

**العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها  
دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية**

**الدكتور**

**السيد حسن سالم بلال**

**المدرس بقسم المحاسبة**

**كلية التجارة — جامعة الزقازيق**

## ملخص

يهدف هذا البحث إلى دراسة العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها. من خلال الإجابة عن التساؤل التالي: ما هي العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها؟ ومن أجل اختبار فرضية البحث، تم الإستعانة بمقياس للنقدية المحتفظ بها وهو نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول في نهاية الفترة. بالإضافة إلى ذلك، تم الاعتماد على الإستحقاقات الإختيارية (كمقياس عكسي لجودة الأرباح) والتي تم تقديرها باستخدام نموذج (Jones) الأصلي. وقد قام الباحث باختبار فرضية البحث على عينة مكونة من ١٢٦ شركة مساهمة (٣٧٢ مشاهدة) مقيدة بالبورصة المصرية وتنتمي إلى قطاعات غير مالية في الفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٥ وباستخدام نموذج تحليل الإنحدار المتعدد، يوفر البحث دليلاً اختبارياً على أن جودة الأرباح على علاقة سالبة بالنقدية المحتفظ بها في الشركات المساهمة المصرية، بمعنى أنه في ظل انخفاض جودة الأرباح يتزايد الإحتفاظ بالنقدية.

**الكلمات الدالة:** جودة الأرباح، الإحتفاظ بالنقدية، الإستحقاقات الإختيارية، عدم تماثل المعلومات.

## ١. مقدمة

تقوم نظرية التمويل على إفتراض أساسى مؤداه أن الهدف الرئيسى للشركات هو تعظيم ثروة المساهمين. ولكن الأمر قد يختلف فى الواقع العملى، حيث قد يفضل مديرو الشركات السعى نحو تحقيق أهدافهم الخاصة، مثل الحصول على أكبر قدر ممكن من المكافآت، وتعظيم منفعتهم الخاصة، مما قد يودى إلى التركيز على استثمارات الشركة التى تحقق أرباحاً عالية فى الأجل القصير، حيث ترتبط حوافز المديرين بهذا. المتغير أكثر من تعظيم ثروة المساهمين فى الأجل الطويل، من خلال الاستثمارات فى المشروعات الناجحة فى الأجل الطويل (Eisenhardt, 1989).

ومما يساعد الإدارة على تعظيم مصالحها الذاتية، هو تمتع الإدارة كوكيل عن المساهمين، بمعلومات خاصة لا يعلمها الأصيل عن حقيقة الأوضاع الاقتصادية للمنشأة، ونتائج وأثار عملياتها وأنشطتها، وذلك فيما يعرف بمشكلة "عدم تماثل المعلومات" (Information Asymmetry)، والتى تمثل المصدر الأساسى للمشاكل التى يمكن أن تنشأ فى علاقات الوكالة. وترجع مشكلة عدم تماثل المعلومات أساساً إلى عدم قدرة الملاك على ملاحظة أداء الإدارة بصورة مباشرة، ومن ثم قد يتمتع الوكيل بمعلومات خاصة لا يعلمها الأصيل سواء عن جهد الوكيل أو مهاراته الإدارية أو المتغيرات البيئية العشوائية. ومن ناحية أخرى، قد ينشأ تعارض فى المصالح بين الطرفين فى الحالات التى يفضل فيها الوكيل (الإدارة) بذل مستوى من الجهد أقل مما هو أمثل من وجهة نظر الأصيل (الملاك). وإذا تحققت الحالتان السابقتان معاً تنشأ مشكلة عدم أمانة الوكيل (الإدارة)، والتى تعنى بصفة عامة أن الوكيل يكون لديه حافزاً شخصياً لإتخاذ قرارات وتصرفات مغايرة لتلك التى كان يجب إتخاذها من وجهة نظر الأصيل (حجازى، ١٩٨٨؛ أبو العز، ١٩٩٥).

ونظراً لأنه من الصعب - إن لم يكن من المستحيل - على الملاك متابعة أداء الإدارة وقراراتها بصفة مستمرة، فإنهم يلجأون إلى مصدر للمعلومات يمكن الإستناد إليه فى تقييمهم لأداء الإدارة. وتعتبر القوائم المالية هى المصدر الرئيسى لهذه المعلومات. وتعتبر القوائم المالية عن قياس مالى لنتائج العمليات التى تجريها الشركة، ومن ثم فإن الصورة المقرر عنها فى القوائم المالية تخضع لكل حدود وقصور عمليات القياس المحاسبى، وطرق المعالجة المحاسبية. أى أن الأرقام الظاهرة فى القوائم المالية هى دالة للطرق المحاسبية التى تطبقها الإدارة المعدة

للقوائم المالية، وأن الإدارة تتمتع بدرجة كبيرة نسبياً من المرونة المحاسبية، أى إمكانية الإختيار من بين طرق محاسبية بديلة لمعالجة نفس البند، بدائل جميعها مقبولة قبولاً عاماً (أبو العز، ٢٠١٣).

فى عالم محاسبى مثالى فقط، يستطيع مستخدم القوائم المالية أن يركز على الرقم الأخير (Bottom Line) فى هذه القوائم، أى صافى الربح وحقوق الملكية. وبطبيعة الحال، فإن هذه الصورة المثالية أبعد ما تكون عن واقع الممارسات العملية، نظراً لأن التقرير المالى عن الأحداث الاقتصادية يتم على أساس انتقائى من خلال النظام المحاسبى، إضافة إلى استخدام طرق وتقديرات محاسبية مختلفة فى إطار محاسبة الاستحقاق. فالقوائم المالية غير قابلة للمقارنة من فترة لأخرى، ومن منشأة لأخرى، وهى لاتعكس دائماً وبشكل تام الوضع الاقتصادى الحقيقى للمنشأة، حيث لا تتطابق الصورة المسجلة محاسبياً مع الحدث الاقتصادى الحقيقى بشكل تام ودائم. لذا، فإن القوائم المالية تقدم على أفضل تقدير صورة تقريبية فقط لواقع المنشأة الاقتصادى (أبو العز، ٢٠١٣).

وعلى الرغم من أن الأرباح المحاسبية المقررة (المفصح عنها) يجب أن تعكس بشكل محكم الواقع الإقتصادى لنشاط الشركة على مدار فترة إعداد التقرير، حتى يتمكن أصحاب المصالح كالمستثمرين والمقرضين من تقييم أداء الشركة على نحو ملائم (عفيفى، ٢٠١١)، إلا أن تصور الإدارة لحقيقة الأوضاع الاقتصادية للشركة قد يخضع لكثير من مخاطر التفسير، فضلاً عن حوافزها الذاتية - أى حوافز الإدارة - والضغوط التى تعمل تحت وطأتها مما قد يجعل من الصورة التى تعكسها فى تقاريرها المالية غير مطابقة للحقيقة الاقتصادية، ولا تتسم بالتالى بالموضوعية أو الحياد (أبو العز، ٢٠١٣). لذا، يطلق على الدرجة التى تعكس بها الأرباح المقررة (المفصح عنها) الواقع الاقتصادى للشركة، مستوى جودة الأرباح (عفيفى، ٢٠١١).

## ٢. مشكلة البحث

يعتبر النقد وما فى حكمه أعلى الأصول سيولة، بل هو مقياس السيولة ذاتها. ويشمل النقد وما فى حكمه على النقد المحتفظ به فى خزينة المنشأة، والأرصدة غير المقيدة فى الحسابات الجارية لدى البنوك، وحسابات التوفير، والشيكات القابلة للتحويل (أبو العز، ٢٠١٣). كما يعد النقد وما فى حكمه

مطلب مهم لتأكيد استمرار العمليات التجارية، ولهذا يجب أن تحدد الشركات أنسب مستوى للنقدية المحفوظ بها لتحسن عملياتها (Kariuki et al., 2015).

ومن بين الأصول الأخرى، فإن النقدية بأى شركة تخضع لرقابة وسيطرة المديرين بها (Myers and Rajan, 1998). ويرى (Al-Amri et al., 2015) أن النقدية المحفوظ بها تمثل عنصر هام لأى شركة، ويساهم فى بقائها. وقد لعبت النقدية المحفوظ بها دوراً مهماً فى الأزمات المالية الحديثة، حيث أعادت الأزمات المالية الإنتباه إلى الإحتفاظ بالنقدية وإدارة السيولة وتوجيهها (Allman-Ward and Sagner, 2003).

ويرى (Couderc, 2006; Wai and Zhu, 2013) أنه لا يوجد دافع لدى الشركات نحو زيادة مستوى النقدية المحفوظ بها، فى سوق مال مكتمل، حيث إنه يمكن تحويل الأصول إلى نقدية، أو الحصول على التمويل بتكلفة عادلة فى السوق مباشرة عند الحاجة إلى النقدية. وعلى النقيض من ذلك، فإن عدم إكتمال السوق بسبب عدم تماثل المعلومات وتكاليف المعاملات، يمثل دافع لدى الشركات للإحتفاظ بالنقدية. ويرى (Keynes, 1936) أن من أهم دوافع إحتفاظ الشركات بالنقدية هو تخفيض تكاليف المعاملات والتحوط ضد قصور النقدية فى المستقبل، كما توجد منفعتين رئيسيتين من الإحتفاظ بالنقدية وفقاً لوجهة نظر (Keynes, 1936) يرتبطان بدافع المعاملة (Transaction Motive) ودافع الوقاية أو الحماية (Precautionary Motive). ففيما يتعلق بدافع المعاملة، فإن الشركات تميل نحو الإحتفاظ بالنقدية بهدف تخفيض تكاليف التمويل، أو تجنب التخلص من الأصول نتيجة الحاجة العاجلة للنقدية، بينما يتعلق دافع الوقاية أو الحماية بضمان إقتناص فرص الاستثمار المربحة المتاحة أمام الشركات بدلاً من فقدها نتيجة الإقتتار إلى نقدية محفظ بها.

ونتيجة للأهمية التى حظى بها موضوع الإحتفاظ بالنقدية، فقد استهدفت العديد من الدراسات (مثل: عفيفى، ٢٠١٥؛ Ozkan and Opler et al., 1999; Ozkan, 2004; Harford et al., 2008; Chen and Wang, 2014; Al-Amri et al., 2015) إسكتشاف الدوافع التى تجعل الشركات تحتفظ بمستوى أعلى من النقدية، واستندت هذه الدراسات إلى نظريات مختلفة لتفسير دوافع إحتفاظ الشركات بالنقدية، تتضمن: نظرية المفاضلة الساكنة، نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، نظرية التدفق النقدى الحر، ونظرية الوكالة. وقد توصلت نتائج

هذه الدراسات إلى العديد من محددات ودوافع الإحتفاظ بالنقدية، مثل: حجم الشركة، الرفع المالي، الربحية، التدفقات النقدية، التوزيعات المدفوعة، فرص النمو، وحوكمة الشركات. وعلى الرغم من ذلك، فإن هناك العديد من المحددات الأخرى، مثل: جودة الأرباح وعلاقتها بالنقدية المحتفظ بها لم تلقى الإهتمام الكافى.

ويشير كل من ( Bhattacharya et al., 2003; Francis et al., ) إلى أن زيادة جودة التقارير المالية يسهم فى تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين، ومن ثم إنخفاض تكلفة الإختيار العكسى، مما يؤدي إلى إنخفاض تكاليف التمويل وزيادة كفاءة الإستثمار. ففى ظل عدم تماثل المعلومات تلعب الإحتياطات النقدية دوراً مهماً كأداة لتأمين السيولة (Opler et al., 1999)، وذلك انطلاقاً من أن إنخفاض مستوى جودة الأرباح يؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات، مما يجعل التمويل الخارجى أكثر تكلفة ويخلق دافعاً لدى الشركات نحو الإحتفاظ بالنقدية المولدة داخلياً للعمليات التشغيلية والإستثمارية، وأن تحتفظ بأرصدة وقائية أكبر ( Garcia-Teruel et al., 2009; Sun et al., ) وبناء على ما سبق يمكن بلورة مشكلة البحث الحالى فى التساؤل التالى: هل هناك تأثير لجودة الأرباح على النقدية المحتفظ بها فى الشركات المساهمة المصرية؟

### ٣. هدف البحث

فى ضوء مشكلة البحث، يتمثل الهدف الأساسى للبحث فى دراسة العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها فى الشركات المساهمة المصرية.

### ٤. أهمية البحث

ترجع أهمية البحث إلى عدة عوامل من أهمها ما يلى:

(١) يتوقع الباحث أن تسهم نتائج هذا البحث فى الأدبيات السابقة التى تستخدم نظريات وفروض عديدة فى تفسير دوافع إحتفاظ الشركات بالنقدية، مثل نظرية التدفق النقدى الحر، نظرية المفاضلة الساكنة، نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، ونظرية الوكالة.

(٢) عند مسح الأدبيات السابقة عن العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحفوظ بها، اتضح للباحث أن هناك ندرة نسبية في البحوث التي سعت نحو دراسة تلك العلاقة، ويعد ذلك سبباً قوياً لسعى الباحث لدراسة هذه العلاقة في البيئة المصرية، خاصةً، في ظل ندرة الدراسات السابقة التي تمت في البيئة المصرية عن العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحفوظ بها.

(٣) تضارب نتائج الدراسات السابقة عن العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحفوظ بها، مما يعنى الحاجة إلى القيام بمزيد من الدراسات عن دوافع ومحددات إحتفاظ الشركات بالنقدية.

(٤) توضيح دور جودة الأرباح في الحد من آثار عدم تماثل المعلومات.

(٥) من المتوقع أن يستفيد من نتائج البحث الحالي المستخدمون الخارجيون للقوائم المالية عند صناعة قراراتهم الاستثمارية، وذلك انطلاقاً من أن جودة الأرباح وعلاقتها المتوقعة بالإحتفاظ بالنقدية تعتبر أحد العوامل المؤثرة على قرارات هؤلاء المستخدمين.

## ٥. حدود البحث

سوف يواجه البحث الحالي القيود أو الحدود التالية:

(١) يقتصر تطبيق البحث الحالي على الشركات المساهمة المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية وتنتمى إلى قطاعات غير مالية، حيث سيتم استبعاد أو إقصاء الشركات التي تنتمى إلى قطاعى البنوك والخدمات المالية بخلاف البنوك من عينة البحث الحالي، نظراً لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلاتها في الشركات غير المالية، وهو ما يخلق صعوبة بشأن القابلية للمقارنة نتيجة الاختلافات في الضوابط والقوانين المنظمة، فضلاً عن طبيعة تقاريرها المالية والتي تجعل من تقدير قيم بعض المتغيرات الخاصة بالبحث الحالي أمراً صعباً.

(٢) نظراً لافتقار الأدبيات المحاسبية إلى توافق الآراء بشأن تعريف جودة الأرباح، حيث لا تقدم الأدبيات المحاسبية حول جودة الأرباح تعريفاً واضحاً لهذه الجودة، وكذا عدم وجود مقياس واحد يُلم أو يحيط بجميع أبعاد جودة الأرباح، فسوف يعتمد البحث الحالي في قياس تلك الجودة على مؤشر إدارة الدخل (Earnings Management) كمقياس عكسى لهذه الجودة.

(٣) يركز البحث الحالي على العلاقة بين جودة الأرباح ومستوى النقدية المحتفظ بها، وليس على قيمة النقدية المحتفظ بها.

## ٦. نظريات ودوافع الإحتفاظ بالنقدية

طُورت العديد من النظريات والتي سعت نحو تفسير مبررات/ أو محركات احتفاظ الشركات بالنقدية وخاصة في مجال التمويل، وتتضمن أهم تلك النظريات:

نظرية المفاضلة الساكنة، نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، نظرية التدفق النقدي الحر، ونظرية الوكالة، ويقوم الباحث بعرض منطوق كل نظرية باختصار في الجزء التالي:

### ١.٦. نظرية المفاضلة الساكنة

وفقاً لنظرية المفاضلة الساكنة فإن هناك دافعين لدى الشركات للإحتفاظ بالنقدية، وهما: دافع المعاملة ودافع وقتي. وفقاً لدافع المعاملة فإن الشركات تحتفظ بالنقدية بسبب إرتفاع تكلفة الحصول على الأموال من أسواق المال عن الإحتفاظ بالنقدية المتاحة، حيث أن التمويل الخارجي يتضمن تكاليف ثابتة وتكاليف متغيرة مرتبطة بحجم الأموال المطلوبة، أما الدوافع الوقائية للإحتفاظ بالنقدية فتعتمد على عدم تماثل المعلومات، والإحتفاظ بأصول سائلة، وتكلفة وكالة الدين (Kenes, 1936; Opler et al., 1999).

ويرى (Dittmar et al., 2003) أن نظرية المفاضلة الساكنة تستند في تفسيرها لإحتفاظ الشركات بالنقدية على أن الشركات عند تحديدها لحجم النقدية الواجب الإحتفاظ به تعتمد على المفاضلة بين التكاليف والمنافع المختلفة للتمويل من خلال الديون. وقد حددت دراسة (Ferreira and Vilela, 2004) ثلاثة منافع للإحتفاظ بالنقدية، تتمثل في: (١) أنها تخفض تكلفة مصادر التمويل الخارجي؛ (٢) أنها تسمح للشركة بالسعي نحو فرص إستثمارية؛ (٣) أنها تخفض من إحتمال التعرض لضغوط مالية. أما تكاليف الإحتفاظ بالنقدية فتتمثل في تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال نتيجة لإنخفاض العوائد على الأصول السائلة.

ووفقاً لدافع المعاملة، فإن هناك إقتصاديات للحجم فيما يتعلق بحجم النقدية المحتفظ به، فالشركات كبيرة الحجم تحتفظ بنقدية أقل (Miller and Orr, 1966; Mulligan, 1997). أما الشركات الصغيرة تحتفظ بنقدية أكبر، وذلك



بسبب أن الشركات الصغيرة ربما تجد أن زيادة التمويل الخارجى مكافئاً لها عن الإحتفاظ بحجم أكبر من النقدية. أما عن التدفقات النقدية كمحدد للإحتفاظ بالنقدية، فإن الشركات تحتاج للإحتفاظ بنقدية أقل عندما تكون التدفقات النقدية مرتفعة (Dittmar et al., 2003). كما يرى (Opler et al., 1999) أن الشركات فى ظل ديون منخفضة من المتوقع أن تحتفظ بنقدية أكثر، نظراً لأنها - أى الشركة - تكون معرضة لمراقبة أقل من قبل السوق، وأن الأصول السائلة تزيد مع حجم توزيعات الشركة. وتشير نظرية المفاضلة الساكنة إلى الأثر السلبى للعائد على الأصول على النقدية المحتفظ بها، حيث أن الشركات المربحة يكون لديها تدفقات نقدية كافية لتجنب مشاكل نقص الاستثمارات (Almeida and Campello, 2005).

## ٢.٦. نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل

وفقاً لنظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل (Pecking Order Theory) فإن الشركات التى تقوم بدفع توزيعات أرباح سيكون لديها نقدية أقل، وجود علاقة سالبة بين الرفع المالى والإحتفاظ بالنقدية، كذلك فإن الشركات فى ظل إرتفاع التدفق النقدى سيكون لديها نقدية محتفظ بها أكثر (Opler et al., 1999).

ويمكن ملاحظة الفرق الرئيسى بين نظرية المفاضلة الساكنة ونظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل فى أن نظرية المفاضلة الساكنة تتنبأ بوجود علاقة موجبة بين التوزيعات المدفوعة وحجم النقدية المحتفظ بها، فى حين أن نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل تتنبأ بوجود علاقة سالبة.

وتستند نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل إلى أن المديرين يقومون بالإحتفاظ بمستويات أعلى من النقدية من أجل تجنب الإعتماد على رأس المال الخارجى نتيجة لعدم تماثل المعلومات وفقد فرص إستثمارية موجبة فى حالة وجود قصور فى مصادر التمويل الداخلية (Myers and Majluf, 1984). ويكشف (Jensen, 1986) عن مشكلة خطر أخلاقى تظهر عند إحتفاظ المديرين بنقدية بشكل مفرط من أجل تحقيق مصالحهم الخاصة. كما تتوقع نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل وجود تأثير إيجابى للعائد على الأصول على مستوى النقدية المحتفظ بها (Ogundipe et al., 2012).

### ٣.٦. نظرية التدفق النقدي الحر

يرى (Opler et al., 1999) في ضوء نظرية التدفق النقدي الحر أن هناك ثلاثة أسباب لتفسير إحتفاظ ادارة الشركات بأرصدة كبيرة من النقدية، وهذه الأسباب تتمثل في: (١) أن الإدارة لا ترغب في القيام بدفع توزيعات للمساهمين وتفضل الإحتفاظ بالأموال داخل الشركة؛ (٢) رغبة الإدارة في تجنب المخاطر، فإذا كانت الإدارة كارهة للمخاطر فسوف تميل نحو الإحتفاظ بمبالغ نقدية كبيرة للوقاية ضد ظروف عدم التأكد المحيطة بالمستقبل؛ (٣) أن الإدارة تراكم النقدية لتسمح لنفسها بمرونة أكثر في الوصول إلى أهداف خاصة.

كما يؤكد (Jensen, 1986) أن الإدارة ربما تحتفظ بالنقدية سعياً منها نحو تحقيق مصالحها الخاصة على حساب المساهمين، كما أن الإحتفاظ بالنقدية من قبل الشركات التي لديها عدم تماثل معلومات كبير يخلق خطراً أخلاقياً، ويترتب على ذلك عدم تأكد الأطراف الخارجية عن كيفية إستخدام أموال الشركة، وأنه من الأفضل للإدارة أن تدفع النقدية في شكل توزيعات والإعتماد على النقدية في تمويل الإستثمارات المستقبلية. كذلك، يرى (Jensen, 1986) أن زيادة النقدية المحتفظ بها يوفر للمديرين فرصة لتحقيق منافع خاصة بهم دون التعرض للمزيد من المراقبة المرتبطة بالتمويل الخارجي، وذلك من خلال قيام المديرين بالاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، مما يؤثر سلبياً على كفاءة قرارات الاستثمار.

### ٤.٦. نظرية الوكالة

يشير (Jensen and Meckling, 1976) إلى أن الوكيل (الإدارة) يعد نائباً ومفوضاً عن الأصيل (الملاك) في إتخاذ بعض القرارات. ووفقاً لعلاقة الوكالة يوفر الأصيل الموارد التي يعهد بها إلى الوكيل ليقوم بإدارتها نيابة عن الأصيل، وإذا كان طرفي علاقة الوكالة يسعى كل منهم لتعظيم منفعته، فإن ذلك أدعى للاعتقاد بأن الإدارة لن تتصرف دائماً بالشكل الذي يحقق مصلحة الملاك. وهذا يعني أنه إذا تعارضت مصلحة الأصيل مع مصلحة الوكيل في أي موقف قراري، فإن الوكيل سيقدم مصلحته الذاتية على مصلحة الأصيل، كما أنه من المحتمل أن يسئ المديرين إستخدام موارد الشركة وأنهم سيخفزون قيمة تلك الموارد.

وتعتبر مشاكل الوكالة محدداً مهماً من محددات الإحتفاظ بالنقدية من قبل الشركات (Dittmar et al., 2003). حيث يرى (Jensen and Meckling,

(1976) أن تعارض المصالح بين الإدارة والمساهمين ربما يظهر عندما تحتفظ الشركة بمبالغ نقدية كبيرة. كما يرى (Papaioannou et al., 1992; Myers and Rajan, 1998) أن المديرين التنفيذيين في الشركات يفضلون الاحتفاظ بالنقدية عن دفع توزيعات نقدية للمساهمين، من أجل الحصول على ميزة تفضيلية، حيث يمكن للمديرون الحصول على منافع خاصة أكبر من خلال الأصول السائلة.

ويؤكد ذلك ما أشار إليه (Jensen and Meckling, 1976) من أن المديرين يفضلون بناء إمبراطورية في المستقبل من خلال توسعة نطاق أو حجم الشركة، مما يؤدي إلى إنفاق المديرين للأموال المتاحة والمغلاة في الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، كما أن الاحتفاظ بمستوى مرتفع من الأرصدة النقدية يوفر للمديرون حرية تصرف أكبر.

## ٧. العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها

أدى التطور التكنولوجي والثورة الصناعية إلى كبر حجم المنشآت وإنفصال الملكية عن الإدارة. ومن ثم أسندت إدارة تلك المنشآت إلى مديرين محترفين، ويعرف (Jensen and Meckling, 1976) مديري الشركة على أنهم "وكلاء"، والمالك على أنه "أصيل". يقوم الأصيل بتفويض سلطة اتخاذ القرارات للوكلاء (المديرين) لإدارة أموالهم وتعظيم قيمة منشآتهم. والمشكلة التي تظهر نتيجة لهذه الوضعية هي أن الوكلاء لا يتخذون بالضرورة القرارات التي تحقق أكبر منفعة للأصيل، حيث إن أحد الافتراضات الرئيسية لنظرية الوكالة هو تضارب مصالح الأصيل والوكيل.

إن الافتراض الأساسي لنظرية التمويل (Finance Theory) هو أن الهدف الرئيسي للشركات هو تعظيم ثروة المساهمين. ولكن الأمر قد يختلف في الواقع العملي، حيث قد يفضل مديرو الشركات السعي نحو تحقيق أهدافهم الخاصة، مثل الحصول على أكبر قدر ممكن من المكافآت، وتعظيم منفعتهم الخاصة، مما قد يؤدي إلى التركيز على استثمارات الشركة التي تحقق أرباحاً عالية في الأجل القصير، حيث ترتبط حوافز المديرين بهذا المتغير أكثر من تعظيم ثروة المساهمين في الأجل الطويل من خلال الاستثمارات في المشروعات الناجحة في الأجل الطويل. وبناءً على ذلك يثار تساؤل مهم، وهو: كيف يمكن للمساهمين (الأصيل) متابعة ومراقبة الإدارة (الوكيل)؟ (Eisenhardt, 1989).

من الإقراضات الأساسية أيضاً لنظرية الوكالة أنه من الصعب والمكلف للأصيل أن يتحقق من جهود الوكيل. فقد يتمتع الوكيل بمعلومات خاصة لا يعلمها الأصيل مثل الجهد الذى يبذله الوكيل، أو مهارته الإدارية أو المتغيرات البيئية العشوائية الأخرى، ويطلق على هذه الحالة "عدم تماثل المعلومات" (Information Asymmetry). كذلك قد ينشأ تعارض فى مصالح الطرفين، كأن يكره الوكيل بذل جهد أعلى بينما يفضل الأصيل أن يبذل الوكيل المستوى المطلوب من الجهد. وإذا تحققت الحالتان السابقتان معاً تنشأ مشكلة عدم أمانة الوكيل والتي لها شقان، هما (أبو العز، ١٩٩٥):

● مشكلة التراخي أو المخاطرة الأخلاقية (Moral Hazard Problem): حيث أن الأصيل يجهل حالة المتغيرات البيئية ومستوى الجهد الفعلى للوكيل، كما أنه من المقترض أن الوكيل يفضل الجهد الأقل على الجهد الأكبر (Effort Averse)، وأن التحقق العشوائى للمتغيرات البيئية يخفى بعض التراخي فى بذل الجهد من جانب الوكيل، فقد ينشأ حافز لدى الوكيل لبذل جهد أقل من المستوى المطلوب. ويستطيع الوكيل دائماً أن يتعلل بأثر المتغيرات العشوائية التى لا تحكم له فيها لكى يبرر الأداء السييء. ويتم حل هذه المشكلة باتفاق طرفى الوكالة على تعاقدات تحقق توازناً بين المشاركة المثلى فى المخاطر والآثار التحفيزية.

● مشكلة الغش فى المستوى المهارى أو الاختيار العكسى (Adverse Selection): وهنا يحدث الغش لأن الوكيل يستطيع مرة أخرى أن يلوم حالة الطبيعة على النتائج المنخفض، لا على تدنى مهارته الإدارية، ومن ثم ينشأ حافز لدى الأصيل والوكلاء أصحاب المهارة الكبيرة لإنتاج معلومات عن المستوى المهارى، فإذا كانت تكلفة هذه المعلومات باهظة، يتم تصميم عقود حوافز تحقق التوافق بين الأعمال والمهام وبين المستوى المهارى عن طريق دفع الوكلاء لاختيار العقود التى تحقق هذا التوافق، فعقد الحوافز التى تسمح بمكافآت كبيرة للأداء المتميز تشجع عملية الاختيار الذاتى (Self-Selection)، أى أن المديرين مرتفعى المهارات والقدرات يختارون هذه العقود بينما يتجنبها منخفضوا المهارات والقدرات (Demski and Feltham, 1978). ويلاحظ أن عملية الاختيار الذاتى هى فى النهاية فى صالح المنشأة، وإن كانت تفرض مخاطر أعلى على المديرين ذوى المهارة الرفيعة.

وقد استهدفت العديد من البحوث الاختبارية تحديد دور جودة الإستحقاقات كمقياس لعدم تماثل المعلومات في ظروف وسياقات مختلفة، وتشير نتائج البحوث الاختبارية إلى أن ارتفاع جودة المحاسبة سوف يحد من تباين وعدم تماثل المعلومات ( Bhattacharya et al., 2003; Francis et al., 2004, 2005). أى أن جودة الأرباح يمكن أن تقلل من عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الإختيار العكسى وخفض تكاليف التمويل، كذلك فإن جودة الأرباح يمكن أن تقلل من عدم تماثل المعلومات بين المديرين وحملة الأسهم، مما يؤدي إلى تحسين إختيار الإستثمارات (Garcia-Teruel et al., 2009). وقد توصلت دراسة (Richardson, 2000) إلى أن هناك علاقة موجبة ودالة بين استحقاقات الدخل (كمقياس عكسى لجودة الأرباح) وعدم تماثل المعلومات، وذلك على عينة من ٣٥٥ شركة أمريكية على مدار الفترة من ١٩٨٩ حتى ١٩٩٢. وتشير نتائج الدراسة إلى أن توافر معلومات عن الشركة وأرباحها يمكن أن يحد من ممارسات إدارة الأرباح من قبل المديرين بتلك الشركة.

وعلى عينة مكونة من ١٣٦ شركة غير مالية مسجلة في سوق تورنتو للأوراق المالية بكندا خلال عام ٢٠٠٥، وجد (Cormier et al., 2012) أن الشركات ذات جودة الأرباح الضعيفة لديها درجة عالية من عدم تماثل المعلومات. وتشير نتائج دراسات سابقة على الشركات بماليزيا، أنه كلما زادت التدفقات النقدية الحرة كلما زادت فرص إدارة الإرباح ( Bukit and Rahman, 2009). ونتيجة لذلك تنخفض جودة رقم الربح ( Rahman and Saleh, 2008; Al-Dhamari and Ku Ismail, 2012).

وتشير نتائج العديد من الدراسات السابقة إلى وجود علاقة موجبة بين النقدية المحتفظ بها وعدم تماثل المعلومات ( Kim et al., 1998; Opler et al., 1999; Dittmar et al., 2003; Ferreira and Vilela, 2004; Ozkan and Ozkan, 2004; Garcia-Teruel and Martinez - Solano, 2008). إن مشاكل الوكالة تعتبر محدداً مهماً لإحتفاظ الشركات بالنقدية (Dittmar et al., 2003). وتشير نظرية الوكالة إلى أن المديرين المتحصنين يفضلون الإحتفاظ بالنقدية بدلاً من التوزيعات النقدية على المساهمين (Myers and Rajan, 1998). ويمكن عرض الفروض التى تفسر العلاقة بين تعارضات الوكالة والنقدية المحتفظ بها كما يلي (عيفى، ٢٠١٥؛ Harford et al., 2008):

### ▪ فرض المرونة (Flexibility Hypothesis)

يتنبأ فرض المرونة بوجود علاقة موجبة بين تعارضات الوكالة والنقدية المحتفظ بها، أى كلما زادت التدفقات النقدية لدى الشركة فإن المديرين لا يستثمرونها بالكامل، ويفضلون الإحتفاظ بمستويات عالية من النقدية بدلاً من توزيع نقدية على المساهمين. أى أنه يمكن القول أن ضعف جودة الأرباح مع زيادة تعارضات الوكالة (عدم تماثل المعلومات) يؤدي إلى زيادة النقدية المحتفظ بها، بمعنى أن فرض المرونة يتنبأ بوجود علاقة سالبة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها.

### ▪ فرض الإنفاق (Spending Hypothesis)

على العكس من فرض المرونة، يتنبأ فرض الإنفاق بوجود علاقة سالبة بين تعارضات الوكالة والنقدية المحتفظ بها. حيث أنه مع زيادة التدفقات النقدية لدى الشركة، يميل المديرين لإنفاق الزيادة فى مشروعات تعظم منافعهم الخاصة، وعلية فإن مستوى النقدية المحتفظ به سوف ينخفض. ووفقاً لهذا الفرض كلما زادت جودة الأرباح مع زيادة تعارضات الوكالة، يزيد مستوى النقدية المحتفظ بها، بمعنى أن فرض الإنفاق يتنبأ بوجود علاقة موجبة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها.

### ▪ فرض قوة حملة الأسهم (Shareholders Power Hypothesis)

يتنبأ فرض قوة حملة الأسهم بوجود علاقة موجبة بين تعارضات الوكالة والنقدية المحتفظ بها. ففى ظل رقابة فعالة من المساهمين على المديرين، يمكن أن يسمح المساهمين للمديرين الإحتفاظ بمستويات عالية من النقدية بدلاً من إستثمارها فى مشروعات غير مربحة، وتجنب زيادة أعباء التمويل الخارجى. ويمكن القول أنه كلما زادت جودة الأرباح مع زيادة تعارضات الوكالة، ينخفض مستوى النقدية المحتفظ بها، أى أن فرض قوة حملة الأسهم يتنبأ بوجود علاقة سالبة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها.

ويوضح الجدول رقم (١) الفروض التى يستند إليها الباحث فى تبرير العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها.

جدول رقم (١): العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها

النقدية المحتفظ بها	عدم تماثل المعلومات	جودة الأرباح	الفروض المفسرة لطبيعة العلاقة
(-) +	(-) +	(+) -	فرض المرونة
(+) -	(-) +	(+) -	فرض الإتفاق
(-) +	(-) +	(+) -	فرض قوة حملة الأسهم

#### ٨. الدراسات السابقة وتطوير فرضية البحث

يشير (Sun et al., 2012) إلى أن ضعف جودة الأرباح يدفع الشركة إلى الاحتفاظ بمبالغ نقدية متزايدة. حيث أن ضعف جودة الأرباح يؤدي إلى زيادة درجة عدم تماثل المعلومات، والتي تجعل التمويل الخارجي أكثر تكلفة ويخلق الحافز لدى الشركات نحو الاحتفاظ بنقدية زائدة (كمصدر تمويل داخلي) للمعاملات والاستثمارات والاحتفاظ باحتياطيات نقدية أكبر.

وعلى المستوى الإمبريقي، يوجد العديد من الدراسات السابقة التي اختبرت العلاقة بين جودة الأرباح ومستوى النقدية المحتفظ بها. فقد استهدفت دراسة (Garcia-Teruel et al., 2009) تحديد أثر جودة الإستحقاقات على النقدية المحتفظ بها، وذلك على عينة مكونة من ٦٥ شركة مدرجة في بورصة الأوراق المالية الأسبانية خلال الفترة من ١٩٩٥ وحتى ٢٠٠١، وأشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن الشركات ذات الإستحقاقات الجيدة تحتفظ بمستوى نقدية أقل بالمقارنة بالشركات ذات جودة الإستحقاقات الضعيفة (السيئة). أي أن جودة الأرباح على علاقة سالبة بمستوى النقدية المحتفظ بها، وتشير هذه النتيجة إلى أن جودة المعلومات المحاسبية ربما تخفض من الآثار السلبية لعدم تماثل المعلومات مما يجعل الشركات تحتفظ بنقدية أقل، كما تشير نتائج الدراسة إلى أنه مع زيادة نسبة المديونية تحتفظ الشركات بنقدية أقل، لكن مع زيادة التدفقات النقدية تحتفظ الشركات بنقدية أكثر.

وعلى عينة مكونة من ٨٦٢١ شركة أمريكية خلال الفترة من ١٩٨٠ وحتى ٢٠٠٥، توصلت دراسة (Sun et al., 2012) إلى أن ضعف جودة الأرباح يؤدي إلى تزايد مستوى الإحتياطيات النقدية المحتفظ بها. وقد فسر (Sun et al., 2012) ذلك بأن ضعف جودة الأرباح يؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات، والذي يجعل التمويل الخارجي أكثر تكلفة ويخلق دافع للشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية المولدة داخليا للعمليات التشغيلية والإستثمارية، وأن تحتفظ بأرصدة وقائية أكبر. وتتسق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة

(Greiner, 2013) والتي تم إجراؤها على عينة مكونة من ٧٧٧٢ شركة أمريكية (٣٩٧٥٨ مشاهدة) خلال الفترة من ١٩٨٨ وحتى ٢٠١١ ، حيث توصلت إلى أن إدارة الأرباح على علاقة موجبة بالنقدية المحتفظ بها .

كذلك، توصلت دراسة (Taghavi and Javanmard, 2013)، والتي تم إجراؤها على عينة مكونة من ١٢٠ شركة إيرانية مدرجة ببورصة طهران في الفترة بين عامي ٢٠٠١م و٢٠١١م، بهدف تحديد أثر جودة الإستحقاقات على الإحتفاظ بالنقدية، إلى أن الإحتفاظ بالنقدية قرار يتعلق بتقدير الإدارة، كما أن الشركات ذات جودة الإستحقاقات الجيدة، تحتفظ بمستوى أقل من النقدية مقارنةً بالشركات الأخرى التي تتسم بضعف جودة الإستحقاقات. وأن جودة الإستحقاقات تقلل من الآثار السلبية لعدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة وتكلفة الاختيار المعاكس.

وتشير نتائج دراسات سابقة على الشركات بماليزيا، أنه كلما زادت التدفقات النقدية الحرة كلما زادت فرص إدارة الإرباح (Bukit and Rahman and (Iskandar, 2009). ونتيجة لذلك تنخفض جودة رقم الربح (Saleh, 2008; Al-Dhamari and Ku Ismail, 2012). ويرى (Al-Dhamari and Ku Ismail, 2015) أنه مع زيادة مستوى النقدية المحتفظ به، ووجود إنتهازية من المديرين، فإن رقم الربح المعلن عنه سيكون أقل موثوقية، وعلية فإن المستثمرين سيعتمدون عليه بدرجة أقل عند إتخاذ قراراتهم الإستثمارية. أى أنه مع إنخفاض جودة رقم الربح يزيد مستوى النقدية المحتفظ بها. ويشير كل من (Opler et al., 1999; Mikkelson and Partch, 2003) إلى أن الشركات تحتفظ باستمرار باحتياطات نقدية كبيرة بهدف التحوط ضد عدم التأكد المحيط بالتدفقات النقدية المستقبلية. وأن ضعف جودة الأرباح - مما يعني مستقبل أكثر خطورة - يؤدي إلى زيادة الحاجة إلى أن تحتفظ الشركات بدفعات نقدية لدوافع وقائية.

أيضاً، توصلت دراسة (Hasanzadeh et al., 2012) والتي تم إجراؤها بهدف تحديد أثر جودة الأرباح على مستوى النقد المحتفظ به، وذلك على عينة مكونة من ٩٢ شركة من الشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية في الفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠١٠، إلى أن حجم الشركة والتدفق النقدي من التشغيل لهما آثار إيجابية على النقدية المحتفظ بها، في حين أن جودة الأرباح القائمة على الربح الجارى و نمو المبيعات لها آثار سلبية على النقد المحتفظ به.



وعلى عينة مكونة من ٣٩٢ شركة كورية (٦٠٢٥ مشاهدة) خلال الفترة من ٢٠٠٠ حتى ٢٠١٤، استهدفت دراسة (Shin et al., 2017) اختبار أثر جودة الأرباح على زيادة مستوى النقدية المحتفظ بها، وقد أشارت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الإستحقاقات الاختيارية، كمقياس عكسي لجودة الأرباح، ومستوى النقدية المحتفظ بها من قبل الشركات. مما يعني أن الشركات ذات جودة الأرباح الضعيفة، هي الأكثر احتمالاً للإحتفاظ بمستوى أعلى من النقدية من الشركات ذات جودة الأرباح العالية. وقد فسر Shin et al., (2017) ذلك بأن ضعف جودة الأرباح يزيد من درجة عدم تماثل المعلومات، ويجعل مصادر التمويل الخارجية أكثر صعوبة، وأكثر تكلفة. ومن ثم تميل الشركات ذات جودة الأرباح الضعيفة إلى الإحتفاظ بمستويات عالية من النقدية، وذلك للحد من مشاكل عدم تماثل المعلومات.

كذلك، استهدفت دراسة حديثة لـ (Maham and Shabanha, 2015) تقييم العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها. ولتحقيق هذا الهدف تم سحب عينة مكونة من ١٠٠ شركة مسجلة ببورصة طهران للأوراق المالية، خلال الفترة من ٢٠٠٠ حتى ٢٠١٢. وبالإعتماد على نموذج الإنحدار في إختبار فروض الدراسة، أشارت نتائج الدراسة إلى وجود أثر سلبي لجودة الأرباح على مستوى النقدية المحتفظ بها، إلا أن هذا الأثر غير معنوي.

وتشير نتائج العديد من الدراسات السابقة، كذلك، إلى وجود علاقة موجبة بين النقدية المحتفظ بها وعدم تماثل المعلومات (Dittmar et al., 2003; Ferreira and Vilela, 2004; Ozkan and Ozkan, 2004; Garcia-Teruel., 2009). من ناحية أخرى، فإن ضعف جودة الأرباح ينطوي على انخفاض في المعارض من المعلومات ويزيد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستخدمين الخارجيين للمعلومات. في ضوء ما سبق، يمكن للباحث صياغة فرضية البحث على النحو الآتي:

**ف: توجد علاقة سالبة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها**

## ٩. تصميم البحث

### ١.٩. مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث في الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية في الفترة بين عامي ٢٠١٣م و ٢٠١٥م بعد استبعاد قطاعى البنوك وشركات الخدمات المالية بخلاف البنوك، وذلك لتحقيق نوع من التجانس بين شركات العينة نظراً لاختلاف طبيعة أنشطة الشركات المالية وتقاريرها المالية عن نظيرتها في الشركات غير المالية، وخاصةً فيما يتعلق بمتطلبات النقدية المحتفظ بها. ويعتمد الباحث بشأن إتمام البحث الحالى على عينة ميسرة من تلك الشركات المقيدة يبلغ حجمها ١٢٦ شركة موزعة على ثلاثة عشر قطاعاً إقتصادياً غير مالى (مرفق ملحق رقم "١" قائمة بأسماء شركات عينة البحث)، وبما يعادل ٧٢٪، ٦٧٪، تقريباً من إجمالي عدد الشركات المقيدة المتبقى بعد إستبعاد الشركات التى تنتمى إلى قطاعى البنوك والخدمات المالية بخلاف البنوك، والمتاح سحب عينة البحث الحالى منه خلال السنوات الثلاث على الترتيب. ويوضح الجدول رقم (٢) العينة النهائية للبحث مصنفة وفقاً للتوزيع القطاعى للبورصة المصرية.

جدول رقم (٢): التصنيف القطاعى لشركات عينة البحث

م	القطاع	عدد المشاهدات	السنوات وعدد الشركات		
			٢٠١٣م	٢٠١٤م	٢٠١٥م
			عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات
١	التشييد ومواد البناء	٥٨	٢٠	٢٠	١٨
٢	الأغذية والمشروبات	٥٦	١٩	١٩	١٨
٣	العقارات	٥١	١٧	١٧	١٧
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٣٩	١٣	١٣	١٣
٥	السياحة والترفيه	٣٣	١١	١١	١١
٦	الرعاية الصحية والأدوية	٣٥	١٢	١٢	١١
٧	المنتجات المنزلية والشخصية	٢٩	١٠	١٠	٩
٨	الكيمويات	٢١	٧	٧	٧
٩	الموارد الأساسية	١٨	٦	٦	٦
١٠	الموزعون وتجار التجزئة	١١	٤	٤	٣
١١	التكنولوجيا	٩	٣	٣	٣
١٢	الغاز والبتروال	٦	٢	٢	٢
١٣	الإتصالات	٦	٢	٢	٢
إجمالي			١٢٦	١٢٦	١٢٠
عدد الشركات المقيدة بالبورصة			٢١٢	٢١٤	٢٢١
عدد الشركات التى تنتمى إلى قطاعى البنوك والخدمات المالية			٣٨	٣٨	٤٣
عدد الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة			١٧٤	١٧٦	١٧٨
نسبة شركات العينة إلى إجمالي الشركات غير المالية المقيدة			٧٢٪	٧٢٪	٦٧٪

## ٢.٩ قياس جودة الأرباح

تعد جودة الأرباح مفهوماً متعدد الجوانب، لذا اعتمدت الدراسات السابقة على مقاييس متنوعة لقياس تلك الجودة ينطوي كل منها على مواصفات مختلفة للتقارير المالية تبرز البنى المختلفة المرتبطة بجودة الأرباح. واحداً من أهم تلك المقاييس هو مستوى إدارة الدخل، والذي سيستخدم في إطار البحث الحالي باعتباره مقياساً عكسياً لمستوى جودة الأرباح.

وتعتبر الاستحقاقات أكثر ملاءمة لإقامة دليل على إدارة الدخل، وذلك لأنها تعكس التقديرات والاختيارات المحاسبية للإدارة ( Dechow et al., 1995). وتعتبر نماذج الاستحقاقات الإجمالية أو الكلية (Aggregate Accruals Models) أكثر النماذج استخداماً من قبل الدراسات السابقة التي تناولت ظاهرة إدارة الدخل بالاختبار والدراسة. وسوف يعتمد البحث الحالي في قياس مستوى إدارة الدخل، كمقياس عكسي لجودة الأرباح، على إحدى هذه النماذج وهو نموذج (Jones, 1991) أو ما يطلق عليه نموذج (Jones) الأصلي (The Original Jones Model) والذي يعد أكثر نماذج الاستحقاقات الإجمالية قوةً واستخداماً من قبل الدراسات السابقة في اكتشاف تلك الظاهرة، وذلك من خلال خطوتين رئيسيتين، هما (أبو سالم، ٢٠١٧):

### • الخطوة الأولى: تقدير إجمالي الاستحقاقات

يعتبر تحديد إجمالي الاستحقاقات (Total Accruals) الخطوة الأولى في عملية استخدام نموذج (Jones) الأصلي في قياس ظاهرة إدارة الدخل، وسوف يتم قياس إجمالي الاستحقاقات طبقاً لمدخل قائمة التدفقات النقدية، وذلك كما هو موضح بالمعادلة رقم (١):

$$TAC_{it} = EBEXI_{it} - CFO_{it} \dots \dots \dots (1)$$

حيث إن:

$$\begin{aligned} TAC_{it} &= \text{إجمالي الاستحقاقات للشركة (i) خلال الفترة (t)؛} \\ EBEXI_{it} &= \text{صافي الدخل قبل البنود غير العادية (الاستثنائية) للشركة (i) خلال الفترة (t)؛} \\ CFO_{it} &= \text{التدفقات النقدية التشغيلية كما تظهر بقائمة التدفقات النقدية للشركة (i) خلال الفترة (t).} \end{aligned}$$

• الخطوة الثانية: تقدير الاستحقاقات الاختيارية

بعد الانتهاء من تقدير إجمالي الاستحقاقات، طبقاً للمعادلة رقم (١)، يتم في الخطوة التالية تقسيم أو تجزئة إجمالي الاستحقاقات المقدرة تلك إلى جزئين رئيسيين، وذلك كما هو موضح بالمعادلة التالية:

$$TAC_{it} = NDAC_{it} + DAC_{it} \dots\dots\dots (2)$$

حيث إن:

$NDAC_{it}$  = الاستحقاقات غير الاختيارية (العادية) للشركة (i) خلال الفترة (t)؛

$DAC_{it}$  = الاستحقاقات الاختيارية (غير العادية) للشركة (i) خلال الفترة (t).

وتشكل الاستحقاقات غير الاختيارية (Non-discretionary Accruals) المستوى المتوقع (العادي) من الاستحقاقات والذي تفرضه الظروف المحيطة بالوحدة الاقتصادية التي تؤدي إلى تعظيم أو تدنية إيرادات ومصروفات الفترة المحاسبية دون أي تدخل أو تحكم من قبل الإدارة مثل، نمو المبيعات الأجلة بصورة طبيعية كنتيجة لزيادة حجم الطلب على منتجات الوحدة الاقتصادية دون تدخل الإدارة بالتوسع في شروط منح الائتمان التجاري. في حين تشكل الاستحقاقات الاختيارية (Discretionary Accruals) المستوى غير المتوقع (غير العادي) من الاستحقاقات والذي يرجع إلى تدخل أو تحكم الإدارة مثل، تدخل الإدارة بتعديل أو تغيير شروط منح الائتمان التجاري لزيادة أو تخفيض حجم المبيعات الأجلة، والتحكم في حجم وتوقيت بعض الأحداث المؤثرة في الأرباح مثل عمليات بيع أو احلال الأصول المتقادمة، وبالتالي فهي تشكل مؤشراً أو مقياساً ملائماً للتعرف على مستوى إدارة الدخل (كساب، ٢٠٠٨).

والمشكلة هنا، هي أن كل من الاستحقاقات غير الاختيارية ( $NDAC_{it}$ ) والاستحقاقات الاختيارية ( $DAC_{it}$ ) لا يمكن ملاحظتهما أو الوقوف عليهما بشكل مباشر. لذلك فإن الغرض الأساسي من نموذج (Jones) الأصلي - ونماذج الاستحقاقات الإجمالية عموماً - هو تقدير الجزء غير الاختيارى من إجمالي الاستحقاقات، وبالتالي تقدير الاستحقاقات الاختيارية ( $DAC_{it}$ ) من خلال أخذ الفرق بين الاستحقاقات الإجمالية ( $TAC_{it}$ ) والاستحقاقات غير الاختيارية ( $NDAC_{it}$ ) المقدرة بواسطة نموذج (Jones, 1991).

والمنطق الذى يكمن وراء نموذج (Jones, 1991) هو أن الاستحقاقات غير الاختيارية ليست ثابتة على مدار الزمن، ولذلك وضعت (Jones, 1991) نموذج الانحدار الخطى التالى لإجمالى الاستحقاقات للتحكم فى تأثير التغيرات التى تحدث فى الظروف الاقتصادية للشركة عند قياس الاستحقاقات غير الاختيارية:

$$TAC_{it}/TA_{it-1} = a_1[1/TA_{it-1}] + a_2[\Delta REV_{it}/TA_{it-1}] + a_3[PPE_{it}/TA_{it-1}] + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3)$$

حيث إن:

$TA_{it-1}$  = إجمالى أصول الشركة ( $i$ ) فى بداية الفترة ( $t$ )؛<sup>(١)</sup>

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

$PPE_{it}$  = إجمالى الآلات والمعدات والتجهيزات للشركة ( $i$ ) فى نهاية الفترة ( $t$ ).

وتكون قيمة الاستحقاقات الاختيارية ( $DAC_{it}$ ) عبارة عن الباقي إحصائياً ( $\varepsilon_{it}$ ) من تقدير النموذج السابق، أى أن الاستحقاقات غير الاختيارية ( $NDAC_{it}$ ) يتم تقديرها كما يلى:

$$NDAC_{it}/TA_{it-1} = \hat{a}_1[1/TA_{it-1}] + \hat{a}_2[\Delta REV_{it}/TA_{it-1}] + \hat{a}_3[PPE_{it}/TA_{it-1}] \dots \dots \dots (4)$$

ومن ثم يتم التوصل إلى قيمة الاستحقاقات الاختيارية ( $DAC_{it}$ ) من خلال المعادلة التالية:

$$DAC_{it}/TA_{it-1} = [TAC_{it}/TA_{it-1}] - [NDAC_{it}/TA_{it-1}] \dots \dots \dots (5)$$

وسوف يعتمد البحث الحالى فى تقدير معالم نموذج (Jones) على بيانات قطاع مستعرض من الشركات التى تنتمى إلى نفس الصناعة.

### ٢.٩ صياغة نموذج البحث

سوف يعتمد الباحث بشأن اختبار فرضية البحث على أسلوب تحليل الإنحدار (Regression Analysis)، حيث سيعتمد الباحث بشأن اختبار

(١) تم قسمة جميع متغيرات النموذج على إجمالى أصول الشركة أول الفترة (Lagged Total Assets) بهدف إلغاء أثر الفروق فى أحجام الشركات، ومن ثم فإن حجم الامتثاقات الاختيارية لكل شركة يكون معبراً عنه كنسبة من إجمالى أصولها أول الفترة.

فرضية البحث الحالي على نموذج للانحدار المتعدد، والذي يبنى على أن النقدية المحتفظ بها (معبراً عنها بنسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول في نهاية الفترة) يعد دالة في كل من القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية، كمقياس عكسي لجودة الأرباح، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

النقدية المحتفظ بها = دالة (القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية + المتغيرات الضابطة)

وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار علي النحو المبين بالمعادلة رقم (٦):

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 Abs(DAC_{it}) + \beta_2 FSIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 DIVID_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (6)$$

حيث إن:

- CASH<sub>it</sub> = النقدية المحتفظ بها للشركة (i) في نهاية الفترة (t)؛
- Abs(DAC<sub>it</sub>) = القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية للشركة (i) خلال الفترة (t)؛
- FSIZE<sub>it</sub> = حجم الشركة (i) في نهاية الفترة (t)؛
- LEV<sub>it</sub> = نسبة الرفع المالي للشركة (i) في نهاية الفترة (t)؛
- ROA<sub>it</sub> = معدل العائد على الأصول للشركة (i) خلال الفترة (t)؛
- CFO<sub>it</sub> = التدفقات النقدية التشغيلية للشركة (i) في نهاية الفترة (t)؛
- DIVID<sub>it</sub> = التوزيعات النقدية المدفوعة للشركة (i) في نهاية الفترة (t)؛
- ε<sub>it</sub> = بند الخطأ للشركة (i) في الفترة (t).

ويوفر الجدول رقم (٣) وصفاً لمتغيرات البحث والتعريف الإجرائي لها.

جدول رقم (٣): التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث

مصدر البيانات	التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
		رمز المتغير	اسم المتغير
<b>المتغير التابع:</b>			
التقرير المالي السنوي للشركة	يتم حسابها من خلال قسمة النقدية وما في حكمها للشركة $i$ على إجمالي أصولها في نهاية الفترة $t$ .	CASH <sub>it</sub>	النقدية المحتفظ بها
<b>متغير جودة الأرباح:</b>			
مخرجات تشغيل نموذج (Jones)	القيمة المطلقة للباقي إحصائياً من تقدير نموذج (Jones) الأصلي للشركة $i$ خلال الفترة $t$ .	Abs(DA C <sub>it</sub> )	القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية
<b>المتغيرات الضابطة:</b>			
التقرير المالي السنوي للشركة	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة $i$ في نهاية الفترة $t$ .	FSIZE <sub>it</sub>	حجم الشركة
	نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي أصول الشركة $i$ في نهاية الفترة $t$ .	LEV <sub>it</sub>	الرافعة المالية (المديونية)
	يتم حسابها من خلال قسمة صافي الربح بعد الضرائب كما يظهر بقائمة الدخل للشركة $i$ مضافاً إليه مصروف الفوائد الخالي من الضرائب على متوسط إجمالي أصولها خلال الفترة $t$ .	ROA <sub>it</sub>	العائد على الأصول
	يتم حسابها من خلال قسمة التدفقات النقدية التشغيلية للشركة $i$ على إجمالي أصولها في نهاية الفترة $t$ .	CFO <sub>it</sub>	التدفقات النقدية التشغيلية
	متغير وهمي يأخذ القيمة (١) في حالة قيام الشركة $i$ بدفع توزيعات أرباح نقدية خلال الفترة $t$ ، و(صفر) بخلاف ذلك. ويتسق ذلك التعريف الإجرائي مع دراسات سابقة عديدة (مثل: عفيفي، ٢٠١٥؛ Opler et al., 1999; Sun et al., 2012; Wai and Zhu., 2013).	DIVID <sub>it</sub>	التوزيعات النقدية المدفوعة

#### ٤.٩. مبررات إضافة المتغيرات الضابطة إلى نموذج البحث ١.٤.٩. حجم الشركة

يرى (Opler et al., 1999) أنه وفقاً لنظرية المفاضلة الساكنة توجد إقتصاديات للحجم في الأصول السائلة، وعليه يمكن توقع أن هناك علاقة سالبة بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها. ووفقاً لدافع المعاملة، هناك إقتصاديات للحجم فيما يتعلق بحجم النقدية المحتفظ به، فالشركات كبيرة الحجم تحتفظ بنقدية أقل (Miller and Orr, 1966; Mulligan, 1997). أما الشركات الصغيرة تحتفظ بنقدية أكبر، وذلك بسبب أن الشركات الصغيرة ربما تجد أن زيادة التمويل الخارجى مكلفاً لها عن الإحتفاظ بحجم أكبر من النقدية. وقد توصلت دراسات اختبارية عديدة (مثل: Anedeberhan, 2012; Bates et al., 2009) إلى وجود علاقة سالبة بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها.

#### ٢.٤.٩. الرفع المالي

وفقاً لنظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، توجد علاقة سالبة بين الرفع المالي والنقدية المحتفظ بها، أى أن الشركات فى ظل ديون منخفضة من المتوقع أن تحتفظ بنقدية أكثر، ويفسر (Opler et al., 1999) ذلك بأن الشركات تكون معرضة لمراقبة أقل من قبل السوق، بالإضافة إلى ذلك، فإن تكلفة الأموال تزيد مع الرفع المالي ومن ثم تزيد تكلفة الفرصة البديلة لحيازة أموال سائلة (Ozkan and Ozkan, 2004; Sun et al., 2012). وقد توصلت دراسات اختبارية عديدة (مثل: Ferreira and Vilela, 2003; Bates et al., 2009) إلى وجود علاقة سالبة بين الرفع المالي والنقدية المحتفظ بها.

#### ٣.٤.٩. العائد على الأصول

اتساقاً مع نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل توجد علاقة موجبة بين الربحية والنقدية المحتفظ بها (Al-Najjar, 2013). ويرى (Dittmar et al., 2003) أن النقد هو نتاج الأنشطة التمويلية والإستثمارية، وبالتالي فإن الشركات المربحة تكون أكثر قدرة على دفع أرباح، وتسديد إلتزامات ديونها، والإحتفاظ بنقدية، فإنخفاض التدفقات النقدية لدى الشركة يجعلها تلجأ للإعتماد على الديون فى تمويل مشروعاتها. وتحتفظ الشركات الأقل ربحية بمستوى أقل من النقدية، وتعتمد على تمويل مشروعاتها من خلال إصدار الديون، وسوف تفكر هذه الشركات كثيراً فى الإقدام على إصدار أسهم لتمويل مشروعاتها بسبب إرتفاع تكاليف إصدار الأسهم (Dittmar et al., 2003; Ferreira and Vilela, 2004; Al-Najjar and Belghitar, 2011).



#### ٤.٤.٩. التدفقات النقدية التشغيلية

يتم استخدام هذا المتغير كمتغير ضابط لعزل تأثيره المتوقع على النقدية المحتفظ بها حيث وجدت دراسة (Wasiuzzaman, 2014) علاقة موجبة بين التدفقات النقدية التشغيلية والنقدية المحتفظ بها، كما تتنبأ نظرية المفاضلة الساكنة بوجود علاقة سالبة بين التدفقات النقدية التشغيلية والنقدية المحتفظ بها. من ناحية أخرى، تتنبأ نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل بوجود علاقة موجبة بين التدفقات النقدية والنقدية المحتفظ بها. كذلك وجدت دراسة كل من (Bates et al., 2009; Sun et al., 2012; Morais and Silva, 2013) أثر موجب للتدفقات النقدية التشغيلية على النقدية المحتفظ بها.

#### ٥.٤.٩. التوزيعات النقدية المدفوعة

يرى (Opler et al., 1999) وفقاً لنظرية المفاضلة الساكنة، أن الأصول السائلة تزيد مع حجم التوزيعات النقدية المدفوعة من قبل الشركة، بينما تقترح نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل أن الشركات التي تقوم بدفع توزيعات سيكون لديها نقدية أقل. ويرى (عفيفي، ٢٠١٥) أن التوزيعات غالباً ما تتسم بخاصية اللزوجة، لذا تم استخدام هذا المتغير كمتغير ضابط لعزل تأثيره على النقدية المحتفظ بها. ولتمييز تأثيرات التوزيعات النقدية المدفوعة من قبل عينة الدراسة، فإن الباحث قام بتعريف التوزيعات إجرائياً كمتغير وهمي (ياخذ القيمة واحد في حالة دفع الشركة توزيعات، وصفر بخلاف ذلك)، ويتسق ذلك مع تعريف كل من (عفيفي، ٢٠١٥؛ Opler et al., 1999; Bates et al., 2009).

#### ١٠. تحليل النتائج

##### ١.١.١. إحصاءات وصفية

يعرض جدول رقم (٤) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نموذج البحث الحالي، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات عينة البحث.

جدول رقم (٤): إحصاءات وصفية لمتغيرات البحث

المتغيرات	عدد مشاهدات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسيط	الإحراف المعياري
<b>المتغير التابع:</b>						
الإحتفاظ بالنقدية	٣٧٢	٠,٠٠	٠,٦٦٤٣	٠,١١٠٢	٠,٠٦٦١	٠,١٢٦٩
<b>المتغيرات المفصلة:</b>						
القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية	٣٧٢	٠,٠٠٠١	٠,٧٥٥٣	٠,٠٧٠٥	٠,٠٤٦٠	٠,٠٨٤١
حجم الشركة (لوغاريتم طبيعي)	٣٧٢	١٧,٢٥١٣	٢٤,٢٩٩٢	٢٠,١٧٤٥	٢٠,٠٠٦٤	١,٤٦٤٦
الرافعة المالية (المديونية)	٣٧٢	٠,٠٠٠٥	٠,٩٩٤٥	٠,٤٠٠٥	٠,٣٧٤٥	٠,٢٢٤٣
ربحية الشركة (العائد على الأصول)	٣٧٢	٠,٤٩٨٠	٠,٥٠٧٥	٠,٦٢٦	٠,٥٤٤٨	٠,٠٩٣٢
التدفقات النقدية التشغيلية	٣٧٢	٠,٤٢٧٨	٠,٥٩٩٠	٠,٦١٠	٠,٤٩٤	٠,١٢٠٦
التوزيعات النقدية	٣٧٢	٠,٠٠	١,٠٠	٠,٦٥٠٥	١,٠٠	٠,٤٧٧٤

وبإلقاء النظر على الإحصاءات الوصفية الخاصة بمتغير الإحتفاظ بالنقدية، والمتضمنة بالجدول رقم (٤)، يلاحظ أن نسبة النقدية المحتفظ بها على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة تتراوح بين (٠,٠٠، ٠,٦٦٤٣) وذلك بمتوسط يبلغ ٠,١١٠٢ وإحراف معياري قدره ٠,١٢٦٩ تقريباً. وفيما يتعلق بالقيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية المقدره بواسطة نموذج (Jones) الأصلي، يتبين أن نسبتها تتراوح بين (٠,٠٠٠١، ٠,٧٥٥٣) من إجمالي الأصول أول الفترة، وذلك بمتوسط (وسيط) يبلغ ٠,٠٧٠٥، (٠,٠٤٦٠)، وإبإحراف معياري قدره ٠,٠٨٤١ تقريباً.

أما فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن متوسط حجم شركات العينة باللوغاريتم الطبيعي يبلغ ٢٠,١٧ تقريباً، كما يبلغ متوسط الرفع المالي على مستوى شركات العينة ٤٠٪ تقريباً، بينما يبلغ متوسط التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول ٦٪. ويتضح أيضاً من الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن ٦٥,٠٥٪ من شركات العينة تقوم بدفع توزيعات، بمعنى أن ٣٤,٩٥٪ من شركات العينة لم تدفع توزيعات خلال فترة الدراسة. كما يتبين من الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن متوسط العائد على الأصول على مستوى شركات العينة كمقياس لربحية الشركة يبلغ ٦٪ تقريباً.

## ٢.١٠. تحليل الارتباط

يتضمن الجدول رقم (٥) مصفوفة ارتباط بيرسون، والتي تعد الأداة الأولية لإكتشاف مشكلة الأزواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية. ويشير (Gujarati, 2003) إلى أن درجة الأزواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية تعتبر مقبولة إذا بلغ معامل الارتباط بين أي منها (٠,٨) كحد أقصى. وبإلقاء النظر على العلاقة بين متغيرات البحث والمتضمنة بالجدول رقم (٥)، يتبين أن الأزواج الخطى لا يمثل مشكلة في البحث الحالي، حيث أن كل معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في البحث الحالي (الإستحقاقات الإختيارية، والمتغيرات الضابطة) أقل من (٠,٨٠)، حيث بلغ أقصى معامل ارتباط (٠,٥٢) تقريباً بين متغيرى العائد على الأصول والتدفقات النقدية التشغيلية.

وتظهر نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بجدول رقم (٥)، وجود ارتباط موجب ومعنوى (عند مستوى ١٪) بين القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية، كمقياس عكسى لجودة الأرباح، والنقدية المحتفظ بها، حيث بلغ معامل الارتباط بين القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية والنقدية المحتفظ بها (٠,١٢) تقريباً، ويشير ذلك مبدئياً إلى ارتفاع مستوى النقدية المحتفظ بها مع ضعف جودة الأرباح.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر مصفوفة ارتباط بيرسون الموضحة بجدول رقم (٥)، وجود ارتباط موجب ومعنوى (عند مستوى ٥٪) بين (العائد على الأصول، التدفقات النقدية التشغيلية، التوزيعات النقدية المدفوعة) والنقدية المحتفظ بها، وعدم وجود ارتباط معنوى بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها، ووجود ارتباط سالب معنوى (عند مستوى ٥٪) بين الرافعة المالية والنقدية المحتفظ بها. أيضاً، تظهر مصفوفة الارتباط وجود ارتباط موجب معنوى (عند مستوى ٥٪) بين الرافعة المالية والقيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية. كذلك، عدم وجود ارتباط معنوى بين (حجم الشركة، العائد على الأصول، التدفقات النقدية التشغيلية، التوزيعات النقدية المدفوعة) والقيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية.

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

م	(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)
١	١						
٢	*٥,١١٥	١					
٣	٥,٥٠٨	٥,٥٩٨-	١				
٤	**٥,١٣٦-	**٥,١٣٨	**٥,٢١٤	١			
٥	**٥,٤٢٤	٥,٥٤٣	٥,٥٧٨	**٥,١٧٣-	١		
٦	**٥,٤٧٧	٥,٥١٤-	**٥,١٤١	٥,٥٧٦-	**٥,٥٧٨	١	
٧	**٥,٣٢٢	٥,٥٣٩	**٥,١٤٥	٥,٥٣٥-	**٥,٤٦٢	**٥,٢٦٧	١

\*\* الارتباط دال عند مستوى معنوية ١٪

\* الارتباط دال عند مستوى معنوية ٥٪

## ٢.١٠. نتائج تحليل الانحدار

اعتمد الباحث على طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Squares "OLS") لتقدير معالم نموذج الانحدار الخطى المتعدد المستخدمة فى البحث الحالى، حيث تعتبر طريقة المربعات الصغرى من أكثر الطرق استخداماً فى تقدير معالم نماذج الانحدار الخطية. حيث تتميز المقدرات المتحصل عليها باستخدام هذه الطريقة بأنها خطية وغير متحيزة. ومن الافتراضات الأساسية التى تقوم عليها طريقة المربعات الصغرى عدم وجود علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة. ففى حالة وجود علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة سيكون من المتعذر الحصول على القيم العددية لتقديرات معالم النموذج، علاوة على ذلك، فإن الأخطاء المعيارية للتقديرات ستكون كبيرة جداً ( $\infty$ ) وفى هذه الحالة لا يمكن تطبيق طريقة المربعات الصغرى (عنانى، ٢٠١١).

وللحكم على ما إذا كانت درجة الإزدواج الخطى فى نموذج البحث الحالى خطيرة أم لا، استعان الباحث بمعامل تضخم التباين (The Variance Inflation Factor "VIF")، الذى يعد وسيلة مهمة لاكتشاف مدى ارتباط كل متغير مستقل مع بقية المتغيرات المستقلة الأخرى فى معادلة الانحدار المتعدد، وهذا يعنى أنه يتم حساب قيمة لمعامل تضخم التباين (VIF) لكل متغير مستقل فى معادلة الانحدار. ويقاس معامل تضخم التباين (VIF) مقدار الزيادة فى تباين تقديرات معالم معادلة الانحدار نتيجة وجود الإزدواج الخطى، فكلما كانت قيمة هذا المعامل كبيرة زاد تباين التقديرات وزادت الأخطاء المعيارية لها، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة (t) المحسوبة المستخدمة فى اختبارات المعنوية الإحصائية للمعالم. وكمؤشر بديل لمعامل تضخم التباين (VIF)، فإن بعض الحقائق الإحصائية تأخذ مقلوب هذا المعامل للحكم على خطورة الإزدواج الخطى ويعرف هذا المعامل بفترة السماح (Tolerance)، وكلا المعاملان يعطيان نفس الاستنتاج عن خطورة الإزدواج الخطى (عنانى، ٢٠١١).

وقد توصل الباحث إلى أن درجة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية فى نموذج البحث الحالى منخفضة وغير خطيرة، حيث إن أقصى قيمة لمعاملات تضخم التباين (VIF) تم الحصول عليها فى نموذج البحث الحالى كانت لمتغير العائد على الأصول (ROAit) وبلغت (١,٦٣٨)، كما يلاحظ أن قيم اختبار

معامل تضخم التباين (VIF) لجميع المتغيرات نقل عن (١٠)، حيث تتراوح قيم اختبار معامل تضخم التباين للمتغيرات التفسيرية المتضمنة بنموذج البحث بين (١,٠٤٦، ١,٦٣٨)، وأن قيم اختبار فترة السماح (Tolerance) تراوحت بين (٠,٦١١، ٠,٩٥٦) وهى أعلى من (٠,١٠) ويعد هذا مؤشر على عدم وجود ارتباط عالى بين المتغيرات المفسرة، وهذا يعنى عدم وجود مشكلة ازدواج خطى تؤثر على نتائج الانحدار وتفسيرها.

وقد قام الباحث بإجراء تحليل الانحدار على مستوى عينة البحث ككل، وكذلك على مستوى عينتى الشركات ذات الإستحقاقات الإختيارية الموجبة والسالبة، وذلك بهدف أخذ تأثير اتجاه إدارة الدخل فى الإعتبار عند دراسة العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها.

#### ١.٢.١٠ نتائج تحليل الانحدار على مستوى عينة البحث ككل

يعرض الجدول رقم (٦) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) التى تم التوصل إليها على مستوى عينة البحث ككل بشأن معادلة انحدار النقدية المحتفظ بها على كل من القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية، كمقياس عكسى لجودة الأرباح، والمتغيرات الضابطة. وتظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٦) معنوية نموذج الانحدار الخطى بين النقدية المحتفظ بها ومجموعة المتغيرات المفسرة (القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية، والمتغيرات الضابطة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F). كذلك، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٦) أن قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) الخاصة بانحدار النقدية المحتفظ بها على كل من متغير القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠,٤٠١)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى معادلة الانحدار (متغير القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية، والمتغيرات الضابطة) تفسر ٤٠,١٪ من التباين فى النقدية المحتفظ بها لشركات عينة البحث.

جدول رقم (٦)

نتائج تحليل إحدار الإحتفاظ بالنقدية على القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية  
والمتغيرات الضابطة

إحصائيات إختيار الإندراج الخطي	معنوية معاملات الإندراج		الخطأ لتحاري Std. (Error)	معاملات الإندراج (β)	المتغيرات المستقلة
	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)			
	***, .001	٣,٢٤٥	٠,٠٦٣	٠,٢٠٥	ثابت الإندراج (Constant)
١,٠٤٦	***, .000	٤,٣٢٢	٠,٠٥٤	٠,٢٣٥	القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية Abs(DAC <sub>it</sub> )
١,١١٧	***, .008	٢,٦٧٨	٠,٠٠٣	٠,٠٠٩	حجم الشركة (FSIZE <sub>it</sub> )
١,١٢٥	٠,٣٩٧	٠,٨٤٨	٠,٠٢١	٠,٠١٨	الرافعة المالية (LEV <sub>it</sub> )
١,٦٣٨	**٠, .011	٢,٥٦٤	٠,٠٦٣	٠,١٦٣	ربحية الشركة (ROA <sub>it</sub> )
١,٣٥٧	***, .000	٩,٤٠٥	٠,٠٤٤	٠,٤١٤	التدفقات النقدية التشغيلية (CFO <sub>it</sub> )
١,٢٩٥	***, .001	٣,٤٦٨	٠,٠١١	٠,٠٣٧	التوزيعات النقدية (DIVIDENT <sub>it</sub> )
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث إن (Sig. < 0.01)					
** الفروق دالة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث إن (Sig. < 0.05)					
معامل التحديد المعجل (Adjusted R <sup>2</sup> ) = ٠,٣٩١				معامل التحديد (R <sup>2</sup> ) = ٠,٤٠١	
دلالة اختبار (F) = ***, .000				قيمة (F) المحسوبة = ٣٩,٣٩٥	
عدد المشاهدات (N) = ٣٦٠				نتيجة اختبار (Durbin-Watson) = ١,٨٠٠	

وفيما يتعلق بنتائج اختبار فرضية البحث الحالي، تظهر نتائج تحليل الإندراج المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٦) وجود علاقة موجبة ودالة إحصائياً عند مستوى معنوية (١٪) بين القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية Abs(DAC<sub>it</sub>) المقبرة بواسطة نموذج (Jones) الأصلي، كمقياس عكسي لجودة الأرباح، والنقدية المحتفظ بها. وهو ما يعنى أنه كلما زادت القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية زاد مستوى النقدية المحتفظ بها. وهذا يعنى أن هناك علاقة سالبة ودالة إحصائياً بين مستوى جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها. وتتفق نتائج البحث الحالي مع دراسة (Garcia-Teruel et al., 2009) حيث توصلت إلى وجود علاقة سالبة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها، كذلك تتفق نتائج البحث الحالي مع دراسات سابقة عديدة (مثل: Sun et al., 2012; Greiner, 2013; Taghavi and Javanmard, 2013).

ويمكن القول أن ضعف جودة الأرباح يؤدي إلى تزايد مستوى الإحتياطيّات النقدية المحتفظ بها. وقد فسّر (Sun et al., 2012) ذلك بأن ضعف جودة الأرباح يؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات، والذي يجعل التمويل الخارجى أكثر تكلفة، ويخلق دافع للشركات نحو الإحتفاظ بالنقدية المولدة داخلياً للعمليات التشغيلية والإستثمارية، وأن تحتفظ بأرصدة وقائية أكبر. ويتضح أن تلك النتيجة تدعم فرضية البحث الحالي بوجود علاقة سالبة

بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها، وتتسق النتيجة مع فرض المرونة بوجود علاقة سالبة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها، وفرض قوة حملة الأسهم بوجود علاقة سالبة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها.

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٦) وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين حجم الشركة ( $FSIZE_{it}$ ) والنقدية المحتفظ بها. وتدعم تلك النتيجة نظرية المفاضلة الساكنة والتي تتنبأ بوجود علاقة عكسية بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها (Opler et al., 1999). ويرى (Anedeberhan, 2012) أن الشركات كبيرة الحجم سوف تستفيد من إقتصاديات الحجم في الحصول على تمويل أيسر مع تكلفة أقل، أما الشركات صغيرة الحجم فمن المحتمل أن تواجه قيوداً مالية أكثر، وعليه فتقوم بالإحتفاظ بنقدية أكثر.

كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد وجود علاقة موجبة ودالة إحصائياً عند مستوى معنوية (١٪) بين التدفقات النقدية التشغيلية ( $CFO_{it}$ ) والنقدية المحتفظ بها، وتتفق هذه النتيجة مع نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل والتي تتنبأ بوجود أثر إيجابي للتدفقات النقدية التشغيلية على النقدية المحتفظ بها، ويمكن تفسير ذلك بأنه كلما زادت التدفقات النقدية لدى الشركة فإن المديرين يفضلون الإحتفاظ بنقدية أكثر (كمصدر تمويل داخلي) على مصادر التمويل الخارجية، وتتسق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة كل من (Opler et al., 1999; Hasanzadeh et al., 2012; Wasiuzzaman, 2014).

كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٦) وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين التوزيعات النقدية المدفوعة ( $DIVID_{it}$ ) والنقدية المحتفظ بها، وتتفق هذه النتيجة مع نظرية المفاضلة الساكنة، والتي تتنبأ بأن الأصول السائلة تزيد مع حجم التوزيعات النقدية المدفوعة من قبل الشركة، ويمكن تفسير ذلك بأن كلما زادت التوزيعات النقدية المدفوعة، فإن المديرين يفضلون الإحتفاظ بنقدية أكثر بسبب إرتفاع تكلفة الحصول على التمويل الخارجى.

أخيراً، تبين نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٦) وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (٥٪) بين العائد على الأصول ( $ROA_{it}$ ) والنقدية المحتفظ بها، بمعنى أنه كلما زاد العائد على الأصول زاد مستوى النقدية المحتفظ بها، وتتسق تلك النتيجة مع إفتراضات نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، والتي تتنبأ بوجود علاقة موجبة بين الربحية والنقدية



المحتفظ بها، ويمكن تفسير ذلك في ضوء نتائج الدراسات السابقة بأن زيادة الربحية يتبعها زيادة التدفقات النقدية، ومن ثم تستطيع الشركة سداد ديونها، والإحتفاظ بنقدية ( Dittmar et al., 2003; Ferreira and Vilela, 2004; )  
(Al-Najjar and Belghitar, 2011; Al-Najjar, 2013).

### ٢.٣.١٠ نتائج تحليل الإنحدار على مستوى عينتى الشركات ذات الإستحقاقات الاختيارية الموجبة والسالبة

لإجراء تحليل الإنحدار على مستوى عينتى الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية الموجبة والسالبة، قام الباحث بتقسيم العينة الكلية للبحث الحالى إلى عينتين 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). ويعرض الجدول رقم (٧) بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث الحالى على مستوى العينتين الفرعيتين.

#### جدول رقم (٧)

إحصاءات وصفية لمتغيرات البحث على مستوى عينتى الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية الموجبة والسالبة

المتغيرات	عدد لمشاهدت	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعيارى
عينة الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية الموجبة:						
الإحتفاظ بالنقدية	١٦٣	٠,٠٠	٠,٥٩٨٥	٠,١١١٤	٠,٠٧٢٥	٠,١١٩٣
الاستحقاقات الاختيارية	١٦٣	٠,٠٠٠١	٠,٥٣٧٢	٠,٠٧٥٠	٠,٠٤٧٢	٠,٠٨٨٥
حجم الشركة (لوغاريتم طبيعى)	١٦٣	١٧,٤١٧٥	٢٤,٢٩٩٢	٢٠,٠٨١٦	١٩,٨٥٦٢	١,٥٢٦١
الرافعة المالية (المديونية)	١٦٣	٠,٠٠٢٦	٠,٩٩٤٥	٠,٣٦٣٥	٠,٣٣٧٨	٠,٢١٣٧
ربحية الشركة (العائد على الأصول)	١٦٣	٠,٢١٧٨-	٠,٣٤٦٩	٠,٠٨٨٥	٠,٠٨٣٠	٠,٠٨٠٩
التدفقات النقدية التشغيلية	١٦٣	٠,٣٢٨٥-	٠,٥١٩٣	٠,٠٢٥٠	٠,٠٢٥١	٠,١١٤٧
التوزيعات النقدية	١٦٣	٠,٠٠	١,٠٠	٠,٧٤٨٥	١,٠٠	٠,٤٣٥٢
عينة الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية السالبة:						
الإحتفاظ بالنقدية	٢٠٩	٠,٠٠	٠,٦٦٤٣	٠,١٠٩٣	٠,٠٥٦٢	٠,١٣٢٨
الاستحقاقات الاختيارية	٢٠٩	٠,٧٥٥٣-	٠,٠٠١٠-	٠,٠٦٧٠-	٠,٠٤٥٨-	٠,٠٨٠٥
حجم الشركة (لوغاريتم طبيعى)	٢٠٩	١٧,٢٥١٣	٢٣,٦٩٧٠	٢٠,٢٤٧١	٢٠,٢٤٤٤	١,٤١٤٣
الرافعة المالية (المديونية)	٢٠٩	٠,٠٠٠٥	٠,٨٩٤٨	٠,٤٢٩٤	٠,٣٩٧٤	٠,٢٢٨٦
ربحية الشركة (العائد على الأصول)	٢٠٩	٠,٤٩٨٠-	٠,٥٠٧٥	٠,٠٤٢٤	٠,٠٣٩١	٠,٠٩٧٢
التدفقات النقدية التشغيلية	٢٠٩	٠,٤٢٧٨-	٠,٥٩٩٠	٠,٠٨٩٢	٠,٠٦٧٧	٠,١١٧٩
التوزيعات النقدية	٢٠٩	٠,٠٠	١,٠٠	٠,٥٧٤٢	١,٠٠	٠,٤٩٥٧

وتظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٧) عدم وجود فروق كبيرة بين متوسط الاستحقاقات الاختيارية على مستوى العينتين الفرعيتين، حيث بلغ متوسط الاستحقاقات الاختيارية لعينة الشركات التي تمارس تأثيراً على رقم الدخل المنشور بهدف زيادته (الاستحقاقات الاختيارية الموجبة) ٧,٥٠٪ تقريباً من إجمالي الأصول أول الفترة، في حين بلغ هذا المتوسط لعينة الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية السالبة ٦,٧٠٪ تقريباً من إجمالي الأصول أول الفترة، كما تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة في الجدول رقم (٧) أن ٤٤٪ تقريباً من شركات العينة تدير الأرباح لأعلى، وأن ٥٦٪ من الشركات تدير الأرباح لأسفل.

وفيما يتعلق بتحليل إنحدار النقدية المحتفظ بها على الاستحقاقات الاختيارية الموجبة/السالبة، يعرض الجدول رقم (٨) نتائج تحليل الإنحدار التي تم التوصل إليها على مستوى عيني الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية الموجبة والسالبة.

جدول رقم (٨): نتائج تحليل الانحدار على مستوى عتق الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية الموجبة والسالبة

الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية السالبة (DAC <sub>ii</sub> -)			الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية الموجبة (DAC <sub>ii</sub> ++)			المتغيرات المستقلة		
إحصاءات اختبار الإرتجاج العطف معامل تنظيم التباين (VIF)	فترة السماح (Tolerance)	قيمة (t)	معاملات الانحدار (B)	إحصاءات اختبار الإرتجاج العطف معامل تنظيم التباين (VIF)	فترة السماح (Tolerance)		قيمة (t)	
١,٧٨٧	٠,٥٦٠	*١,٧٨١	٠,١٦٤	٢,١٩٢	٠,٤٥٦	***٢,٧١١	٠,٢٤٦	ثابت الانحدار (Constant)
١,١٣٤	٠,٨٨٢	***٢,٩٧٣	٠,٣٠٧-	١,٠٩٩	٠,٩١٠	***٤,١٣٧	٠,٤٦١	الاستحقاقات الاختيارية (DAC <sub>ii</sub> )
١,١٣٨	٠,٨٧٩	١,٦٠٢-	٠,٠٠٨-	١,١٣٢	٠,٨٨٤	*١,٩١٦-	٠,٠٠٩-	حجم الشركة (FSIZE <sub>ii</sub> )
٢,٣٢٩	٠,٣٠٠	٠,٤٩٥	٠,٠١٥	٢,٦٤٠	٠,٣٧٩	١,٢٧٥-	٠,٠٤٣-	الرافعة المالية (LEV <sub>ii</sub> )
٢,٤٩٥	٠,٢٨٦	***٣,٤٦٤	٠,٤٠٤	٢,٦٧٩	٠,٣٧٣	١,٤٤٢-	٠,١٩٣-	ربحية الشركة (ROA <sub>ii</sub> )
١,٢٥٨	٠,٧٩٥	***٢,٦٨٩	٠,٢٦٥	١,٧٨٢	٠,٣٧٣	***٦,١٧٩	٠,٦٣٥	التدفقات النقدية التشغيلية (CFO <sub>ii</sub> )
		**٢,٤٣٠	٠,٠٣٤		٠,٧٨٠	١,٢٢٩	٠,٠٢١	التوزيعات النقدية (DIVIDENT <sub>ii</sub> )
								*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث إن (Sig. < 0.01) ** الفروق دالة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث إن (Sig. < 0.05) * الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٠٪، حيث إن (Sig. < 0.10)
								معامل التحديد (R <sup>2</sup> )
								معامل التحديد المعدل (Adjusted R <sup>2</sup> )
								قيمة (F) المحسوبة
								دلالة اختبار (F)
								نتيجة اختبار (Durbin-Watson)
								عدد المشاهدات (N)

ويتضح من الجدول السابق ما يلي:

#### المتغير المستقل:

وجود تأثير موجب ودال (عند مستوى معنوية ١٪) للاستحقاقات الاختيارية ( $DAC_{it}$ )، كقياس عكسي لجودة الأرباح، على النقدية المحتفظ بها، وذلك على مستوى عينة الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية الموجبة، وتتسق تلك النتيجة مع مثيلتها التي تم التوصل إليها على مستوى العينة ككل. أما على مستوى عينة الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية السالبة، فقد تم التوصل إلى وجود تأثير سالب ودال (عند مستوى معنوية ١٪) على النقدية المحتفظ بها، وهذا يعنى وجود علاقة طردية بين الاستحقاقات الاختيارية (كمقياس عكسي لجودة الأرباح) والنقدية المحتفظ بها، وتتسق تلك النتيجة مع مثيلتها التي تم التوصل إليها على مستوى العينة ككل.

#### المتغيرات الضابطة:

وعلى مستوى المتغيرات الضابطة، تم التوصل إلى ما يلي:

- وجود تأثير سالب ودال (عند مستوى معنوية ١٠٪) لحجم الشركة ( $FSIZE_{it}$ ) على النقدية المحتفظ بها، وذلك على مستوى عينة الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية الموجبة، وتتسق تلك النتيجة مع مثيلتها التي تم التوصل إليها على مستوى العينة ككل. أما على مستوى عينة الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية السالبة، فلم يتم التوصل إلى وجود علاقة بين حجم الشركة ( $FSIZE_{it}$ ) والنقدية المحتفظ بها.
- وجود تأثير سالب ودال (عند مستوى معنوية ١٪) للعائد على الأصول ( $ROA_{it}$ ) على النقدية المحتفظ بها، وذلك على مستوى عينة الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية السالبة، وتتسق تلك النتيجة مع مثيلتها التي تم التوصل إليها على مستوى العينة ككل. أما على مستوى عينة الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية الموجبة، فلم يتم التوصل إلى وجود علاقة بين العائد على الأصول ( $ROA_{it}$ ) والنقدية المحتفظ بها.
- وجود تأثير موجب ودال (عند مستوى معنوية ١٪) للتدفقات النقدية التشغيلية ( $CFO_{it}$ ) على النقدية المحتفظ بها، سواء على مستوى عينة الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية الموجبة أو عينة الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية السالبة، وتتسق هذه النتيجة مع مثيلتها التي تم التوصل إليها على مستوى العينة ككل.

■ وجود تأثير موجب ودال (عند مستوى معنوية ٥٪) للتوزيعات النقدية المدفوعة ( $DIVID_{it}$ ) على النقدية المحتفظ بها، وذلك على مستوى عينة الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية السالبة، وتتسق تلك النتيجة مع مثيلتها التي تم التوصل إليها على مستوى العينة ككل. أما على مستوى عينة الشركات ذات الاستحقاقات الاختيارية الموجبة، فلم يتم التوصل إلى وجود علاقة بين التوزيعات النقدية المدفوعة ( $DIVID_{it}$ ) والنقدية المحتفظ بها.

## خلاصة البحث والدراسات المستقبلية

### ١.١١. خلاصة البحث

استهدفت العديد من الدراسات السابقة (مثل: عفيفي، ٢٠١٥؛ Opler et al., 1999; Ozkan and Ozkan, 2004; Harford et al., 2008; Chen and Wang, 2014; Al-Amri et al., 2015) إستكشاف الوافع التي تجعل الشركات تحتفظ بمستوى أعلى من النقدية، وإستتدت هذه الدراسات إلى نظريات مختلفة تفسر دوافع إحتفاظ الشركات بالنقدية، تتضمن: نظرية المفاضلة الساكنة، نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، نظرية التدفق النقدي الحر، نظرية الوكالة. وقد توصلت هذه الدراسات السابقة إلى العديد من المحددات مثل: حجم الشركة، الرفع المالي، الربحية، التدفقات النقدية، التوزيعات المدفوعة، فرص النمو، حوكمة الشركات. وهناك العديد من المحددات مثل جودة الأرباح (Earnings Quality) وعلاقتها بالنقدية المحتفظ بها لم تلقى الإهتمام الكافي إلا في السنوات الاخيرة من قبل القليل من الدراسات السابقة (مثل: Garcia-Teruel et al., 2009; Sun et al., 2012; Taghavi and Javanmard, 2013; Al-Dhamari and Ku Ismail, 2015; Maham and Shabanha, 2015).

من هذا المنطلق، استهدف هذا البحث دراسة العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها. من خلال الإجابة عن التساؤل التالي: هل هناك تأثير لجودة الأرباح على النقدية المحتفظ بها في الشركات المساهمة المصرية؟ ومن أجل اختبار فرضية البحث، تم الإستعانة بمقياس للنقدية المحتفظ بها، هو: نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول في نهاية الفترة. بالإضافة إلى ذلك، تم الاعتماد على الإستحقاقات الإختيارية، كمقياس عكسي لجودة الأرباح، والتي تم تقديرها باستخدام نموذج (Jones) الأصلي. وقد قام الباحث باختبار فرضية البحث على عينة مكونة من ١٢٦ شركة مساهمة (٣٧٢ مشاهدة) مقيدة بالبورصة المصرية وتنتمي إلى ثلاثة عشر قطاعاً إقتصاديّاً غير مالي في

الفترة من ٢٠١٣م إلى ٢٠١٥م. وباستخدام تحليل الإنحدار المتعدد، يوفر البحث الحالي دليلاً اختبارياً على أن جودة الأرباح على علاقة سالبة بالنقدية المحتفظ بها في الشركات المساهمة المصرية، بمعنى أنه في ظل انخفاض جودة الأرباح يزيد الاحتفاظ بالنقدية، وتتسق تلك نتيجة مع نظريات تفسير دوافع الاحتفاظ بالنقدية والدراسات السابقة.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، أظهرت نتائج البحث الحالي وجود علاقة موجبة ودالة بين متغيرات (العائد على الأصول، التدفقات النقدية التشغيلية، والتوزيعات النقدية المدفوعة) والنقدية المحتفظ بها. أما عن أثر حجم الشركة على النقدية المحتفظ بها، فقد أظهرت نتائج البحث الحالي وجود علاقة سالبة ودالة بين حجم الشركة والنقدية المحتفظ بها.

#### ٢.١١. الدراسات المستقبلية

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

(١) اختبار أثر جودة الأرباح على حساسية التغير في النقدية، وقيمة الاحتفاظ بالنقدية.

(٢) استخدام مقاييس أخرى لمتغيرات البحث، على سبيل المثال:

- استخدام مقاييس أخرى للنقدية المحتفظ بها، مثل: نسبة النقدية وما في حكمها إلى صافي الأصول (إجمالي الأصول في نهاية الفترة بعد إستبعاد النقدية وما في حكمها)، ونسبة النقدية وما في حكمها إلى القيمة السوقية للشركة.
- استخدام مقاييس أخرى لجودة الأرباح، مثل: جودة الإستحقاقات، التحفظ المحاسبي، واستمرارية الإستحقاقات.

(٣) إجراء دراسة مقارنة عن علاقة جودة الأرباح بالنقدية المحتفظ بها في كل من الشركات المساهمة المملوكة للقطاع الخاص والشركات المساهمة المملوكة للقطاع العام.

(٤) اختبار أثر الاحتفاظ بالنقدية على العلاقة بين جودة الأرباح وعدم تماثل المعلومات.

(٥) اختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات والنقدية المحتفظ بها.

## المراجع

### أولاً: مراجع باللغة العربية

أبو العز، محمد السعيد. ٢٠١٣. تحليل القوائم المالية لأغراض الإستثمار والإلتئمان، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

أبو العز، محمد السعيد. ١٩٩٥. نظرية الوكالة والدور التائيرى لنظم معلومات المحاسبة الإدارية، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول: ١٣٣-١٧٤.

أبو سالم، سيد سالم محمد. ٢٠١٧. التائيرات المباشرة والوسيطه بين حوكمة الشركات، جودة الأرباح، والأداء المالى: دراسة إمبرائقيه، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

حجازى، إبراهيم رسلان. ١٩٨٨. استخدامات نظرية الوكالة فى المحاسبة الإدارية، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد الأول: ٣٠٩-٣٥٥.

عفيفى، هلال عبدالفتاح. ٢٠١١. العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح: دراسة اختيارية فى البيئة المصرية، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثانى: ١٥٩-٢٤٣.

عفيفى، هلال عبد الفتاح. ٢٠١٥. أثر حوكمة مجلس الإدارة على الإحتفاظ بالنقدية: دراسة اختيارية على الشركات المساهمة المصرية، المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، العدد الرابع: ٥١-١١٨.

عنانى، محمد عبدالسميع. ٢٠١١. التحليل القياسى والاحصائى للعلاقات الاقتصادية: مدخل حديث باستخدام *Windows SPSS*، الطبعة الثالثة، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

كساب، ياسر السيد. ٢٠٠٨. تقدير مدى تائير الإدارة فى الأرباح المحاسبية المنشورة باستخدام أساس الاستحقاق ودوافعها ورد فعل السوق: نموذج مقترح ودراسة ميدانية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة طنطا.

ثانياً: مراجع باللغة الأجنبية

- Al-Amri, K., M. Al-Busaidi, and S. Akguc. 2015. Conservatism and corporate cash holdings: A riskis prospective. *Investment Management and Financial Innovations* 12 (1): 101-113.
- Al-Dhamari, R. and K. N. I. Ku Ismail. 2012. Governance structure, surplus free cash flow, and earnings quality: Evidence from Malaysia. *Journal of Modern Accounting and Auditing* 8 (10): 1437-1452.
- Al-Dhamari, R. and K. N. I. Ku Ismail. 2015. Cash holdings, political connections, and earnings quality: Some evidence from Malaysia, *International Journal of Managerial Finance* 11 (2): 215-231.
- Allman-Ward, M. and J. Sagner. 2003. *Essentials of Managing Corporate Cash*, Wiley Publishing, USA.
- Al-Najjar, B. 2013. The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International Business Review* 22 (1): 77-88.
- Al-Najjar, B. and Y. Belghitar. 2011. Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis. *Managerial and Decision Economics* 32 (4): 231-241.
- Almeida, H. and M. Campello. 2005. *External financing and financing constraints*. SSRN Working Papers. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.684131>
- Anederberhan, J. 2012. *Cash Holding and Corporate Governance: Evidence and Implications from the Netherlands*, Master Thesis, University of Amsterdam, Netherlands.



- Bates, T. W., K. M. Kahle, and R. M. Stulz. 2009. Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance* LXIV (5): 1985-2021.
- Biddle, G. C. and G. Hilary. 2006. Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review* 81 (5): 963-982.
- Bhattacharya, U., H. Daouk, and M. Welker. 2003. The world pricing of earnings opacity. *The Accounting Review* 78 (3): 641–678
- Bukit, R. B. and T. M. Iskandar. 2009. Surplus free cash flow, earnings management and audit committee. *Int. Journal of Economics and Management* 3 (1): 204-223.
- Chen, T. J. and B. Y. Wang. 2014. *Corporate Governance and Cash Holdings: Empirical Evidence from an Emerging Market*. Working Paper, Yuan Ze University, Taoyuan Taiwan.
- Couderc, N. 2006. La detention d'actifs liquides par les entreprises: Quelles explications?(Corporate cash holding: Financial determinants and consequences. With english summary). *Revue Economique* 57 (3): 485-495.
- Cormier, D., M. Ledoux, and M. Magnan. 2012. The moderating effect of voluntary disclosure on the relation between earnings quality and information asymmetry: some Canadian evidence. *International Journal of Accounting, Auditing, and Performance Evaluation* 8 (2): 157-183.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70 (2): 193-225.

- Demski, J. S. and G. A. Faltham. 1978. Economic incentives in budgetary control systems. *The Accounting Review* 53 (2): 336-359.
- Dittmar, A. K., J. M. Mahrt-Smith, and H. Servaes. 2003. International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (1): 111-133.
- Eisenhardt, K. 1989. Agency theory: An assessment and Review. *The Academy of Management Review* 14 (1): 57-74.
- Ferreira, M. A. and A. Vilela. 2004. Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management* 10 (2): 295-319.
- Francis, J., R. Lafond, P. Olsson, and K. Schipper. 2004. Costs of equity and earnings Attributes. *The Accounting Review* 79 (4): 967-1010.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. 2005. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics* 39 (2): 295-327.
- Garcia-Teruel, P. J. and P. Martinez-Solano. 2008. On the determinants of SME cash holdings: Evidence from Spain. *Journal of Business Finance and Accounting* 35 (1-2): 127-149.
- Garcia-Teruel, P. J., P. Martinez-Solano, and J. P. Sanchez-Ballesta. 2009. Accruals quality and corporate cash holdings. *Accounting and Finance* 49: 95-115.
- Gujarati, D. N. 2003. *Basic Econometrics*. 4<sup>th</sup> Edition, McGraw Hill, New York.

- Greiner, A. J. 2013. *Consequences of Real Earnings Management and Corporate Governance*. PhD thesis, Florida Atlantic University, United States.
- Harford, J. S., A. Mansi, and W. F. Maxwell. 2008. Corporate governance and firm cash holdings in the U S. *Journal of Financial Economics* 87 (3): 535-555.
- Hasanzadeh, R. B., S. J. Kangarluei, and F. S. Oleimani 2012. The effects of the earnings quality on cash holding in listed companies at Tehran stock exchange (TSE). *Australian Journal of Basic and Applied Sciences* 6 (13): 104-110.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76 (2): 323-329.
- 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.
- Jones, J. J. 1991. Earnings management during import relief Investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2): 193-228.

- Kariuki, S. N., G. S. Namusonge, and G. O. Orwa. 2015. Determinants of corporate cash holdings: Evidence from private manufacturing firms in Kenya. *International Journal of Advance Research in Management and Social Sciences* 4 (6): 15-33.
- Keynes, J. M. 1936. *The General Theory of Employment*. In: Interest and Money. London, Harcourt Brace.
- Kim, C. S., D. C. Mauer, and A. E. Sherman. 1998. The determinants of corporate liquidity: theory and evidences. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33 (3): 335-358.
- Maham, K. and Z. H. Shabanha. 2015. The relationship between earnings quality and cash holding by companies. *International Journal of Review in Life Sciences* 5 (5): 673-677.
- Miller, M. H. and D. Orr, 1966. A model of the demand for money by firms. *Quarterly Journal of Economics* 80 (3): 413-435.
- Morais, F. and P. Silva. 2013. Determinants of cash holdings in the accommodation industry. *Tourism and Hospitality International Journal* 1 (1): 95-136.
- Mulligan, C. B. 1997. Scale economies, the value of time, and the demand for money: Longitudinal evidence from firms. *Journal of Political Economy* 105 (5): 1061-1079.
- Myers, S. C. and R. G. Rajan. 1998. The paradox of liquidity. *The Quarterly Journal of Economics* 113 (3): 733-771.

- Myers, S. and N. Majluf. 1984. Corporate financing decisions when firms have investment information that investors do not. *Journal of Financial Economics* 13 (2): 187-221.
- Mikkelson, W. H, and M. M. Partch. 2003. Do persistent large cash reserve hinder performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (2): 275-294.
- Ogundipe, S. E., R. O. Salawu, and L. O. Ogundipe. 2012. The Determinants of corporate cash holding in Nigeria: Evidence from general method of moments (GMM). *World Academy of Science, Engineering and Technology* 61: 978-984.
- 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.
- Ozkan, A. and N. Ozkan. 2004. Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking and Finance* 28 (9): 2103-2134.
- Papaioannou, G. J., E. Strock, and N. G. Travlos. 1992. Ownership structure and corporate liquidity policy. *Managerial and Decision Economics* 13 (4): 315-322.
- Rahman, A. F. and N. Saleh. 2008. The effect of free cash flow agency problem on the value relevance of earnings and book value. *Journal of Financial Reporting and Accounting* 6 (1): 75-90.
- Richardson, V. J. 2000. Information asymmetry and earnings management: Some evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15 (4): 325-347.

- Shin, M., S. Kim., J. Shin, and J. Lee. 2017. Earnings quality effect on corporate excess cash holdings and their managerial value. *Emerging Markets Finance and Trade* (forth coming).
- Sun, Q., K. Yung, and H. Rahman. 2012. Earnings quality and corporate cash holdings. *Accounting and Finance* 52 (2): 543-571.
- Taghavi, S. A. M. and A. Javanmard. 2013. The effects of earning management on corporate cash holdings: Empirical evidence from Iran. *Shiraz Journal of System Management* 1 (2): 95-119.
- Verdi, R. S. 2006. *Financial Reporting Quality and Investment Efficiency*. SSRN Working Papers. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.930922>.
- Wai, W. Y. and Y. Zhu. 2013. *The effect of corporate governance on cash holdings: Evidence from Hong Kong*. Working Paper, Baptist University, Hong Kong.
- Wasiuzzaman, S. 2014. Analysis of corporate cash holdings of firms in Malaysia. *Journal of Asia Business Studies* 8 (2): 118-135.

ملحق رقم (١)

قائمة بأسماء شركات عينة البحث

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
	أبو قبر للأسمدة والصناعات الكيماوية	٤١	قطاع التشييد ومواد البناء
	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات	٤٢	١ العربية للخزف - اراسكو
	سماد مصر - ايجيفرت	٤٣	٢ المصرية لتطوير صناعة البناء
	سيدي كرير للبتروكيماويات - سيدك	٤٤	٣ مصر بني سويف للأسمنت
	قطاع المنتجات المنزلية والشخصية		٤ رويكس لتصنيع البلاستيك والاكريك
	الإسكندرية للقرنل والنسيج - سينالكس	٤٥	٥ أسمنت سيناء
	العربية لحنيج الأقطان	٤٦	٦ القومية للأسمنت
	التيل لحنيج الأقطان	٤٧	٧ جنوب الوادي للأسمنت
	العربية وبولفارا للقرنل والنسيج	٤٨	٨ العز للمسيراميك والبورسلين - الجوهرة
	النصر للملابس والمنسوجات - كيو	٤٩	٩ ليسيكو مصر
	جولدن تكس للأصواف	٥٠	١٠ أوراسكوم للإتشاء والصناعة
	دايس للملابس الجاهزة	٥١	١١ اكرو مصر للشدات والسقالات المعدنية
	التساجون الشرقيون للمسجاد	٥٢	١٢ الإسكندرية لأسمنت بورتلاند طرة
	العامة لمنتجات الخزف والصيني	٥٣	١٣ دلتا للإتشاء والتصدير
	الشرقية للدخان - ايسترن كومبتي	٥٤	١٤ الجيزة العامة للمقالات
	قطاع الرعاية الصحية والأدوية		١٥ مصر للأسمنت - قنا
	مينا فارم للأدوية والصناعات الكيماوية	٥٥	١٦ مصر لصناعة التبريد والتكييف
	المصرية الدولية للصناعات الدوائية	٥٦	١٧ السويس للأسمنت
	أكتوير فارما	٥٧	١٨ أسمنت بورتلاند طرة المصرية
	العوات الدوائية المتطورة	٥٨	١٩ العربية للمحلب
	جلاكسو سميثكلين	٥٩	٢٠ البويات والصناعات الكيماوية - بلكين
	الإسكندرية للخدمات الطبية	٦٠	قطاع الموزعون وتجار التجزئة
	القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية	٦١	٢١ مصر للأسواق الحرة
	مفيس للأدوية والصناعات الكيماوية	٦٢	٢٢ القاهرة للخدمات التعليمية
	التيل للأدوية والصناعات الكيماوية	٦٣	٢٣ أسبوط الإسلامية الوطنية للتجارة
	مستشفى النزهة الدولي	٦٤	٢٤ العلاء للصوامع والتخزين
	الإسكندرية للأدوية والصناعات الكيماوية	٦٥	قطاع التكنولوجيا
	العربية للأدوية والصناعات الكيماوية	٦٦	٢٥ المصرية للأقمار الصناعية - نابل سات
	قطاع السياحة والترفيه		٢٦ راية القابضة للتكنولوجيا والإتصالات
	رمكو لإتشاء القرى السياحية	٦٧	٢٧ قناة السويس لتوطين التكنولوجيا
	شركة التعمير السياحي	٦٨	قطاع الغاز والبتترول
	عبر المحيطات للسياحة	٦٩	٢٨ الإسكندرية للزيوت المعدنية
	شام دريمز للاستثمار السياحي	٧٠	٢٩ مجموعة جي إم سي للاستثمارات
	الشمس بيراميدز للفنادق	٧١	قطاع الإتصالات
	شركة رواد السياحة - الرواد	٧٢	٣٠ المصرية للإتصالات
	المصرية للمشروعات السياحية العالمية	٧٣	٣١ المصرية لخدمات التليفون المحمول
	بيراميز للفنادق والقرى السياحية	٧٤	قطاع الموارد الأساسية
	رواد مصر للاستثمار السياحي	٧٥	٣٢ الألومنيوم العربية
	أوراسكوم للفنادق والتنمية	٧٦	٣٣ أسيك للتعدين - أسكوم
	مصر للفنادق	٧٧	٣٤ العز الدخيلة للصلب - الإسكندرية
	قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات		٣٥ حديد عز
	الأهرام للطباعة والتغليف	٧٨	٣٦ العامة لصناعة الورق - راكتا
	الشرق الأوسط لصناعة الزجاج	٧٩	٣٧ مصر للألومنيوم
	النصر لصناعة المحولات - الماكو	٨٠	قطاع الكيماويات
	دلتا للطباعة والتغليف	٨١	٣٨ الصناعات الكيماوية المصرية - كيمبا
	يونيفرسل لصناعة مواد التعبئة - يونيبك	٨٢	٣٩ المالية والصناعية المصرية
	الخدمات الملاحية والبتروولية - ماريداف	٨٣	٤٠ مصر لصناعة الكيماويات

قطاع والشركت	م
الإسكندرية لتداول الحاويات والبضائع	٨٤
القناة للتوكيلات الملاحية	٨٥
المصرية لخدمات النقل والتجارة	٨٦
الكابلات الكهربائية المصرية	٨٧
السويس للاكياس	٨٨
العربية للصناعات الهندسية	٨٩
الصناعات الهندسية المعمارية - ايكون	٩٠
<b>قطاع العقارات</b>	
السلامس من أكتوبر للتنمية والإستثمار	٩١
زهراء المعادى للاستثمار والتعمير	٩٢
القاهرة للاستثمارات والتنمية	٩٣
المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	٩٤
المتحدة للإسكان والتعمير	٩٥
العقارية للبنوك الوطنية للتنمية	٩٦
المجموعة المصرية العقارية	٩٧
الوطنية للإسكان للنقابات المهنية	٩٨
مصر الجديدة للإسكان والتعمير	٩٩
العالمية للاستثمار والتنمية	١٠٠
ميناء للاستثمار السياحي والعقارى	١٠١
العربية الإسلامية للتنمية العمرانية	١٠٢
الخليجية الكندية للإستثمار العقارى	١٠٣
الشمس للإسكان والتعمير	١٠٤
التعمير والإستشارات الهندسية	١٠٥
القاهرة للإسكان والتعمير	١٠٦
العربية لاستصلاح الاراضى	١٠٧
<b>قطاع الأغذية والمشروبات</b>	
بسكو مصر	١٠٨
العربية لمنتجات الألبان - أراب ديرى	١٠٩
المصرية للدواجن	١١٠
مطاحن مصر العليا	١١١
مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والجيزة	١١٢
شمال الصعيد للتنمية والإنتاج الزراعى	١١٣
مطاحن وسط وغرب الدلتا	١١٤
مطاحن مصر الوسطى	١١٥
مطاحن شرقى الدلتا	١١٦
مطاحن شمال القاهرة	١١٧
مطاحن ومخابز الإسكندرية	١١٨
المصرية للنشا والجلوكوز	١١٩
المنصورة للدواجن	١٢٠
مصر للزيوت والصابون	١٢١
القاهرة للدواجن	١٢٢
الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	١٢٣
الشركة الدولية للمحاصيل الزراعية	١٢٤
الإسماعيلية مصر للدواجن	١٢٥
الدلتا للسكر	١٢٦



## **The Relationship between the Earnings Quality and Cash Holding**

*"An Empirical Study"*

**El-Sayed H. S. Belal**

*Lecturer, Department of Accounting,*

*Faculty of Commerce, Zagazig University, Egypt*

### ***Abstract***

This study examines the relationship between the earnings quality and cash holding. Therefore, this research aims to answer the following question: what is the relationship between the earnings quality and cash holding? In order to test the hypothesis of the research, a measure of the cash holding was used: cash and cash equivalents to total assets at the end of the period. In addition, the discretionary accruals (as an inverse measure of earnings quality) were estimated using the original Jones model. The researcher tested the hypothesis of the research on a sample of 126 listed non-financial Egyptian firms, with 372 firm-year observations, between 2013 and 2015. Using the multiple regression analysis model, the research provides empirical evidence that the earnings quality is negatively related to the cash holding in the Egyptian shareholding companies, meaning that with lower earnings quality, the cash held will increase.

***Key Words:*** *Earnings Quality, Cash Holding, Information Asymmetry, Discretionary Accruals.*