

# العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة: هل هناك تأثير لإدارة الدخل؟

"دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"

دكتور

سيد سالم محمد أبو سالم

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

said.abosalm1984@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد السادس والأربعون - العدد الثاني - إبريل ٢٠٢٤

رابط المجلة: <https://zcom.journals.ekb.eg>

## العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة: هل هناك تأثير لإدارة الدخل؟

"دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"

سيد سالم محمد أبو سالم

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر

### ملخص

في هذا البحث، يتساءل الباحث عما إذا كان التأثير المرئي أو الظاهري للإحتفاظ بالنقدية على أداء الشركة سيصمد عندما يتم تعديل الأداء المقاس لتأثيرات إدارة الدخل. يقيس الباحث أداء الشركة بالإضافة إلى التأثير المحتمل للتلاعب بالدخل على مثل تلك المقاييس باستخدام البيانات المحاسبية. من أجل الحصول على مقياس أداء خالٍ نسبياً من التلاعب، يحتاج الباحث التخلص من تأثير الاختيارات الاستراتيجية المحتملة فيما يتعلق بالاستهلاك، الإطفاء، والاستحقاقات. لذلك، استخدم الباحث صافي الدخل قبل البنود الاستثنائية والعمليات المتوقعة مخصوماً منه الاستحقاقات الاختيارية كمقياس للأداء غير المُدار. فنظراً لاستبعاد المكونات الاختيارية للاستحقاقات، فإن التباين في هذا المقياس سيعكس الاختلافات في الأداء الحقيقي بدلاً من التأثيرات التجميلية للتقدير في المعالجة المحاسبية. اعتمد الباحث على عينة مكونة من ١٠٢ شركة مساهمة مصرية (٥٩٤ مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى خمسة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالي في الفترة بين عامي ٢٠١٦م و٢٠٢١م. وقد أظهرت نتائج البحث أن هناك علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة، وأن هذا التأثير المرئي أو الظاهري للإحتفاظ بالنقدية على أداء الشركة ظل قائماً عندما تم تعديل الأداء المقاس لتأثيرات إدارة الدخل.

*الكلمات الدالة:* الإحتفاظ بالنقدية، أداء الشركة، إدارة الدخل، الاستحقاقات الاختيارية.

## ١. مشكلة البحث

يعد الإحتفاظ بالنقدية قراراً مالياً وإدارياً مهماً لأي شركة. ففي الأسواق المالية الكاملة، لا يوجد دافع للشركات للإحتفاظ بنقدية كبيرة، حيث إنه يمكن تحويل الأصول إلى نقدية أو الحصول على التمويل بتكلفة عادلة من السوق مباشرةً عند الحاجة إلى نقدية. إلا أن عدم اكتمال الأسواق بسبب تكاليف المعاملات وعدم تماثل المعلومات، يوفر أساساً منطقياً لإحتفاظ الشركات بالنقدية، حيث تتجه الشركات إلى تقديم إشارات ايجابية للمستثمرين والمقرضين من خلال الإفصاح عن مركز نقدي قوى، وذلك بهدف الحد من التأثيرات السلبية لمشكلة عدم تماثل المعلومات، وهو ما يتطلب الإحتفاظ باحتياطيات نقدية كبيرة، وبالتالي تتجنب الشركة إرتفاع تكلفة التمويل الخارجى ( Opler et al., 1999; Wai and Zhu, 2013; Nguyen et al., 2016).

"الكاش هو الملك" مقولة مأثورة يتداولها المستثمرون في مجال الأعمال لتأكيد أهمية السيولة النقدية لدورة الأعمال وضمن إستمرار نشاط الشركات، حيث تعكس تلك المقولة الإيمان الراسخ لدى رواد الأعمال بأن السيولة أهم من غيرها من أشكال الأدوات الاستثمارية، وذلك لأنه بدون سيولة نقدية كافية لن تتمكن الشركات من النجاح في عالم الاستثمار والأعمال. فقد بات ينظر إلى إحتفاظ الشركات بالاحتياطيات النقدية على أنها أمراً ضرورياً يشبه إلى حد كبير إحتفاظ البنوك المركزية بالاحتياطيات الأجنبية، ورغم أن الأخيرة لها معايير مختلفة في تشكيلها، إلا أن الأمر المشترك بينهما هو أهمية النقد للتعامل مع حالات الطوارئ.

بينما كان يعتقد، في الماضي، أن الإحتفاظ بأرصدة نقدية كبيرة يعتبر خياراً إدارياً غير فعال ينطوى على قدر كبير من الإنتهازية الإدارية، ويتم ربط الموضوع بمشاكل حوكمة الشركات، في الوقت الحاضر، قررت أعداد متزايدة من الشركات تكديس الاحتياطيات النقدية كأداة لدعم عمليات النمو وتطوير الأعمال. في الواقع، فإن خيار الإحتفاظ بالنقدية يستجيب لهدف ضمان مستويات أعلى من المرونة المالية من أجل إقتناص فرص النمو دون التعرض لخطر القيود المالية. يعطى المديرون الأولوية لسياسات التمويل، مع الحفاظ على المرونة المالية، معتقدين أن هذه السمة أكثر أهمية من المزايا الضريبية. لذلك، في ضوء العمليات الحالية لعولمة الأسواق، وتدويل الشركات، وتكامل الأسواق المالية، والتنافسية المفرطة، هناك تسامح منخفض مع عدم كفاءة الشركات، والتي قد تكون السبب المباشر لعدم الإستقرار والإفلاس. هناك حاجة للاستجابة الفورية حتى لا تفقد الشركة أى فرصة للنمو. كل هذه الأمور جعلت من إمتلاك احتياطيات نقدية كبيرة أداة مرونة مالية ذات أهمية قصوى من أجل المنافسة بنجاح (La Rocca and Cambrea, 2019).

على المستوى الأكاديمي، تم تناول قرارات الإحتفاظ بالنقدية على نطاق واسع من خلال الدراسات السابقة في مجال إدارة رأس المال العامل، باعتبارها الوسيلة الرئيسية لتسهيل العمليات اليومية للشركات، والاستفادة من فرص الاستثمار المتاحة أمامها، وكذا التغلب على الظروف المالية الصعبة

التي قد تجابه الشركات. وتشير الأدبيات الخاصة بإدارة السيولة إلى أن هناك سببين رئيسيين لاحتفاظ الشركات بالنقدية، وهما (Dimitropoulos et al., 2020):

- السبب الأول: هو دافع المعاملات (The Transactional Motive) الذي يقترح أن الاحتفاظ بالنقدية يهدف إلى تقليل تكاليف المعاملات عن طريق الوفاء بالمدفوعات النقدية للشركة دون الحاجة إلى اللجوء للتمويل الخارجي أو تصفية الأصول، وكلاهما يؤدي إلى تكاليف كبيرة للشركة. وبالنظر في الوقت ذاته إلى عدم تماثل المعلومات الذي يزيد من تكاليف التمويل الخارجي، يمكن للنقدية المحتفظ بها أن تساعد الشركات على تمويل فرص الاستثمار المتاحة أمامها، والتي كان يمكن التنازل عنها (أو التضحية بها) حال عدم توافر النقدية اللازمة لتمويل تلك الفرص.
- السبب الثاني: هو الدافع الإحترازي أو الوقائي (The Precautionary Motive) الذي يشير إلى أن الشركات تحتفظ بالنقدية من أجل تغطية الأحداث غير المتوقعة والحالات الطارئة، حيث تشكل الموجودات النقدية المحتفظ بها حاجزاً ضد الصدمات السلبية والأزمات المالية. فقد يساعد هذا المخزون النقدي المحتفظ به الشركات على التغلب على صعوبات التمويل، تجنب تأخير المدفوعات، وتمويل فرص الاستثمار عند ظهورها حتى خلال فترات الاضطرابات المالية، الأمر الذي يسمح بمرونة مالية كبيرة للشركات.

ومن الناحية النظرية، يبدو دور السيولة مثير للجدل، فمقارنةً بفوائد المرونة المالية المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية، هناك العديد من العيوب التي يمكن أن تعزى إليها، مثل جعل التأثير الصافي على أداء الشركة غير مؤكد. وبالتالي، على مدار العقود القليلة الماضية، أصبح التحقق من تأثير الاحتفاظ بالنقدية على أداء الشركة محل اهتمام كبير في جميع أنحاء العالم لكل من الأوساط الأكاديمية والمالية. تمثل النقدية المحتفظ بها حاجزاً ضد تغير الظروف الاقتصادية وتكاليف التشغيل. لذلك، عندما ترتفع الأسعار، تزيد الشركات أولاً من النقدية وما يعادلها لتجنب التعثر المالي. يساعد النقد الإضافي المحتفظ به الشركة على الحفاظ على عملياتها التجارية، وتجنب التكلفة المرتبطة بإصدارات رأس المال الجديدة. ومع ذلك، في حين أن النقدية المحتفظ بها تفيد الشركة، فإنها يمكن أن تؤدي أيضاً إلى عدم الكفاءة، حيث يمكن للمستويات المرتفعة من النقدية المحتفظ بها أن تخلق تكاليف الوكالة، لأنها توفر للمديرين فرصة للاستثمار في المشاريع التي قد تقلل من قيمة الشركة (POST, 2022).<sup>(1)</sup>

فالحكمة العامة حول الاحتفاظ بالنقدية تشير إلى أن القدر الزائد من النقدية المحتفظ بها (Excess Cash) يعتبر تكتيكاً غير فعال لأنه مرتبط بالإنتهازية الإدارية أو حتى تضارب المصالح (مشاكل الوكالة) داخل الشركات. فوفقاً لفرضية الإنتهازية الإدارية، فإن الاحتفاظ بمستوى مرتفع من الأرصدة النقدية يوفر للمديرين حرية تصرف أكبر يمكنهم من خلالها تحقيق منافع ومزايا خاصة أكبر على

(1) هذا الأمر يجعل بالطبع إدارة النقدية تنطوي على مفاضلة (Trade-off) بين المزايا والعيوب المترتبة على الاحتفاظ بتلك النقدية.

حساب رفاهية حملة الأسهم. فعندما يمتلك المدير تدفقات نقدية حرة كبيرة تحت تصرفهم، فإنه من المحتمل أن يغالوا أكثر في الاستثمار في أنشطة هامشية أو مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة على حساب مصلحة المساهمين. قد تكون هذه الأنشطة والمشروعات مرضية للمديرين وقد تجلب لهم مزايا مالية أو مكافآت شخصية أخرى (Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1986).<sup>(٢)</sup>

ففي ظل التعارض المحتمل في المصالح بين الإدارة والمساهمين، فإن الشركات التي سيكون لديها أموال زائدة (أو فائضة) ستخاطر في نهاية المطاف بإهدارها في مشاريع غير مربحة. وبالتالي، فإن وجود مستوى كبير من التدفق النقدي الحر سيقود المديرين إلى اختيار سياسات الاستثمار دون المستوى الأمثل (Jensen, 1986; Richardson, 2006).<sup>(٣)</sup> ومع ذلك، ستكشف الاستثمارات الرديئة أو الفقيرة عن نفسها في الأرباح المستقبلية للشركة، حيث ستقود الاستثمارات التي لا تؤدي إلى تعظيم القيمة في نهاية المطاف إلى تخفيض الأرباح. سيؤدي ذلك إلى انخفاض أسعار الأسهم، وقد يؤدي إلى اتخاذ إجراءات من جانب المساهمين لعزل أعضاء مجلس الإدارة وكبار المديرين التنفيذيين. ولتمويه أو إخفاء (Camouflage) تأثير الأنشطة الهامشية والمشروعات ذات صافي القيمة الحالية السالبة على الأرباح، قد يقوم المديرين باستخدام إجراءات محاسبية تزيد من رقم الدخل المفصح عنه. قد تساعد أرقام الأرباح "المتضخمة" هذه في تهدئة المستثمرين وتؤدي إلى تقييم سوقى أعلى مما كان يمكن أن يكون عليه الحال إذا لم تتدخل الإدارة للتأثير على الصورة المدركة في أذهان المستثمرين بشأن حقيقة الأرباح، وهذا بالطبع على افتراض أن المستثمرين لا يمكنهم كشف إدارة الدخل تماماً (Chung et al., 2005a; Chung et al., 2005b).<sup>(٤)</sup>

(٢) يشير مفهوم التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow)، والذي قدمه (Jensen, 1986)، إلى مجموع الأموال الفائضة المتاحة للشركة بعد تمويل المشاريع المربحة. ويرى (Jensen, 1986) أنه من المرجح أن تستثمر الشركات التي تتمتع بفرص نمو منخفضة التدفق النقدي الحر المتوافر لديها في مشروعات غير مربحة. ففي ظل غياب المراقبة الفعالة أو الإجراءات التأديبية (Disciplinary Actions) من قبل أصحاب المصلحة الخارجيين ووكلائهم، قد يختار بعض المديرين الاستثمار في أنشطة هامشية أو مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة. يعضد من وجهة النظر السابقة، ما أشار إليه (أبو العز، ٢٠١٥) من أنه إذا توقع المدير أن يترك الشركة قبل نهاية عمرها - وهذه هي الحالة الواقعية السائدة - فمن الطبيعي والمتوقع أن يركز المدير (الوكيل) على تعظيم منفعة في الأجل القصير الذي يعنيه، حتى ولو كان ذلك ضاراً لمصالح المساهمين (الموكل). فالمدير الذي يتوقع أن يغادر الشركة في المستقبل القريب يعطى وزناً قليلاً لنتائج القرارات التي تتكشف بعد مغادرته للشركة، وذلك فيما يعرف "بمشكلة الأفق الزمني". فعندما يتوافر لدى الشركة المزيد من الفوائض النقدية المحتفظ بها، قد يجد المدير الحافظ لإهدار تلك الفوائض النقدية في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة (Jensen, 1986)، وهو بالطبع الأمر الذي يقود في النهاية إلى تراجع معدلات الربحية، بالشكل الذي يؤثر بالسلب على قيمة الشركة.

(٤) لاحظ أن فعالية هذا التحيز في تحقيق أهداف الإدارة رهن بمستوى كفاءة سوق الأوراق المالية، فضلاً عن الانطباعات التي يكونها المتعاملين في السوق حول مصداقية الإدارة، ومدى صدق ما تعده من قوائم مالية في التعبير عن الحقيقة الاقتصادية للمنشأة في الفترات الماضية. ومع ذلك، هناك اعتقاد شائع لدى إدارات الشركات بوجود علاقة ميكانيكية ثابتة بين رقم صافي الربح الذي تظهره القوائم المالية وأسعار أسهم تلك الشركات. بمعنى أن سوق الأوراق المالية يطبق مضاعفاً ثابتاً للربح لكل الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة يتحدد على أساسه سعر السهم، بغض النظر عن الطرق المحاسبية المستخدمة في تحديد رقم الربح الظاهر في القوائم المالية. ومن ثم فقد تلجأ الإدارة إلى اختيار الطرق والسياسات المحاسبية التي تمكنها من تعظيم رقم الربح المفصح عنه، بقصد التأثير على الصورة المدركة في سوق الأوراق المالية للمنشأة، ومن ثم على توقعات المحللين الماليين وكافة المتعاملين في هذه السوق، إنتهاءً بالتأثير المرجو على أسعار أسهم الشركة. ويزداد هذا الدافع، بشكل خاص، إذا كانت الإدارة من المستثمرين الكبار في الشركة، أو إذا كانت تتمتع بخيارات شراء أسهم الشركة (أبو العز، ٢٠٠٧).

ويشير كل من ( Bukit and Iskandar, 2009; Rusmin et al., 2014; Nekhili et al., ) إلى أن المديرين قد ينخرطون في ممارسات متعسفة لإدارة الدخل بهدف إخفاء الأداء المضاد لمشاريعهم (Counter-Performance). هناك حالتان موصوفتان في الأدبيات المحاسبية من الممكن حدوثهما. الحالة الأولى تنشأ عندما يتدخل المديرون بشكل متعمد لزيادة رقم الربح المفصح عنه في التقارير المالية لإخفاء الأداء المضاد للاستثمار دون المستوى الأمثل. الحالة الثانية تنشأ عندما يختار المديرون التدخل المتعمد لتخفيض الأرباح الحالية لصالح تمهيد الأرباح في السنوات التالية، عندما يبدأ التأثير السلبي للاستثمار دون المستوى الأمثل في الظهور.

من هذا المنطلق، يحاول البحث الحالي التحقق من تأثير الإحتفاظ بالنقدية على أداء الشركة عندما يتم تعديل الأداء المقاس والمفصح عنه من قبل الشركة بتأثيرات إدارة الدخل. بشكل أكثر تحديداً، يركز الباحث على دور الاستحقاقات الاختيارية ("DAC" Discretionary Accruals) في إدارة الدخل.<sup>(٥)</sup> فمن أجل الحصول على مقياس أداء خالٍ نسبياً من التحيزات التي يتركها التدخل المتعمد في عملية التقرير المالي الخارجى من قبل الإدارة، فإنه يجب تعديل أداء الشركة المعلن أو المفصح عنه من قبل الشركة إلى قيمه غير المدارة، وذلك من خلال خصم الاستحقاقات الاختيارية من الأرباح المعلنة أو المنشورة. فنظراً لأن تعديل الأداء المقاس والمفصح عنه من قبل الشركة بتأثيرات إدارة الدخل سيؤدى إلى استبعاد المكونات الاختيارية للاستحقاقات من الأرباح المعلنة أو المنشورة، لذا، فإن التباين في المقياس المعدل للأداء سيعكس الاختلافات في الأداء الحقيقى (True Performance) بدلاً من التأثيرات التجميلية (Cosmetic Effects) لحرية التصرف أو السلطة التقديرية المتاحة للإدارة في الإعراف بالاستحقاقات (Cornett et al., 2008). ومن ثم، يسعى البحث الحالى إلى الإجابة على التساؤل التالى: هل التأثير المرئى أو الظاهرى للإحتفاظ بالنقدية على أداء الشركات المساهمة المصرية سيظل قائماً متى تم تعديل الأداء المقاس لتلك الشركات بتأثيرات إدارة الدخل؟

(٥) تمثل الاستحقاقات الاختيارية (DAC) المستوى غير المتوقع أو غير العادى من الاستحقاقات والذي يرجع إلى تدخل أو تحكم الإدارة لتعظيم أو تندية إيرادات ومصروفات الفترة المحاسبية، مثل: تدخل الإدارة بتعديل أو تغيير شروط منح الائتمان التجارى لزيادة أو تخفيض حجم المبيعات الأجلة، والتحكم في حجم وتوقيت بعض الأحداث المؤثرة في الأرباح، مثل: عمليات بيع أو إحلال الأصول المتقدمة (كسب، ٢٠٠٨). فالإدارة عادة ما يكون لديها بعض حرية التصرف أو السلطة التقديرية في الإعراف بالاستحقاقات، ويمكن استخدام تلك السلطة التقديرية من قبل الإدارة للتلاعب بالاستحقاقات بشكل إنتهازى، ومن ثم تصبح الأرباح مقياساً أقل موثوقية لأداء الشركة (Sloan, 1996). وتنشأ تلك السلطة التقديرية التي تتمتع بها الإدارة كنتيجة لتفانيه للأخذ بمحاسبة الاستحقاق في القياس المحاسبى، وذلك للأسباب التالية: (١) أن القياس الدورى للدخل على أساس الاستحقاق على مدى فترات نقل عن العمر الكلى للمنشأة يحتم الركون إلى التقدير والتنبؤ من جانب الإدارة في مواضع كثيرة، منها على سبيل المثال، تقدير العمر الإنتاجى والقيمة المتبقية المتوقعة للأصول الثابتة القابلة للإستهلاك، تقدير الديون المشكوك في تحصيلها، وتقدير التكلفة المتوقعة للإلتزامات ضمان المنتجات (أبو العز، ٢٠٠٧؛ ٢) أن محاسبة الاستحقاق تتطلب تحديد توقيت الإعراف بالإيرادات وتحديد ذلك القدر من المصروفات الذى أسهم في تحقيق تلك الإيرادات، ومن ثم إجراء المقابلة بينهما. وهنا يمكن القول بأن الإدارة تستطيع أن تتحكم في جزء من عملية المقابلة، وخصوصاً فيما يتحقق من إيرادات ومصروفات قبل نهاية السنة المالية أو في بداية السنة المالية التالية (أبو الخير، ١٩٩٩). وهو ما أوضحه (Demski, 1998) عندما أشار إلى أن الإدارة يمكنها تأجيل الإعراف بالإيرادات التي تتحقق في نهاية الفترة المالية إلى الفترة المالية التالية خصوصاً إذا أيقنت أن أرباح الفترة المالية الحالية كافية للتقرير عنها، كما يمكن للإدارة تأجيل بعض المصروفات المدارة مثل: مصروفات الدعاية والإعلان، مصروفات البحوث والتطوير، ومصروفات التدريب إذا ما كانت أرباح الفترة المالية الحالية غير كافية للتقرير عنها.

## ٢. هدف البحث

فى ضوء مشكلة البحث، يتمثل الهدف الأساسى للبحث الحالى فى اختبار تأثير إدارة الدخل على العلاقة المدركة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركات المساهمة المصرية، وذلك من خلال التحقق مما إذا كان التأثير المرئى أو الظاهرى للإحتفاظ بالنقدية على أداء الشركات المساهمة المصرية سيظل قائماً متى تم تعديل الأداء المقاس لتلك الشركات بتأثيرات إدارة الدخل من عدمه.

## ٣. أهمية البحث

ترجع أهمية إجراء البحث الحالى إلى عدة عوامل أو اعتبارات لعل من أهمها ما يلى:

(١) يعد البحث الحالى إمتداداً لتيار البحوث التى درست العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركات، إذ يحاول البحث الحالى تقديم دليل إمبريقى من البيئة المصرية يسهم فى التحقق مما إذا كانت العلاقة المدركة بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركات المساهمة المصرية ستتأثر بتعديل الأداء المقاس لتلك الشركات إلى قيمة غير المدارة، من خلال خصم الاستحقاقات الاختيارية المقدره لتلك الشركات من أرباحها المنشورة.

(٢) اعتمدت غالبية الدراسات السابقة التى اختبرت العلاقة المباشرة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة فى قياسها لمستوى أداء الشركة على الأرباح المحاسبية المفصح عنها فى التقرير المالى الخارجى للشركة، من خلال مجموعة من المؤشرات المحاسبية التقليدية، مثل: معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، دون الأخذ فى الاعتبار التأثيرات التجميلية لحرية التصرف أو السلطة التقديرية المتاحة للإدارة فى الإعراف بالاستحقاقات المكونة لرقم الربح المحاسبى، وهو الأمر الذى سيتم تفاديه فى البحث الحالى، وذلك من خلال إزالة التأثير المحتمل للممارسات المتعلقة بإدارة الدخل من تقديرات الربحية المفصح عنها أو المنشورة قبل حساب تلك المؤشرات، الأمر الذى يجعل تلك المؤشرات أكثر تمثيلاً للأداء المالى الحقيقى للشركة. ولعل هذا الأمر هو ما يميز البحث الحالى عن بقية الدراسات السابقة ذات الصلة.

(٣) أن وجود ندرة فى الدراسات السابقة التى اختبرت تأثير إدارة الدخل على العلاقة المدركة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة بشكل عام، وفى البيئة المصرية بشكل خاص، يضى أهمية على البحث الحالى.

(٤) يعد البحث الحالى إحدى الدراسات المنهجية المتعلقة بقرارات الإحتفاظ النقديّة، والتى تعد واحدة من أهم القرارات المالية التى باتت تلعب دوراً حيوياً ومؤثراً فى تعظيم ثروة الملاك، فضلاً عما قد تسببه تلك القرارات من إرتفاع لتكاليف الوكالة حال إساءة استخدام النقدية التى يتم الإحتفاظ بها بإهدارها فى مشاريع غير مربحة.

٥) توفر نتائج البحث الحالي رؤى حيوية للمستثمرين بشأن استراتيجيات تنويع محافظهم الاستثمارية، حيث أن معرفة أثر التحيزات التي يتركها التدخل المتعمد في عملية التقرير المالي الخارجى من قبل الإدارة على العلاقة المدركة بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركات المساهمة المصرية، تعد معلومات مهمة للمستثمرين فى اختيارهم للشركات المصرية للاستثمار فيها.

#### ٤. مراجعة الدراسات السابقة التى تناولت العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة

أثارت قضية الإحتفاظ بالنقدية الكثير من الجدل فى الأوساط الأكاديمية والمجتمع المالى. يلعب الإحتفاظ بالنقدية دوراً مهماً فى إدارة المنظمات. ومع ذلك، سيؤدى الإحتفاظ بمستويات كبيرة من النقدية إلى تكاليف الفرصة البديلة، خاصةً عندما تغفل الشركة الأنشطة الاستثمارية التى تدر عائداً لصالح اختيار الإحتفاظ بالنقدية. بالإضافة إلى ذلك، قد يتسبب الإحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية أيضاً فى تكاليف الوكالة بين إدارة الشركة والمساهمين (Jensen, 1986). لذا، اتجهت العديد من الدراسات السابقة التى تم إجراؤها فى العديد من بلدان العالم نحو اختبار العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة، وذلك بهدف التحقق من طبيعة تلك العلاقة. ويوفر الجدول التالى (رقم "١") ملخصاً لأهم الدراسات السابقة التى تمكن الباحث من التوصل إليها بشأن علاقة الإحتفاظ بالنقدية بأداء الشركة على المستوى الإمبريقي.

جدول رقم (١): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة الإحتفاظ بالنقدية بأداء الشركة

الباحث	الدولة	فترة الدراسة	حجم العينة	المتغير المستقل	المتغير التابع	تصميم الدراسة	نتائج الدراسة
Ahmed and Tahr (2024)	باكستان	٢٠٢٠-٢٠١١	٨١ شركة (٧٢٩ مشاهدة)	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول.	الإحتدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة.
Alnori and Bugshan (2023)	٦ دول بمجلس التعاون الخليجى	٢٠١٩-٢٠٠٥	٣٩٨٦ مشاهدة (تتضمن ٢٩٦٠ مشاهدة لشركات متوافقة مع الشريعة الإسلامية، ١٠٢٦ مشاهدة لشركات تقليدية غير متوافقة مع الشريعة)	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى أصول الشركة مرة، ومقسومة على صافى الأصول خالياً من النقدية المحتفظ بها مرة أخرى.	أداء الشركة معبراً عنه بكل من: العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية.	الإحتدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين أي من مقياسى الإحتفاظ النقدية وأداء الشركة معبراً عنه بأي من المقياسين على مستوى عينة الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وعدم وجود علاقة معنوية بينهم على مستوى عينة الشركات التقليدية غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

تابع جدول رقم (١): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة الإحتفاظ بالنقدية بأداء الشركة

الباحث	الدولة	فترة الدراسة	حجم العينة	المتغير المستقل	المتغير التابع	تصميم الدراسة	نتائج الدراسة
Magerakis and Tzelepis (2023)	اليونان	-٢٠٠٦ ٢٠١٤	١٤٢٠٧٩ مشاهدة	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول.	الإحتدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة.
Walalage et al. (2023)	الهند	-٢٠٠٠ ٢٠١٧	٥١٣٨٨ مشاهدة	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بكل من: العائد على الأصول، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول.	الإحتدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة معبراً عنه بأي من المقياسين.
POST (2022)	ألمانيا وهولندا	-٢٠١٢ ٢٠٢١	١٠٥ شركة من الدولتين (١٠٥٠) مشاهدة تتضمن ٦٩٠ لشركات ألمانية، و٣٦٠ مشاهدة (لشركات هولندية)	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول.	الإحتدار المتعدد	وجود علاقة سالبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة على مستوى العينة ككل، وكذلك عينة الشركات الألمانية. وعدم وجود علاقة معنوية بينهما على مستوى عينة الشركات الهولندية.
Jabbouri and Almustafa (2021)	١٢ دولة عربية	-٢٠٠٤ ٢٠١٨	٤١٤ شركة (٢٣٣٧ مشاهدة)	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بكل من: العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية.	الإحتدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة معبراً عنه بأي من المقياسين.
Khan (2021)	باكستان	-٢٠١١ ٢٠٢٠	٣٥ شركة (٣٥٠ مشاهدة)	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بكل من: العائد على الأصول، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول.	الإحتدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة معبراً عنه بأي من العائد على الأصول، أو نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول.
Yun et al. (2021)	الصين	-٢٠٠٣ ٢٠١٦	٢٥٧٥ شركة	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بكل من: العائد على الأصول، حقوق الملكية، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول.	الإحتدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة معبراً عنه بأي من المقياس الثلاثة.
(٢٠٢١) عبد الجال	مصر	-٢٠١٨ ٢٠١٩	١٧٠ مشاهدة	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بكل من: العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية.	الإحتدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول.

تابع جدول رقم (١): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة الإحتفاظ بالنقدية بأداء الشركة

الباحث	الدولة	فترة الدراسة	حجم العينة	المتغير المستقل	المتغير التابع	تصميم الدراسة	نتائج الدراسة
Alnori (2020)	السعودية	٢٠٠٥-٢٠١٦	٩٠٠ مشاهدة	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بكل من: العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية.	الإتحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة معبراً عنه بأى من المقياسين.
Dimitropoulos et al. (2020)	اليونان	٢٠١١-٢٠١٦	١٦٠٧٦ مشاهدة (تتضمن ٧٢٥ مشاهدة لشركات كبيرة الحجم، ١٥٣٥١ مشاهدة لشركات صغيرة ومتوسطة الحجم)	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول.	الإتحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة على مستوى العينة ككل، وكذلك عينة الشركات الصغيرة والمتوسطة. وعدم وجود علاقة معنوية بينهما على مستوى عينة الشركات كبيرة الحجم.
Doan (2020)	فيتنام	٢٠٠٨-٢٠١٨	١٨٦ شركة (٢٠٤٦ مشاهدة)	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بكل من: العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية.	الإتحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة معبراً عنه بأى من المقياسين.
Wibawa and Nareswari (2020)	إندونيسيا	٢٠١٠-٢٠١٦	١٧٦ شركة (١٢٠١ مشاهدة)	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول.	الإتحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة.
Aslam et al. (2019)	باكستان	٢٠١٠-٢٠١٤	١٥٠ مشاهدة لشركات متوافقة مع الشريعة الإسلامية، والأخرى ٢١٠ مشاهدة لشركات تقليدية غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على صافى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بكل من: العائد على الأصول، ربحية السهم، نسبة توبين كيو، وسعر السهم السوقى.	الإتحدار المتعدد	وجود علاقة سالبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة معبراً عنه بأى من العائد على الأصول، أو ربحية السهم على مستوى أى من العينتين، ووجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة معبراً عنه بأى من نسبة توبين كيو، أو سعر السهم السوقى على مستوى أى من العينتين.
La Rocca and Cambrea (2019)	إيطاليا	١٩٨٠-٢٠١٥	٢٦١ شركة (٣١٥٤ مشاهدة)	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بكل من: العائد على الأصول، المعدل بالصناعة، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول.	الإتحدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة معبراً عنه بأى من المقياس الثلاثة.

تابع جدول رقم (١): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة الإحتفاظ بالنقدية بأداء الشركة

الباحث	الدولة	فترة الدراسة	حجم العينة	المتغير المستقل	المتغير التابع	تصميم الدراسة	نتائج الدراسة
Ashhari and Faizal (2018)	ماليزيا	٢٠١١-٢٠١٦	٥٦٤ مشاهدة لشركات صغيرة ومتوسطة الحجم	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول.	الإحتدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة.
Ifrikhar (2017)	باكستان	٢٠١٠-٢٠١٤	١٦٣ شركة (٨١٥ مشاهدة)	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول.	الإحتدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة.
Vijayakumaran and Achyuthan (2017)	سريلانكا	٢٠١١-٢٠١٥	٣١١ مشاهدة	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بكل من: العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية.	الإحتدار المتعدد	وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة معبراً عنه بأي من المقاييس.
Abushammala and Sulhman (2014)	الأردن	٢٠١١-٢٠١٠	٦٥ شركة	الإحتفاظ بالنقدية مقاساً بالنقدية وما فى حكمها مقسومة على صافى أصول الشركة.	أداء الشركة معبراً عنه بكل من: العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم.	الإحتدار	وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة معبراً عنه بأي من المقاييس الثلاثة.

وهناك عدة ملاحظات على تلك الدراسات السابقة، والتي تجدر الإشارة إليها فيما يلي:

- اعتمدت تلك الدراسات السابقة فى قياسها لمستوى أداء الشركة بشكل رئيسى على الأرباح المحاسبية المفصح عنها فى التقرير المالى الخارجى للشركة، من خلال مجموعة من المؤشرات المحاسبية التقليدية، مثل: معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم، دون الأخذ فى الاعتبار التأثيرات التجميلية المترتبة على حرية التصرف أو السلطة التقديرية المتاحة للإدارة فى الإعترااف بالاستحقاقات المكونة لرقم الربح المحاسبى، وذلك من خلال إزالة التأثير المحتمل للممارسات المتعلقة بإدارة الدخل من تقديرات الربحية المفصح عنها أو المنشورة قبل حساب تلك المؤشرات، وهو الأمر يضيف أهمية على التساؤل البحثى للبحث الحالى بشأن ما إذا كان التأثير المرئى أو الظاهرى للاحتفاظ بالنقدية على أداء الشركة سيظل قائماً متى تم تعديل الأداء المقاس للشركة بتأثيرات إدارة الدخل.
- اعتمدت تلك الدراسات السابقة فى قياسها لمستوى النقدية المحتفظ بها على إجمالى النقدية وما فى حكمها مقسومة على إجمالى (أو صافى) أصول الشركة، دون الأخذ فى الاعتبار الأرصد النقدية وما فى حكمها التى تكون مقيدة الاستخدام، مثل: المبالغ المجنبة مقابل غطاء خطابات الضمان، الودائع لأجل المحتجزة كضمان للتسهيلات الائتمانية، حساب البنك الخاص باكتتاب زيادة رأس

المال، الحسابات الجارية المجمدة، الودائع لأجل التي تزيد آجال استحقاقها عن ثلاثة أشهر، ... إلخ، وهو الأمر الذي سيتم مراعاته في البحث الحالي عند قياس الإحتفاظ بالنقدية.

■ أن غالبية تلك الدراسات السابقة توصلت إلى وجود علاقة معنوية (سواء موجبة أو سالبة) بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة، وهو ما يشير إلى أهمية قرار الإحتفاظ بالنقدية كأحد المحددات المهمة لأداء الشركات، لذا، فإن معرفة أثر التحيزات التي يتركها التدخل المتعمد في عملية التقرير المالي الخارجى من قبل الإدارة على العلاقة المدركة بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات، باتت قضية مهمة يحاول البحث الحالي دراستها والتحقق منها، ولعل هذا الأمر هو ما يميز البحث الحالي عن تلك الدراسات السابقة ذات الصلة.

## 5. تطوير فرضية البحث

تحتفظ الشركات بالنقدية (الموارد المالية الداخلية) حتى لا تتكبد تكاليف المعاملات الخاصة بجمع الأموال من مصادر التمويل الخارجى فى سوق رأس المال، والتي غالباً ما تتطلب بسبب عدم الكفاءة وعدم تماثل المعلومات، تفاعلاً طويلاً ومكلفاً (La Rocca and Cambrea, 2019). وبالتالي فإن التمويل الداخلى يعد أقل تكلفة من التمويل الخارجى، مما يجعله أكثر جاذبية. ويتم تعزيز هذا التفضيل من خلال نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل (Pecking-Order Theory)، والمقترحة من قبل كل من (Myers and Majluf, 1984)، والتي تشير إلى أن عدم تماثل المعلومات بين المديرين والأطراف الخارجية يمكن أن يؤثر على قرارات الإحتفاظ بالنقدية.

فالشركات التي لديها قدر كبير من عدم تماثل المعلومات ستواجه قيوداً أكبر على التمويل (تكاليف أعلى)، وبالتالي تميل إلى الإحتفاظ بمزيد من النقدية لتمويل العمليات اليومية، والصمود أمام الإضطرابات المالية (Dimitropoulos et al., 2020). لذا، ترجح نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل أن الشركات ستتجه أولاً إلى التمويل الداخلى من خلال النقدية المحتفظ بها، ثم تنتقل إلى التمويل بالدين، وإذا لم يكن هناك شيء آخر ممكن، ستعول على إصدار الأسهم الجديدة لجمع الأموال اللازمة لتمويل الاستثمار.<sup>(1)</sup> فوفقاً لتلك النظرية، يجب على الشركات أن تحصل على التمويل

(1) يكمن السبب الأساسى وراء وقوع التمويل الداخلى فى صدارة أولويات مصادر التمويل فى أنه مصدر عادةً لا يواجه بالمعارضة، إضافةً إلى أنه يعفى الإدارة من السعى للإتصال بالمستثمرين المحتملين من مقرضين وملاك. كما يبعد الشركة عن الوقوع تحت تأثير منطق سوق رأس المال فى حالة إصدار المزيد من الأسهم. فإصدار كمية كبيرة من الأسهم قد يترك أثراً عكسياً على القيمة السوقية للسهم، كما يحتمل أن يحدث تغييراً فى مراكز الملاك داخل الجمعية العمومية. كذلك لا ينطوى التمويل الداخلى على تكاليف إصدار، كما هو الحال فى حالة الاعتماد على مصادر التمويل الخارجى (هندى، 1998). أما السبب الأساسى وراء نيل فكرة الإعتماد على إصدار أسهم جديدة كأحد المصادر المتاحة للتمويل الخارجى، وجعلها فى قاع أولويات مصادر التمويل، فيتعلق بالتأثير السلبى لإصدار الأسهم الجديدة على المساهمين القدامى، خاصةً فى ظل إفتراض نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل عدم وجود تماثل فى المعلومات بين المستثمرين والإدارة. حيث تفترض تلك النظرية أن المديرين يتصرفون دائماً فى مصلحة المساهمين الحاليين، وأنهم يرفضون إصدار أسهم مبخس فى قيمتها (Under-valued Shares). كما تفترض تلك النظرية أن المستثمرين لا يعرفون القيمة الحقيقية لأي من الأصول القائمة أو الفرص الاستثمارية المتاحة. لذلك، فإن المستثمرين لا يستطيعون وضع قيمة للأوراق المالية المصدرة لتمويل استثمار جديد بدقة. لذا، فإن الإعلان عن إصدار أسهم جديدة سوف يقود على الفور أسعار الأسهم نحو الإنخفاض، وهذا الإنخفاض فى السعر عند الإعلان عن إصدار الأسهم الجديدة ينبغى أن يكون كبيراً حيث عدم تماثل المعلومات يكون كبيراً (Myers and Majluf, 1984).

الخارجى فقط، عندما يكون التمويل الداخلى غير كافٍ، وهو ما يعنى أن الشركات ستستخدم التسلسل الهرمى للتمويل من خلال ترتيب أولويات مصادر تمويلها (Myers and Majluf, 1984).

ويؤدى هذا المنطق فى التفكير إلى حقيقة أن المستثمرين ينظرون إلى الإحتفاظ بالنقدية على أنه ذات قيمة بالنسبة للشركة. ويعد الإحتفاظ بالنقدية أمراً ذا قيمة للمديرين أيضاً. فالإحتفاظ باحتياطيات نقدية كبيرة يؤدى إلى المرونة المالية، بحيث يتمكن المديرون من الاستثمار فى الفرص عند ظهورها، حتى فى الحالات الطارئة غير المتوقعة التى من شأنها أن تقيد الوصول إلى أسواق رأس المال (Almeida et al., 2004). علاوة على ذلك، ستمتع الشركات فى ظل الإحتفاظ بالكثير من الاحتياطيات النقدية بمزايا كبيرة تتعلق بإنخفاض الضغوط المالية التى تتعرض لها، وتجنب التعثر المالى فى الأوقات الصعبة، وإنخفاض تكاليف المعاملات بما يسهم فى زيادة أداء الأعمال (Habib et al., 2021; POST, 2022). وبالتالي، فإن الإحتفاظ بالنقدية يمكن أن يكون بمثابة إجراء وقائى. وتوفر هذه الدوافع أسباباً إضافية تفسر لماذا يمكن أن يؤدى الإحتفاظ بالنقدية إلى تحسين أداء الشركة.

ومن ناحية أخرى، تم إقتراح العلاقة السالبة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة، على إفتراض تفوق التكاليف على الفوائد المتعلقة بالإحتفاظ بالنقدية، حيث يؤدى الإحتفاظ بأرصدة كبيرة من النقدية إلى تضخيم مساحة الإنتهازية الإدارية ومشاكل الوكالة، مما يؤدى إلى إدارة غير فعالة للموارد، وبالتالي إنخفاض أداء الشركة. فوفقاً لكل من (Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1986)، فإن مستوى النقدية المحتفظ به من قبل الشركة هو نتيجة لمشاكل الوكالة بين المديرين والمساهمين. وقد تؤدى التدفقات النقدية الحرة المرتفعة المتاحة للمديرين إلى قرارات استثمارية مجازفة أو متهوره، إنفاق غير عقلانى، وخفض قيمة الشركة.

فوفقاً لنظرية التدفق النقدى الحر (Free Cash Flow Theory)، والتى طورت من قبل (Jensen, 1986)، سيرغب المديرون فى الإحتفاظ بأرصدة نقدية كبيرة فى الشركة لأسباب إنتهازية. فوفقاً لتلك النظرية، فإن هناك تكاليف إضافية للوكالة ناجمة عن الإحتفاظ بأرصدة كبيرة من النقدية، حيث يمكن للمديرين استخدام تلك النقدية لتحقيق مكاسب شخصية. ويمكن أن يشجع المديرين على الاستثمار فى المشروعات ذات القيمة الحالية المنخفضة، أو حتى المشروعات ذات القيمة الحالية السالبة. وهذا يعنى أن فائدة الإحتفاظ بالنقدية تقل كلما أصبحت الأرصدة النقدية المحتفظ بها أكبر وأكبر. فالإحتفاظ باحتياطيات نقدية كبيرة، كما اقترح (Brealey et al., 2003) ينطوى على "جانب مظلم"، نظراً لأن الإحتفاظ بالكثير من الاحتياطيات النقدية يمكن أن يشجع المديرين على التساهل، زيادة مكافآتهم، أو بناء الإمبراطوريات باستخدام الأموال النقدية التى ينبغى توزيعها على المساهمين.

واستناداً إلى تلك الحجج النظرية المتعارضة، فإن تقييم العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة ليس من السهل تحديده. لذا، اتجهت العديد من الدراسات السابقة، على النحو السابق عرضه، نحو محاولة تقديم الأدلة الإمبريقية بشأن طبيعة العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة. ويرى الباحث أن تلك الدراسات السابقة يؤخذ عليها اعتمادها في قياس الأداء المالي للشركة بشكل أساسي على الأرباح المحاسبية المنشورة، وذلك من خلال مجموعة من المؤشرات المحاسبية التقليدية، مثل: العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم، دون الأخذ في الاعتبار التأثيرات التجميلية المترتبة على حرية التصرف أو السلطة التقديرية المتاحة للإدارة في الإعترااف بالاستحقاقات المكونة لرقم الربح المحاسبى، وذلك من خلال إزالة التأثير المحتمل للممارسات المتعلقة بإدارة الدخل من تقديرات الربحية المفصح عنها أو المنشورة قبل حساب تلك المؤشرات، وذلك لجعلها أكثر تعبيراً عن الأداء الحقيقى للشركة.

فنظراً لأن مسؤولية إعداد القوائم المالية، ومن ثم اختيار السياسات والطرق المحاسبية المستخدمة فى إعداد تلك القوائم تقع على عاتق الإدارة، فإنه ينشأ عن هذه المفارقة<sup>(٧)</sup> ما يمكن تسميته "بالمخاطر المحاسبية" والتي يمكن تعريفها بأنها مخاطر ابتعاد الصورة المعروضة فى القوائم المالية عن الحقيقة الاقتصادية لآثار المعاملات والأحداث التي دخلت المنشأة طرفاً فيها لأسباب تتعلق باستراتيجية التقرير المالي المستند إلى سياسات وطرق محاسبية مقبولة قبولاً عاماً فى إطار محاسبة الاستحقاق (أبو العز، ٢٠٠٧). بمعنى آخر، مخاطر ابتعاد أو عدم اتفاق الأداء المعلن مع الأداء الفعلى أو الحقيقى (هويدي، ١٩٨٩).

فقد بات مستقراً فى الفكر المحاسبى أن الإدارة بإمكانها تطويع الأساليب والتقديرات المحاسبية للتأثير فى رقم الربح المنشور حسب استراتيجيات الإدارة وقت التقرير عن الأرباح تفادياً لمواقف تعاقدية معينة، أو للتقرير عن مستوى مرضٍ من الربح باعتباره المقياس التقليدى لأداء الإدارة (أبو الخير، ١٩٩٩). فإذا ساءت الأمور وفشلت الإدارة فى تحقيق تحسن حقيقى فى مستوى أدائها من خلال تحسين الوضع الاقتصادى الحقيقى للمنشأة باتخاذ قرارات تشغيلية وتمويلية واستثمارية صائبة، فقد يكون الملاذ الأخير أمامها هو أن تدير الطرق والسياسات المحاسبية، فتختار استراتيجية تقرير مالى لتحقيق ما فشلت فى تحقيقه فى الواقع الاقتصادى "لتجميل الصورة المحاسبية" المعروضة فى القوائم المالية (أبو العز، ٢٠٠٧).

(٧) المفارقة هنا: الإدارة مسؤولة عن إعداد القوائم المالية والإفصاح عن معلومات يتخذها أصحاب المصلحة فى تقييم أداء الإدارة والحكم عليها؟ المفارقة حقيقية، ولكن أساس وجودها هى طبائع الأمور ذاتها. فالإدارة بحكم إتصافها بأنشطة المنشأة وعملياتها لديها إدراك مباشر لحقيقة الأوضاع الاقتصادية للمنشأة ولنتائج وآثار عملياتها وأنشطتها أكثر من غيرها. ومن ثم فإن الإدارة هى الأقدر على ترجمة هذه الأنشطة والعمليات إلى أرقام ذات دلالة تظهر فى القوائم المالية للمنشأة (أبو العز، ٢٠٠٧).

من هذا المنطلق، يمكن القول بأن أداء الإدارة الذي يعكسه رقم الربح المحاسبي المنشور هو مزيج آثار إقتصادية حقيقية ونتائج محاسبية مداراة في إطار محاسبة الإستحقاق. بعبارة أخرى، فإن المعرفة الخاصة والتميزة للمديرين هي مصدر للقيمة الحقيقية الناتجة عن قرارات تشغيلية وتمويلية واستثمارية جيدة، ولكنها - أى المعرفة الخاصة - تعد في الوقت ذاته مصدر للتشويه والتحيز من جانب الإدارة بغية إظهار صورة إيجابية لأدائها. ويقدر ما تتضمنه الأرباح من نتائج محاسبية مصطنعة، بقدر ما تنخفض جودة الأرباح، وتصبح بالتالى الأرباح المحاسبية المنشورة مقياساً مضللاً للأداء المالى الحقيقى للشركة.

وتدعم الأدلة الإمبريقية المتوفرة فى الأدب المحاسبى بشكل كبير العلاقة الميكانيكية أو الآلية (Mechanical Relationship) بين الاستحقاقات الإختيارية (أو كما يطلق عليها البعض الاستحقاقات غير العادية) كمقياس لمستوى إدارة الدخل والمقاييس المحاسبية للأداء. فقد توصلت دراسة (Lopes et al., 2012)، والتي أجريت على عينة مكونة من ١٤٠٦ شركة أوروبية (١٤٠٦٠ مشاهدة) وتنتمى إلى ٤٠ صناعة مختلفة فى سبعة عشر دولة أوروبية تضم كل من: النمسا، بلجيكا، الدنمارك، فنلندا، فرنسا، ألمانيا، اليونان، إيرلندا، إيطاليا، لوكسمبورغ، هولندا، النرويج، البرتغال، أسبانيا، السويد، سويسرا، وإنجلترا فى الفترة بين عامى ١٩٩٧م و٢٠٠٦م، وذلك بهدف التحقق من طبيعة العلاقة بين الممارسات المتعلقة بإدارة الدخل والأداء المالى للشركة، إلى نتائج قوية تدعم العلاقة الميكانيكية بين الاستحقاقات غير العادية كمقياس لمستوى إدارة الدخل والمقاييس المحاسبية للأداء متمثلة فى كل من العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية. حيث تشير نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة موجبة سواء بين الاستحقاقات غير العادية الموجبة أو الاستحقاقات غير العادية السالبة المقدره بواسطة نموذج (Jones) المعدل من قبل (Dechow et al., 1995) والأداء المالى للشركة معبراً عنه بأي من المؤشرين السابقين. وهو ما يعنى أن كل من العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية يتزايد كلما ازدادت الاستحقاقات غير العادية الموجبة، وينخفضا كلما أصبحت الاستحقاقات غير العادية السالبة أكثر سالبية.<sup>(٨)</sup>

وعلى نحو مشابه، توصلت دراسة (Fang, 2012)، والتي أجريت على عينة مكونة من ٢٠٩٧ شركة أمريكية (٢٥١٦٤ مشاهدة) تم الحصول على بياناتها من خلال قاعدة بيانات (Compustat) لشركات أمريكية مدرجة بالبورصة وتنتمى إلى قطاعات غير مالية فى الفترة بين عامى ١٩٩٦م و٢٠٠٧م، بهدف اختبار العلاقة بين إدارة الدخل والأداء المالى للشركة معبراً عنه بالمؤشرات المحاسبية التقليدية المستندة إلى رقم صافى الربح المحاسبى المنشور، إلى وجود علاقة موجبة بين

(٨) تم تقسيم العينة الكلية فى هذه الدراسة إلى عينتين فرعيتين، أحدهما ذات استحقاقات غير عادية (إختيارية) موجبة، والأخرى ذات استحقاقات غير عادية (إختيارية) سالبة.

الاستحقاقات الاختيارية المقطرة بواسطة نموذج (Jones) المعدل من قبل (Dechow et al., 1995) والأداء المالي للشركة معبراً عنه بأي من العائد على الأصول أو العائد على حقوق الملكية.<sup>(٩)</sup> وباستخدام عينة مكونة من ١٠٠ شركة ماليزية مقيدة ببورصة كوالالمبور وتنتمي إلى قطاعات غير مالية في الفترة بين عامي ٢٠٠٨م و٢٠١٣م، توصلت دراسة (Ching et al., 2015) من خلال الاعتماد على نموذج للانحدار الخطى المتعدد، إلى وجود علاقة موجبة بين الاستحقاقات الاختيارية المقطرة بواسطة نموذج (Jones) المعدل من قبل (Dechow et al., 1995) والأداء المالي للشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول.

وفي البيئة المصرية، توصلت دراسة (أبو سالم، ٢٠١٧) والتي أجريت على عينة مكونة من ١٣٠ شركة مساهمة مصرية (٧٧٠ مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى قطاعات غير مالية في الفترة ٢٠١٠م إلى ٢٠١٥م، بهدف التحقق من طبيعة العلاقة بين إدارة الدخل والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية، وذلك من خلال الاعتماد على نموذج للانحدار الخطى المتعدد، إلى وجود علاقة موجبة بين الاستحقاقات الاختيارية المقطرة بواسطة نموذج (Jones) الأصلي والأداء المالي للشركة معبراً عنه بأي من العائد على الأصول، أو العائد على حقوق الملكية على مستوى عينة الدراسة ككل. وحتى عندما تم تقسيم العينة الكلية للدراسة إلى عینتين فرعيتين: إحداهما ذات استحقاقات اختيارية موجبة (أى عينة الشركات التى تمارس تأثيراً على رقم الدخل المنشور بهدف زيادته)، والأخرى ذات استحقاقات اختيارية سالبة (أى عينة الشركات التى تمارس تأثيراً على رقم الدخل المنشور بهدف تخفيضه)، توصلت تلك الدراسة إلى ذات النتيجة التى تم التوصل إليها على مستوى العينة ككل. وعلى نحو مماثل، توصلت دراسة حديثة لكل من (Boachie and Mensah, 2022)، من خلال الاعتماد على نموذج للانحدار الخطى المتعدد، إلى وجود علاقة موجبة بين الاستحقاقات الاختيارية المقطرة بواسطة نموذج (Jones) المعدل من قبل (Pae, 2005) والأداء المالي للشركة معبراً عنه بالعائد على الأصول.

وبذلك يمكن للباحث، صياغة فرضية البحث الحالى فى صورة الفرض البديل، وذلك على النحو التالى:

**ف: من المتوقع أن تتأثر العلاقة المدركة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركات المساهمة المصرية متى تم تعديل الأداء المقاس لتلك الشركات بتأثيرات إدارة الدخل.**

(٩) من أجل أخذ تأثير إصدار قانون ساربينز أوكسلي (The Sarbanes-Oxley Act) فى الاعتبار عند دراسة العلاقة بين مستوى إدارة الدخل والمقاييس المحاسبية للأداء، قامت دراسة (Fang, 2012) بتقسيم العينة الكلية للدراسة إلى عینتين فرعيتين: إحداهما لفترة ما قبل إصدار القانون مكونة من ١٢٥٨٢ مشاهدة فى الفترة بين عامي ١٩٩٦م و٢٠٠١م، والأخرى لفترة ما بعد إصدار القانون مكونة من ١٢٥٨٢ مشاهدة فى الفترة بين عامي ٢٠٠٢م و٢٠٠٧م، وتوصلت إلى وجود علاقة موجبة بين الاستحقاقات الاختيارية والأداء المالي للشركة معبراً عنه بأي من العائد على الأصول أو العائد على حقوق الملكية سواء فى فترة ما قبل إصدار القانون أو فترة ما بعد إصداره.

## ٦. تصميم البحث

### ١.٦ مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث الحالي في الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية في الفترة بين عامي ٢٠١٦م و٢٠٢١م، وذلك بعد استبعاد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية غير المصرفية. والسبب في استبعاد الشركات المالية في هذا البحث هو أن هيكل رأس المال للشركات غير المالية يختلف عن نظيره في الشركات المالية. أيضاً، تختلف متطلبات الإحتفاظ بالنقدية لدى الشركات المالية وغير المالية، حيث يجب على الوسطاء الماليين الحفاظ على الحد الأدنى من الاحتياطات النقدية وفقاً لمتطلبات البنك المركزي، ولهذا السبب يكون مستوى الإحتفاظ بالنقدية بالشركات المالية في الجانب أو المستوى الأعلى.

ونظراً لأن منهجية البحث الحالي تتطلب في جانب منها الحصول على مقياس أداء خالٍ نسبياً من التحيزات التي يتركها التدخل المتعمد في عملية التقرير المالي الخارجي من قبل إدارة الشركة، وهو الأمر الذي يتطلب تقدير الاستحقاقات الاختيارية لتعديل الأداء المقاس والمفصح عنه من قبل الشركة إلى قيمه غير المدارة، وذلك من خلال استبعاد المكونات الاختيارية للاستحقاقات من الأرباح المعلنة أو المنشورة، لذا، فإنه لضمان وجود تجانس بين شركات كل قطاع من القطاعات الداخلة في عينة البحث، وهو أمراً ضرورياً للبحث الحالي، خاصةً في ظل اعتماد الباحث في تقدير الاستحقاقات الاختيارية بواسطة نموذج (Jones, 1991) على بيانات قطاع مستعرض من الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة،<sup>(١٠)</sup> فقد قام الباحث باختيار عينة الشركات التي سيعتمد عليها في اختبار فرضية البحث الحالي بالشكل الذي يمكن معه وضع شركات العينة في قطاعات متجانسة، بما يضمن تحقيق دقة التقدير لمستوى الاستحقاقات الاختيارية على مستوى شركات العينة.

وقد انتهى الباحث بعد مراجعة طبيعة النشاط والغرض من نشأة كل شركة من الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية إلى اختيار عينة من الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية يبلغ حجمها ١٠٢ شركة (بإجمالي عدد مشاهدات يبلغ ٥٩٤ مشاهدة) موزعة على خمسة عشر قطاعاً إقتصادياً متجانساً (مرفق ملحق رقم "١" بأسماء شركات عينة البحث)، وبما يعادل ٥٥٪، ٥٧٪، ٦٠٪، ٦١٪، ٥٨٪، ٥٧٪ تقريباً من إجمالي عدد الشركات المساهمة المقيدة المتاحة

(١٠) تشير دراسة (Defond and Jiambalvo, 1994) إلى أن الخصائص الإحصائية لمعالم نموذج (Jones, 1991) التي يتم تقديرها بواسطة بيانات قطاع مستعرض من الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة ستكون أفضل من مثيلاتها التي يتم تقديرها من بيانات سلسلة زمنية طويلة المدى لكل شركة من شركات العينة. ويدعم هذا الإقتراح النتائج التي توصلت إليها دراسة كل من (Subramanyam, 1996; Bartov et al., 2000)، واللنا أوضحنا أن الخصائص الإحصائية لمعاملات نموذج (Jones, 1991) المقدره بواسطة بيانات قطاع مستعرض من الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة كانت أفضل من تلك التي تم تقديرها بواسطة بيانات سلسلة زمنية طويلة المدى لكل شركة. من هذا المنطلق، سوف يعتمد البحث الحالي في تقدير معالم نموذج (Jones, 1991)، والمستخدم في تقدير الاستحقاقات الاختيارية، على بيانات قطاع مستعرض من الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة.

سحب عينة البحث الحالي منه خلال السنوات الست فترة الدراسة على الترتيب. ويوضح الجدول رقم (٢) العينة النهائية للبحث الحالي مصنفة وفقاً للتوزيع القطاعي المقترح من قبل الباحث.

جدول رقم (٢): التصنيف القطاعي لشركات عينة البحث

السنوات وعدد الشركات						عدد المشاهدات	القطاع
٢٠٢١م	٢٠٢٠م	٢٠١٩م	٢٠١٨م	٢٠١٧م	٢٠١٦م		
عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات		
٢٣	٢٣	٢٣	٢٣	٢١	٢٠	١٣٣	الاستثمار والتطوير العقاري
١١	١١	١١	١١	١١	١١	٦٦	الصناعات الدوائية
٨	٨	٨	٨	٨	٨	٤٨	تصنيع وتوزيع الحبوب ومنتجاتها وبدائلها
٧	٧	٨	٨	٨	٨	٤٦	إنشاء وتشغيل الفنادق والموتيلات والمنشآت السياحية
٥	٥	٨	٨	٨	٨	٤٢	صناعة الأسمنت
٦	٧	٧	٧	٧	٧	٤١	صناعة الملابس والمنسوجات
٦	٦	٦	٦	٦	٦	٣٦	صناعة الأسمدة والمخصبات والكيماويات الزراعية
٤	٥	٥	٥	٥	٥	٢٩	صناعة وطباعة مواد التعبئة والتغليف والورق
٤	٤	٤	٤	٤	٤	٢٤	صناعة منتجات الألبان والعصائر
٤	٤	٤	٤	٤	٤	٢٤	صناعة الخزف والسيراميك
٤	٤	٤	٤	٤	٤	٢٤	استصلاح واستزراع الأراضي البور والصحراوية
٤	٤	٤	٤	٤	٣	٢٣	الإنتاج الداجني
٤	٤	٤	٤	٣	٣	٢٢	الزيوت المستخلصة ومشتقاتها
٣	٣	٣	٣	٣	٣	١٨	تقديم الخدمات الطبية والعلاجية
٣	٣	٣	٣	٣	٣	١٨	صناعة الحديد والصلب
٩٦	٩٨	١٠٢	١٠٢	٩٩	٩٧	٥٩٤	إجمالي
٢١٨	٢١٥	٢١٨	٢٢٠	٢٢٢	٢٢٢		عدد الشركات المقيدة بالبورصة (سوق داخل المقصورة) <sup>(١)</sup>
٥٠	٤٥	٥١	٤٩	٤٧	٤٦		عدد الشركات المالية المقيدة بالبورصة <sup>(٢)</sup>
١٦٨	١٧٠	١٦٧	١٧١	١٧٥	١٧٦		عدد الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة
%٥٧	%٥٨	%٦١	%٦٠	%٥٧	%٥٥		نسبة عدد شركات العينة إلى عدد الشركات غير المالية المقيدة

## ٢.٦ مصادر الحصول على بيانات البحث

اعتمد الباحث بشأن الحصول على كافة البيانات الخاصة بشركات عينة البحث الحالي على أربعة مصادر أساسية، وهي: (١) المواقع الإلكترونية الرسمية للشركات المساهمة المقيدة بما تتضمنه من إفصاحات وتقارير دورية يوفرها قسم علاقات المستثمرين (Investor Relations) بتلك المواقع الإلكترونية للشركات المقيدة، (٢) الموقع الرسمي للبورصة المصرية بما يتضمنه من تقارير إفصاح إلزامية، والتي تعدها وترسلها الشركات المساهمة المقيدة لإدارة الإفصاح بالبورصة بموجب قواعد القيد والشطب، (٣) موقع مباشر مصر بما يحتويه من تقارير مالية دورية للشركات المساهمة المقيدة، و(٤) شركة مصر لنشر المعلومات المملوكة للبورصة المصرية، والتي تقوم على تقديم خدمات نقل بيانات التداول اللحظي للشركات المقيدة محلياً ودولياً، وتوفير البيانات الأساسية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

(١) المصدر: موقع البورصة المصرية (<https://www.egx.com.eg/ar/MarketIndicator.aspx>).

(٢) يقصد بالشركات المالية المقيدة بالبورصة: الشركات التي تنتمي لقطاعي البنوك والخدمات المالية غير المصرفية.

## ٢.٦ صياغة نماذج البحث والتعريف الإجرائي للمتغيرات

سوف يعتمد الباحث بشأن اختبار فرضية البحث الحالي على نموذجين للإندجار الخطى المتعدد، والذي يبنى أحدهما على أن مستوى أداء الشركة المفصح عنه في التقرير المالي الخارجى للشركة، وذلك قبل استبعاد التحيزات التى يتركها التدخل المتعمد فى عملية التقرير المالي الخارجى من قبل الإدارة، يعد دالة فى كل من مستوى الإحتفاظ بالنقدية، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

$$\text{أداء الشركة المفصح عنه} = \text{دالة (مستوى الإحتفاظ بالنقدية} + \text{المتغيرات الضابطة)}$$

فى حين يبنى النموذج الثانى على أن مستوى أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة، وذلك بعد استبعاد التحيزات التى يتركها التدخل المتعمد فى عملية التقرير المالي الخارجى من قبل الإدارة، يعد دالة فى كل من مستوى الإحتفاظ بالنقدية، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

$$\text{أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة} = \text{دالة (مستوى الإحتفاظ بالنقدية} + \text{المتغيرات الضابطة)}$$

ومن خلال مقارنة النتائج التى سيفضى إليها كل من النموذجين السابقين، سيمكن للباحث الوقوف على ما إذا كانت العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة قد تأثرت بالتحيزات التى يتركها التدخل المتعمد فى عملية التقرير المالي الخارجى من قبل الإدارة من عدمه، ومن ثم، سيمكن للباحث التحقق مما إذا كان التأثير المرئى أو الظاهرى للإحتفاظ بالنقدية على أداء الشركات المساهمة المصرية سيظل قائماً متى تم تعديل الأداء المقاس لتلك الشركات بتأثيرات إدارة الدخل من عدمه.

وبناءً على ذلك، يمكن صياغة نموذجى البحث الحالي على النحو التالى:

$$\text{FP}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{CASH}_{it} + \beta_2\text{FSIZE}_{it} + \beta_3\text{LEV}_{it} + \beta_4\text{BOSIZE}_{it} + \beta_5\text{BOIND}_{it} + \beta_6\text{DUAL}_{it} + \beta_7\text{INSOWN}_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

$$\text{DAC-AdjFP}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{CASH}_{it} + \beta_2\text{FSIZE}_{it} + \beta_3\text{LEV}_{it} + \beta_4\text{BOSIZE}_{it} + \beta_5\text{BOIND}_{it} + \beta_6\text{DUAL}_{it} + \beta_7\text{INSOWN}_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

حيث إن:

- $\beta_0$  = ثابت الإندجار؛
- $\beta_1$  = معامل الإندجار لمتغير الإحتفاظ بالنقدية؛
- $\beta_2 - \beta_7$  = معاملات الإندجار للمتغيرات الضابطة؛
- $\varepsilon_{it}$  = المتبقى إحصائياً من تقدير النموذج (الخطأ العشوائى)؛
- $\text{FP}_{it}$  = الأداء المالي المعلن أو المفصح عنه من قبل الشركة (i) فى الفترة (t)؛

- $DAC-AdjFP_{it}$  = الأداء المالي المعلن من قبل الشركة ( $i$ ) في الفترة ( $t$ ) المعدل إلى قيمه غير المدارة؛  
 $CASH_{it}$  = نسبة النقدية المحتفظ بها من قبل الشركة ( $i$ ) في الفترة ( $t$ )؛  
 $FSIZE_{it}$  = حجم الشركة ( $i$ ) في الفترة ( $t$ )؛  
 $LEV_{it}$  = الرافعة المالية (المديونية) للشركة ( $i$ ) في الفترة ( $t$ )؛  
 $BOSIZE_{it}$  = حجم مجلس الإدارة للشركة ( $i$ ) في الفترة ( $t$ )؛  
 $BOIND_{it}$  = استقلالية مجلس الإدارة للشركة ( $i$ ) في الفترة ( $t$ )؛  
 $DUAL_{it}$  = ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول للشركة ( $i$ ) في الفترة ( $t$ )؛  
 $INSOWN_{it}$  = نسبة الملكية المؤسسية للشركة ( $i$ ) في الفترة ( $t$ ).

ويوضح الجدول رقم (٣) وصفاً لمتغيرات البحث الحالي والتعريف الإجرائي لها، حيث يتم قياس أداء الشركة، الإحتفاظ بالنقدية، والمتغيرات الضابطة على النحو التالي:

#### جدول رقم (٣): التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث

التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
	رمز المتغير	اسم المتغير
<b>المتغير التابع (أداء الشركة)</b>		
سوف يعتمد الباحث على بيانات الربحية المعلنة أو المفصح عنها في التقرير المالي الخارجي لقياس أداء الشركة، حيث سيقوم الباحث بقياس مستوى أداء الشركة المعلن، وذلك قبل استبعاد التحيزات التي يتركها التدخل المتعمد في عملية التقرير المالي الخارجي من قبل الإدارة، من خلال قسمة صافي الدخل قبل البنود الاستثنائية والعمليات المتوقعة للشركة $i$ على إجمالي أصولها في بداية الفترة $t$ .	$FP_{it}$	أداء الشركة المعلن (المفصح عنه)
سوف يقوم الباحث بقياس مستوى أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة ( Unmanaged Performance)، وذلك بعد استبعاد التحيزات التي يتركها التدخل المتعمد في عملية التقرير المالي الخارجي من قبل الإدارة، من خلال قسمة صافي الدخل قبل البنود الاستثنائية والعمليات المتوقعة بعد خصم الاستحقاقات الاختيارية ( $DAC_{itj}$ ) المقدره بواسطة نموذج (Jones, 1991) للشركة $i$ على إجمالي أصولها في بداية الفترة $t$ .	$DAC-AdjFP_{it}$	أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة
<b>المتغير المستقل (الإحتفاظ بالنقدية)</b>		
سوف يعتمد الباحث بشأن قياس مستوى النقدية المحتفظ بها من قبل الشركة على مقياسين، وهما: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>المقياس الأول (<math>CASH1_{it}</math>):</b> ويتمثل في إجمالي النقدية وما في حكمها التي تظهر ضمن الأصول المتداولة بقائمة المركز المالي للشركة <math>i</math> مقسومة على إجمالي أصولها في نهاية الفترة <math>t</math>. ووفقاً لهذا المقياس تتضمن النقدية المحتفظ بها أرصدة النقدية بالبنوك والخزينة والودائع تحت الطلب وما في حكمها من استثمارات قصيرة الأجل عالية السيولة يمكن تحويلها بسهولة إلى مبالغ نقدية محددة ويكون خطر تعرضها لتغير في قيمتها ضئيلاً.</li> <li>▪ <b>المقياس الثاني (<math>CASH2_{it}</math>):</b> وهو يعد مقياساً أكثر تحفظاً للنقدية المحتفظ بها من قبل الشركة، حيث يتمثل هذا المقياس في إجمالي النقدية وما في حكمها المتاحة للإستخدام (أو بمعنى أدق غير مقيدة الاستخدام) والتي تظهر بقائمة التدفقات النقدية للشركة <math>i</math> مقسومة على إجمالي أصولها في نهاية الفترة <math>t</math>. ووفقاً لهذا المقياس تتمثل النقدية المحتفظ بها المتاحة للإستخدام في إجمالي النقدية وما في حكمها التي تظهر ضمن الأصول المتداولة بقائمة المركز المالي للشركة مضافاً إليها (أو مخصوماً منها) فروق ترجمة الأرصدة بالعملة الأجنبية، ومخصوماً منها كل من: البنوك الدائنة (بنوك سحب على المكشوف)، المبالغ المجنبة مقابل غطاء خطابات الضمان، الودائع لأجل المحتجزة كضمان للتسهيلات الائتمانية، حساب البنك الخاص باكتتاب زيادة رأس المال، الحسابات الجارية المجمدة، الودائع لأجل التي تزيد أجال استحقاقها عن ثلاثة أشهر،... إلخ من الأرصدة النقدية وما في حكمها التي تكون مقيدة الاستخدام.</li> </ul>	$CASH_{it}$	الإحتفاظ بالنقدية

تابع جدول رقم (٣): التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث

التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
	اسم المتغير	رمز المتغير
<b>المتغيرات الضابطة</b>		
يتم قياسه باللوغار يتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة <i>i</i> في نهاية الفترة <i>t</i> .	FSIZE <sub><i>it</i></sub>	حجم الشركة
يتم قياسها من خلال قسمة إجمالي الالتزامات (المتداولة وغير المتداولة) على إجمالي القيمة الدفترية لأصول الشركة <i>i</i> في نهاية الفترة <i>t</i> .	LEV <sub><i>it</i></sub>	الرافعة المالية (المديونية)
يتم قياسه بعدد أعضاء مجلس الإدارة للشركة <i>i</i> خلال الفترة <i>t</i> .	BOSIZE <sub><i>it</i></sub>	حجم مجلس الإدارة
يتم قياسها بنسبة أعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة للشركة <i>i</i> خلال الفترة <i>t</i> ، والتي يتم حسابها من خلال قسمة عدد الأعضاء غير التنفيذيين في المجلس إلى إجمالي عدد أعضاء المجلس.	BOIND <sub><i>it</i></sub>	استقلالية مجلس الإدارة
يتم قياسها بمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) للشركة <i>i</i> خلال الفترة <i>t</i> يشغل أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة، و(صفر) بخلاف ذلك.	DUAL <sub><i>it</i></sub>	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول
إجمالي نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين المؤسسيين (هيئات الإستثمار) الذين يستحوذون على ٥% فأكثر من أسهم الشركة <i>i</i> خلال الفترة <i>t</i> .	INSOWN <sub><i>it</i></sub>	الملكية المؤسسية

٤.٦ قياس الاستحقاقات الاختيارية

سوف يعتمد الباحث بشأن تقدير مستوى الاستحقاقات الاختيارية على نموذج (Jones, 1991)، أو كما يطلق عليه نموذج (Jones) الأصلي، والذي يعد أكثر نماذج الاستحقاقات الإجمالية قوةً واستخداماً من قبل الدراسات السابقة في تجزئة إجمالي استحقاقات الشركة إلى شقيها الاختياري وغير الاختياري. ويتطلب استخدام نموذج (Jones, 1991) لتقدير مستوى الاستحقاقات الاختيارية القيام بخطوتين رئيسيتين، وهما:

• الخطوة الأولى: تقدير إجمالي الاستحقاقات

يعتبر تحديد إجمالي الاستحقاقات ("TAC" Total Accruals) الخطوة الأولى في عملية استخدام نموذج (Jones) الأصلي - ونماذج الاستحقاقات الإجمالية عموماً - في قياس الاستحقاقات الاختيارية، وسوف يتم قياس إجمالي الاستحقاقات في البحث الحالي طبقاً لمدخل قائمة التدفقات النقدية، وذلك كما هو موضح بالمعادلة رقم (٣):

$$TAC_{ijt} = EBEXI_{ijt} - CFO_{ijt} \dots\dots\dots (3)$$

حيث إن:

$$TAC_{ijt} = \text{إجمالي الاستحقاقات للشركة } (i) \text{ في القطاع } (j) \text{ خلال الفترة } (t)؛$$

$$EBEXI_{ijt} = \text{صافي الدخل قبل البنود الاستثنائية والعمليات المتوقعة للشركة } (i) \text{ في القطاع } (j) \text{ خلال الفترة } (t)؛$$

$$CFO_{ijt} = \text{التدفقات النقدية التشغيلية للشركة } (i) \text{ في القطاع } (j) \text{ خلال الفترة } (t).$$

• الخطوة الثانية: تقدير الاستحقاقات الاختيارية

بعد الإنتهاء من تقدير إجمالي الاستحقاقات، طبقاً للمعادلة رقم (٣)، يتم في الخطوة التالية تقسيم أو تجزئة إجمالي الاستحقاقات إلى جزئين، وذلك كما هو موضح بالمعادلة رقم (٤):

$$TAC_{ijt} = NDAC_{ijt} + DAC_{ijt} \dots\dots\dots (4)$$

حيث إن:

$$NDAC_{ijt} = \text{الاستحقاقات غير الاختيارية (العادية) للشركة (i) في القطاع (j) خلال الفترة (t)}؛$$

$$DAC_{ijt} = \text{الاستحقاقات الاختيارية (غير العادية) للشركة (i) في القطاع (j) خلال الفترة (t)}.$$

ونظراً لأن كل من الاستحقاقات غير الاختيارية ( $NDAC_{ijt}$ ) والاستحقاقات الاختيارية ( $DAC_{ijt}$ ) لا يمكن ملاحظتهما أو الوقوف عليهما بشكل مباشر، لذا، فإن الغرض الأساسي من نموذج (Jones, 1991) هو تقدير الجزء غير الاختيارى (الطبيعى) من إجمالي الاستحقاقات، وذلك حتى يتسنى تقدير الاستحقاقات الاختيارية ( $DAC_{ijt}$ ) من خلال أخذ الفرق بين الاستحقاقات الإجمالية ( $TAC_{ijt}$ ) والاستحقاقات غير الاختيارية ( $NDAC_{ijt}$ ) المقدره بواسطة نموذج (Jones, 1991).

ويتمثل المنطق الأساسي الذى يبنى عليه نموذج (Jones, 1991) فى أن الاستحقاقات غير الاختيارية ليست ثابتة على مدار الزمن. لذلك، وضعت دراسة (Jones, 1991) نموذج الانحدار الخطى التالى (معادلة رقم "٥") لإجمالى الاستحقاقات للتحكم فى تأثير التغيرات التى تطرأ على الظروف الإقتصادية للشركة عند قياس الاستحقاقات غير الاختيارية ( $NDAC_{ijt}$ ).

$$TAC_{ijt}/TA_{ijt-1} = a_1[1/TA_{ijt-1}] + a_2[\Delta REV_{ijt}/TA_{ijt-1}] + a_3[PPE_{ijt}/TA_{ijt-1}] + \varepsilon_{ijt} \dots\dots (5)$$

حيث إن:

$$TA_{ijt-1} = \text{إجمالى أصول الشركة (i) فى القطاع (j) فى بداية الفترة (t)}؛^{(١٣)}$$

$$\Delta REV_{ijt} = \text{التغير فى إيرادات الشركة (i) فى القطاع (j) فيما بين الفترة (t) والفترة (t-1)}؛$$

$$PPE_{ijt} = \text{إجمالى الآلات والمعدات والتجهيزات للشركة (i) فى القطاع (j) فى نهاية الفترة (t)}.$$

وتكون قيمة الاستحقاقات الاختيارية ( $DAC_{ijt}$ ) عبارة عن الباقي إحصائياً ( $\varepsilon_{ijt}$ ) من تقدير المعادلة رقم (٥)، أى أن الاستحقاقات غير الاختيارية ( $NDAC_{ijt}$ ) يتم تقديرها على النحو التالى:

$$NDAC_{ijt}/TA_{ijt-1} = \hat{a}_1[1/TA_{ijt-1}] + \hat{a}_2[\Delta REV_{ijt}/TA_{ijt-1}] + \hat{a}_3[PPE_{ijt}/TA_{ijt-1}] \dots\dots\dots (6)$$

ومن ثم، يتم التوصل إلى قيمة الاستحقاقات الاختيارية ( $DAC_{ijt}$ ) من خلال المعادلة رقم (٧):

(١٣) تم قسمة جميع متغيرات نموذج (Jones, 1991) على إجمالي أصول الشركة أول الفترة بهدف إلغاء أثر الفروق فى أحجام الشركات. لذا، فإن حجم الاستحقاقات الاختيارية لكل شركة يكون معبراً عنه كنسبة من إجمالي أصولها أول الفترة.

$$DAC_{ijt}/TA_{ijt-1} = [TAC_{ijt}/TA_{ijt-1}] - [NDAC_{ijt}/TA_{ijt-1}] \dots\dots\dots (7)$$

وقد بررت دراسة (Jones, 1991) إضافة كل من التغيير في الإيرادات ( $\Delta REV_{ijt}$ )، وإجمالى الآلات والمعدات والتجهيزات ( $PPE_{ijt}$ ) إلى نموذجها بأنه للتحكم في التغييرات التي تطرأ على الاستحقاقات غير الاختيارية والناجمة عن التغييرات في الظروف الإقتصادية للشركة. حيث تشير دراسة (Jones, 1991) إلى أن إجمالى الاستحقاقات تشتمل على تغييرات في حسابات رأس المال العامل مثل المدينين والمخزون والدائنين والتي يعتمد حجمها إلى حد بعيد على التغييرات التي تطرأ على الإيرادات. ولذلك، تم استخدام الإيرادات للتحكم في المحيط الإقتصادى للشركة، وذلك لأن الإيرادات - على حد تعبيرها - تعتبر مقياس موضوعى لعمليات الشركة قبل تدخلات الإدارة للتأثير على رقم الدخل. كما أشارت دراسة (Jones, 1991) إلى أنه تم إدراج إجمالى الآلات والمعدات والتجهيزات ( $PPE_{ijt}$ ) ضمن نموذجها للتحكم في الجزء غير الاختيارى من الاستحقاقات الإجمالية والمتعلق بمصروف الإهلاك<sup>(١٤)</sup>.

وتشير دراسة (Defond and Jiambalvo, 1994) إلى أن المنهج الذى اعتمدت عليه دراسة (Jones, 1991) فى تقدير معالم نموذجها يقود إلى حدوث تحيز سواء عند اختيار عينة الدراسة أو عند انتقاء الشركات التى سيتم الإبقاء عليها ضمن العينة المختارة (Survivorship and Selection Bias)<sup>(١٥)</sup>، حيث إن الشركات بدون عدد كافٍ من المشاهدات لا بد من إقصائها من عينة الدراسة لضمان كفاءة التقديرات المتحصل عليها، فى نفس الوقت الذى يفترض فيه تمتع معالم النموذج بالثبات أو الإستقرار. وللتغلب على تلك القيود، فقد إقترحت دراسة (Defond and Jiambalvo, 1994) تقدير معالم نموذج (Jones, 1991) بالاعتماد على بيانات قطاع مستعرض من الشركات التى تنتمى إلى نفس الصناعة بدلاً من تقديرها من بيانات سلسلة زمنية طويلة المدى لكل شركة من شركات العينة. من هذا المنطلق، سوف يعتمد البحث الحالى فى تقدير معالم نموذج (Jones, 1991) على بيانات قطاع مستعرض من الشركات التى تنتمى إلى نفس الصناعة.

## ٥.٦ مبررات إضافة المتغيرات الضابطة إلى نماذج البحث

### ١.٥.٦ حجم الشركة

يشير (Buzzell et al., 1975) إلى أن حجم الشركة أو حصتها السوقية هو المفتاح إلى الربحية، فكلما كبر حجم الشركة كلما زادت ربحيتها، وزاد بالتالى العائد على الاستثمار الذى تحققه. ويُرجع كل من (هويدى، ١٩٩١؛ Buzzell et al., 1975) وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة وأدائها المالى

(١٤) أشارت دراسة (Jones, 1991) إلى أنه تم استخدام إجمالى الآلات والمعدات والتجهيزات وليس التغيير فى إجمالى الآلات والمعدات والتجهيزات، لأن ما يتم إدراجه ضمن إجمالى الاستحقاقات هو إجمالى مصروف الإهلاك وليس التغيير فى مصروف الإهلاك.  
(١٥) اعتمدت دراسة (Jones, 1991) فى تقدير معالم نموذجها على مشاهدات سلسلة زمنية طويلة المدى تتراوح مدتها ما بين ١٤-٣٢ سنة لكل شركة من شركات عينة الدراسة التى بلغ عددها (٢٣) شركة تنتمى إلى (٥) صناعات مختلفة هي: السيارات، الحديد الكربونى، الإستالس ستيل، النحاس، والأحذية.

إلى ثلاثة أسباب رئيسية، وهى: (١) إقتصاديات أو وفورات الحجم، فالشركات كبيرة الحجم تتمتع بمزايا إقتصاديات الحجم الكبير فى أوجه النشاط المختلفة من توظيف وإنتاج وتسويق، وهو ما يمكنها من استخدام طرق تشغيل أكثر كفاءة تساعد على تخفيض التكاليف وبالتالي تحقيق معدلات ربحية مرتفعة؛ (٢) القدرة أو الطاقة التسويقية، حيث يعتقد كثير من الإقتصاديين أن الشركات كبيرة الحجم تحقق أرباح أكبر من مثيلاتها صغيرة الحجم بسبب ما تتمتع به من إمكانيات تسويقية عالية، الأمر الذى يعطيها قدرة أكبر فى التفاوض بحيث تستطيع الحصول على عوامل الإنتاج بتكلفة أقل، وتحقيق أسعار مرتفعة لمنتجاتها؛ (٣) كفاءة أو مهارة الإدارة، حيث تتمتع الشركات كبيرة الحجم بتوافر إمكانيات إدارية ذات كفاءة ومهارة عالية مقارنةً بمثيلاتها فى الشركات صغيرة الحجم، وهو أمر يساعدها فى تحقيق مزايا نسبية فى العديد من المجالات مثل الرقابة على التكاليف، والاستغلال الكفء للموارد البشرية المتاحة، مما يؤدي فى النهاية إلى تحقيق معدلات ربحية مرتفعة.

وعلى النقيض من وجهة النظر السابقة، يتوقع (Agrawal and Knoeber, 1996) وجود علاقة سالبة بين حجم الشركة وأدائها المالى، نتيجة إنخفاض المراقبة أو التحكم من قبل الإدارة على الأنشطة الاستراتيجية والتشغيلية للشركة مع زيادة حجمها. بمعنى آخر، قد يسبب التضخم الزائد فى الحجم ترهل تنظيمى وإنخفاض للإنتاجية، مما يؤدي إلى آثار سلبية على الأداء المالى للشركة.

#### ٢.٥.٦ الرافعة المالية (المديونية)

يشير (Myers, 1977) إلى أن زيادة الاعتماد على التمويل بالدين قد يدفع المديرين إلى التصرف بالشكل الذى يحقق مصلحة المساهمين من خلال التخلي عن المشروعات ذات صافى القيمة الحالية الموجبة. فالشركات التى يتزايد لديها مستوى المديونية يتزايد بها تعارضات الوكالة بين المساهمين وأصحاب الديون، نظراً لأن المساهمين فى هذه الشركات يتوافر لديهم دوافع قوية لتخفيض الإستثمارات، وذلك فيما يعرف بمشكلة "نقص الاستثمار"، وإمكانيات أكبر للاستعاضة بتحويل أو نقل المخاطر. وهو ما يشير إلى أن التمويل بالدين قد يكون له تأثير سلبى على أداء الشركة، خاصةً بالنسبة للشركات التى يتوافر لديها فرص للنمو (McConnell and Servaes, 1995).

من ناحية أخرى، يرى (Gul and Tsui, 1997) أنه كلما زاد اعتماد الشركة على الديون فى تمويل عملياتها، فإن اشتراطات أو تعهدات المديونية التى تتعرض لها الشركة من قبل المقرضين تعمل على تقييد الإنفاق غير المثالى للشركة، وتضعها تحت مراقبة أكبر من قبل هؤلاء المقرضين بهدف حماية أموالهم، وهو ما قد يؤدي إلى دعم وتعزيز أداء الشركة. أيضاً، يرى (Jensen, 1986) أن ارتفاع نسبة المديونية سوف يثنى المديرين عن إهدار التدفقات النقدية الحرة الخاصة بالشركة فى إستثمارات غير مربحة، وذلك من خلال إجبار المديرين على دفع الأموال الفائضة أو الزائدة لخدمة

الدين، الأمر الذى يسهم فى كبح الإنتهازية الإدارية المتعلقة بإهدار تلك الفوائض النقدية فى مشروعات ذات صافى قيمة حالية سالبة، مما ينعكس بالإيجاب على أداء الشركة.

### ٣.٥.٦ حجم مجلس الإدارة

يشير كل من ( John and Senbet, 1998; Dalton et al., 1999; Kiel and Nicholson, ) إلى أن مجالس الإدارة كبيرة الحجم تكون أكثر قدرةً من المجالس الصغيرة على اجتذاب مدى واسع من المديرين الذين تتوافر لديهم الخبرات والمهارات المتنوعة التى تسهل من أداء المجلس لمهامه ووظائفه، وتعمل على تحسين عملية صناعة القرارات داخل الشركة، فضلاً عن أن المجالس كبيرة الحجم تعطى فرصة أكبر للتعبير عن مصالح المساهمين، ومن ثم فإنها تكون أقل عرضةً لسيطرة أو هيمنة المدير التنفيذى الأول، الأمر الذى قد يترك أثراً إيجابية على أداء الشركة.

وعلى النقيض من وجهة النظر السابقة، يرى كل من ( Lipton and Lorsch, 1992; Jensen, ) أن مجالس الإدارة صغيرة الحجم تعد أكثر فعالية فى مراقبة تصرفات الإدارة التنفيذية للشركة مقارنةً بمجالس الإدارة كبيرة الحجم، وذلك انطلاقاً من أن مجالس الإدارة كبيرة الحجم قد تعانى من مشاكل قصور عملية التنسيق والإتصال بين أعضائها، بالشكل الذى ينال من جودة عملية صناعة القرارات داخل الشركة، مما يقوض بالتالى من فعالية تلك المجالس فى أداء الدور الإشرافى والرقابى المنوط بها، ومن ثم تراجع أداء الشركة.<sup>(١٦)</sup> أيضاً، يرى ( Haniffa and Hudaib, 2006 ) أن مجالس الإدارة صغيرة الحجم تعد أكثر فعالية فى كبح دوافع المديرين نحو التهرب من مسؤولياتهم تجاه الشركة، كما أنها تساعد على سرعة إنجاز القرارات الخاصة بالشركة، وذلك انطلاقاً من أن مجالس الإدارة صغيرة الحجم تكون أقل تقيداً بمشاكل البيروقراطية وأكثر وظيفية فى القيام بمهامها.

### ٤.٥.٦ استقلالية مجلس الإدارة

يلعب مجلس إدارة الشركة دوراً مهماً وحاسماً فى وضع الأهداف الإستراتيجية لها، وإقرار الإستراتيجيات والسياسات العامة التى تهيمن على سير العمل بها. لذلك، فإن لقرارات المجلس تأثير كبير على أداء أية شركة (وزارة الاستثمار، ٢٠١١). ويعد وجود أغلبية من المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس إدارة الشركة عاملاً أساسياً لدعم موضوعيته واستقلالته فى القيام بواجباته الإشرافية تجاه

(١٦) يشير (Jensen, 1993) بشأن هذه النقطة تحديداً، إلى أنه من المحتمل أن تأخذ العلاقة بين حجم مجلس الإدارة ومستوى أدائه شكل حرف ال U المقلوب أو المعكوس (Inverted "U" Relationship)، حيث إنه بإضافة المزيد من المديرين إلى مجلس الإدارة فإن ذلك يضيف إلى مزيج المهارات المتوافرة به مما يؤدي إلى تحسين مستوى أدائه، ومن ثم مستوى أداء الشركة، حتى يتم الوصول إلى النقطة التى تفوق عندها الآثار السلبية الناجمة عن إضافة المزيد من المديرين إلى مجلس الإدارة المنافع الإضافية الناجمة عن زيادة أو تعظيم مزيج المهارات المتوافرة به.

الإدارة التنفيذية للشركة (سليمان، ٢٠٠٦). أيضاً، يعد وجود أغلبية من المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس إدارة الشركة عاملاً أساسياً في جعل المجلس يبدو أكثر فعالية في الحد من الانتهازية الإدارية، وذلك انطلاقاً من أن سيطرة الأعضاء الداخليين (التنفيذيين) على مجلس الإدارة في ظل ما يتمتعون به من معلومات هائلة عن كافة الأوضاع الاقتصادية للشركة، يمكن أن يقود إلى تواطؤ الإدارة التنفيذية ضد مصالح الملاك، ومحاولة استنزاف ثروتهم من خلال تغليب مصلحتها الذاتية على مصالح المساهمين (Fama, 1980; Williamson, 1984).

وعلى النقيض من وجهة النظر السابقة، يرى عدد آخر من الدراسات السابقة (مثل: Agrawal and Knoeber, 1996; Yermack, 1996; Bhagat and Black, 1999; Weir et al., 2002; Marashdeh, 2014) أن الشركات التي يكون لديها نسب مرتفعة من المديرين غير التنفيذيين داخل مجالس إدارتها تكون أكثر احتمالاً للتعرض لانخفاض الأداء، وربما يرجع ذلك للأسباب التالية: (١) أن المديرين غير التنفيذيين يكونون عادةً عاملين بدوام غير كامل، أو حتى موظفين شرفيين، الأمر الذي يقوض من قدرتهم على المراقبة وإسداء النصح والمشورة لمجلس الإدارة، لأن نقص المعلومات التي تتوافر لديهم، وافتقارهم للمعرفة والخبرة بالأنشطة اليومية للشركة يقلل من قدرتهم على القيام بدورهم المطلوب بكفاءة؛ (٢) قد يكون لدى المديرين غير التنفيذيين إلتزامات أو تعهدات أخرى، والتي قد تؤثر على إخلاصهم أو تفانيهم في مباشرة المراقبة الفعالة، فعلى سبيل المثال، قد يكون المديرون غير التنفيذيون مديرون تنفيذيون في شركات أخرى، الأمر الذي قد يقوض من حوافزهم لتنفيذ دورهم وواجباتهم بكفاءة؛ (٣) قد يكون هناك بعض الإتصالات الخاصة بين المدير التنفيذي الأول والمديرين غير التنفيذيين، وهذا يقلل بالتالي من إسهامات الأخير، خاصة إذا ما تم تعيينهم لفترات طويلة في الشركة. ومن ثم، قد لا يكون للمديرين غير التنفيذيين دور فعال في مراقبة الإدارة التنفيذية، الأمر الذي يقود إلى تراجع أداء الشركة.

## ٥.٥.٦ ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول

تشير ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول (CEO Duality) إلى الحالات التي يتم فيها الجمع بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) من قبل ذات الشخص.<sup>(١٧)</sup> ويرى كل من (Fama and Jensen, 1983) أن وجود ازدواجية في دور المدير التنفيذي الأول تعد

(١٧) يعرف دليل الحوكمة المصرى في نسخته المحدثة الصادرة في يولييه ٢٠١٦م رئيس مجلس الإدارة بأنه: "عضو مجلس الإدارة الذى يختاره أعضاء المجلس من بينهم ليرأس اجتماعات المجلس، ويكون الممثل القانونى للشركة." فى حين يعرف المدير التنفيذى الأول (العضو المنتدب) بأنه: "عضو مجلس الإدارة الذى ينتدبه المجلس ليقوم بالإدارة الفعلية للشركة، ويعتلى هرم السلطة التنفيذية بها، ويحدد مجلس الإدارة اختصاصاته ومكافآته" (فقرة ٨/١). وعند استقراء الواقع المصرى بشأن تحديد العلاقة بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذى الأول (العضو المنتدب) داخل الشركات المصرية، نجد أن دليل الحوكمة المصرى فى نسخته الثانية الصادرة فى مارس ٢٠١١م ينادى بضرورة أن "يكون رئيس المجلس مسؤولاً عن إدارة المجلس وتحقيق أهدافه، بينما يكون العضو المنتدب مسؤولاً وحده عن إدارة الشركة ورفع تقارير دورية للمجلس. وليس للمجلس أو رئيسه التدخل فى الإدارة اليومية للشركة إلا استثناءً إذا عجز العضو المنتدب عن القيام بعمله ولحين تعيين عضو منتدب آخر" (فقرة ٧/٢/٥).

إشارةً على غياب الفصل بين إدارة القرار ورقابة القرار، الأمر الذى يقيد من استقلالية مجلس الإدارة، ويقلل من قدرته على أداء الدور المنوط به بشأن توجيه ومراقبة تصرفات الإدارة التنفيذية للشركة. أيضاً، يرى كل من (Jensen, 1993; Lai, 2009) أن تقلد المدير التنفيذى الأول لمنصب رئيس مجلس الإدارة يجعله قادراً على التحكم فى جدول أعمال المجلس، والتأثير فى شتى قراراته بالشكل الذى يتوافق أو ينسجم مع مصالح الإدارة التنفيذية للشركة، فضلاً عن تدخله بشكل كبير فى عملية عزل وتعيين أعضاء المجلس ومحاولته الإحتفاظ بمنصبه لأطول فترة ممكنة. ومن ثم، فإن دمج تلك الأدوار والمسئوليات فى يد شخص واحد يعد تركيزاً للسلطة، كما أنه يزيد من احتمالات نشوب تعارضات الوكالة نتيجة سعى الإدارة التنفيذية للشركة لتحقيق مصالحها الذاتية أو الشخصية بشكل إنتهازى على حساب باقى الأطراف الأخرى ذات المصلحة فى الشركة (Fama and Jensen, 1983). لذا، فإن الفصل التام بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذى الأول، وفقاً لنظرية الوكالة، يجعل المجلس قادراً على إظهار فعالية أكبر فى توجيه ومراقبة تصرفات الإدارة التنفيذية، ويجنب الشركة مخاطر الوقوع تحت سيطرة أو هيمنة الإدارة التنفيذية، الأمر الذى يؤدى إلى تحسين أداء الشركة (Jensen, 1993; Daily and Schwenk, 1996).

وعلى النقيض من وجهة النظر السابقة، يشير (Brickley et al., 1997) إلى أن غالبية المناقشات التى دارت بشأن الفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذى الأول تجاهلت تماماً قضيتين على جانب كبير من الأهمية، تتعلق أولهما، بحوافز المدير غير التنفيذى (الخارجى) الذى يتقلد منصب رئاسة المجلس، حيث إنه على الرغم من أن الفصل بين المنصبين يمكن أن يقلل من تكاليف الوكالة المتعلقة بمراقبة سلوك المدير التنفيذى الأول، إلا أنه يولد تكاليف وكالة جديدة تتعلق بمراقبة سلوك رئيس مجلس الإدارة، خاصةً وأن منح رئيس مجلس الإدارة حقوق متزايدة لاتخاذ قرارات بشأن أمور من قبيل عزل المدير التنفيذى الأول، إعداد جدول أعمال المجلس، قد يزيد من شعور المساهمين بالقلق إزاء إمكانية جنى رئيس مجلس الإدارة لمنافع إضافية، مستوى الجهد المبذول، وتفضيلات الاستثمار. أما القضية الثانية، فتتعلق بتكلفة المعلومات، حيث يستوجب الفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذى للشركة القيام بعملية نقل مكلفة وغير مكتملة عموماً لمعلومات حرجة بين الرئيس التنفيذى للشركة ورئيس مجلس الإدارة. وهو ما يعنى أن التكاليف المترتبة على الفصل بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذى للشركة تكون أكبر من الفوائد التى يحققها هذا الفصل لمعظم الشركات الكبيرة. لذا، يرى كل من (Donaldson and Davis, 1991) أن وجود إزدواجية فى دور المدير التنفيذى الأول يقلل من التعارضات المتعلقة بتبادل المعلومات أو الإتصال فى بيانات تتسم بعدم التأكد، ويجعل الشركة تتمتع بالمنافع التقليدية لوحدة التوجيه والقيادة، الأمر الذى يسهم فى تحسين أداء الشركة.

## ٦.٥.٦ الملكية المؤسسية

يشير كل من (Bange and De Bondt, 1998; Chung et al., 2002) إلى أن المستثمرين المؤسسيين يتوافر لديهم الموارد، القدرات، المهارات، والفرص المناسبة لرقابة المديرين وضبط سلوكهم بالشكل الذى يضمن اختيارهم لمستويات الاستثمار التى تؤدى إلى تعظيم القيمة فى الأجل الطويل، بدلاً من التركيز على مقابلة أهداف الربحية قصيرة الأجل. ومن ثم، فإن تزايد نسبة ما يمتلكه هيئات الإستثمار فى أسهم الشركة، وفقاً لوجهة النظر هذه، يمكن أن يعمل كآلية لتخفيض تكاليف الوكالة التى يمكن أن تنشأ نتيجة السلوك الإنتهازى للمديرين. فتزايد الملكية المؤسسية يعمل على توفير درجة عالية من المراقبة للسلوك الإدارى، بالشكل الذى يؤدى إلى الحد من السلوكيات الانتهازية التى تضر بمصالح باقى الأطراف الأخرى ذات المصلحة فى الشركة، ويضمن قيام المديرين بالعمل على تعظيم قيمة الشركة فى الأجل الطويل، بدلاً من التركيز على تحقيق مصلحتهم الذاتية أو الشخصية (Bushee, 1998; Hsu and Koh, 2005).

وعلى النقيض، يرى كل من (Graves and Waddock, 1990; Jacobs, 1991; Hsu and ) (Koh, 2005) أن المستثمرين المؤسسيين يتصرفون فى أحيان كثيرة كمستثمرين مؤقتين ذوى توجه قصير الأجل<sup>(١٨)</sup> وذلك من خلال تركيزهم بشكل كبير على تعظيم الأرباح الحالية للشركة بدلاً من التركيز على تعظيم قيمتها فى الأجل الطويل. وهو الأمر الذى قد يؤدى إلى تقليص الدافع لدى المستثمرين المؤسسيين للقيام بعمل استثمارات فى مجال الإشراف على أداء الشركات المستثمر فيها، خاصةً وأن الإستفادة من المنافع التى قد تتولد من جراء تلك الاستثمارات قد لا تتحقق فى الأجل القصير الذى يصبون إلى تعظيم مصالحهم خلاله.

## ٧. تحليل النتائج

### ١.٧ إحصاءات وصفية

يعرض الجدول رقم (٤) بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة فى نماذج البحث الحالى مصنفة إلى ثلاثة مجموعات، وهى: أداء الشركة (المتغير التابع)، الإحتفاظ بالنقدية (المتغير المستقل)، والمتغيرات الضابطة. كما يعرض الجدول رقم (٤)، كذلك، بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة بنموذج (Jones, 1991)، والمستخدم فى البحث الحالى لتقدير الاستحقاقات الاختيارية، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات عينة البحث الحالى.

(١٨) لهذا السبب يتم وصف المستثمرين المؤسسيين "بالمستثمرين قصيرى النظر" (Myopic Investors)، وذلك نتيجة تعاملهم كتجار وليس كملك، وتركيزهم على أفق زمنى قصير المدى للاستثمار.

جدول رقم (٤): إحصاءات وصفية لمتغيرات البحث

المتغيرات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسيط	الإنحراف المعياري
<b>المتغير التابع (أداء الشركة)</b>					
أداء الشركة المفصح عنه ( $FP_{it}$ )	-٠,٧٧٦٣	٠,٥٨٧	٠,٠٦١٤	٠,٠٥٥٥	٠,١٣٧١
أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة ( $DAC-AdjFP_{it}$ )	-٠,٧٠٧٥	٠,٥٠٩٦	٠,٠٦١٤	٠,٠٥٩٢	٠,١٤٤٩
<b>المتغير المستقل (الإحتفاظ بالنقدية)</b>					
المقياس الأول للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$ )	٠,٠٠٠٢	٠,٥٧٢٤	٠,٠٩١٥	٠,٠٥١	٠,١٠٩٨
المقياس الثاني للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH2_{it}$ )	-٠,٤١٣	٠,٥٧٢٤	٠,٠٧٩١	٠,٠٤٣٧	٠,١١٩١
<b>المتغيرات الضابطة</b>					
حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي ( $FSize_{it}$ )	١٧,٥٢٤٨	٢٤,٨٦٣٠	٢٠,٦٣٦٢	٢٠,٥١١٤	١,٤٣٩٩
الرافعة المالية ( $LEV_{it}$ )	٠,٠٠٥	٤,٧١٣٢	٠,٥٣٩٤	٠,٥٠٠٩	٠,٣٩٦٤
حجم مجلس الإدارة ( $BOSIZE_{it}$ )	٣	١٥	٨	٧	٢,٤٠٤
استقلالية مجلس الإدارة ( $BOIND_{it}$ )	صفر	١	٠,٦٧٣٥	٠,٧١٤٣	٠,٢١٩٩
إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول ( $DUAL_{it}$ )	صفر	١	٠,٥٨	١	٠,٤٩٥
الملكية المؤسسية ( $INSOWN_{it}$ )	صفر	٠,٩٧٠٩	٠,٥٠٨٣	٠,٥٥٢١	٠,٣٠٠٣
<b>متغيرات نموذج (Jones, 1991)</b>					
إجمالي الاستحقاقات ( $TAC_{ijt}$ )	-٠,٦٦٠٤	٠,٧٠٩٨	٠,٠٢٨٥	٠,٠١٦٧	٠,١٣٢٨
التغير في الإيرادات ( $\Delta REV_{ijt}$ )	-٢,٧٩٣٤	٣,٦٦٨٢	٠,٠٥١٨	٠,٠٣٣٥	٠,٤٠٠١
إجمالي الآلات والمعدات والتجهيزات ( $PPE_{ijt}$ )	٠,٠٠٢	١,٩٩١٣	٠,٤١١٤	٠,٣٥٥٥	٠,٣٥٢٣
المتبقى إحصائياً من تقدير النموذج ( $DAC_{ijt}$ )	-٠,٥٦٣٤	٠,٦٢٨١	صفر	-٠,٠٠٦٣	٠,١١٥٣
عدد المشاهدات (N)	٥٩٤ مشاهدة				

فيما يتعلق بمقاييس أداء الشركة (المتغير التابع)، توضح الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن المقياس الأول لأداء الشركة ( $FP_{it}$ ) متمثلاً في صافي الدخل قبل البنود الاستثنائية والعمليات المتوقفة المعلن أو المفصح عنه قبل استبعاد التحيزات التي يتركها التدخل المتعمد في عملية التقرير المالي الخارجى من قبل الإدارة على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة، تتراوح نسبته بين (-٠,٧٧٦٣، ٠,٥٨٧) تقريباً من إجمالي أصول الشركة أول الفترة، وذلك بمدى واسع يبلغ ١,٣٦٣ تقريباً من إجمالي الأصول أول الفترة، وأن متوسط (وسيط) تلك النسبة على مستوى شركات العينة خلال تلك الفترة يبلغ (٠,٠٦١) (٠,٠٥١) تقريباً من إجمالي الأصول أول الفترة، وذلك بإنحراف معيارى قدره ٠,١٣٧١ تقريباً.

كما تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن المقياس الثانى لأداء الشركة ( $DAC-AdjFP_{it}$ ) متمثلاً في صافي الدخل قبل البنود الاستثنائية والعمليات المتوقفة والمعدل إلى قيمه غير المدارة من خلال خصم الاستحقاقات الاختيارية ( $DAC_{ijt}$ ) المقدره بواسطة نموذج ( Jones, 1991) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة، تتراوح نسبته بين (-٠,٧٠٨، ٠,٥١) تقريباً من إجمالي أصول الشركة أول الفترة، وذلك بمدى واسع يبلغ ١,٢١٧ تقريباً من إجمالي الأصول أول الفترة، وأن متوسط (وسيط) تلك النسبة على مستوى شركات العينة خلال تلك الفترة يبلغ

٠,٠٦١ (٠,٠٥٩) تقريباً من إجمالي الأصول أول الفترة، وذلك بإنحراف معياري قدره ٠,١٤٤٩ تقريباً.

وفيما يتعلق بمقاييس الاحتفاظ بالنقدية، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن إجمالي النقدية المحتفظ بها من قبل شركات العينة قبل استبعاد الأرصد النقدية وما في حكمها التي تكون مقيدة الاستخدام ( $CASH1_{it}$ ) خلال السنوات الست فترة الدراسة تتراوح نسبتها ما بين (٠,٠٠٠٢, ٠,٥٧٢٤) تقريباً من إجمالي الأصول نهاية الفترة، وذلك بمتوسط يبلغ ٠,٠٩٢ تقريباً من إجمالي الأصول نهاية الفترة، وإنحراف معياري قدره ٠,١٠٩٨ تقريباً. أيضاً، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن النقدية المحتفظ بها من قبل شركات العينة وغير مقيدة الاستخدام ( $CASH2_{it}$ ) تتراوح نسبتها خلال السنوات الست فترة الدراسة ما بين (-٠,٤١٣, ٠,٥٧٢٤) تقريباً من إجمالي الأصول نهاية الفترة، وذلك بمتوسط يبلغ ٠,٠٧٩ تقريباً من إجمالي الأصول نهاية الفترة، وإنحراف معياري قدره ٠,١١٩١ تقريباً. ويتضح من تلك الإحصاءات الوصفية أن إجمالي الأرصد النقدية وما حكمها التي تكون مقيدة الاستخدام على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة يبلغ متوسط نسبتها ١,٢٤٪ تقريباً من إجمالي الأصول نهاية الفترة.

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن أحجام شركات العينة ( $FSIZE_{it}$ ) خلال السنوات الست فترة الدراسة، مقاسةً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة، تتراوح ما بين (١٧,٥٢٥, ٢٤,٨٦٣) تقريباً وذلك بمتوسط يبلغ ٢٠,٦٣٦ تقريباً، وإنحراف معياري قدره ٤,٣٩٩ تقريباً. كما تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن نسبة إجمالي القيمة الدفترية للإلتزامات إلى إجمالي القيمة الدفترية للأصول في نهاية الفترة ( $LEV_{it}$ ) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة تتراوح ما بين (٠,٠٠٥, ٤,٧١٣) تقريباً وذلك بمتوسط يبلغ ٥٣,٩٤٪ تقريباً من إجمالي القيمة الدفترية للأصول نهاية الفترة، مما يعنى أن متوسط نسبة إجمالي القيمة الدفترية لحقوق الملكية إلى إجمالي القيمة الدفترية للأصول على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة يبلغ ٤٦,٠٦٪ تقريباً من إجمالي القيمة الدفترية للأصول نهاية الفترة، وتعكس تلك النسبة ميل شركات العينة للإعتماد بشكل أكبر على الديون مقارنةً بحقوق الملكية عند تحديد التشكيلة التي تتألف منها مصادر التمويل.

أيضاً، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن أحجام مجالس إدارات شركات العينة ( $BOSIZE_{it}$ ) خلال السنوات الست فترة الدراسة يتراوح ما بين (ثلاثة أعضاء، وخمسة عشر عضواً)، وذلك بمتوسط يبلغ ثمانية أعضاء وهو يبدو حجماً مناسباً لاجتذاب عدد كافي من أعضاء مجلس الإدارة الذين تتوافر لديهم الخبرات والمهارات الفنية والتحليلية التي تعمل على تحسين عملية صناعة القرارات داخل الشركة، فضلاً عن أنه قد يجعل المجلس أقل عرضةً لسيطرة المدير التنفيذي

الأول (العضو المنتدب). كذلك، تشير الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) إلى أن متوسط نسبة المديرين غير التنفيذيين في مجالس إدارات شركات العينة ( $BOIND_{it}$ ) خلال السنوات الست فترة الدراسة يبلغ ٦٧,٤٪، ويعد ذلك مؤشراً على الدور الرقابي للمجلس في الشركات المساهمة المصرية، ويشير كذلك إلى التزام غالبية شركات العينة بمتطلبات دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصري فيما يتعلق بضرورة أن تكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين في الشركة.

وفيما يتعلق بإزدواجية دور المدير التنفيذي الأول ( $DUAL_{it}$ )، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن هناك ٢٥٢ مشاهدة فقط، ونسبة قدرها ٤٢٪ تقريباً من إجمالي عدد المشاهدات الخاصة بعينة البحث الحالي خلال السنوات الست فترة الدراسة، أظهرت وجود فصل بين منسبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب)، بمعنى عدم وجود إزدواجية في تولى المنصبين من قبل ذات الشخص، وهو ما يشير إلى عدم التزام غالبية شركات العينة بمتطلبات دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصري فيما يتعلق بضرورة الفصل بين منسبى رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، حيث إن ٥٨٪ من إجمالي عدد المشاهدات الخاصة بعينة البحث (٣٤٢ مشاهدة) أظهرت وجود جمع بين المنصبين من قبل ذات الشخص. أيضاً، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن إجمالي نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين المؤسسيين (هيئات الإستثمار) والذين يستحوذون على (٥٪ فأكثر) من أسهم شركات العينة ( $INSOWN_{it}$ ) خلال السنوات الست فترة الدراسة تتراوح نسبتها ما بين (صفر٪، ٩٧,٠٩٪ تقريباً) من إجمالي عدد أسهم الشركة القائمة، وذلك بمتوسط يبلغ ٥٠,٨٣٪ تقريباً، وهو ما يشير إلى أهمية الوزن النسبي لمساهمات المستثمرين المؤسسيين (هيئات الإستثمار) في هيكل ملكية الشركات المساهمة المصرية.

أخيراً، فيما يتعلق بمتغيرات نموذج (Jones, 1991)، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن إجمالي الاستحقاقات ( $TAC_{ijt}$ ) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة، تتراوح نسبتها ما بين (-٠,٦٦، ٠,٧١) تقريباً من إجمالي أصول الشركة أول الفترة، وذلك بمتوسط يبلغ ٠,٢٨٥، تقريباً من إجمالي الأصول أول الفترة. كما تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن نسبة التغير في الإيرادات ( $\Delta REV_{ijt}$ ) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة، تتراوح ما بين (-٢,٧٩، ٣,٦٧) تقريباً من إجمالي أصول الشركة أول الفترة، وذلك بمتوسط يبلغ ٠,٠٥٢ من إجمالي الأصول أول الفترة. كذلك، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن إجمالي الآلات والمعدات والتجهيزات ( $PPE_{ijt}$ ) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة، تتراوح نسبتها ما بين (-٠,٠٠٢، ١,٩٩) تقريباً من إجمالي أصول الشركة أول الفترة، وذلك بمتوسط يبلغ ٠,٤١ تقريباً من إجمالي الأصول أول الفترة. أما

فيما يتعلق بالاستحقاقات الاختيارية ( $DAC_{ij}$ )، والتي تمثل المتبقى احصائياً من تقدير نموذج (Jones, 1991) لكل قطاع من القطاعات الخمسة عشر التي تنتمي لها شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن نسبتها تتراوح ما بين (-٠,٥٦، ٠,٦٣ تقريباً) من إجمالي أصول الشركة أول الفترة، وأن وسيط تلك النسبة على مستوى شركات العينة يبلغ (-٠,٠٠٦، ٠,٠٠٦ تقريباً) من إجمالي الأصول أول الفترة.<sup>(١٩)</sup>

## ٢.٧ تحليل الارتباط

تعد مصفوفة ارتباط بيرسون (Pearson Correlation Matrix) الأداة الأولية لاكتشاف مشكلة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية.<sup>(٢٠)</sup> وتظهر مصفوفة الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بجدول رقم (٥)، أن الإزدواج الخطى لا يمثل مشكلة في البحث الحالي، حيث إن كل معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في البحث الحالي (متغير الاحتفاظ بالنقدية، والمتغيرات الضابطة) أقل من (٠,٨٠)، حيث بلغ أقصى معامل ارتباط (٠,٤٤٢) وذلك بين متغيري حجم مجلس الإدارة ونسبة استقلاليته.<sup>(٢١)</sup> وتجدر الإشارة إلى أنه، على الرغم من أن معامل الارتباط بين المقياسين الأول والثاني للاحتفاظ بالنقدية بلغ (٠,٩٠٦)، كما هو موضح بالجدول رقم (٥)، إلا أن ذلك لا يمثل مشكلة إزدواج خطى في البحث الحالي، حيث سيتم الاعتماد على مقياس واحد فقط من هذين المقياسين في كل مرة يتم فيها تشغيل أي من نموذجي البحث الحالي.

وتظهر نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بجدول رقم (٥)، وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين مقياسي أداء الشركة المستخدمين في البحث الحالي. كذلك، تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٥) وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين أي من مقياسي أداء الشركة المستخدمين في البحث الحالي وكل من المقياسين الأول والثاني للاحتفاظ بالنقدية. وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تبين نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٥) وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين أي من مقياسي أداء الشركة المستخدمين في البحث الحالي وكل من حجم الشركة، وإزدواجية دور المدير التنفيذي الأول.

(١٩) من النتائج غير المقررة ضمن الإحصاءات الوصفية للبحث الحالي، والتي قام الباحث بإجرائها على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة، أن القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية [ $Abs(DAC_{ij})$ ] تتراوح نسبتها ما بين (٠,٦٢٨، ٠,٠٠١) من إجمالي الأصول أول الفترة، وذلك بمتوسط (وسيط) يبلغ (٠,٠٧٩، ٠,٠٥٣) وبانحراف معياري قدره (٠,٠٨٣٤ تقريباً).

(٢٠) يستخدم تعبير الإزدواج الخطى (Multicollinearity) للإشارة إلى وجود علاقة خطية أو قريبة من الخطية بين المتغيرات التفسيرية، ويشير (Gujarati, 2004) إلى أن درجة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية تعد مقبولة وغير خطيرة إذا بلغ معامل الارتباط بين أي منها (٠,٨٠) كحد أقصى.

(٢١) هناك اختبار آخر للحكم على ما إذا كانت درجة الإزدواج الخطى فيما بين المتغيرات التفسيرية خطيرة أم لا سيتعرض له الباحث بالتفصيل عند استعراض نتائج تحليل الانحدار.

جدول رقم (٥): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات البحث

م	المتغيرات	(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)	(٨)	(٩)	(١٠)
١	أداء الشركة المفصح عنه ( $FP_{it}$ )	١									
٢	أداء الشركة المعدل ( $DAC-AdjFP_{it}$ )	**٠,٦٦٧	١								
٣	المقياس الأول للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$ )	**٠,٣٠٣	**٠,٢٨٢	١							
٤	المقياس الثانى للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH2_{it}$ )	**٠,٣٠٨	**٠,٢٨٠	**٠,٩٠٦	١						
٥	حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي ( $FSIZE_{it}$ )	**٠,١٢٤	**٠,١٢٢	٠,١١١-	٠,١١٠-	١					
٦	الرافعة المالية ( $LEV_{it}$ )	**٠,٤٩-	**٠,٣٧-	٠,١١٤-	٠,١٤٤-	٠,٠٧٤	١				
٧	حجم مجلس الإدارة ( $BOSIZE_{it}$ )	**٠,٠٩٢	٠,٠٤١	٠,٠٠٣-	٠,٠٨٦-	**٠,٣٣٧	٠,٠٤٣-	١			
٨	استقلالية مجلس الإدارة ( $BOIND_{it}$ )	٠,٠٤٥	٠,٠١	**٠,٠٩٦-	٠,٠٨٦-	**٠,٢٢	**٠,٢٠-	**٠,٤٤٢	١		
٩	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول ( $DUAL_{it}$ )	**٠,٢٠٩	**٠,١٧١	**٠,٢٠٣	**٠,١٧٨	**٠,٢١-	٠,٠١١	**٠,٢٠-	**٠,٢٩-	١	
١٠	الملكية المؤسسية ( $INSOWN_{it}$ )	٠,٠٥-	٠,٠٢٩-	٠,٠٦٦	٠,٠٧٦	**٠,٣٣٩	**٠,٣٣٤	**٠,١٦٨	٠,٠٦٤-	٠,٠٠٨	١
**, * الارتباط دال عند مستوى معنوية (١٪)، (٥٪) على الترتيب.											

كما تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٥) وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ٥٪) بين أداء الشركة المفصح عنه ( $FP_{it}$ ) وحجم مجلس الإدارة. أيضاً، تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٥) وجود ارتباط سالب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين أي من مقياسي أداء الشركة المستخدمين في البحث الحالي والرافعة المالية (المديونية). أخيراً، أظهرت نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٥) عدم وجود ارتباط معنوي بين أي من مقياسي أداء الشركة المستخدمين في البحث الحالي وكل من استقلالية مجلس الإدارة، ونسبة الملكية المؤسسية. كذلك، عدم وجود ارتباط معنوي بين أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة ( $DAC-AdjFP_{it}$ ) وحجم مجلس الإدارة.

## ٢.٧ نتائج تحليل الإنحدار

كما سبق الإشارة من قبل، سيعتمد الباحث بشأن اختبار فرضية البحث الحالي على نموذجين للإنحدار الخطى المتعدد، يبنى أولهما على أن مستوى أداء الشركة المفصح عنه في التقرير المالي الخارجي للشركة ( $FP_{it}$ ) يعد دالة في كل من مستوى الإحتفاظ بالنقدية، والمتغيرات الضابطة، في حين يبنى ثانيهما على أن مستوى أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة ( $DAC-AdjFP_{it}$ ) يعد دالة في كل من مستوى الإحتفاظ بالنقدية، والمتغيرات الضابطة. وقد قام الباحث بإجراء تحليل الإنحدار لهذين النموذجين مرتين. في المرة الأولى، تم الإستعانة بالمقياس الأول المستخدم في البحث الحالي للتعبير عن مستوى الإحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$ ) والمتمثل في إجمالي النقدية المحتفظ بها من قبل شركات العينة قبل استبعاد الأرصدة النقدية وما في حكمها التي تكون مقيدة الاستخدام. وفي المرة الثانية، تم الإستعانة بالمقياس الثاني المستخدم في البحث الحالي للتعبير عن مستوى الإحتفاظ بالنقدية ( $CASH2_{it}$ ) والمتمثل في إجمالي النقدية المحتفظ بها من قبل شركات العينة بعد استبعاد الأرصدة النقدية وما في حكمها التي تكون مقيدة الاستخدام.

وقد اعتمد الباحث في تقدير معالم هذه النماذج على طريقة المربعات الصغرى ( Ordinary Least Squares "OLS")، حيث تعتبر هذه الطريقة من أكثر الطرق استخداماً في تقدير معالم نماذج الإنحدار الخطية. ويرجع السبب في ذلك إلى أن المقدرات المتحصل عليها باستخدام هذه الطريقة تتميز بأنها خطية وغير متحيزة، فضلاً عن أنه من بين جميع المقدرات الخطية وغير المتحيزة تتميز مقدرات المربعات الصغرى بأنها أفضل المقدرات، أي أن لها أقل تباين (عنانى، ٢٠١١).<sup>(٢٢)</sup>

(٢٢) يقال أن مقدرًا معيناً ( $\hat{\beta}$ ) أفضل مقدر خطي غير متحيز للمعلمة ( $\beta$ )، إذا توافرت فيه الشروط التالية: (١) أن يكون التحيز في تقدير المعلمة ( $\beta$ ) مساوياً للصفر [أي إذا كان  $E(\hat{\beta}) = \beta$ ]، حيث يعرف التحيز في تقدير معلمة معينة بأنه الفرق بين التوقع الرياضى أو الوسط الحسابى لتقديرات المعلمة ( $\hat{\beta}$ ) والقيمة الحقيقية لها ( $\beta$ )؛ (٢) أن يتمتع المقدر ( $\hat{\beta}$ ) بخاصية أقل تباين بالنسبة لجميع المقدرات الخطية وغير المتحيزة التي يمكن الحصول عليها بطرق تقدير أخرى للمعلمة ( $\beta$ )؛ (٣) أن يكون المقدر ( $\hat{\beta}$ ) خطياً بحيث يمكن كتابته كدالة خطية في قيم المتغير التابع (عنانى، ٢٠١١).

ولاختبار مدى ملائمة بيانات البحث الحالي لافتراضات تحليل الإنحدار، استعان الباحث بمعامل تضخم التباين ("VIF") للحكم على ما إذا كانت درجة الإزدواج الخطى في أي من النماذج التي يعتمد عليها الباحث في اختبار فرضية البحث الحالي خطيرة أم لا. وقد توصل الباحث إلى أن درجة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بتلك النماذج منخفضة وغير خطيرة، حيث إن أقصى قيمة لمعاملات تضخم التباين (VIF) تم الحصول عليها في تلك النماذج بلغت (1,389)، وذلك على النحو المبين بالجدول رقم (٦)، وكانت لمتغير استقلالية مجلس الإدارة ( $BOIND_{it}$ ). ويؤكد ذلك على عدم خطورة مشكلة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بأي من نماذج الإنحدار التي يعتمد عليها الباحث في اختبار فرضية البحث الحالي، الأمر الذي يمكن معه تطبيق طريقة المربعات الصغرى لتقدير معالم تلك النماذج.<sup>(٢٣)</sup>

جدول رقم (٦): إحصاءات اختبار الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنماذج البحث

معامل تضخم التباين (VIF)				المتغيرات المستقلة
المتغير التابع: أداء الشركة المفصح عنه ( $FP_{it}$ )		المتغير التابع: أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة ( $DAC-AdjFP_{it}$ )		
النموذج الأول	النموذج الثاني	النموذج الثالث	النموذج الرابع	
1,052	1,051			المقياس الأول للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$ )
		1,048	1,050	المقياس الثاني للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH2_{it}$ )
1,312	1,311	1,315	1,317	حجم الشركة ( $FSIZE_{it}$ )
1,184	1,190	1,169	1,174	الرافعة المالية ( $LEV_{it}$ )
1,362	1,361	1,363	1,366	حجم مجلس الإدارة ( $BOSIZE_{it}$ )
1,385	1,385	1,389	1,384	استقلالية مجلس الإدارة ( $BOIND_{it}$ )
1,179	1,166	1,173	1,164	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول ( $DUAL_{it}$ )
1,311	1,320	1,312	1,321	الملكية المؤسسية ( $INSOWN_{it}$ )
580	578	583	581	عدد المشاهدات (N)

ويعرض الجدول رقم (٧) نتائج تحليل الإنحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) التي تم التوصل إليها بشأن نماذج الإنحدار التي يعتمد عليها الباحث في اختبار فرضية البحث الحالي. ويتضح من نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧) معنوية نموذجي الإنحدار الخطى بين أداء الشركة المفصح عنه في التقرير المالي الخارجي للشركة ( $FP_{it}$ ) وكل من مستوى الإحتفاظ بالنقدية معبراً عنه بأي من المقياسين الأول أو الثاني ( $CASH1_{it}$  or  $CASH2_{it}$ )، والمتغيرات الضابطة.

(٢٣) يعد معامل تضخم التباين (VIF) وسيلة مهمة لاكتشاف مدى ارتباط كل متغير مستقل ببقية المتغيرات المستقلة الأخرى المتضمنة بنموذج الإنحدار المتعدد. ويقاس معامل تضخم التباين بمقدار الزيادة في تباين تقديرات معالم نموذج الإنحدار نتيجة وجود إزدواج خطى بين المتغيرات المستقلة المتضمنة بالنموذج، فكلما كانت قيمة هذا المعامل كبيرة زاد تباين التقديرات، وزادت بالتالي الأخطاء المعيارية لها، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة (t) المحسوبة المستخدمة في اختبارات المعنوية الإحصائية للعالم. وتوفر قيم معاملات تضخم التباين مؤشراً على خطورة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنموذج الإنحدار المتعدد، وليس الحكم على ما إذا كان الإزدواج الخطى موجوداً أم لا، حيث لا يوجد حتى الآن اختبار إحصائي يمكن أن يعطي إجابة قاطعة على مثل هذا التساؤل. ونظراً لأنه لا توجد جداول إحصائية يمكن استخدامها للحكم على معنوية قيم معاملات تضخم التباين، فقد اتفق إحصائياً على أنه إذا زادت قيمة معامل تضخم التباين (VIF) عن (١٠) فإن ذلك يعد مؤشراً على خطورة الإزدواج الخطى بنموذج الإنحدار المتعدد (عنانى، ٢٠١١).

جدول رقم (٧): نتائج تحليل انحدار مقياسي أداء الشركة على كل من مقياسي الاحتفاظ بالنقدية، والمتغيرات الضابطة

المتغير التابع: أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة (DAC-AdjFP <sub>it</sub> )		المتغير التابع: أداء الشركة المفصح عنه (FP <sub>it</sub> )		المتغيرات المستقلة
النموذج الرابع	النموذج الثالث	النموذج الثاني	النموذج الأول	
٠,٢٥١- *** (٣,٥٦٨-)	٠,٢٥٢- *** (٣,٥٤٥-)	٠,١٨٦- *** (٣,١٠٣-)	٠,١٨٩- *** (٣,١١١-)	ثابت الانحدار (Constant)
	٠,٣١٨ *** (٧,٥١٥)		٠,٣١٨ *** (٨,٨٨٧)	المقياس الأول للاحتفاظ بالنقدية (CASH1 <sub>it</sub> )
٠,٢٨٤ *** (٧,٣٧٩)		٠,٢٨٨ *** (٨,٨٤٤)		المقياس الثاني للاحتفاظ بالنقدية (CASH2 <sub>it</sub> )
٠,٠١٦ *** (٤,٣٥٠)	٠,٠١٦ *** (٤,٤١١)	٠,٠١١ *** (٣,٧٤٤)	٠,٠١٢ *** (٣,٨٤٦)	حجم الشركة (FSIZE <sub>it</sub> )
٠,١١٥- *** (٩,٠٠٩-)	٠,١١٩- *** (٩,٢٣٤-)	٠,١٣٢- *** (١١,٦٨٥-)	٠,١٣٥- *** (١١,٧٩٦-)	الرافعة المالية (LEV <sub>it</sub> )
٠,٠٠٤ * (١,٨٨٣)	٠,٠٠٢ (١,٠٥٨)	٠,٠٠٨ *** (٤,٠٠٢)	٠,٠٠٥ *** (٢,٧٨٠)	حجم مجلس الإدارة (BOSIZE <sub>it</sub> )
٠,٠٤٦- * (١,٩١٦-)	٠,٠٤٠- (١,٦٤٢-)	٠,٠٣٩- * (١,٨٩٤-)	٠,٠٣٠- (١,٤٣٦-)	استقلالية مجلس الإدارة (BOIND <sub>it</sub> )
٠,٠٤٥ *** (٤,٦٠٤)	٠,٠٤٣ *** (٤,٢٧٨)	٠,٠٤٦ *** (٥,٤٦٧)	٠,٠٤٥ *** (٥,٣٠٩)	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول (DUAL <sub>it</sub> )
٠,٠١٣ (٠,٧٣٩)	٠,٠١٣ (٠,٧٣٤)	٠,٠٠٢- (٠,١٧٠-)	٠,٠٠١- (٠,٠٩٧-)	الملكية المؤسسية (INSOWN <sub>it</sub> )
***, **, * الفروق دالة عند مستوى معنوية (١٪)، (٥٪)، (١٠٪) على الترتيب.				
٠,٢٦٣	٠,٢٦١	٠,٣٥١	٠,٣٤٦	معامل التحديد (R <sup>2</sup> )
٠,٢٥٤	٠,٢٥٢	٠,٣٤٣	٠,٣٣٨	معامل التحديد المعدل (Adjusted R <sup>2</sup> )
***٢٩,١٤٧	***٢٩,٠٠٥	***٤٤,٠٢٤	***٤٣,٣٠٢	قيمة (F) المحسوبة ودلالة اختبار (F)
٥٨١	٥٨٣	٥٧٨	٥٨٠	عدد المشاهدات (N)

كذلك، يتضح من نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧) معنوية نموذجي الإنحدار الخطى بين أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة ( $DAC-AdjFP_{it}$ ) وكل من مستوى الإحتفاظ بالنقدية معبراً عنه بأي من المقياسين الأول أو الثانى ( $CASH1_{it}$  or  $CASH2_{it}$ )، والمتغيرات الضابطة. وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F) لأي من هذه النماذج الأربعة، حيث إنه بمقارنة قيمة الاحتمال (P-Value) لأي من هذه النماذج الأربعة بمستوى المعنوية المقبول فى العلوم الاجتماعية (وهو ٥٪)، يتبين أن ( $P-Value = Sig. < 5\%$ ).

كما تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٧)، أن قيمة معاملى التحديد المعدل ( $Adjusted R^2$ ) الخاصة بإنحدار أداء الشركة المفصح عنه فى التقرير المالى الخارجى للشركة ( $FP_{it}$ ) على أي من المقياسين الأول أو الثانى للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$  or  $CASH2_{it}$ )، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٣٤٣، ٠,٣٣٨) على الترتيب. وهو ما يشير إلى أن النموذج الثانى، والمتعلق بإنحدار أداء الشركة المفصح عنه فى التقرير المالى الخارجى للشركة ( $FP_{it}$ ) على كل من المقياس الثانى للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH2_{it}$ )، والمتغيرات الضابطة، يعد الأكثر قوةً (وإن كان ذلك بفارق طفيف) من النموذج الأول، والمتعلق بإنحدار أداء الشركة المفصح عنه فى التقرير المالى الخارجى للشركة ( $FP_{it}$ ) على كل من المقياس الأول للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$ )، والمتغيرات الضابطة، بشأن تفسير التباين فى أداء الشركة المفصح عنه فى التقرير المالى الخارجى للشركة ( $FP_{it}$ ) قبل تعديله إلى قيمه غير المدارة.

أيضاً، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (٧)، أن قيمة معاملى التحديد المعدل ( $Adjusted R^2$ ) الخاصة بإنحدار أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة ( $DAC-AdjFP_{it}$ ) على أي من المقياسين الأول أو الثانى للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$  or  $CASH2_{it}$ )، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٢٥٤، ٠,٢٥٢) على الترتيب. وهو ما يشير إلى أن النموذج الرابع، والمتعلق بإنحدار أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة ( $DAC-AdjFP_{it}$ ) على كل من المقياس الثانى للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH2_{it}$ )، والمتغيرات الضابطة، يعد الأكثر قوةً (وإن كان ذلك بفارق طفيف جداً) من النموذج الثالث، والمتعلق بإنحدار أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة ( $DAC-AdjFP_{it}$ ) على كل من المقياس الأول للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$ )، والمتغيرات الضابطة، بشأن تفسير التباين فى أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة ( $DAC-AdjFP_{it}$ ).

ويتضح من نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين المقياس الأول للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH1_{it}$ ) وأي من أداء الشركة المفصح عنه فى التقرير المالى الخارجى للشركة ( $FP_{it}$ )، أو أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة ( $DAC-AdjFP_{it}$ ). كما يتضح من نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٧)، وجود

علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين المقياس الثانى للإحتفاظ بالنقدية ( $CASH2_{it}$ ) وأي من أداء الشركة المفصح عنه فى التقرير المالى الخارجى للشركة ( $FP_{it}$ )، أو أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة ( $DAC-AdjFP_{it}$ ). وتشير تلك النتائج إلى أن التحيزات التى يتركها التدخل المتعمد فى عملية التقرير المالى الخارجى من قبل الإدارة للتأثير على تقديرات الربحية المفصح عنها أو المنشورة لم تؤثر على العلاقة المدركة بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركات المساهمة المصرية، حيث ظل التأثير المرئى أو الظاهرى للإحتفاظ بالنقدية على أداء الشركات المساهمة المصرية قائماً، على الرغم من تعديل الأداء المقاس لتلك الشركات بتأثيرات إدارة الدخل، من خلال خصم الاستحقاقات الاختيارية المقدره لتلك الشركات من أرباحها المنشورة. **ويتضح أن تلك النتيجة لا تدعم فرضية البحث الحالى، لذا، لا يمكن قبولها.** وبشكل عام، تشير النتائج السابقة إلى قدرة المنافع المرتبطة بالإحتفاظ بالنقدية على تجاوز التكاليف المترتبة على هذا الإحتفاظ، وهو الأمر الذى يجعل الإحتفاظ بالنقدية ذات قيمة بالنسبة للشركات المساهمة المصرية، حيث أن الإحتفاظ بالمزيد من الاحتياطات النقدية يسهم فى تحسين أداء تلك الشركات.

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل الإنحدار الموضحة بالجدول رقم (٧)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين حجم الشركة ( $FSIZE_{it}$ ) وأي من أداء الشركة المفصح عنه فى التقرير المالى الخارجى للشركة ( $FP_{it}$ )، أو أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة ( $DAC-AdjFP_{it}$ ). وتشير تلك النتائج إلى أن التحيزات التى يتركها التدخل المتعمد فى عملية التقرير المالى الخارجى من قبل الإدارة للتأثير على تقديرات الربحية المفصح عنها أو المنشورة لم تؤثر على العلاقة المدركة بين حجم الشركة والأداء المالى للشركات المساهمة المصرية، حيث ظل التأثير المرئى أو الظاهرى لحجم الشركة على أداء الشركات المساهمة المصرية قائماً، على الرغم من تعديل الأداء المقاس لتلك الشركات بتأثيرات إدارة الدخل. وتدعم تلك النتائج من أرجحية وجهة النظر التى تذهب إلى أن الشركات كبيرة الحجم تتمتع بتوافر إمكانيات إدارية ذات كفاءة ومهارة أعلى مقارنةً بمثيلاتها فى الشركات صغيرة الحجم، وهو أمر يساعدها فى تحقيق مزايا نسبية فى العديد من المجالات مثل الرقابة على التكاليف، والاستغلال الكفء للموارد البشرية المتاحة، مما يؤدي فى النهاية إلى تحقيق معدلات ربحية مرتفعة.

وعلى نحو مماثل، تظهر نتائج تحليل الإنحدار الموضحة بالجدول رقم (٧)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين إزدواجية دور المدير التنفيذى الأول ( $DUAL_{it}$ ) وأي من أداء الشركة المفصح عنه فى التقرير المالى الخارجى للشركة ( $FP_{it}$ )، أو أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة ( $DAC-AdjFP_{it}$ ). وتشير تلك النتائج إلى أن التحيزات التى يتركها التدخل المتعمد فى عملية التقرير المالى الخارجى من قبل الإدارة للتأثير على تقديرات الربحية المفصح عنها أو المنشورة لم

تؤثر على العلاقة المدركة بين إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول والأداء المالى للشركات المساهمة المصرية، حيث ظل التأثير المرئى أو الظاهرى لإزدواجية دور المدير التنفيذي الأول على أداء الشركات المساهمة المصرية قائماً، على الرغم من تعديل الأداء المقاس لتلك الشركات بتأثيرات إدارة الدخل. وتدعم تلك النتائج من أرجحية ما أشارت إليه نظرية الإشراف (Stewardship Theory) من أن الدمج بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول سيعزز من الفعالية والإنتاجية، وذلك إنطلاقاً من أن الجمع بين المنصبين سيقفل من التعارضات المتعلقة بتبادل المعلومات أو الإتصال فى بيانات تتسم بعدم التأكد، ويجعل الشركة تتمتع بالمنافع التقليدية لوحدة التوجيه والقيادة، الأمر الذى يسهم فى تحقيق عوائد مجزية للمساهمين.

كما تظهر نتائج تحليل الانحدار الموضحة بالجدول رقم (٧)، وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين الرافعة المالية ( $LEV_{it}$ ) وأى من أداء الشركة المفصح عنه فى التقرير المالى الخارجى للشركة ( $FP_{it}$ )، أو أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة ( $DAC-AdjFP_{it}$ ). وتشير تلك النتائج إلى أن التحيزات التى يتركها التدخل المتعمد فى عملية التقرير المالى الخارجى من قبل الإدارة للتأثير على تقديرات الربحية المفصح عنها أو المنشورة لم تؤثر على العلاقة المدركة بين الرافعة المالية (المديونية) والأداء المالى للشركات المساهمة المصرية، حيث ظل التأثير المرئى أو الظاهرى للرافعة المالية (المديونية) على أداء الشركات المساهمة المصرية قائماً، على الرغم من تعديل الأداء المقاس لتلك الشركات بتأثيرات إدارة الدخل. وتدعم تلك النتائج من أرجحية وجهة النظر التى تذهب إلى أنه كلما زاد اعتماد الشركة على الديون فى تمويل عملياتها، فإن إشتراطات أو تعهدات المديونية التى تتعرض لها الشركة من قبل المقرضين تعمل على تقييد حرية مديرى الشركات المقترضة فى الإستفادة من أموال تلك القروض فى تمويل استثمارات وعمليات الشركة، ويضعها تحت المراقبة المشددة من قبل المقرضين بهدف حماية أموالهم، مما ينعكس بالسلب على أداء الشركة.

كذلك، تظهر نتائج تحليل الانحدار الموضحة بالجدول رقم (٧)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين حجم مجلس الإدارة ( $BOSIZE_{it}$ ) وأداء الشركة المفصح عنه فى التقرير المالى الخارجى للشركة ( $FP_{it}$ )، فى حين أظهرت تلك النتائج عدم وجود علاقة معنوية بين حجم مجلس الإدارة ( $BOSIZE_{it}$ ) وأداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة ( $DAC-AdjFP_{it}$ ). وتشير تلك النتائج إلى تأثر العلاقة المدركة بين حجم مجلس الإدارة والأداء المالى للشركات المساهمة المصرية متى تم تعديل الأداء المقاس لتلك الشركات بتأثيرات إدارة الدخل. أخيراً، تظهر نتائج تحليل الانحدار الموضحة بالجدول رقم (٧)، عدم تأثر العلاقة المدركة بين أى من استقلالية مجلس الإدارة ( $BOIND_{it}$ )، أو الملكية المؤسسية ( $INSOWN_{it}$ ) والأداء المالى للشركات المساهمة المصرية متى تم تعديل الأداء المقاس لتلك الشركات بتأثيرات إدارة الدخل، من خلال خصم الاستحقاقات الاختيارية المقدره لتلك الشركات من أرباحها المنشورة.

## ٨. خلاصة البحث

من المسلم به على نطاق واسع أن الإحتفاظ بالنقدية يمكن أن يكون أحد المحددات المهمة لأداء الشركات. فمن ناحية، قد يخدم الإحتفاظ بالنقدية مصالح المساهمين من خلال خلق المرونة المالية للشركات، خفض تكاليف المعاملات، وتمويل فرص النمو بأموال داخلية أقل تكلفة. من ناحية أخرى، فإنه في ظل وجود تكلفة وكالة للخيار الإداري، فإن الإدارة ربما تحتفظ بالنقدية بهدف تحقيق مصالحها الشخصية على حساب المساهمين، حيث أن وجود مستوى كبير من التدفق النقدي الحر سيقود المديرين إلى اختيار سياسات الاستثمار دون المستوى الأمثل. فمن الناحية النظرية، يبدو دور السيولة مثير للجدل، فمقارنةً بفوائد المرونة المالية المتعلقة بالإحتفاظ بالنقدية، هناك العديد من العيوب التي يمكن أن تعزى إليها. وبالتالي، على مدار العقود القليلة الماضية، أصبح التحقق من تأثير الإحتفاظ بالنقدية على أداء الشركة محل اهتمام كبير في جميع أنحاء العالم لكل من الأوساط الأكاديمية والمالية.

لذا، اتجهت العديد من الدراسات السابقة، على المستوى الإمبريقي، نحو محاولة تقديم الأدلة الإمبريكية بشأن طبيعة العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة. وقد اعتمدت غالبية تلك الدراسات السابقة في قياسها لمستوى أداء الشركة بشكل رئيسي على الأرباح المحاسبية المفصح عنها في التقرير المالي الخارجي للشركة، من خلال مجموعة من المؤشرات المحاسبية التقليدية، مثل: معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم، دون الأخذ في الاعتبار التأثيرات التجميلية المترتبة على حرية التصرف أو السلطة التقديرية المتاحة للإدارة في الإعراف بالاستحقاقات المكونة لرقم الربح المحاسبي، وذلك من خلال إزالة التأثير المحتمل للممارسات المتعلقة بإدارة الدخل من تقديرات الربحية المفصح عنها أو المنشورة قبل حساب تلك المؤشرات، وذلك لجعلها أكثر تعبيراً عن الأداء الحقيقي للشركة.

من هذا المنطلق، حاول البحث الحالي التحقق مما إذا كان التأثير المرئي أو الظاهري للإحتفاظ بالنقدية على أداء الشركات المساهمة المصرية سيظل قائماً متى تم تعديل الأداء المقاس لتلك الشركات بتأثيرات إدارة الدخل من عدمه. بشكل أكثر تحديداً، ركز البحث الحالي على دور الاستحقاقات الاختيارية في إدارة الدخل. فمن أجل الحصول على مقياس أداء خالٍ نسبياً من التحيزات التي يتركها التدخل المتعمد في عملية التقرير المالي الخارجي من قبل الإدارة، قام الباحث في البحث الحالي بتعديل أداء الشركة المعلن أو المفصح عنه من قبل الشركة إلى قيمه غير المدارة، وذلك من خلال خصم الاستحقاقات الاختيارية من الأرباح المعلنة أو المنشورة، بحيث يعكس التباين في المقياس المعدل للأداء الاختلافات في الأداء الحقيقي بدلاً من التأثيرات التجميلية لحرية التصرف أو السلطة التقديرية المتاحة للإدارة في الإعراف بالاستحقاقات.

ولتحقيق هدف البحث الحالي، استعان الباحث بعينة مكونة من ١٠٢ شركة مساهمة مصرية (بإجمالي عدد مشاهدات يبلغ ٥٩٤ مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى خمسة عشر قطاعاً اقتصادياً متجانساً غير مالي في الفترة بين عامي ٢٠١٦م و٢٠٢١م. ومن أجل اختبار فرضية البحث الحالي، فقد اعتمد الباحث على نموذجين للإندثار الخطي المتعدد، يبنى أولهما على أن مستوى أداء الشركة المفصح عنه في التقرير المالي الخارجي للشركة يعد دالة في كل من مستوى الإحتفاظ بالنقدية، والمتغيرات الضابطة، في حين يبنى ثانيهما على أن مستوى أداء الشركة المعدل إلى قيمه غير المدارة يعد دالة في كل من مستوى الإحتفاظ بالنقدية، والمتغيرات الضابطة. فمن خلال مقارنة النتائج التي أفضى إليها كل من النموذجين السابقين، أمكن للباحث الوقوف على ما إذا كانت العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة قد تأثرت بالتحيزات التي يتركها التدخل المتعمد في عملية التقرير المالي الخارجي من قبل الإدارة من عدمه، ومن ثم، أمكن للباحث التحقق مما إذا كان التأثير المرئى أو الظاهري للإحتفاظ بالنقدية على أداء الشركات المساهمة المصرية ظل قائماً متى تم تعديل الأداء المقاس لتلك الشركات بتأثيرات إدارة الدخل من عدمه.

وتشير نتائج البحث الحالي إلى وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية، وأن تلك العلاقة لم تتأثر بالتحيزات التي يتركها التدخل المتعمد في عملية التقرير المالي الخارجي من قبل الإدارة للتأثير على تقديرات الربحية المفصح عنها أو المنشورة، حيث ظل التأثير المرئى أو الظاهري للإحتفاظ بالنقدية على أداء الشركات المساهمة المصرية قائماً، على الرغم من تعديل الأداء المقاس لتلك الشركات بتأثيرات إدارة الدخل، من خلال خصم الاستحقاقات الاختيارية المقدره لتلك الشركات من أرباحها المنشورة. وبشكل عام، تشير النتائج السابقة إلى قدرة المنافع المرتبطة بالإحتفاظ بالنقدية على تجاوز التكاليف المترتبة على هذا الإحتفاظ، وهو الأمر الذي يجعل الإحتفاظ بالنقدية ذات قيمة بالنسبة للشركات المساهمة المصرية، حيث أن الإحتفاظ بالمزيد من الاحتياطات النقدية يسهم في تحسين أداء تلك الشركات.

## ٩. دراسات مستقبلية

على ضوء ما توصل إليه البحث الحالي من نتائج، يرى الباحث أن هناك العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث ودراسات مستقبلية، يتمثل أهمها فيما يلي:

(١) لإضفاء مزيداً من الإستقرار على النتائج التي تم التوصل إليها في البحث الحالي، فإن أحد المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية هو إعادة تكرار البحث الحالي، ولكن مع إستخدام نماذج أخرى لتقدير الاستحقاقات الاختيارية من غير النموذج المستخدم في البحث الحالي.

٢) فى ظل الإقتراح بأن الاستحقاقات الاختيارية تعمل كمتغير وسيط فى العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وربحية الشركة، لذا يمكن استخدام نموذج للمعادلات الهيكلية وتحليل المسار لتصميم نموذج سببى أو بنائى يوضح علاقات التأثير والتأثر بين الإحتفاظ بالنقدية (كمتغير مستقل)، الاستحقاقات الاختيارية (كمتغير وسيط)، وربحية الشركة (كمتغير تابع)، ويختبر التأثير المباشر للإحتفاظ بالنقدية على ربحية الشركة، بالإضافة إلى التأثير غير المباشر للإحتفاظ بالنقدية (عن طريق: الاستحقاقات الاختيارية) على ربحية الشركة.

٣) دراسة التأثير المنظم لفرص النمو المستقبلية على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالى الحقيقى المعدل بأثر بالاستحقاقات الاختيارية للشركات المساهمة المصرية.

٤) دراسة التأثير المنظم لكفاءة الاستثمار على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالى الحقيقى المعدل بأثر بالاستحقاقات الاختيارية للشركات المساهمة المصرية.

٥) دراسة التأثير المنظم للتحسين الإدارى على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالى الحقيقى المعدل بأثر بالاستحقاقات الاختيارية للشركات المساهمة المصرية.

٦) دراسة التأثير المنظم لقوة المدير التنفيذى الأول على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالى الحقيقى المعدل بأثر بالاستحقاقات الاختيارية للشركات المساهمة المصرية.

٧) دراسة التأثير المنظم للاستحقاقات الاختيارية على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالى السوقي للشركات المساهمة المصرية.

٨) أحد حدود هذا البحث هو استبعاد الشركات المالية من عينة البحث، نظراً لاختلاف طبيعة هيكل رأس المال للشركات المالية عن نظيره فى الشركات غير المالية، وكذلك لاختلاف متطلبات الإحتفاظ بالنقدية لدى الشركات المالية وغير المالية، لذا، يمكن دراسة تأثير الاستحقاقات الاختيارية على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركات التى تنتمى للقطاع المالى المصرى.

٩) إجراء دراسة مقارنة عن تأثير الإحتفاظ بالنقدية على الأداء المالى الحقيقى المعدل بأثر بالاستحقاقات الاختيارية فى كل من الشركات المساهمة المملوكة للقطاع الخاص والشركات المساهمة المملوكة لقطاع الأعمال العام.

## المراجع

### أولاً: مراجع باللغة العربية

- أبو الخير، مدثر طه، ١٩٩٩، "إدارة الربح المحاسبى فى الشركات المصرية: دليل ميدانى من التغيرات فى أرصدة المخصصات بالقوائم المالية"، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل*، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثانى: ١-٤٠.
- أبو العز، محمد السعيد، ٢٠٠٧، "تحليل القوائم المالية لأغراض الإنتمان والاستثمار"، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- أبو العز، محمد السعيد، ٢٠١٥، "موضوعات فى المحاسبة الإدارية"، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- أبو سالم، سيد سالم محمد، ٢٠١٧، "العلاقة بين إدارة الدخل والأداء المالى: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *مجلة الدراسات والبحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد الأول: ٥٣٥-٥٨٦.
- الهيئة العامة للرقابة المالية، مركز المديرين المصرى، ٢٠١٦، "الدليل المصرى لحوكمة الشركات"، الإصدار الثالث، الصادر بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٨٤ بتاريخ ٢٦ يوليه ٢٠١٦.
- سليمان، محمد مصطفى، ٢٠٠٦، "حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالى والإدارى: دراسة مقارنة"، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- عبد العال، محمود موسى، ٢٠٢٠، "محددات العلاقة غير الخطية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالى للشركات غير المالية من منظور محاسبى: دراسة تجريبية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول: ٥٣٧-٥٧٢.
- عنانى، محمد عبد السمیع، ٢٠١١، "التحليل القياسى والاحصائى للعلاقات الاقتصادية: مدخل حديث باستخدام *Windows SPSS*"، الطبعة الثالثة، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- كساب، ياسر السيد، ٢٠٠٨، "تقدير مدى تأثير الإدارة فى الأرباح المحاسبية المنشورة باستخدام أساس الاستحقاق ودوافعها ورد فعل السوق: نموذج مقترح ودراسة ميدانية"، رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة طنطا.
- هندى، منير إبراهيم، ١٩٩٨، "الفكر الحديث فى مجال مصادر التمويل"، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- هويدى، على محمد حسن، ١٩٨٩، "الاستراتيجية المحاسبية للشركات متعددة الجنسية فى الدول النامية"، *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الثالث: ١٤٥-١٨٣.
- هويدى، على محمد حسن، ١٩٩١، "دراسة اختبارية لأثر اختلاف الحجم على الأداء"، *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الثانى: ١٥٧-١٩٣.
- وزارة الاستثمار، مركز المديرين المصرى، ٢٠١١، "دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية"، الإصدار الثانى.

## ثانياً: مراجع باللغة الأجنبية

- Abushammala, S., and J. Sulaiman, 2014, "Cash Holdings and Corporate Profitability: Some Evidences form Jordan", *International Journal of Innovation and Applied Studies* 8 (3): 898-907.
- Agrawal, A., and C. R. Knoeber, 1996, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (3): 377-397.
- Ahmed, J., and M. Tahir, 2024, "Corporate Cash Holdings and Financial Performance: Moderating Effect of Corporate Governance and Family Ownership", *South Asian Journal of Business Studies* (Ahead-of-Print), <https://doi.org/10.1108/SAJBS-11-2022-0385>.
- Almeida, H., M. Campello, and M. S. Weisbach, 2004, "The Cash Flow Sensitivity of Cash", *Journal of Finance* 59 (4): 1777-1804.
- Alnori, F., 2020, "Cash Holdings: Do they Boost or Hurt Firms' Performance? Evidence from Listed Non-Financial Firms in Saudi Arabia", *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 13 (5): 919-934.
- Alnori, F., and A. Bugshan, 2023, "Cash Holdings and Firm Performance: Empirical Analysis from Shariah-Compliant and Conventional Corporations", *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 16 (3): 498-515.
- Ashhari, Z. M., and D. R. Faizal, 2018, "Determinants and Performance of Cash Holding: Evidence from Small Business in Malaysia", *International Journal of Economics, Management and Accounting* 26 (2): 457-473.
- Aslam, E., R. Kalim, and S. Fizza, 2019, "Do Cash Holding and Corporate Governance Structure Matter for the Performance of Firms? Evidence from KMI 30- and KSE 100-Indexed Firms in Pakistan", *Global Business Review* 20 (2): 313-330.
- Bange, M. M., and W. F. De Bondt, 1998, "R&D Budgets and Corporate Earnings Targets", *Journal of Corporate Finance* 4 (2): 153-184.
- Bartov, E., F. A. Gul, and J. Tsui, 2000, "Discretionary-Accruals Models and Audit Qualifications", *Journal of Accounting and Economics* 30 (3): 421-452.

- Bhagat, S., and B. Black, 1999, "The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance", *The Business Lawyer* 54 (3): 921-963.
- Boachie, C., and E. Mensah, 2022, "The Effect of Earnings Management on Firm Performance: The Moderating Role of Corporate Governance Quality", *International Review of Financial Analysis* 83, Article No. 102270: 1-16.
- Brealey, R. A., S. C. Myers, and S. Sandri, 2003, "*Principles of Corporate Finance*", 4<sup>th</sup> Edition, McGraw Hill, Milano.
- Brickley, J. A., J. L. Coles, and G. Jarrell, 1997, "Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board", *Journal of Corporate Finance* 3 (3): 189-220.
- Bukit, R. B., and T. M. Iskandar, 2009, "Surplus Free Cash Flow, Earnings Management and Audit Committee", *International Journal of Economics and Management* 3 (1): 204-233.
- Bushee, B. J., 1998, "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *The Accounting Review* 73 (3): 305-333.
- Buzzell, R. D., B. T. Gale, and R. Sultan, 1975, "Market Share - A Key to Profitability", *Harvard Business Review* 53 (1): 97-106.
- Ching, C., B. Teh, O. San, and H. Hoe, 2015, "The Relationship among Audit Quality, Earnings Management, and Financial Performance of Malaysian Public Listed Companies", *International Journal of Economics and Management* 9 (1): 211-229.
- Chung, R., M. Firth, and J. Kim, 2002, "Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management", *Journal of Corporate Finance* 8 (1): 29-48.
- Chung, R., M. Firth, and J. Kim, 2005a, "Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring", *Journal of Business Research* 58 (6): 766-776.
- Chung, R., M. Firth, and J. Kim, 2005b, "FCF Agency Costs, Earnings Management, and Investor Monitoring", *Corporate Ownership and Control* 2 (4): 51-61.
- Cornett, M. M., A. J. Marcus, and H. Tehranian, 2008, "Corporate Governance and Pay-for-Performance: The Impact of Earnings Management", *Journal of Financial Economics* 87 (2): 357-373.

- Daily, C. M., and C. Schwenk, 1996, "Chief Executive Officers, Top Management Teams, and Boards of Directors: Congruent or Countervailing Forces?", *Journal of Management* 22 (2): 185-208.
- Dalton, D. R., C. M. Daily, J. L. Johnson, and A. E. Ellstrand, 1999, "Number of Directors and Financial Performance: A Meta-analysis", *Academy of Management Journal* 42 (6): 674-686.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney, 1995, "Detecting Earnings Management", *The Accounting Review* 70 (2): 193-225.
- Defond, M. L., and J. Jiambalvo, 1994, "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals", *Journal of Accounting and Economics* 17 (1-2): 145-176.
- Demski, J. S., 1998, "Performance Measure Manipulation", *Contemporary Accounting Research* 15 (3): 261-285.
- Dimitropoulos, P., K. Koronios, A. Thrassou, and D. Vrontis, 2020, "Cash Holdings, Corporate Performance and Viability of Greek SMEs: Implications for Stakeholder Relationship Management", *EuroMed Journal of Business* 15 (3): 333-348.
- Doan, T. T., 2020, "The Effect of Cash Holdings on Firm Performance: Evidence from Vietnam Listed Firms", *Accounting* 6 (5): 721-726.
- Donaldson, L., and J. H. Davis, 1991, "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management* 16 (1): 49-65.
- Eisenberg, T., S. Sundgren, and M. Wells, 1998, "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", *Journal of Financial Economics* 48 (1): 35-54.
- Fama, E. F., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy* 88 (2): 288-307.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen, 1983, "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325.
- Fang, D., 2012, "Research on the Relationship between Firm Performance and Earnings Management", Master Thesis, University of Amsterdam, Netherlands.

- Graves, S. B., and S. A. Waddock, 1990, "Institutional Ownership and Control: Implications for Long-Term Corporate Strategy", *The Executive* 4 (1): 75-83.
- Gujarati, D. N., 2004, "*Basic Econometrics*", 4<sup>th</sup> Edition, New York: McGraw Hill.
- Gul, F. A., and J. L. Tsui, 1997, "A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypotheses: Evidence from Audit Pricing", *Journal of Accounting and Economics* 24 (2): 219-237.
- Habib, A., M. I. Bhatti, M. A. Khan, and Z. Azam, 2021, "Cash Holding and Firm Value in the Presence of Managerial Optimism", *Journal of Risk and Financial Management* 14 (8), Article No. 356: 1-18.
- Haniffa, R., and M. Hudaib, 2006, "Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies", *Journal of Business Finance and Accounting* 33 (7-8): 1034-1062.
- Hsu, G., and P. Koh, 2005, "Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence from Australia", *Corporate Governance: An International Review* 13 (6): 809-823.
- Iftikhar, R. M., 2017, "Impact of Cash Holding on Firm Performance: A Case Study of Non-financial Listed Firms of KSE", *University of Haripur Journal of Management* 2 (1): 189-199.
- Jabbouri, I., and H. Almustafa, 2021, "Corporate Cash Holdings, Firm Performance and National Governance: Evidence from Emerging Markets", *International Journal of Managerial Finance* 17 (5): 783-801.
- Jacobs, M. T., 1991, "*Short-Term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia*", Harvard Business School Press, Boston.
- Jensen, M. C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review* 76 (2): 323-329.
- Jensen, M. C., 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *The Journal of Finance* 48 (3): 831-880.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.

- John, K., and L. W. Senbet, 1998, "Corporate Governance and Board Effectiveness", *Journal of Banking and Finance* 22 (4): 371-403.
- Jones, J. J., 1991, "Earnings Management during Import Relief Investigations", *Journal of Accounting Research* 29 (2): 193-228.
- Khan, F. A., 2021, "*Impact of Cash Holdings on Firm Performance: Empirical Evidence from Pakistan*", Master Thesis, Capital University of Science and Technology, Islamabad, Pakistan.
- Kiel, G. C., and G. J. Nicholson, 2003, "Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance", *Corporate Governance: An International Review* 11 (3): 189-205.
- Lai, L., 2009, "Managing Earnings to Meet Critical Thresholds and the Role of Corporate Governance: A Case Study of China", *The Canadian Academic Accounting Association Annual Conference*, Montreal, Quebec, Canada, 4-7 June.
- La Rocca, M., and D. R. Cambrea, 2019, "The Effect of Cash Holdings on Firm Performance in Large Italian Companies", *Journal of International Financial Management and Accounting* 30 (1): 30-59.
- Lipton, M., and J. W. Lorsch, 1992, "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *The Business Lawyer* 48 (1): 59-77.
- Lopes, C., A. Cerqueira, and E. Brandão, 2012, "*The Financial Reporting Quality Effect on European Firm Performance*", SSRN Working Papers, Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2179994>
- Magerakis, E., and D. Tzelepis, 2023, "Corruption, Cash Holdings and Firm Performance: Empirical Evidence from an Emerging Market", *Journal of Applied Accounting Research* 24 (3): 483-507.
- Marashdeh, Z., 2014, "*The Effect of Corporate Governance on Firm Performance in Jordan*", Unpublished PhD Thesis, University of Central Lancashire, UK.
- McConnell, J. J., and H. Servaes, 1995, "Equity Ownership and the Two Faces of Debt", *Journal of Financial Economics* 39 (1): 131-157.
- Myers, S. C., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* 5 (2): 147-175.

- Myers, S. C., and N. S. Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* 13 (2): 187-221.
- Nekhili, M., I. F. Ben Amar, T. Chtioui, and F. Lakhil, 2016, "Free Cash Flow and Earnings Management: The Moderating Role of Governance and Ownership", *Journal of Applied Business Research* 32 (1): 255-268.
- Nguyen, T., L. Nguyen, and T. Le, 2016, "Firm Value, Corporate Cash Holdings and Financial Constraint: A Study from a Developing Market", *Australian Economic Papers* 55 (4): 368-385.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson, 1999, "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial Economics* 52 (1): 3-46.
- Pae, J., 2005, "Expected Accrual Models: The Impact of Operating Cash Flows and Reversals of Accruals", *Review of Quantitative Finance and Accounting* 24 (1): 5-22.
- POST, A., 2022, "The Effect of Cash Holdings on Financial Performance in German and Dutch Multinationals", *Central European Review of Economics and Management* 6 (2): 117-140.
- Richardson, S., 2006, "Over-Investment of Free Cash Flow", *Review of Accounting Studies* 11 (2-3): 159-189.
- Rusmin, R., E. W. Astami, and B. Hartadi, 2014, "The Impact of Surplus Free Cash Flow and Audit Quality on Earnings Management: The Case of Growth Triangle Countries", *Asian Review of Accounting* 22 (3): 217-232.
- Sloan, R. G., 1996, "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?", *The Accounting Review* 71 (3): 289-315.
- Subramanyam, K. R., 1996, "The Pricing of Discretionary Accruals", *Journal of Accounting and Economics* 22 (1-3): 249-281.
- Vijayakumaran, R., and N. Atchyuthan, 2017, "Cash Holdings and Corporate Performance: Evidence from Sri Lanka", *International Journal of Accounting and Business Finance* 3 (1): 1-11.

- Wai, W. Y., and Y. Zhu, 2013, “*The Effect of Corporate Governance on Cash Holdings: Evidence from Hong Kong*”, Unpublished Working Paper, Hong Kong Baptist University, Hong Kong.
- Weir, C., D. Laing, and P. J. McKnight, 2002, “Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies”, *Journal of Business Finance and Accounting* 29 (5-6): 579-611.
- Wellalage, N. H., A. De Zoysa, and S. Ma, 2023, “Corporate Cash Holdings and Firm Performance in India: An Empirical Investigation of the Effects of Audit Quality and Firm Growth”, *American Business Review* 26 (1): 122-147.
- Wibawa, B. M., and N. Nareswari, 2020, “Cash Holding Management and Firm Performance: Empirical Evidence for Financially Constrained Firms in Indonesia”, Proceedings of the 3rd Asia Pacific International Conference of Management and Business Science (AICMBS 2019), *Advances in Economics, Business and Management Research* 135: 72-77.
- Williamson, O. E., 1984, “Corporate Governance”, *The Yale Law Journal* 93: 1197-1230.
- Yermack, D., 1996, “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors”, *Journal of Financial Economics* 40 (2): 185-211.
- Yun, J., H. Ahmad, K. Jebran, and S. Muhammad, 2021, “Cash Holdings and Firm Performance Relationship: Do Firm-Specific Factors Matter?”, *Economic Research* 34 (1): 1283-1305.

ملحق رقم (١)  
قائمة بأسماء شركات عينة البحث

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
			<b>قطاع الاستثمار والتطوير العقاري</b>
١	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك	٣٧	مطاحن ومخابز الإسكندرية
٢	مرسيليا المصرية الخليجية للاستثمار العقاري	٣٨	مطاحن وسط وغرب الدلتا
٣	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	٣٩	العامة للصوامع والتخزين
٤	الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	٤٠	مطاحن مصر الوسطى
٥	المصريين للاستثمار والتنمية العمرانية	٤١	مطاحن مصر العليا
٦	المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	٤٢	مطاحن شرق الدلتا
٧	زهراء المعادى للاستثمار والتعمير	<b>قطاع إنشاء وتشغيل الفنادق والموتيلات والمنشآت السياحية</b>	
٨	مينا للاستثمار السياحي والعقارى	٤٣	جولدن كوست السخنة للاستثمار السياحي
٩	الاستثمار العقاري العربى - اليكو	٤٤	المصرية للمشروعات السياحية العالمية
١٠	أراب للتنمية والاستثمار العقاري	٤٥	الوادى العالمية للاستثمار والتنمية
١١	مصر الجديدة للإسكان والتعمير	٤٦	بيراميزا للفنادق والقرى السياحية
١٢	التعمير والاستشارات الهندسية	٤٧	شارم دريمز للاستثمار السياحي
١٣	مدينة نصر للإسكان والتعمير	٤٨	المصرية للمنتجات السياحية
١٤	المجموعة المصرية العقارية	٤٩	رمكو لإنشاء القرى السياحية
١٥	العالمية للاستثمار والتنمية	٥٠	مصر للفنادق
١٦	الشمس للإسكان والتعمير	<b>قطاع صناعة الأسمنت</b>	
١٧	القاهرة للإسكان والتعمير	٥١	اسمنت بورتلاند طرة المصرية
١٨	المتحدة للإسكان والتعمير	٥٢	الإسكندرية لأسمنت بورتلاند
١٩	العبور للاستثمار العقاري	٥٣	مصر بنى سويف للأسمنت
٢٠	اوراسكوم للتنمية مصر	٥٤	جنوب الوادى للأسمنت
٢١	دلتا للإنشاء والتعمير	٥٥	مصر للأسمنت - قنا
٢٢	إعمار مصر للتنمية	٥٦	السويس للأسمنت
٢٣	بالم هيلز للتعمير	٥٧	العربية للأسمنت
		٥٨	اسمنت سيناء
		<b>قطاع صناعة الملابس والمنسوجات</b>	
		<b>قطاع الصناعات الدوائية</b>	
٢٤	المصرية الدولية للصناعات الدوائية - إبيكو	٥٩	العربية وبولفار للغزل والنسيج - يونيراب
٢٥	العربية للأدوية والصناعات الكيماوية - أدكو	٦٠	الإسكندرية للغزل والنسيج - سبينالكس
٢٦	سبا الدولية للأدوية والصناعات الكيماوية	٦١	النصر للملابس والمنسوجات - كابو
٢٧	الإسكندرية للأدوية والصناعات الكيماوية	٦٢	دايس للملابس الجاهزة
٢٨	مينا فارم للأدوية والصناعات الكيماوية	٦٣	جولدن تكس للأصواف
٢٩	ممفيس للأدوية والصناعات الكيماوية	٦٤	العربية لحليج الأقطان
٣٠	القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية	٦٥	النيل لحليج الاقطان
٣١	النيل للأدوية والصناعات الكيماوية	<b>قطاع صناعة الأسمدة والمخصبات والكيماويات الزراعية</b>	
٣٢	جلاكسو سميثكلين	٦٦	أبوقير للأسمدة والصناعات الكيماوية
٣٣	ابن سينا فارما	٦٧	الصناعات الكيماوية المصرية - كيما
٣٤	أكتوبر فارما	٦٨	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات
		٦٩	مصر لإنتاج الأسمدة - موبكو
		٧٠	المالية والصناعية المصرية
		٧١	سماد مصر - إيجيفرت
			<b>قطاع تصنيع وتوزيع الحبوب ومنتجاتها وبدائلها</b>
٣٥	مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والجيزة		
٣٦	مطاحن ومخابز شمال القاهرة		

تابع ملحق رقم (١)  
قائمة بأسماء شركات عينة البحث

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
	قطاع صناعة وطباعة مواد التعبئة والتغليف والورق	٨٨	العربية لاستصلاح الأراضي
٧٢	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة والتغليف والورق		قطاع الإنتاج الداجنى
٧٣	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف	٨٩	الإسماعيلية مصر للدواجن
٧٤	العامه لصناعة الورق - راكتا	٩٠	المصرية للدواجن - اجيبكو
٧٥	الأهرام للطباعة والتغليف	٩١	المنصورة للدواجن
٧٦	دلتا للطباعة والتغليف	٩٢	القاهرة للدواجن
	قطاع صناعة منتجات الألبان والعصائر		قطاع الزيوت المستخلصة ومشتقاتها
٧٧	العربية لمنتجات الألبان - أراب ديرى (باندا)	٩٣	أجواء للصناعات الغذائية - مصر
٧٨	الصناعات الغذائية العربية - دومنى	٩٤	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها
٧٩	عبور لاند للصناعات الغذائية	٩٥	القاهرة للزيوت والصابون
٨٠	جهينة للصناعات الغذائية	٩٦	مصر للزيوت والصابون
	قطاع صناعة الخزف والسيراميك		قطاع تقديم الخدمات الطبية والعلاجية
٨١	العامه لمنتجات الخزف والصيني - سيراميك مارسيليا	٩٧	الإسكندرية للخدمات الطبية - المركز الطبى الجديد
٨٢	العز للسيراميك والبورسلين - الجوهرة	٩٨	شركة مستشفى كليوباترا
٨٣	العربية للخزف - سيراميك ريماس	٩٩	مستشفى النزهة الدولى
٨٤	ليسيكو مصر		قطاع صناعة الحديد والصلب
	قطاع استصلاح واستزراع الأراضى البور والصحراوية	١٠٠	العز الدخيلة للصلب - الإسكندرية
٨٥	العامه لاستصلاح الأراضى والتنمية والتعمير	١٠١	مصر الوطنية للصلب - عتاقة
٨٦	أطلس لاستصلاح الأراضى والتصنيع الزراعى	١٠٢	حديد عز
٨٧	وادي كوم امبو لاستصلاح الأراضى		

# **The Relationship between Cash Holdings and Firm Performance: Does Earnings Management have an Impact?**

*Empirical Study on the Egyptian Listed Companies*

**Sayed Salem Mohamed Abou Salem**

*Associated Professor, Department of Accounting,  
Faculty of Commerce, Zagazig University, Egypt*

## **Synopsis**

In this paper, the researcher asks whether the apparent impact of cash holdings on firm performance stands up when measured performance is adjusted for the effects of earnings management. The researcher measures firm performance as well as the potential impact of earnings manipulation on such measures using accounting data. To obtain a performance measure that is relatively free of manipulation, the researcher needs to strip away the impact of potential strategic choices concerning depreciation, amortization, and accruals. Therefore, the researcher use earnings before extraordinary items and discontinued operations minus discretionary accruals as the measure of unmanaged performance. Because the discretionary components of accruals are eliminated, variation in this measure should reflect differences in true performance rather than cosmetic effects of discretion in accounting treatment. The researcher relied on a sample of 102 listed non-financial Egyptian companies, with 594 firm-year observations, between 2016 and 2021. The results show that there is a positive relationship between cash holdings and firm performance, and this apparent impact of cash holdings on firm performance remained stands up when measured performance was adjusted for the effects of earnings management.

**Keywords:** *Cash Holdings, Firm Performance, Earnings Management, Discretionary Accruals.*