجلوكوز	٤٢	الاستثمار العقاري العربي
٨	المنصورة للدواجن	٤٣	التعمير والاستشارات الهندسية
٩	جهينة للصناعات الغذائية	٤٤	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار
١٠	شمال الصعيد للتنمية والانتاج الزراعي	٤٥	الشمس للإسكان والتعمير
١١	مجموعة أجواء للصناعات الغذائية	٤٦	المتحدة للإسكان والتعمير
ثانياً: قطاع التشييد ومواد البناء (١٠ شركة ١٤%)		٤٧	المصرية لتطوير صناعة البناء
١٢	اسمنت بورتلاند طرة	٤٨	الوادي العالمية للاستثمار والتنمية
١٣	اسمنت سيناء	٤٩	إعمار مصر للتنمية
١٤	الإسكندرية لأسمنت بورتلاند	٥٠	بالم هيلز للتعمير
١٥	الحديثة للمواد العازلة	٥١	دلتا للإنشاء والتعمير
١٦	السويس للأسمنت	٥٢	زهراء المعادى للاستثمار والتعمير
١٧	العربية للأسمنت	٥٣	عامر القابضة (عامر جروب)
١٨	العز للسيراميك والبورسلين - الجوهرة	٥٤	مجموعة بورتو القابضة
١٩	ليسيكو مصر	٥٥	مجموعة طلعت مصطفى القابضة
٢٠	مصر بنى سويف للأسمنت	٥٦	مينا للاستثمار السياحي والعقاري
٢١	مصر للأسمنت - قنا	سابعاً: قطاع الكيماويات (٦ شركات ٨%)	
ثالثاً: قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات (٨ شركات ١١%)		٥٧	الدولية للأسمدة والكيماويات
٢٢	الأهرام للطباعة والتغليف	٥٨	المالية والصناعية المصرية
٢٣	السويدى إلكترونيك	٥٩	سماد مصر - إيجيفرت
٢٤	السويس للأكياس	٦٠	سيدى كرير للبتر وكيماويات
٢٥	الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير	٦١	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات
٢٦	العربية للصناعات الهندسية	٦٢	مصر لإنتاج الأسمدة
٢٧	الكابلات الكهربائية المصرية	ثامناً: قطاع المنتجات المنزلية والشخصية (٤ شركات ٦%)	
٢٨	غبور اوتو - جى بى أوتو	٦٣	النساجون الشرقيون للسجاد
٢٩	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة والتغليف والورق	٦٤	العربية وبولفارا للغزل والنسيج
رابعاً: قطاع الرعاية الصحية والأدوية (٧ شركات ١٠%)		٦٥	جولدت تكس للأصواف
٣٠	العبوات الطبية	٦٦	دايس للملابس الجاهزة
تاسعاً: قطاع الموارد الأساسية (٥ شركات ٧%)		سادساً: قطاع العقارات (١٥ شركات ٢١%)	
٣١	المصرية الدولية للصناعات الدوائية	٤٢	الاستثمار العقاري العربي
٣٢	أكتوبر فارما	٤٣	التعمير والاستشارات الهندسية
٣٣	الإسكندرية للخدمات الطبية	٤٤	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار
٣٤	جلاكسو سميثكلابن	٤٥	الشمس للإسكان والتعمير
٣٥	سبأ الدولية للأدوية والصناعات الكيماوية	٤٦	المتحدة للإسكان والتعمير
٣٦	مينا فارم للأدوية والصناعات الكيماوية	٤٧	المصرية لتطوير صناعة البناء