

## قياس أثر ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ: دراسة عملية بالتطبيق على البيئة المصرية

د. محمود مصطفى منصور الشريف

مدرس -منتدب- بكلية التجارة جامعة العريش

### المستخلص:

يتمثل الهدف الرئيس لتلك الدراسة في قياس أثر ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، وقد قام الباحث بفحص عينة من المنشآت المدرجة ببورصة الأوراق المالية المصرية على مؤشر EGX100، خلال الفترة من عام ٢٠١٦م حتى ٢٠١٩م، وتضمنت العينة بيانات لـ ٥٤ منشأة غير مالية (٢١٦ مشاهدة)، واعتمد الباحث على نموذج الانحدار التفاعلي ( Moderated Multiple Regression)، وأوضحت النتائج إلى أن ممارسة إدارة المنشأة لجميع أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) لا يؤثر معنوياً على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، في حين أن التلاعب في حجم المبيعات فقط، قادر على التخفيض المعنوي لقدرة هذه الأرصدة في التأثير على القيمة السوقية للمنشأة، كما أن التلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية فقط، قادر على تغيير اتجاه العلاقة من طردية إلى عكسية بشكل معنوي، مع عدم وجود تأثير معنوي للتلاعب في حجم الإنتاج فقط على تقييم المستثمرين للنقدية بغرض الاحتفاظ.

---

1. Real EM = Real Earnings Managemen.

## ١- الإطار العام للبحث:

### ١-١ المقدمة:

تعد الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ محط اهتمام المحللين الماليين والمستثمرين الحاليين والمرتبين، إذ تعتمد عليها الإدارة في تلبية المتطلبات التشغيلية والاستثمارية للمنشأة، كما تعد أحد أساليب الإدارة في مواجهة مخاطر الأزمات الداخلية والخارجية التي تتعرض لها المنشأة (Azmat and Iqbal 2017)، ففي ظل ما تعرضت له جمهورية مصر العربية خلال السنوات القليلة الماضية من أزمات سياسية واقتصادية، يشير Cho (2019) في دراسته إلى قدرة هذه الأزمات على زيادة حدة المنافسة بين المنشآت داخل القطاعات المختلفة، مما يدفع الإدارة لزيادة حجم الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ لدعم قدرتها على تلبية المتطلبات الداخلية للمنشأة، والتحوط ضد مخاطر ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، وتعزيز قدرة المنشأة على الاستقرار والنمو، وما لذلك من انعكاس إيجابي على القيمة السوقية للمنشأة في نتائج تقييم المستثمرين.

إلا أن ارتفاع معدلات التضخم داخل الدول يدفع الإدارة لتخفيض حجم الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، ويشير كل من Gaur and Kaur (2018) إلى التأثير السلبي للرصيد الزائد على القيمة السوقية للمنشأة في نتائج تقييم المستثمرين، في ظل ارتفاع معدلات التضخم، ومن ناحية أخرى، قد تعالج بعض الدول الأزمات التي تمر بها عبر زيادة معدلات الضرائب، مما ينعكس على قرار الإدارة في تحديد حجم الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، ويشير كل من Ke et al. (2018) في دراستهم إلى التأثير السلبي لارتفاع معدلات الضرائب على حجم الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، وما لذلك من تعظيم لإدراك المستثمرين لخطر التلاعب بهذه الأرصدة في ظل الارتفاع المستمر لمعدلات الضرائب.

ومما يزيد من مستوى الشك في المعلومات المالية المنشور، حول كفاءة الإدارة في استغلال الأرصدة الزائدة من النقدية بغرض الاحتفاظ، ما تقرضه نظرية الوكالة من تعارض مصالح طرفي التعاقد، حيث يشير كل من (Zahedi et al. 2015; Chireka and Fakoya 2017) في دراستهم، إلى التأثير السلبي للحجم الزائد من الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ على القيمة السوقية للمنشأة، نتيجة ارتفاع تكلفة المنافع المفقودة في المنشآت ذات القدرة على التمويل الخارجي بتكلفة وشروط ملائمة، كما يشير كل من Wljaya and Bandi (2018) إلى التأثير السلبي للحجم الزائد من هذه الأرصدة على القيمة السوقية للمنشأة في نتائج تقييم المستثمرين، تماشياً مع تفسير نظرية التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow) من استغلال الإدارة لهذا الأرصدة في تحقيق منافع شخصية.

إلا أن كل من (Umry and Diantimala 2018) يرى بأن رغبة الإدارة في تحديد حجم زائد من الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، يهدف لدعم قدرة المنشأة على تجنب تحمل تكلفة بيع أصول واستثمارات طويلة الأجل، وارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، مع تعزيز قدرة الإدارة على الاستغلال الأمثل للفرص الاستثمارية، وما لذلك من انعكاس إيجابي على إدراك المستثمرين لكفاءة استغلال الإدارة للأرصدة الزائد من النقدية بغرض الاحتفاظ. وفي ظل تباين نتائج الدراسات السابقة، حول العلاقة بين الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ والقيمة السوقية للمنشأة، اتجه العديد من الباحثين في الآونة الأخيرة، لدراسة وتحليل العوامل المؤثرة على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، لدعم قدرة الإدارة على تحديد الحجم الملائم من الأرصدة القادر على تعظيم القيمة السوقية للمنشأة، وتمحورت اهتمامات هذه الدراسات بشكل أساسي حول تأثير الظروف الداخلية والخارجية وجودة المعلومات المحاسبية، على تقييم الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ (Umry and Diantimala 2018; Choi et al. 2018; Ke et al. 2018; Gaur and Kaur 2018; Alrasidi et al. 2018; Le et al. 2018).

أما عن العلاقة بين ممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) ، وأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، ففي حدود علم الباحث يوجد ثلاث دراسات، تباينت نتائجها، إذ تشير نتائج دراسة (Zahedi et al. 2015) لوجود علاقة عكسية بين ممارسة الإدارة لأساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) وتخفيض حجم أرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، في حين تشير نتائج دراسة (Chung 2017) لوجود علاقة طردية بين قرار الإدارة بزيادة حجم مصروفات البحوث والتطوير للمشروعات -أحد أساليب إدارة الأرباح الحقيقية-، وتحديد حجم زائد من أرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، بهدف تخفيض تكلفة التمويل الخارجي، كما تشير نتائج دراسة (Shin et al. 2018) إلى رغبة الإدارة في التحوط عبر زيادة حجم الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ في ظل التأثير السلبي لأساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) على تماثل المعلومات المالية المنشورة.

ومع تزايد اهتمام الباحثين في الآونة الأخيرة، بدراسة أبعاد تأثير ممارسة الإدارة لأساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، بدلاً من أساليب إدارة الأرباح المستحقة (Accrual EM)، نتيجة للقيود التي فرضها قانون (Sarbanes Oxley (SOX) (Suffian 2015)، سيقوم الباحث بفحص أهم هذه الأساليب تأثيراً على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ.

## ٢-١ طبيعة المشكلة:

ترتكز الإدارة في توجيه نتائج تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على نشر معلومات مالية تشير لكفاءة الإدارة في استغلال الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، أي أن هذه الأرصدة قادرة على تحقيق أعلى تأثير إيجابي في الأداء والقدرة الربحية والقيمة السوقية للمنشأة، وذلك من خلال نشر معلومات مالية تعبر عن الاستقرار المالي للمنشأة، والقدرة على سداد الالتزامات وتوزيعات الأرباح، وتمويل الاستثمارات من مصادر داخلية وخارجية بتكلفة منخفضة، والتحوط لمواجهة الأزمات غير المتوقعة، إلا أن إدراك المستثمرين لتأثير مشكلة الوكالة على تماثل المعلومات بين الإدارة والملاك، يدفعهم للشك في كفاءة استغلال الإدارة لهذه الأرصدة ( Li 2019; Alrasidi et al. 2018; Gaur and Kaur 2018; Ke et al. 2018; Choi et al. 2018).

كما أن إدراك المستثمرين، لما تحمله مشكلة الوكالة بين الإدارة والملاك من دافع للتلاعب بالأنشطة الحقيقية للمنشأة، بهدف التأثير على دلالات المعلومات المالية المنشورة عن مستوى كفاءة الأداء التشغيلي والاستثماري للمنشأة، وما لذلك من انعكاس سلبي على تماثل المعلومات، والقيمة السوقية والقدرة الربحية المستقبلية للمنشأة، يزيد من مستوى قلق المستثمرين حول كفاءة استغلال الإدارة للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ ( Zahedi et al. 2018; Shin et al. 2015).

إلا أن تباين نتائج العديد من الدراسات السابقة ( Simamora 2018; Farooqi et al. 2017; Kassamany et al. 2017; Ahearne et al. 2016; Suffian et al. 2015; Hoseininasab 2015)، حول تأثير استخدام أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) على القيمة السوقية للمنشأة، يعزز رغبة الباحث للتوسع في هذا المجال، لدراسة وتحليل أثر ممارسة الإدارة لأساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ في بيئة الأعمال المصرية. وعليه تتمثل التساؤلات البحثية في:

- ما مدى تأثير الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ على القيمة السوقية للمنشأة؟
- ما مدى قدرة أي من أساليب إدارة الأرباح الحقيقية على التغيير المعنوي لنتائج تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ؟
- ما مدى قدرة تفاعل أساليب إدارة الأرباح الحقيقية على التغيير المعنوي لنتائج تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ؟

### ٣-١ أهمية البحث:

يعد هذا البحث، امتداد للدراسات التي تبحث عن العوامل المؤثرة في نتائج تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، وتتبع أهمية هذا البحث، من توفير دليل من بيئة الأعمال المصرية، يوضح مدى قدرة أي من أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، في التأثير على نتائج تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، ودليل يوضح مدى قدرة التفاعل بين هذه الأساليب والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على التأثير المعنوي في نتائج تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة، لذلك تعد نتائج هذا البحث إضافة بحثية هامة، تفيد كل من الباحثين والمحاسبين والمراجعين الخارجيين والمحليلين الماليين والمستثمرين، والهيئات الرقابية، ووكالات التصنيف الائتماني.

### ٤-١ هدف البحث:

يعد الهدف الرئيس للبحث، قياس أثر ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ في بيئة الأعمال المصرية، وينبثق عن هذا الهدف، مجموعة من الأهداف الفرعية التالية:

- قياس أثر التلاعب في حجم المبيعات على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ.
- قياس أثر التلاعب في حجم الإنتاج على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ.
- قياس أثر التلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ.
- قياس أثر تفاعل أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة.

### ٥-١ فروض البحث:

تتمثل فروض البحث في:

**الفرض الأول:** يوجد تأثير معنوي لممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ.

**ينبثق عن الفرض الأول الفروض الفرعية التالية:**

**ف١-١:** يوجد تأثير معنوي للتلاعب في حجم المبيعات على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ.

ف٢-١: يوجد تأثير معنوي للتلاعب في حجم الإنتاج على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ.

ف٢-١: يوجد تأثير معنوي للتلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ.

**الفرض الثاني:** يوجد تأثير معنوي لتفاعل أساليب إدارة الأرباح الحقيقية والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة.

**ينبثق عن الفرض الثاني الفروض الفرعية التالية:**

ف١-٢: يوجد تأثير معنوي لتفاعل التلاعب في حجم المبيعات والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة.

ف٢-٢: يوجد تأثير معنوي لتفاعل التلاعب في حجم الإنتاج والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة.

ف٢-٢: يوجد تأثير معنوي لتفاعل التلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة.

#### ٦-١ منهج البحث:

تحقيقاً لأهداف البحث، سيقوم الباحث بتحليل الدراسات السابقة، للوقوف على أهم العوامل التي تؤثر على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، ثم سيقوم بإجراء دراسة عملية على عينة من المنشآت المدرجة على مؤشر EGX 100 في بورصة الأوراق المالية المصرية، خلال الفترة من عام ٢٠١٦م إلى عام ٢٠١٩م، لقياس أثر ممارسات أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ.

#### ٧-١ نطاق البحث:

سيقوم الباحث بالتركيز على أساليب التلاعب في حجم المبيعات، وحجم الإنتاج، وحجم المصروفات الاستثمارية التقديرية، عند قياس أثر ممارسات أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، مع عدم التطرق لأي أساليب أخرى، كما سيقوم الباحث بالتركيز في القياس على الأثر في الأجل القصير.

#### ٨-١ خطة البحث:

في ضوء طبيعة المشكلة وأهداف وفروض البحث، يمكن تناول النقاط التالية:

- تأثير أساليب إدارة الأرباح الحقيقية على قيمة المنشأة.
- تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ.
- الدراسات السابقة وصياغة الفروض.

- الدراسة العملية.
- مناقشة النتائج.
- الخلاصة والنتائج والتوصيات.
- مقترحات لأبحاث مستقبلية.

## ٢-تأثير أساليب إدارة الأرباح الحقيقية على قيمة المنشأة:

تعتمد الإدارة على أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، في التلاعب بالمعلومات المالية المنشورة، التي تعبر عن كفاءة الأداء التشغيلي والاستثماري للمنشأة، في ظل انخفاض مرونة المعايير المحاسبية والقيود التي تفرضها القوانين، لما تتميز به من تنوع وصعوبة اكتشافها من قبل الجهات الرقابية لارتباطها بنية الإدارة، ومن ثم تحمي الإدارة من التعرض للمسائلة عن أي انتهاكات في المعايير أو القوانين أو اللوائح، كما تحمي المنشأة من تحمل تكلفة أي آثار سلبية تنظيمية أو قانونية، أو انعكاسات سلبية على قيمتها السوقية (Ahearne et al. 2016; Talbi et al. 2015; Ge and Kim 2014; Greiner et al. 2017).

## ٢-١ أساليب إدارة الأرباح الحقيقية:

تعد أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، مجموعة من القرارات التي تهدف لإجراء زيادة -أو تخفيض- في حجم المبيعات أو الإنتاج أو المصروفات الاستثمارية التقديرية عن المستوى المخطط، وذلك حسب رغبة الإدارة في توفير معلومات تعبر عن كفاءة أو قصور الأداء التشغيلي أو الاستثماري للمنشأة، بهدف التأثير على نتائج تقييم المستثمرين للقدرة الربحية والقيمة السوقية للمنشأة، وتتنوع هذه الأساليب وتتغير وفقاً لطبيعة نشاط المنشأة، والهدف من وراء هذا التلاعب (Choi et al. 2018; Beyer et al. 2018).

### • التلاعب في الحجم الفعلي للمبيعات:

تتخذ إدارة المنشأة قرار التلاعب في حجم المبيعات من السلع والخدمات، بهدف التأثير على المعلومات المالية المنشورة في نهاية الفترة المالية، فقد تستهدف زيادة الحجم الفعلي للمبيعات عن المخطط بشكل مؤقت، في الربع الأخيرة من الفترة المالية، عبر إصدار قرار تخفيض أسعار المنتجات المباعة، من خلال الإعلان عن خصومات على أسعار المبيعات، أو الإعلان عن عروض ترويجية، وقد تتخذ الإدارة قرار البيع بدون مقدم، أو قرار زيادة فترة أو حد الائتمان الممنوح للعملاء، وقد تتخذ الإدارة قرار تبسيط شروط البيع الآجل، عبر تخفيض سعر الفائدة على المبيعات الآجلة، أو زيادة خصم تعجيل الدفع -مسموحات

المبيعات-، كذلك قد تتخذ الإدارة قرار التلاعب في تاريخ وإجراءات نقل ملكية مبيعات بين الفترات المالية (Aheame et al. 2016; Talbi et al. 2015; Gunny 2010).

#### • التلاعب في حجم الإنتاج:

يعد تلاعب إدارة المنشأة في حجم الإنتاج، أحد أساليب التلاعب في المعلومات المالية المنشورة، فقد ترغب الإدارة في تعديل المعلومات المرتبطة بكفاءة العملية الإنتاجية، أو المرتبطة بإجمالي تكاليف الوحدات المنتجة، فعندما يكون الهدف زيادة هامش ربح الوحدات المباعة، تقوم الإدارة باتخاذ قرار إنتاج حجم أكبر من المخطط، يساهم في تخفيض نصيب الوحدة الواحدة من التكاليف الثابتة، ومن ثم تخفيض التكلفة الإجمالية للوحدة الواحدة (Greiner et al. 2017; Chou and Chan 2018).

#### • التلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية:

تتخذ إدارة المنشأة العديد من القرارات المرتبطة بحجم المصروفات الاستثمارية التقديرية، بهدف التوجيه المؤقت للمعلومات المالية المنشورة، وتتعدد هذه القرارات فمنها ما يرتبط بتخفيض المصروفات الإدارية والعمومية، كمصروفات الرواتب والأجور والمكافآت، وبدلات الانتقال والسفر والسكن، ومصروفات التدريب والصيانة، ومنها ما يرتبط بتخفيض مصروفات البحوث والتطوير للمشروعات الاستثمارية الحالية والمستهدفة، كمصروفات تطوير المنتجات، وخدمة العملاء، ومنها ما يرتبط بتخفيض مصروفات الدعاية والإعلان (Vorst 2016; Baatour et al. 2017; Zang 2012).

#### ٢-٢ أساليب إدارة الأرباح الحقيقية بين المنفعة والتكلفة:

تستخدم إدارة المنشأة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) لتحقيق منافع، تنعكس إيجاباً على الأداء التشغيلي أو الاستثماري أو التمويلي للمنشأة في الأجل القصير، كما تستخدم هذه الأساليب لتحقيق منافع شخصية تعود على أعضاء الإدارة، لذا قد يترتب على استخدام هذه الأساليب تحمل المنشأة تكاليف تؤثر سلباً على القدرة الربحية والقيمة السوقية للمنشأة في الفترات المالية التالية (Park 2016).

#### • منافع ممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية:

الأصل في ممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، تمكين إدارة المنشأة من مواجهة الأزمات المالية التي تتعرض لها، نتيجة حدة المنافسة والتقلبات غير المتوقعة في السوق، والمعوقات القانونية المرتبطة بالضرائب أو الأجور أو قائمة أسعار المبيعات، إذ أن قرار زيادة حجم الإنتاج وزيادة حجم المبيعات بأعلى من المستوى المخطط، مع قدرة المنشأة على التسويق في ظل انخفاض مصروفات الدعاية والإعلان، مع الالتزام بالمعايير المحاسبية،



ينعكس بشكل إيجابي على تقييم المستثمرين للأداء التشغيلي والقدرة الربحية والقيمة السوقية للمنشأة (Baatour et al. 2017; Vorst 2016).

إلا أن رغبة الإدارة في تحقيق منافع تعود على المنشأة، كتخفيض تكلفة التمويل الخارجي، يدفعها لممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) لتعزيز مستوى الثقة في المعلومات المالية المنشورة، وما ترسله من رسائل إيجابية للمستثمرين حول كفاءة أداء المنشأة، بهدف التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للأسهم، عندما تكون المنشأة في مرحلة التجهيز للاكتتاب العام على أسهمها (Jeon and Choi 2019; Leggett et al. 2016)، ويشير كل من (Talbi et al. 2015) إلى قدرة الإدارة على تخفيض تكلفة التمويل الخارجي من إصدار السندات، باستخدام أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) لتضليل وكالات التصنيف الخارجي، ويؤيد (Zang 2012) قدرة الإدارة باستخدام هذه الأساليب على توفير معلومات تلبى شروط مانحي القروض، كالححد الأدنى المسموح به من معدل رأس المال العامل، والحد الأقصى المسموح به للرافعة المالية وتوزيعات الأرباح.

كما ترغب الإدارة في ممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) لتمكين المنشأة من إعادة شراء الأسهم المملوكة للموظفين بأسعار منخفضة، عبر التخفيض المؤقت لربحية المنشأة وقيمتها السوقية، بهدف التأثير السلبي على القيمة السوقية للأسهم، وتحفيز الملاك لاتخاذ قرار البيع (Kassamany et al. 2017)، كما يشير كل من (Farooqi et al. 2017; Kassamany et al. 2017) إلى قدرة هذه الأساليب على تحقيق مكاسب تعاقدية للمنشأة، عندما تكون في مرحلة التجهيز لعملية الاندماج أو الاستحواذ، حيث تعمل الإدارة على رفع مستوى القيمة السوقية للمنشأة قبل إبرام هذه التعاقدات.

ومن ناحية أخرى، يرى كل من (Farooqi et al. 2017) قدرة إدارة المنشأة على استخدام أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) عند فشلها في تحقيق الأداء المستهدف، وعدم قدرة المنشأة على الوفاء بالالتزامات المرتبطة بالشروط الائتمانية، وتجنب شروط ائتمانية إضافية أكثر صرامة، ومنع تدخل أطراف خارجية في أنشطة المنشأة.

#### • تكاليف ممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية:

تشير دراسة كل من (Vorst 2016; Bereskin et al. 2018) إلى أن زيادة حجم المبيعات الأجلة عن المستوى المخطط، يؤدي إلى انخفاض صافي التدفقات النقدية في نهاية الفترة المالية، حيث ترتفع التدفقات النقدية الخارجة، لمواجهة التكاليف الإضافية في الإنتاج والنقل والشحن والدعاية والإعلان، والمصاريف الإدارية والعمومية، في حين لا يترتب على الزيادة في المبيعات الأجلة تدفقات نقدية داخلية.

كما يرى كل من (Ahearne et al. 2016) بأن توقّع العملاء إعلان المنشأة تخفيض الأسعار وتبسيط شروط البيع في نهاية الفترة المالية، يدفعهم لتأجيل عمليات الشراء، مما يؤثر سلباً على صافي التدفقات النقدية الداخلة للمنشأة، ويشير (Zang 2012) في دراسته إلى أن قرار الإدارة زيادة حجم المبيعات، عبر تخفيض الأسعار خلال الفترات المالية المتتالية، يعرّض المنشأة لفقدان هامش ربح تراكمي.

أما إذا قررت الإدارة زيادة حجم الإنتاج عن المخطط، فإن المنشأة قد تتحمل تكاليف إضافية، كتكاليف الإنتاج الزائد -ثابتة ومتغيرة-، وتكاليف التخزين وتكاليف التالف من الوحدات في حالة عدم القدرة على البيع (Ahearne et al. 2016; Gunny 2010). وفي حالة اتخاذ الإدارة قرار تخفيض المصاريف المرتبطة ببرامج تدريب وتطوير الموظفين، فإن هذا القرار يؤثر سلباً على قيمة رأس المال البشري، وولاء والتزام الموظفين، كما أن قرار تخفيض مصاريف البحوث والتطوير والدعاية والإعلان، سيحمل المنشأة تكلفة ضعف موقعها التنافسي في الفترات المالية التالية، ومن ثم تآكل حصتها السوقية، خاصة إذا كانت تعتمد في المنافسة على استراتيجية الابتكار والإبداع، مما يحملها تكلفة استعادة الحصة السوقية مستقبلاً (Kassamany et al. 2017; Eldenburg et al. 2011).

ويشير (Vorst 2016) في دراسته، إلى أن قرار تخفيض مصروفات الصيانة، يحمل المنشأة تكلفة أعلى من الوقت والجهد لمواجهة انخفاض منافع الأصول وعمرها الإنتاجي، ومن ناحية أخرى، يرى (Gunny 2012) بأن تخفيض المصروفات الاستثمارية التقديرية يؤثر سلباً على القيمة المستقبلية للأصول غير الملموسة من شهرة وعلامة تجارية وتكنولوجيا ورأس مال بشري والتزام الموظفين وولاء العملاء، مما ينعكس سلباً على القيمة المستقبلية للمنشأة، وقدرتها المستقبلية على تحقيق المستهدف من صافي التدفقات النقدية.

وفي ظل نظرية الوكالة، تتعرض المنشأة لخطر تعارض مصالح طرفي التعاقد (Suffian et al. 2015)، حيث تميل الإدارة لتحقيق منافع شخصية انتهائية باستخدام أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، كالحصول على نسبة من الأرباح أو مكافآت نقدية أو عينية في صورة أسهم، أو تحقيق أرباح مرتفعة من بيع الأسهم المملوكة للإدارة (Xu et al. 2007)، كما تستخدم الإدارة هذه الأساليب لتحقيق أعلى إجمالي مكافآت خلال الفترات المالية المتتالية، عبر ما يطلق عليه (Big bath)، ويتم ذلك عندما تكون مكافأة الإدارة مقترنة بمستوى محدد من ربحية المنشأة، وأن الزيادة عن هذا الحد لا يترتب عليه مكافأة، وهنا تتخذ الإدارة قرار نقل الربحية التي تفوق الحد الأقصى لفترة مالية تالية، باستخدام أساليب إدارة

الأرباح الحقيقية (Real EM)، مما يعرض المنشأة لتحمل تكلفة هذا التلاعب (Talbi et al. 2015).

ويشير كل من (Leggett et al. 2016) إلى تحمّل المنشأة تكلفة الاستقرار الوظيفي الانتهازي لإدارتها، في ظل عدم قدرة الإدارة على تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمنشأة، إلا عبر التلاعب باستخدام أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، بهدف التأثير الإيجابي المؤقت على نتائج تقييم المستثمرين لأداء المنشأة وقيمتها السوقية، ويؤكد Hoseininasab (2015) بأن هذه الرغبة تزداد عندما تتوقع الإدارة ترك العمل في الأجل القصير، حيث ترغب في التضحية بمنافع مستقبلية للمنشأة لتحقيق منافع شخصية خلال الفترة المالية الحالية.

### ٢-٣ أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) وقيمة المنشأة:

تعتمد إدارة المنشأة على أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، عند فشلها في مواجهة الأزمات التي تتعرض لها المنشأة، كتعرض المنشأة لأزمة مالية نتيجة عدم قدرتها على سداد الالتزامات، أو الوفاء بالشروط التعاقدية المرتبطة بحجم الإنتاج أو المبيعات، كما ترغب الإدارة في زيادة ربحية المنشأة وقيمتها السوقية في نهاية الفترة المالية على حساب الفترات المالية التالية (Ahearne et al. 2016; Beyer et al. 2018)، وتشير دراسة كل من (Ahearne et al. 2016) إلى قدرة هذه الأساليب على زيادة حجم المبيعات عن المخطط بشكل مؤقت، لصعوبة الاستمرار في اتخاذ هذه القرارات، كما تشير نتائج دراسة Bereskin et al. (2018) إلى التأثير السلبي لانخفاض تكاليف البحوث والتطوير على الحصة والقيمة السوقية للمنشأة، عندما تركز أنشطة الإنتاج والتسويق على الابتكار والإبداع.

هذا، وترغب الإدارة في التلاعب بالمعلومات المالية المنشورة بهدف زيادة القيمة السوقية للمنشأة، في مرحلة التجهيز لعملية الاندماج أو الاستحواذ أو إصدار أسهم، وتُمكن أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) المنشأة من تحقيق هذا الهدف، إلا أن ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة عند دخولها في هذه العمليات، يعطي المستثمرين رسائل تحذيرية لإمكانية انخفاض القيمة السوقية للمنشأة في الأجل الطويل (Farooqi et al. 2017; Beyer et al. 2018).

كما قد تستهدف الإدارة تخفيض القيمة السوقية للمنشأة، عبر التلاعب بالأنشطة الحقيقية للمنشأة، كاتخاذ قرار عدم توزيع أرباح على المساهمين، أو تخفيض المصروفات الاستثمارية التقديرية المرتبطة برواتب الموظفين، والمكافآت وصناديق المعاشات والبحوث والتطوير، أو عدم الالتزام بشروط تعاقدية مع أطراف خارجية، لدعم قدرة المنشأة على إعادة

شراء أسهمها بتكلفة منخفضة، أو تمكين الإدارة من شراء أسهم المنشأة بتكلفة منخفضة (Park 2017; Surifah 2016).

أي أن تعاضم مشكلة الوكالة بين الإدارة والملاك، نتيجة فشل الإدارة في تحقيق الأداء المستهدف، أو رغبتها في تحقيق منافع انتهازية شخصية، يدفع الإدارة لممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، بهدف توجيه المعلومات المالية المنشورة لرفع مستوى الثقة في أداء الإدارة، لما يترتب عليه من مكافآت واستقرار وظيفي (Talbi et al. 2015; Baatour et al. 2017)، ويشير كل من (Chou and Chan 2018) في دراستهما، إلى العلاقة العكسية بين ارتفاع مستوى خبرة وكفاءة الإدارة في ممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) على الانخفاض المستقبلي للقدرة الربحية والقيمة السوقية للمنشأة.

### ٣-تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ:

يعد التوازن بين الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، والأرصدة النقدية اللازمة لتلبية الاحتياجات التشغيلية والاستثمارية ولمواجهة الأزمات الداخلية والخارجية، محط اهتمام المحللين الماليين والمستثمرين الحاليين والمرتقبين، لما لها من تأثير على القيمة السوقية للمنشأة، وقدرتها الربحية خلال الفترات المالية المتتالية (Manoel and Moraes 2018; Ghaly et al. 2017)، لذا كان على المستثمرين تقييم كفاءة تحديد واستغلال الإدارة للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ.

### ٣-١ العلاقة بين إدارة المنشأة ومستوى الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ:

يرتكز قرار إدارة المنشأة في تحديد حجم واستغلال الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على عدة تفسيرات ترتكز على عدة نظريات، ففي ظل نظرية تكلفة الوكالة (Agency Cost Theory) تميل الإدارة لتحديد مستوى مرتفع من الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، لتجنب الرقابة الخارجية الناتجة عن مصادر التمويل الخارجي -كهيئة سوق رأس المال- مما يحتمل المنشأة تكلفة الوكالة، المتمثلة في تكلفة الرقابة على الإدارة وتكلفة الفرص البديلة للاستثمار (Calcagnini et al. 2016; Joshi 2019)، في حين تفسر نظرية ترتيب مصادر التمويل (Pecking-Order Theory) سلوك إدارة المنشأة عند تحديد حجم الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، أنه يرتكز على السياسة التمويلية للمنشأة، إذ تقوم عبر هذه السياسة بترتيب مصادر التمويل الداخلي والخارجي، من أرباح محتجزة، وأدوات الدين الخارجي، وأدوات حقوق الملكية (Gaur and Kaur 2018)، أما نظرية المفاضلة فتري (Trade-Off Theory) أن قرار الإدارة يرتكز على مبدأ المفاضلة بين البدائل بما يحقق أعلى منفعة وأقل تكلفة، إذ قد يترتب على استغلال هذه الأرصدة منافع كالقدرة على تجنب الضغوط المالية، وتخفيض تكلفة التمويل

الخارجي -إصدار أسهم وسندات-، وتجنب تكلفة تصفية بعض الأصول، في مقابل ما تتحملة من تكلفة ضياع الفرص البديلة للاستثمار (Wijaya and Bandi 2018)، إلا أن نظرية التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow) تشير إلى رغبة الإدارة في زيادة حجم الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ لتعزيز سلطتها التقديرية على القرارات الاستثمارية (Kim et al. 2015).

وعليه يمكن محورة دوافع الإدارة في تحديد حجم أرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، في أربع دوافع تتمثل في (Wang and Rao and Thaker 2018; Gleason et al. 2017 ; Wang 2019; Anton 2016):

- **دافع المعاملات:** عند رغبة الإدارة في تلبية الاحتياجات التشغيلية أو الاستثمارية، وسداد توزيعات أرباح للفترة المالية الحالية.

- **دافع وقائي:** عند رغبة الإدارة في تحقيق الاستقرار المالي تجاه أحداث مستقبلية غير متوقعة، حيث تؤكد نتائج أبحاثها دراسة (Lins et al. 2010) على منشآت في (٢٩) دولة، رغبة الإدارة في تحديد أرصدة نقدية بغرض الاحتفاظ يفوق الـ ٤٠% من الأرصدة اللازم لعمليات المنشأة، بهدف توفير التأمين المالي الداخلي، ومواجهة المخاطر المستقبلية غير المتوقعة.

- **دافع استثماري:** عند رغبة الإدارة في الاستغلال الأمثل للفرص الاستثمارية، وتجنب تحمل التكلفة المرتفعة للتمويل الخارجي.

- **دافع هجومي:** عند رغبة الإدارة في تخفيض أرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، بهدف دعم موقفها الهجومي ضد النقابات العمالية التي تطالب بزيادة المرتبات والأجور، وتحسين مستوى التأمين الصحي وخطط التقاعد.

### ٢-٣ تأثير الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ على قيمة المنشأة:

إن قرار الإدارة بتحديد حجم زائد من الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، في المنشآت ذات القدرة على تحقيق المستهدف من التدفقات النقدية المستقبلية، والقدرة على التمويل الخارجي بتكلفة وشروط ملائمة، يؤثر سلباً على قيمتها السوقية وقدرتها الربحية، لما يترتب عليه من تحمّل المنشأة تكلفة المنافع المفقودة من الفرص الاستثمارية البديلة، إذ أن معدل العائد من هذه الأرصدة، أقل من معدل العائد من الاستثمارات الأخرى التي لها نفس مستوى المخاطر، مما يفقدها فرصة تعظيم ثروة المستثمرين (Nguyen et al. 2017; Abbasi et al. 2018). وعندما يكون تحقيق الاستقرار المالي في الأجل القصير ضمن أولويات الإدارة، فإنها تستخدم الحجم الزائد من الأرصدة النقدية في تمويل استثمارات قصيرة الأجل ذات عائد

ومخاطر منخفضة، على حساب تمويل استثمارات طويلة الأجل قادرة على دعم القيمة السوقية والقدرة الربحية المستقبلية للمنشأة (Shiau et al. 2018)، كما تستخدم الإدارة الحجم الزائد من النقدية بغرض الاحتفاظ بهدف التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للمنشأة في الأجل القصير، عندما تكون المنشأة في مرحلة الإعداد لإصدار أسهم، أو عندما تواجه المنشأة مخاطر تحمل التكلفة المرتفعة للتمويل، كما في التمويل من بيع استثمارات طويلة الأجل أو تصفية أصول مستخدمة، أو التمويل من مصادر خارجية (Umry and Diantimala 2018; Chen 2014)

إلا أن تلاعب الإدارة بالأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، لتحقيق منافع انتهازية شخصية، يؤثر سلباً على تماثل المعلومات المالية المنشورة، وينعكس سلباً على تكلفة التمويل الخارجي والقدرة الربحية والقيمة السوقية للمنشأة، كما في قيام الإدارة بتحديد حجم زائد من الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، لتمويل قرارات تهدف لزيادة القيمة السوقية للمنشأة بشكل مؤقت، يدعم قدرة الإدارة على تحقيق مكاسب مرتفعة من بيع أسهم مملوكة لأعضائها (Ke et al. 2018).

كما أن الحجم الزائد من الأرصدة النقدية يُمكن الإدارة من تحقيق الاستقرار الوظيفي والحصول على المكافآت، وتخفيض الرقابة والتدخل الخارجي في أعمال الإدارة، على حساب القيمة السوقية للمنشأة، وتفسر نظرية تكلفة الوكالة (Agency Cost Theory) هذا الأمر عبر استغلال الحجم الزائد من الأرصدة النقدية في توزيعات الأرباح، والإفراط في تمويل استثمارات قصيرة الأجل، وتخفيض تكلفة التمويل الخارجي بهدف التأثير الإيجابي على ثقة المساهمين (Li 2019; Alrasidi et al. 2018)، كما تشير نظرية التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow) إلى ارتفاع العائد على الإدارة من استغلال الحجم الزائد من الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، في تحقيق منافع شخصية انتهازية، أكبر من عائد استغلال الأصول الأخرى للمنشأة (Wljaya and Bandi 2018).

وتشير دراسة كل من Nikolov and Whited (2011) إلى أن زيادة الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ بنسبة ٢٢%، يترتب عليه انخفاض العائد على المساهمين بنسبة ٢٢%، وينعكس سلباً على عدد المستثمرين بنسبة ٦%، مما يزيد من تكلفة الوكالة التي تتحملها المنشأة، وتشير دراسة كل من Zahedi et al. 2015; Chireka and Fakoya (2017) إلى تعرض المنشآت التي تحتفظ بأرصدة تتراوح ما بين ٨% إلى ٢٢% من إجمالي الأصول لضغوط المستثمرين المساهمين، نتيجة القلق المتزايد من استغلال الأرصدة في تحقيق منافع شخصية تؤثر سلباً بشكل جوهري على القيمة السوقية للمنشأة.

#### ٤- الدراسات التي تناولها الأدب المحاسبي، وصياغة فروض البحث:

تركزت اهتمامات العديد من الدراسات في الآونة الأخيرة، على فحص العوامل الداخلية المؤثرة على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، إذ تشير دراسة كل من (Umry and Diantimala 2018) إلى رغبة الإدارة في زيادة الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، لمواجهة الأزمات المالية التي تتعرض لها المنشأة، نتيجة عدم قدرتها على سداد الالتزامات في الأجلين القصير والطويل، مما يعطي المستثمرين مؤشرات سلبية عند تقييم الحجم الزائد من الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، بسبب تحمل المنشأة تكلفة فشل الإدارة في الوفاء بالتعهدات المالية، كما يشير كل من (Choi et al. 2018) إلى أن رغبة الإدارة في الاحتفاظ بحجم زائد من الأرصدة النقدية لزيادة رأس المال، يعرض المنشأة لتحمل تكلفة أقل من الاحتفاظ بحجم منخفض، نتيجة لارتفاع تكلفة التمويل الخارجي في ظل عدم تماثل المعلومات، إلا أن تقييم المستثمرين للحجم غير الملائم من الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، يعطي دلالات عن انخفاض كفاءة أداء الإدارة، والتأثير السلبي على القيمة السوقية للمنشأة في المستقبل.

كما تشير نتائج دراسة كل من (Le et al. 2018) إلى قدرة الحجم الزائد من الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تحقيق الأداء المستهدف، عبر استغلال الفرص الاستثمارية، وتخفيض الرافعة المالية، مع دعم قدرتها على سداد الالتزامات في الأجلين القصير والطويل، ومن ثم زيادة نسبة العائد على الأصول، والتأثير الإيجابي على القيمة السوقية للمنشأة، مع الإشارة إلى أهمية تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ في ضوء نظريات تفسير سلوك الإدارة، من نظرية المفاضلة وترتيب مصادر التمويل والتدفق النقدي الحر، ويرى كل من (Alrasidi et al. 2018) أهمية مراقبة المستثمرين المؤشرات المرتبطة بمعدل العائد على الأصول، والرافعة المالية، للتحقق من مستوى الصحة المالية للمنشأة، إذ تعبر الصحة المالية للمنشأة عن كفاءة استغلال الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ في تمويل الاستثمارات طويلة الأجل، وما لذلك من انعكاس إيجابي على القدرة الربحية والقيمة السوقية للمنشأة.

هذا، واتجهت دراسات أخرى لفحص العوامل الخارجية المؤثرة على تقييم المستثمرين للنقدية بغرض الاحتفاظ، ويؤكد كل من (Gaur and Kaur 2018) رغبة الإدارة في تحديد حجم زائد من الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ مع ارتفاع معدل النمو الاقتصادي وسعر الفائدة المصرفي، مما ينعكس سلباً على نتائج تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة النقدية في المنشآت كبيرة الحجم، ذات القدرة على التمويل الخارجي بتكلفة منخفضة، كما تشير النتائج إلى أن احتفاظ الإدارة بحجم منخفض من الأرصدة النقدية، في الدول التي تعاني من ارتفاع

معدل التضخم يعطي مؤشرات إيجابية في نتائج تقييم المستثمرين لكفاءة استغلال الإدارة لهذه الأرصدة، أما في الدول التي تعاني من ارتفاع معدلات الضرائب، تؤكد نتائج دراسة كل من (Ke et al. 2018) رغبة الإدارة في تحديد حجم منخفض من الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، مما يعطي المستثمرين رسائل تحذيرية لخطر تلاعب الإدارة بالأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، في الدول التي تعاني من عدم استقرار ضريبي.

في حين اتجه بعض الباحثين، لدراسة العلاقة بين استخدام أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، حيث لاحظ كل من Zahedi et al. (2015) ارتباط هيكل ملكية الإدارة بممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية، وتحديد حجم الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، وتشير النتائج إلى أن تقييم المستثمرين للنقدية بغرض الاحتفاظ يتأثر سلباً، عند رغبة الإدارة في تخفيض القيمة السوقية للمنشأة، باستخدام أساليب إدارة الأرباح الحقيقية -تخفيض كفاءة أداء المنشأة- وتخفيض حجم الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ -زيادة تكلفة التمويل الخارجي-، بهدف زيادة تركيز ملكية الإدارة بتكلفة منخفضة، ويشير (Chung 2017) في دراسته، إلى ارتباط رغبة الإدارة في زيادة حجم مصروفات البحوث والتطوير -من أساليب إدارة الأرباح الحقيقية- بتحديد حجم زائد من الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، بهدف تمويل خطط الاستثمار في البحوث والتطوير، مما يعطي المستثمرين مؤشرات إيجابية عند تقييم هذه الأرصدة، خاصة وأن المنشآت الكورية تركز على مصادر التمويل الداخلي، في تمويل هذا النوع من الاستثمارات، وتؤكد نتائج دراسة كل من Shin et al. (2018) العلاقة الطردية بين قرار الاستخدام الزائد لأساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) وتحديد حجم زائد من الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، نتيجة لارتباط هذه الأساليب بانخفاض مستوى جودة الأرباح، ومن ثم التأثير السلبي على تماثل المعلومات، مما يدعم ادراك المستثمرين لتحمل المنشأة تكلفة خطر الوكالة.

وفي ضوء ما تقدم، يرى الباحث بأن كفاءة استغلال الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، مرتبط بمستوى كفاءة الأداء التشغيلي والاستثماري للمنشأة، حيث تمتلك المنشآت عالية الكفاءة القدرة على التمويل الخارجي بتكلفة منخفضة، وتحقيق معدل مرتفع من العائد على الاستثمار، إلا أن ممارسة الإدارة لأساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، بهدف التأثير على المعلومات المالية التي تعبر عن كفاءة الأداء التشغيلي والاستثماري للمنشأة، يؤثر سلباً على تماثل المعلومات المالية المنشورة، وينعكس على تقييم المستثمرين لكفاءة استغلال الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، في تعزيز القدرة الربحية والقيمة السوقية للمنشأة، وهو الأمر الذي لم تتناوله الدراسات السابقة -في حدود علم الباحث-، ويمكن صياغة فروض البحث كما يلي:



**الفرض الأول:** يوجد تأثير معنوي لممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ.

**ينبثق عن الفرض الأول الفروض الفرعية التالية:**

**ف١-١:** يوجد تأثير معنوي للتلاعب في حجم المبيعات على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ.

**ف١-٢:** يوجد تأثير معنوي للتلاعب في حجم الإنتاج على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ.

**ف١-٣:** يوجد تأثير معنوي للتلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ.

**الفرض الثاني:** يوجد تأثير معنوي لتفاعل أساليب إدارة الأرباح الحقيقية والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة.

**ينبثق عن الفرض الثاني الفروض الفرعية التالية:**

**ف٢-١:** يوجد تأثير معنوي لتفاعل التلاعب في حجم المبيعات والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة.

**ف٢-٢:** يوجد تأثير معنوي لتفاعل التلاعب في حجم الإنتاج والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة.

**ف٢-٣:** يوجد تأثير معنوي لتفاعل التلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة.

## **٥-الدراسة العملية:**

### **٥-١ عينة البحث ومصادر البيانات:**

اعتمد الباحث في اختبار الفروض على عينة من المنشآت المدرجة على مؤشر EGX 100 في بورصة الأوراق المالية المصرية، واعتمد على موقع مباشر مصر وشركة مصر لنشر المعلومات في الحصول على التقارير المالية، خلال الفترة من عام ٢٠١٦م حتى ٢٠١٩م، ونظراً لطبيعة نشاط المنشآت التي تعمل في قطاعي البنوك والخدمات المالية، وما قد يترتب من تأثير سلبي على دقة نتائج البحث، فقد تم استبعاد هذه المنشآت من عينة البحث، ومن ثم بلغت عينة البحث (٢١٦) مشاهدة، ويمكن استعراض تبويب للعينة مقسمة وفقاً للقطاعات، في الجدول التالي رقم (١).

م	القطاع	عدد المشاهدات	النسبة
١	الإسكان والعقارات	٦٤	٢٩,٦%
٢	التشييد ومواد البناء	٣٦	١٦,٧%
٣	الأغذية والمشروبات	٦٠	٢٧,٧%
٤	منتجات منزلية وشخصية	٢٤	١١,١%
٥	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	١٢	٥,٦%
٦	سياحة وترفيه	٢٠	٩,٣%
	<b>الإجمالي</b>	<b>٢١٦</b>	<b>١٠٠%</b>

جدول رقم (١): تبويب للعينة مقسمة وفقاً للقطاعات

#### ٢-٥ قياس متغيرات البحث:

يعتمد المستثمرين في تقييم الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تحديد اتجاه وقوة العلاقة بين هذا الأرصدة والقيمة السوقية للمنشأة، ومن ثم فإن أثر تفاعل أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) يعد متغير محفز، قادر على تقوية أو اضعاف أو تغيير شكل العلاقة بين الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ والقيمة السوقية للمنشأة، واعتمدت العديد من الدراسات (Surifah 2017; Anggraeni et al. 2017; Beyer et al. 2018) على هذه المنهجية. ومن ثم تعد القيمة السوقية للمنشأة المتغير التابع لنماذج البحث، وتقاس وفقاً لطريقة Tobin's Q، كنسبة بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول، ويمكن قياس القيمة السوقية لإجمالي الأصول عبر جمع كل من القيمة السوقية للأسهم العادية في نهاية الفترة المالية، والقيمة الدفترية للأسهم الممتازة، والقيمة الدفترية للالتزامات (Vorst 2016; Ge and Kim 2014; Nguyen et al. 2017)، ويمكن أيضاً قياس المتغير التابع باللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لحقوق الملكية على القيمة الدفترية للأصول (Zang 2012)، كما يمكن قياس القيمة السوقية للمنشأة -المتغير التابع- وفقاً لطريقة (Dittmar and Mahrt-Smith 2007) كنسبة من القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى الأصول غير المتداولة -إجمالي الأصول بعد خصم النقدية وما في حكمها- (Shin et al. 2018). وتعد الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ المتغير المستقل في نماذج البحث، ويقاس بالنقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول (Anton 2016; Nguyen et al. 2017)، أو يقاس بالنقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول بعد خصم النقدية (Umry and Diantimala 2018; Le et al. 2018; Kafayat et al. 2014; Hoseininasab 2015).

(Real EM) متغير محفز (Moderator)، واعتمد الباحث في قياس أثر تفاعل هذه الأساليب على ثلاث متغيرات، التلاعب في حجم المبيعات (MS)<sup>1</sup> والتلاعب في حجم الإنتاج (MP)<sup>2</sup>، والتلاعب في حجم المصروفات الاستثمارات التقديرية (MI)<sup>3</sup> وفقاً لما ورد في العديد من الدراسات (Chou and Chan 2018; Vorst 2016; Talbi et al. 2015; Zang 2012; Ge and Kim 2014; Jeong and Choi 2019; Anggraeni et al. 2017) يقاس:

• التلاعب في حجم المبيعات (MS) باستخدام النموذج (A) التالي:

$$(A). \frac{CFO_t}{TS_{t-1}} = \alpha + b_0 \frac{1}{TS_{t-1}} + b_1 \frac{NSales_t}{TS_{t-1}} + b_2 \frac{\Delta NSales_t}{TS_{t-1}} + e_t$$

إذ أن:

▪ CFO<sub>t</sub> = التدفقات النقدية التشغيلية في نهاية الفترة الحالية (t).

▪ TS<sub>t-1</sub> = أي إجمالي الأصول (Total Assets) في نهاية الفترة السابقة (t-1).

▪ NSales<sub>t</sub> = صافي المبيعات (Net Sales) في نهاية الفترة المالية الحالية (t).

▪ ΔNSales<sub>t</sub> = التغير في صافي المبيعات، أي الفرق بين المبيعات في نهاية الفترة المالية

الحالية (t) والمبيعات في نهاية الفترة المالية السابقة (t-1).

▪ e<sub>t</sub> = تعبر القيمة السالبة لـ e<sub>t</sub> عن حجم التلاعب في المبيعات (MS) نهاية الفترة المالية

الحالية (t).

• التلاعب في حجم الإنتاج (MP) باستخدام النموذج (B) التالي:

$$(B). \frac{Prod_t}{TS_{t-1}} = \alpha + b_0 \frac{1}{TS_{t-1}} + b_1 \frac{NSales_t}{TS_{t-1}} + b_2 \frac{\Delta NSal_t}{TS_{t-1}} + b_3 \frac{\Delta NSales_{t-1}}{TS_{t-1}} + e_t$$

إذ أن:

▪ Prod<sub>t</sub> = تكلفة الإنتاج في نهاية الفترة (t) ، وهي تقاس بتكلفة البضاعة المباعة.

▪ e<sub>t</sub> = تعبر القيمة الموجبة لـ e<sub>t</sub> عن حجم التلاعب في الإنتاج (MP) نهاية الفترة المالية

الحالية (t).

• التلاعب في المصروفات الاستثمارات التقديرية (MI) باستخدام النموذج (C) التالي:

$$(C). \frac{Disc_t}{Assets_{t-1}} = \alpha + b_0 \frac{1}{Assets_{t-1}} + b_1 \frac{Sales_{t-1}}{Assets_{t-1}} + e_t$$

1. MS = Manipulation in Sales.

2. MP = Manipulation in Production.

3. MI = Manipulation in Discretionary Investment Expenses.

إذ أن:

▪  $Disc_t =$  مصروفات استثمارية تقديرية في نهاية الفترة المالية (t) ، وهي تقاس بإجمالي المصاريف البيعية والإدارية والعمومية.

▪  $e_t =$  تعبر القيمة السالبة لـ  $e_t$  عن حجم التلاعب في المصروفات الاستثمارية التقديرية (MI) نهاية الفترة المالية الحالية.

أما المتغيرات الرقابية في نماذج البحث، قام الباحث بإدخال حجم المنشأة، ومعدل العائد على الأصول، والرافعة المالية، ومعدل نمو المبيعات، بالإضافة إلى الصناعة كمتغيرات رقابية في نماذج اختبار الفروض، كما ورد في العديد من الدراسات السابقة ( Shin et al. 2018; Gunny 2010; Rao and Thaker 2018).

### ٥-٣ نماذج اختبار الفروض:

اعتمد الباحث في اختبار الفروض على صياغة ست نماذج، يعد النموذج رقم (١) النموذج الأساسي الذي تم ادخاله في الخطوة الأولى لنموذج الانحدار التفاعلي (MMR)<sup>١</sup> (Anggraeni et al. 2017; Aguinis 2004; Aguinis 1995; Shieh 2011; Singh and Misra 2019; Paredes and Wheatley 2018)، بهدف قياس أثر أرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ على القيمة السوقية للمنشأة، خلال الفترة من عام ٢٠١٦م حتى عام ٢٠١٩م، ويتمثل النموذج رقم (١) في:

$$(1) FV = B_0 + B_1CH + B_2LNSize + B_3ROA + B_4Lev + B_5Grow + B_6Sec$$

إذ أن:

▪  $FV =$  قيمة المنشأة -Firm Value-، وتقاس بـ (القيمة السوقية ÷ القيمة الدفترية للأصول).

▪  $CH =$  الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ -Cash Holding-، ويقاس بـ (النقدية وما في حكمها ÷ إجمالي الأصول).

▪  $LNSize =$  حجم المنشأة، يقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

▪  $ROA =$  معدل العائد على الأصول -Return on Assets-، ويقاس بـ (صافي الأرباح بعد الضرائب ÷ إجمالي الأصول).

▪  $Lev =$  الرافعة المالية -Leverage-، وتقاس بـ (إجمالي الالتزامات ÷ إجمالي الأصول).

1. MMR = Moderated Multiple Regression.

▪ **Grow** = معدل نمو المبيعات، وتقاس بـ (مبيعات الفترة الحالية - مبيعات الفترة السابقة) ÷ مبيعات الفترة السابقة.

▪ **Sec** = القطاع -Sector- متغير وهمي يأخذ القيم "١" إذا كانت المنشأة تنتمي للقطاع الصناعي، وبخلاف ذلك تأخذ القيمة "٠".

وأدخل الباحث تعديل على النموذج رقم (١)، لاختبار الفرض الفرعي "ف١-١: يوجد تأثير معنوي للتلاعب في حجم المبيعات على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ"، ويتمثل التعديل في ادخال متغير التلاعب في حجم المبيعات (MS) على النموذج رقم (١)، وعليه يكون النموذج رقم (٢)، كما يلي:

$$(2) FV = B_0 + B_1CH + B_2MS + B_3LNSize + B_4ROA + B_5Lev + B_6Grow + B_7Sec.$$

وقام بإجراء تعديل على النموذج رقم (١)، لاختبار الفرض الفرعي "ف١-٢: يوجد تأثير معنوي للتلاعب في حجم الإنتاج على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ"، ويتمثل التعديل في ادخال متغير التلاعب في حجم الإنتاج (MP) على النموذج رقم (١)، وعليه يكون النموذج رقم (٣)، كما يلي:

$$(3) FV = B_0 + B_1CH + B_2MP + B_3LNSize + B_4ROA + B_5Lev + B_6Grow + B_7Sec.$$

كما قام بتعديل النموذج رقم (١)، لاختبار الفرض الفرعي "ف١-٣: يوجد تأثير معنوي للتلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ"، ويتمثل التعديل في ادخال متغير التلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية (MI) على النموذج رقم (١)، وعليه يكون النموذج رقم (٤)، كما يلي:

$$(4) FV = B_0 + B_1CH + B_2MI + B_3LNSize + B_4ROA + B_5Lev + B_6Grow + B_7Sec.$$

كما أدخل الباحث تعديل على النموذج رقم (١)، لاختبار الفرض الأول "يوجد تأثير معنوي لممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ"، ويتمثل التعديل في ادخال متغيرات التلاعب في حجم المبيعات (MS)، والتلاعب في حجم الإنتاج (MP)، والتلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية (MI) على النموذج رقم (١)، وعليه يكون النموذج رقم (٥)، كما يلي:

$$(5) FV = B_0 + B_1CH + B_2MS + B_3MP + B_4MI + B_5LNSize + B_6ROA + B_7Lev + B_8Grow + B_9Sec.$$

وأخيراً، قام الباحث بتعديل على النموذج رقم (١)، لاختبار الفرض الثاني والفروض الفرعية المنبثقة منه:

**الفرض الثاني:** يوجد تأثير معنوي لتفاعل أساليب إدارة الأرباح الحقيقية والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة.

**ف٢-١:** يوجد تأثير معنوي لتفاعل التلاعب في حجم المبيعات والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة.

**ف٢-٢:** يوجد تأثير معنوي لتفاعل التلاعب في حجم الإنتاج والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة.

**ف٢-٣:** يوجد تأثير معنوي لتفاعل التلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة.

ويتمثل التعديل، في إدخال متغير التفاعل بين التلاعب في حجم المبيعات والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ (CH\*MS)، ومتغير التفاعل بين التلاعب في حجم الإنتاج والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ (CH\*MP)، وإدخال متغير التفاعل بين التلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ (CH\*MI) على النموذج رقم (٥)، وعليه يكون النموذج رقم (٦)، كما يلي:

$$(6) \quad FV = B_0 + B_1CH + B_2MS + B_3MP + B_4MI + B_5(CH*MS) + B_6(CH*MP) + B_7(CH*MI) + B_8LNSize + B_9ROA + B_{10}Lev + B_{11}Grow + B_{12}Sec.$$

#### ٥-٤ الإحصاء الوصفي لمتغيرات البحث:

يعرض الجدول التالي رقم (٢): الإحصاء الوصفي للمتغيرات الواردة في نماذج البحث.

	FV	CH	MS	MP	MI	LNSize	ROA	Lev	Grow
Mean	.913	.292	-.113	.151	-.156	20.88	.140	.129	.356
Std. Err. of Mean	.050	.033	.033	.044	.0352	.124	.0453	.048	.0505
Median	.825	.094	-.010	.009	-.019	20.64	.036	.246	.243
Std. Deviation	.740	.488	.480	.651	.517	1.830	.666	.709	.742
Minimum	.01	.00	-2.1	-2.11	-2.31	16.40	-4.20	-3.66	-1.39
Maximum	3.8	2.8	2.1	2.55	.77	26.79	2.80	1.81	2.94
<b>Total</b>	<b>Sec</b>	<b>Sec</b>							
	<b>(0)</b>	<b>(1)</b>							
21.5	8	13.5	<b>MS</b>	<b>Mean</b>					
28.8	11.2	17.6	<b>MP</b>						
31.7	16.9	14.8	<b>MI</b>						

الجدول رقم (٢): الإحصاء الوصفي لمتغيرات نماذج البحث

تعليقاً على الجدول السابق رقم (٢):

تشير النتائج إلى أن متوسط القيمة السوقية للمنشأة (FV) بلغت ٩١% من إجمالي الأصول، وأن أقل وأعلى قيمة بلغت ١% و ٣٨٥% على التوالي، أما عن متوسط نسبة الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ (CH) بلغت ٢٩% من إجمالي الأصول، وبلغت أقل نسبة أقل من ١%، في حين أعلى نسبة بلغت ٢٨١%، وبلغ متوسط حجم التلاعب في المبيعات (MS) -١١%، وأقل وأعلى نسبة للتلاعب ٢١٢% و-٢١١% على التوالي، أما عن متوسط حجم التلاعب في الإنتاج (MP) فقد بلغ ١٥%، وأقل وأعلى نسبة بلغت -٢١١% و ٢٥٥% على التوالي، في حين بلغ متوسط حجم التلاعب في المصروفات الاستثمارية التقديرية (MI) -١٦% وأقل وأعلى نسبة تبلغ ٧٧% و-٢٣١% على التوالي، أما عن متوسط معدل العائد على الأصول (ROA) بلغ ١٤%، وأقل نسبة بلغت -٤٢٠% وأعلى نسبة ٢٨٠%، وبلغ متوسط الرافعة المالية (Lev) ١٣%، وأقل وأعلى نسبة بلغت -٣٦٦% و ١٨١% على التوالي، أما عن متوسط نسبة نمو المنشأة (Grow) فبلغت ٣٦%، وأقل وأعلى نسبة نمو -١٣٩% و ٢٩٤%.

كما يمكن ملاحظة، أن متوسط نسبة التلاعب في حجم المبيعات (MS) لمنشآت تنتمي للقطاع الصناعي ("Sec1") بلغت ١٣,٥%، أما في المنشآت التي تنتمي للقطاع الخدمي ("Sec0") بلغت ٨%، في حين بلغ متوسط نسبة التلاعب في حجم الإنتاج لمنشآت تنتمي للقطاع الصناعي ١٧,٦%، و ١١,٢% لمنشآت تنتمي للقطاع الخدمي، كما أن متوسط نسبة التلاعب في المصروفات الاستثمارية التقديرية لمنشآت تنتمي للقطاع الصناعي بلغت ١٤,٨%، و ١٦,٩% لمنشآت تنتمي للقطاع الخدمي، أي أن نسبة التلاعب باستخدام أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) لمنشآت تنتمي للقطاع الصناعي تبلغ ٤٥,٩%، في مقابل ٣٦,١% بالقطاع الخدمي.

٥-٥ اختبار فروض البحث:

أولاً: مصفوفة الارتباط للمتغيرات الأساسية للبحث:

يتضمن الجدول التالي رقم (٣) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات البحثية، لتوضيح

العلاقة بينهم.

	FV	CH	MS	MP	MI	LNSize	ROA	Lev	Grow
FV	1.000	.589***	-.572***	.656***	-.544***	.312***	.582***	-.492***	.498***
CH	.589***	1.000	-.430***	.465***	-.402***	.077***	.399	-.370***	.342***
MS	-.572***	-.430***	1.000	-.503***	.319***	-.035	-.424***	.347***	-.334***
MP	.656***	.465***	-.503***	1.000	-.476***	.190	.438***	-.467***	.322***
MI	-.544***	-.402***	.319***	-.476***	1.000	.041	-.483***	.318***	-.335***

LNSize	.312***	.077	-.035	.190**	.041	1.000	.214**	-.069	.024
ROA	.582***	.399***	-.424***	.438***	-.483***	.214**	1.000	-.201**	.222**
Lev	-.492***	-.370***	.347***	-.467***	.318***	-.069	-.201**	1.000	-.247***
Grow	.498***	.342***	-.334***	.322***	-.335***	.024	.222**	-.247-	1.000

علمًا بأن: \* دالة عند مستوى معنوية > 0,10، و\*\* دالة عند مستوى معنوية > 0,05، و\*\*\* دالة عند مستوى معنوية > 0,01 (Sign. 1-Tailed).

### الجدول رقم (٣): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات البحثية

تعليقاً على الجدول السابق رقم (٣):

لاحظ الباحث وجود علاقة طردية معنوية عند مستوى أقل من ١% بين الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ (CH) والقيمة السوقية للمنشأة (FV)، وبلغ معامل الارتباط (0,589)، أما العلاقة بين التلاعب في حجم المبيعات (MS) والقيمة السوقية للمنشأة (FV) عكسية معنوية عند مستوى أقل من ١%، وبلغ معامل الارتباط (-0,572)، ووجود علاقة طردية معنوية عند مستوى أقل من ١% بين التلاعب في حجم الإنتاج (MP) والقيمة السوقية للمنشأة (FV)، وبلغ معامل الارتباط (0,656)، في حين جاءت العلاقة بين التلاعب في المصروفات الاستثمارية التقديرية (MI) والقيمة السوقية للمنشأة (FV) عكسية معنوية عند مستوى أقل من ١%، وبلغ معامل الارتباط (0,544).

أما عن العلاقة بين القيمة السوقية للمنشأة (FV) والمتغيرات الرقابية، يمكن ملاحظة وجود علاقة طردية معنوية عند مستوى أقل من ١% بينها وبين حجم المنشأة (LNSize)، وبلغ معامل الارتباط (0,312)، وعلاقة طردية معنوية عند مستوى أقل من ١% بينها وبين معدل العائد على الأصول (ROA)، وبلغ معامل الارتباط (0,582)، أما عن العلاقة بينها وبين الرافعة المالية (Lev) كانت سلبية معنوية عند مستوى أقل من ١%، وبلغ معامل الارتباط (-0,492)، في حين جاءت العلاقة طردية معنوية عند مستوى أقل من ١% بينها وبين معدل نمو المنشأة، وبلغ معامل الارتباط (0,498).

### ثانياً: تحليل نماذج الانحدار لاختبار فروض البحث:

لاختبار فروض البحث قام الباحث بتشغيل نماذج الانحدار التفاعلي من رقم (١) إلى

رقم (٦)، وجاءت النتائج كما في الجدول التالي رقم (٤):

	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
Constant	.684*** (12.324)	.697*** (13.079)	.694*** (13.778)	.670*** (12.452)	.691*** (13.778)	.683*** (13.957)
CH	.400*** (5.412)	.335*** (4.622)	.317*** (3.687)	.359*** (4.957)	.257*** (3.687)	.294** (3.478)





وأقل من ٥% في النموذجين رقم (٦،٥)، في حين تشير النتائج إلى تأثير سلبي معنوي للتلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية (MI) على القيمة السوقية للمنشأة (FV)، في النموذج رقم (٤) عند مستوى أقل من ١%، والنموذج رقم (٥) عند مستوى أقل من ٥%، في حين جاء التأثير سلبي غير معنوي في النموذج رقم (٦).

## ٢- أثر تفاعل أساليب إدارة الأرباح الحقيقية والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة:

يلاحظ في نتائج تشغيل النموذج رقم (٦)، بأن تأثير التفاعل بين التلاعب في حجم المبيعات والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ (CH\*MS) ايجابي معنوي عند مستوى أقل من ٥% على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، في حين للتفاعل بين التلاعب في حجم الإنتاج والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ (CH\*MP) تأثير سلبي غير معنوي على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، أما للتفاعل بين التلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ (CH\*MI) تأثير سلبي معنوي عند مستوى أقل من ١% على تقييم المستثمرين.

## ٣- تأثير المتغيرات الرقابية على قيمة المنشأة:

يلاحظ في نتائج تشغيل النماذج الست، التأثير الإيجابي المعنوي لحجم المنشأة (LNSize) على القيمة السوقية للمنشأة (FV) عند مستوى أقل من ١%، وتأثير ايجابي معنوي لمعدل العائد على الأصول (ROA) على القيمة السوقية للمنشأة (FV) عند مستوى أقل من ١% في النموذجين رقم (٥،١) من ٥% في النموذج رقم (٦)، أما عن تأثير الرافعة المالية (Lev) على القيمة السوقية للمنشأة، تشير نتائج النموذج رقم (١،٢)، لوجود تأثير سلبي عند مستوى أقل من ١%، أما النموذج رقم (٥،٤،٣) فهناك تأثير سلبي عند مستوى أقل من ٥%، أما النموذج رقم (٦) فالتأثير سلبي غير معنوية، في حين جاءت النتائج لتشير بوجود تأثير ايجابي معنوي عند مستوى أقل من ١% لمعدل نمو المبيعات (Grow) على القيمة السوقية للمنشأة، عند مستوى أقل من ١% في جميع النماذج، وأخيراً ليس للقطاع (Sec) تأثير معنوي على القيمة السوقية.

## ٤- المتغيرات الأكثر تأثيراً على قيمة المنشأة:

اعتمد الباحث في تحديد أكثر أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) تأثيراً في نتائج تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على طريقة الانحدار التدريجي (Stepwise Regression)، وجاءت النتائج كما في الجدول رقم (٥) التالي:

	Step(1)	Step(2)	Step(3)	Step(4)	Step(5)	Step(6)	Step(7)	Step(8)	Step(9)
<b>Constant</b>	.789*** (20.07)	.760*** (21.78)	.763*** (23.78)	.695*** (21.71)	.692*** (22.27)	.686*** (22.55)	.679*** (22.70)	.621*** (19.09)	.652*** (19.03)
<b>CH</b>								.294*** (3.873)	.276*** (3.663)
<b>MS</b>					-.274*** (-3.806)	-.236** (-3.301)	-.376*** (-4.504)	-.407*** (-5.011)	-.383*** (-4.753)
<b>MP</b>		.484*** (7.880)	.388*** (6.637)	.336** (6.091)	.275*** (4.924)	.258*** (4.712)	.235*** (4.333)	.202*** (3.796)	.169** (3.141)
<b>MI</b>									
<b>CH*MS</b>							.287** (3.081)	.404*** (4.259)	.382*** (4.045)
<b>CH*MP</b>									
<b>CH*MI</b>	-.858*** (-12.7)	-.558*** (-7.89)	-.637*** (-9.62)	-.556*** (-8.803)	-.486*** (-7.62)	-.405*** (-6.022)	-.593*** (-6.600)	-.555*** (-6.338)	-.503*** (-5.669)
<b>LNSize</b>			.110*** (6.265)	.111*** (6.304)	.111*** (7.019)	.098*** (6.135)	.103*** (6.522)	.099*** (6.501)	.097*** (6.404)
<b>ROA</b>						.168** (3.251)	.175** (3.433)	.171** (3.480)	.189*** (3.859)
<b>Lev</b>									-.111 (-2.564)
<b>Grow</b>				.244*** (5.806)	.222*** (5.394)	.224*** (5.566)	.236*** (5.950)	.221*** (5.732)	.217*** (5.686)
<b>Sec</b>									
<b>F. Test</b>	161.1** *	134.8** *	119.2** *	112.2***	98***	87.5***	79.4***	76.0***	70.1***
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>	.427	.555	.623	.674	.694	.707	.718	.736	.743
<b>VIF</b>	= 1	< 2	< 2	< 2	< 2	< 2	< 5	< 5	< 5

يتضمن الجدول معاملات نماذج الانحدار، وأسفل كل معلمة بين قوسين مدرج نتيجة اختبار t.test، ويتضمن كذلك مستوى معنوية الاختبار t.test، إذ إن: \* دالة عند مستوى معنوية > 0.10، و\*\* دالة عند مستوى معنوية > 0.05، و\*\*\* دالة عند مستوى معنوية > 0.01.

#### الجدول رقم (٥): نتائج تشغيل نماذج الانحدار التدريجي

تعليقاً على الجدول السابق رقم (٥)، بالنسبة لـ:

تشير النتائج إلى دخول الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ (CH) لنموذج الانحدار التدريجي في الخطوتين رقم (٨،٩)، بتأثير ايجابي معنوي عند مستوى أقل من ١%، أما التلاعب في حجم الإنتاج (MP) فقد دخل لنموذج الانحدار التدريجي في الخطوة رقم (٢) حتى الخطوة رقم (٨)، بتأثير ايجابي معنوي على القيمة السوقية للمنشأة (FV) عند مستوى أقل من ١%، وفي الخطوة رقم (٩) عند مستوى أقل من ٥%، في حين دخل التلاعب في حجم المبيعات (MS) لنموذج الانحدار التدريجي بتأثير سلبي معنوي على القيمة السوقية للمنشأة (FV) بداية من الخطوة رقم (٥) عند مستوى أقل من ١%، أما في الخطوة رقم (٦)

كانت عند مستوى أقل من ٥%، ثم ارتفعت نسبة المعنوية مرة أخرى في الخطوات من رقم (٧-٩) عند مستوى أقل من ١%، أما عن التلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية (MI) لم يدخل في أي من الخطوات التسع لنموذج الانحدار التدريجي.

كما تشير النتائج، إلى دخول أثر تفاعل (CH\*MI) في نموذج الانحدار التدريجي من الخطوة رقم (١-٩)، بعلاقة سلبية معنوية مع القيمة السوقية للمنشأة (FV)، عند مستوى أقل من ١%، ودخول أثر تفاعل (CH\*MS) لنموذج الانحدار التدريجي بداية من الخطوة رقم (٧) بعلاقة ايجابية عند مستوى معنوية أقل من ٥%، ثم ارتفعت نسبة المعنوية إلى أقل من ١% في الخطوتين رقم (٨،٩)، أما عن أثر التفاعل (CH\*MP) فلم يدخل في أي من الخطوات التسع لنموذج الانحدار التدريجي.

في ضوء النتائج السابقة، يمكن رفض الفرض الفرعي (ف١-١) وقبول الفرض البديل، حيث تشير النتائج لعدم وجود تأثير معنوي للتلاعب في حجم المبيعات على تقييم المستثمرين للنقدية بغرض الاحتفاظ، كما يمكن رفض الفرض الفرعي (ف٢-١) وقبول الفرض البديل، نتيجة عدم وجود تأثير معنوي للتلاعب في حجم الإنتاج على تقييم المستثمرين للنقدية بغرض الاحتفاظ، وكذلك يمكن رفض الفرض الفرعي (ف٣-١) وقبول الفرض البديل، نتيجة عدم وجود تأثير معنوي للتلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية على تقييم المستثمرين للنقدية بغرض الاحتفاظ، وعليه يمكن رفض الفرض الأول، وقبول الفرض البديل، إذ لم يجد الباحث تأثير معنوي لأساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) على تقييم المستثمرين للنقدية بغرض الاحتفاظ.

كما تشير النتائج، إلى إمكانية قبول الفرض الفرعي (ف١-٢)، حيث وجد الباحث تأثير ايجابي معنوي لتفاعل التلاعب في حجم المبيعات والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين للأرصدة المحتفظ بها، إلا أنه يمكن رفض الفرض الفرعي (ف٢-٢) وقبول الفرض البديل، نتيجة التأثير غير المعنوي لتفاعل التلاعب في حجم الإنتاج والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين للأرصدة المحتفظ بها، في حين يمكن قبول الفرض الفرعي (ف٣-٢) نتيجة وجود تأثير سلبي معنوي لتفاعل التلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين للأرصدة المحتفظ بها، مما يشير إلى قدرة التلاعب في حجم المبيعات على التفاعل مع الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، وتخفيض قدرة هذه الأرصدة بشكل معنوي في التأثير على القيمة السوقية للمنشأة، كما تشير النتائج إلى قدرة التلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية على التفاعل مع الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، وتغيير اتجاه وقدرة الأرصدة النقدية في التأثير

على القيمة السوقية للمنشأة، إلا أن عدم وجود تأثير معنوي لتفاعل التلاعب في حجم الإنتاج والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، يجعل الباحث يرفض الفرض الثاني ويقبل الفرض البديل، ولتعزيز نتائج اختبار الفرض الثاني من فروض البحث، يمكن إجراء اختبارات إضافية.

#### ثالثاً: الاختبارات الإضافية:

اعتمد الباحث في قياس أثر تفاعل جميع أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، على جمع قيم هذه الأساليب (-MS)، و (MP)، و (-MI)، وفقاً لما جاءت به الدراساتين (Talbi et al. 2015; Simamora 2018)، باستخدام المعادلة التالية:

$$Real\_EM = (-MS) + (MP) + (-MI)$$

ثم قام الباحث بإدخال تعديل على النموذج رقم (١)، لاختبار الفرض الأول من فروض البحث المتمثل في "يوجد تأثير معنوي لممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية على تقييم المستثمرين لأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ"، عبر ادخال المتغير (Real\_EM)، وعليه يكون النموذج رقم (٧)، كما يلي:

$$(7) FV = B_0 + B_1CH + B_2Real\_EM + B_3LNSize + B_4ROA + B_5Lev + B_6Grow + B_7Sec.$$

كما قام بتعديل النموذج السابق رقم (٧)، لاختبار الفرض الثاني من فروض البحث، المتمثل في "يوجد تأثير معنوي لتفاعل أساليب إدارة الأرباح الحقيقية والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة"، عبر إدخال المتغير (CH\*Real\_EM) الذي يعبر عن أثر التفاعل بين التلاعب بجميع أساليب (Real\_EM)

وأرصدة مخزون النقدية المحتفظ به (CH)، وعليه يكون النموذج رقم (٨)، كما يلي:

$$(8) FV = B_0 + B_1CH + B_2Real\_EM + B_3(CH*Real\_EM) + B_4LNSize + B_5ROA + B_6Lev + B_7Grow + B_8Sec.$$

وبعد تشغيل البيانات باستخدام نماذج الانحدار التفاعلي، جاءت النتائج كما في الجدول

رقم (٦) التالي:

	Model (1)	Model (7)	Model (8)
Constant	.684*** (12.324)	.690*** (13.871)	.695*** (13.750)
CH	.400*** (5.412)	.258*** (3.729)	.232 (2.768)
Real_EM		.220*** (7.191)	.210*** (6.040)
CH*Real_EM			.017 (.568)
LNSize	.080*** (4.741)	.083*** (5.507)	.085*** (5.506)

ROA	.362*** (7.203)	.195*** (3.844)	.189*** (3.639)
Lev	-.260*** (-5.658)	-.149** (-3.395)	-.147** (-3.309)
Grow	.268*** (6.183)	.199*** (4.962)	.197*** (4.908)
Sec	.002 (.033)	-.036 (-.633)	-.036 (-.629)
F. Test	67.615***	79.473***	69.351***
Adjusted R <sup>2</sup>	.651	.720	.719
VIF	< 2	< 3	< 3

يتضمن الجدول معاملات نماذج الانحدار، وأسفل كل معلمة بين قوسين مدرج نتيجة اختبار t.test، ويتضمن كذلك مستوى معنوية الاختبار t.test، إذ إن: \* دالة عند مستوى معنوية > 0.10، و\*\* دالة عند مستوى معنوية > 0.05، و\*\*\* دالة عند مستوى معنوية > 0.01.

#### الجدول رقم (٦): نتائج تشغيل نماذج الانحدار التفاعلي (MMR)

وتشير نتائج الجدول رقم (٦)، إلى:

عدم قدرة جميع أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real\_EM) في التأثير المعنوي على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على الرغم من قدرة هذه الأساليب في التأثير المعنوي على القيمة السوقية للمنشأة، عند مستوى أقل من ١%، كما تشير النتائج إلى عدم معنوية التأثير الإيجابي، لتفاعل أساليب إدارة الأرباح الحقيقية وأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ (CH\*Real\_EM)، على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية.

وبتشغيل البيانات باستخدام طريقة الانحدار التدريجي (Stepwise Regression)، بهدف تحديد أكثر المتغيرات المرتبطة باختبار فروض البحث-ارتباطاً بالمتغير التابع، وجاءت النتائج كما في الجدول رقم (٧) التالي:

	Step(1)	Step(2)	Step(3)	Step(4)	Step(5)	Step(6)
Constant	.738*** (21.04)	.743*** (22.72)	.684*** (20.84)	.623*** (18.325)	.625*** (18.836)	.668*** (19.185)
CH				.328*** (4.626)	.297*** (4.255)	.262*** (3.798)
Real_EM	.423*** (16.59)	.411*** (17.20)	.357*** (14.44)	.299*** (11.155)	.254*** (8.757)	.218*** (7.174)
CH*Real_EM						
LNSize		.099*** (5.78)	.100*** (6.213)	.098*** (6.343)	.087*** (5.706)	.085*** (5.676)
ROA					.177** (3.460)	.198*** (3.945)

Lev						-.148** (-3.369)
Grow			.227*** (5.225)	.198*** (4.711)	.203*** (4.942)	.198*** (4.952)
F. Test	275.1***	175.2***	140.4***	120.8***	104.1***	92.92***
Adjusted R <sup>2</sup>	.562	.619	.661	.691	.707	.720
VIF	= 1	< 2	< 2	< 2	< 2	< 3

يتضمن الجدول معاملات نماذج الانحدار، وأسفل كل معلمة بين قوسين مدرج نتيجة اختبار t.test، ويتضمن كذلك مستوى معنوية الاختبار t.test، إذ إن: \* دالة عند مستوى معنوية > 0.1، و\*\* دالة عند مستوى معنوية > 0.05، و\*\*\* دالة عند مستوى معنوية > 0.01.

### الجدول رقم (٧): نتائج تشغيل نموذج الانحدار التدريجي

وتشير نتائج الجدول رقم (٧)، إلى:

عدم دخول التفاعل بين جميع أساليب إدارة الأرباح الحقيقية وأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ (CH\*Real\_EM) في أي من الخطوات الست لنموذج الانحدار التدريجي، مما يشير إلى عدم وجود تأثير معنوي لتفاعل أساليب إدارة الأرباح الحقيقية وأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذا الأرصدة، على الرغم من دخول جميع أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) لنموذج الانحدار التدريجي في جميع الخطوات، بتأثير ايجابي معنوي على القيمة السوقية للمنشأة، عند مستوى أقل من 1%، مما يؤكد صحة ما جاءت به النتائج السابقة، من رفض الفرضين الأول والثاني، وقبول الفرضين البديلين.

### ٦- مناقشة النتائج:

تعتمد الإدارة على الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، في تلبية الاحتياجات التشغيلية والاستثمارية، ولمواجهة التقلبات غير المتوقعة (Manoel and Moraes 2018)، إلا أن انخفاض مستوى أداء الإدارة، يؤثر سلباً على مستوى الثقة في قدرتها على استغلال الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ في تعظيم ثروة المساهمين، أي في قدرتها على استغلال هذه الأرصدة في تحقيق أعلى عائد على القيمة السوقية للمنشأة (Lim and lee 2019).

وتشير ممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، إلى انخفاض مستوى الأداء التشغيلي أو الاستثماري للإدارة، مع رغبتها في توجيه المعلومات المالية المنشورة بما يتوافق مع رغبتها (Choi et al. 2018; Beyer et al. 2018)، ففي حالة قرار الإدارة تحديد حجم زائد من الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، فإن ارتفاع كفاءة الأداء التشغيلي والاستثماري للمنشأة، يعطي المستثمرين مؤشرات إيجابية عن ارتفاع مستوى الصحة المالية والحصة السوقية للمنشأة، أي القدرة على ابرام عقود تمويل خارجي بتكلفة وشروط ملائمة، كما يعطي مؤشرات

سلبية عن نية الإدارة في استغلال هذه الأرصدة، وعليه قد تتخذ الإدارة قرار تخفيض كفاءة الأداء عبر التلاعب بالأنشطة الحقيقية للمنشأة، باستخدام أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، كتخفيض حجم المبيعات النقدية وحجم الإنتاج عن المخطط، وزيادة المصروفات الاستثمارية التقديرية، لتبرير القرار المرتبط بتحديد الحجم الزائد من الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ ( Chung 2017; Shin et al. 2018; Jeong and Choi 2019; Simamora 2018).

ومن ناحية أخرى، فقد يكون للتلاعب بالأنشطة الحقيقية للمنشأة باستخدام أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، في الفترات المالية السابقة تأثير سلبي على كفاءة الأداء التشغيلي والاستثماري للمنشأة في الفترة المالية الحالية، الأمر الذي ينعكس على قرار الإدارة بزيادة الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ لمواجهة التأثيرات السلبية لهذا التلاعب، مما يعطي رسائل للمستثمرين بانخفاض مستوى الثقة في المعلومات المالية المنشورة خلال الفترات المالية السابقة، وما لذلك من انعكاس سلبي في تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ ( Kassamany et al. 2017; Eldenburg et al. 2011; Jeong and Choi 2019 ; ) (Shin et al. 2018).

لذلك قام الباحث بقياس أثر ممارسات أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، وجاءت النتائج لتشير إلى عدم وجود تأثير معنوي لممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، وعليه تم رفض الفرض الأول 'يوجد تأثير معنوي لممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ'.

وتشير النتائج إلى قدرة التلاعب في حجم المبيعات من التفاعل مع الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، وتخفيض قدرة هذه الأرصدة في التأثير على القيمة السوقية للمنشأة بشكل معنوي، حيث انخفضت من مستوى معنوية أقل من ١% إلى أقل من ٥%، ومن ثم يمكن قبول الفرض الفرعي (ف٢-١)، كما تشير النتائج إلى قدرة التلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية من التفاعل مع الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، وتغيير اتجاه العلاقة من علاقة طردية إلى علاقة عكسية عند مستوى معنوية أقل من ١%، أي يمكن قبول الفرض الفرعي (ف٢-٣)، وتشير إلى عدم وجود تأثير معنوي لتفاعل التلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة، وعلى الرغم من قبول الفرضين الفرعيين (ف٢-١) و(ف٢-٣)، إلا أن النتائج تشير إلى عدم وجود تأثير معنوي لتفاعل أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) والأرصدة النقدية



بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة، ويرجع ذلك لاختلاف اتجاه أثر التلاعب في حجم المبيعات عن التلاعب في حجم المصروفات الاستثمارية التقديرية، ومن ثم تم رفض الفرض الثاني "يوجد تأثير معنوي لتفاعل أساليب إدارة الأرباح الحقيقية والأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، على تقييم المستثمرين لهذه الأرصدة"، وتتوافق النتائج جزئياً مع ما تشير إليه العديد من الدراسات من ارتباط تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، بكفاءة أداء المنشأة ومشكلة الوكالة (Li et al. 2018; Choi et al. 2018; Ke et al. 2018; Alrasidi et al. 2018; Gaur and Kaur 2018; Chireka and Fakoya 2019; Zahedi et al. 2015; Shin et al. 2018).

#### ٧-الخلاصة والنتائج التوصيات:

تتميز أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM) بالتنوع وصعوبة اكتشافها من قبل الجهات الرقابية لارتباطها ببنية الإدارة، مما يدفع الإدارة للاعتماد عليها في توجيه ودعم النقة في المعلومات المالية المنشورة، ودعم قدرة المنشأة على مواجهة الأزمات المالية والتنظيمية والقانونية التي تتعرض لها المنشأة (Baatour et al. 2017; Vorst 2016)، إلا أن التلاعب بالأنشطة الحقيقية للمنشأة باستخدام هذه الأساليب، في ظل التراجع المستمر لأداء الإدارة، أو بهدف تحقيق منافع انتهازية شخصية، ينعكس سلباً على القدرة الربحية والقيمة السوقية للمنشأة خلال الفترات المالية المتتالية (Leggett et al. 2016; Kassamany et al. 2015; Suffian et al. 2017).

ونظراً لتزايد الاهتمام بدراسة وتحليل العوامل المؤثرة في تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، قام الباحث بقياس أثر ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، وقام بفحص عينة بلغت (٥٤) منشأة مدرجة على مؤشر EGX 100، خلال الفترة من عام ٢٠١٦م إلى عام ٢٠١٩م، وبلغت عدد المشاهدات (٢١٦) مشاهدة.

وتوصل الباحث من الدراسة العملية، إلى أنه على الرغم من قدرة كل أسلوب من أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، في التأثير المعنوي على القيمة السوقية للمنشأة، إلا أنها غير قادرة على التأثير في نتائج تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، وعليه يوصي الباحث بمزيد من الاهتمام بالآثار المترتبة على ممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية (Real EM)، ويمكن تحقيق ذلك من خلال:

- مطالبة الجهات المهنية والرقابية، بإلزام المنشآت للإفصاح الملائم عن الخطط المرتبطة بعمليات الإنتاج والبيع والمصروفات الاستثمارية التقديرية، لدعم قدرة المستفيدين

- لإجراء عملية مقارنة بين معدلات الأداء خلال الفترات المالية المتتالية، وقياس حجم وتأثير التلاعب في الأنشطة الحقيقية للمنشأة.
- مطالبة الهيئات المهنية والرقابية، بتحديد عقوبات تقع على الإدارة والمنشأة، عند ثبوت ممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية، لأنها تهدف لتضليل المستفيدين من المعلومات المالية المنشورة.
- مطالبة الهيئات المهنية والرقابية، بإلزام المنشأة بالإفصاح عن الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ، خلال الفترات المالية المتتالية، لدعم قدرة المستفيدين على مقارنة هذه الأرصدة بمستويات الأداء التشغيلي والاستثماري والتمويلي خلال نفس الفترات المالية، للتحقق من كفاءة استغلال الإدارة للأرصدة الزائدة من النقدية بغرض الاحتفاظ.

#### ٨- مقترحات بحثية:

- يقترح الباحث العديد من الأبحاث المستقبلية كامتداد لهذا البحث، من أهمها:
- قياس أثر ممارسة أساليب إدارة الأرباح الحقيقية على تقييم المستثمرين للنقدية بغرض الاحتفاظ في الأجل الطويل.
- نموذج كمي مقترح لتحديد الرصيد المثالي من الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ: دراسة عملية بالتطبيق على البيئة المصرية.
- قياس أثر الحجم الزائد من الأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ على تكلفة رأس المال.
- قياس أثر انخفاض مستوى الشك المهني للمراجع الخارجي على تقييم المستثمرين للنقدية بغرض الاحتفاظ.

المراجع الأجنبية:

- Abbasi, E., M. Kaviani, and S. Boostani. 2018. The Relationship Between the Consumer Price Index, Operating Cycle, Size and Growth Opportunities with the Cash Holding in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting, Finance & Auditing Studies* 4(1): 1-14.
- Aguinis, H. 1995. Statistical Power problems with Moderated Multiple Regression in Management Research. *Journal of Management* 21(6): 1141-1158.
- Aguinis, H. 2004. Regression Analysis for Categorical Moderators. *British Journal of Mathematical & Statistical Psychology* 59(2): 472-473.
- Ahearne, M. J., J. P. Boichuk, C. J. Chapman, and T. J. Steenburch. 2016. Real Earnings Management in Sales. *Journal of Accounting Research* 54(5): 1233-1266.
- Alrasidi, S. E. S., F. T. Kristanti, and S. E. M. Si. 2018. Gender-Diversity, Financial Performance and Cash Holding in Family Firms. *Accounting and Finance Review* 3(4): 124-130.
- Anggraeni, M. D., and R. Wardhani. 2017. The Effect of Leverage and IFRS Convergence on Earnings Management through Real Activities Manipulation in Asia. *Asian Journal of Business and Accounting* 10(1): 87-125.
- Anton, S. G. 2016. Cash Holdings and Firm Value: A Study of Listed Firms in Romania *Ovidius University Annals, Economic Sciences Series* XVI (2): 409-415.
- Azmat, Q. U., and A. M. Iqbal. 2017. The role of financial constraints on precautionary cash holdings: evidence from Pakistan. *Economic Research-Ekonomiska Istrazivanja* 30(1): 596-610.
- Baatour, K., H. B. Othman, and K. Hussainey. 2017. The effect of multiple directorships on real and accrual based earnings management Evidence from Saudi listed firms. *Accounting Research Journal* 30(4): 395-412.
- Bereskin, F. L., P. H. Hsu, and W. Rotenberg. 2018. The Real Effects of Real Earnings Management: Evidence from Innovation. *Contemporary Accounting Research* 35(1): 525-557.
- Beyer, B. D., S. M. Nabar, and E. T. Rapley. 2018. Real Earnings Management by Benchmark-Beating Firms: Implications for Future Profitability. *Accounting Horizons* 32(4): 59-84.
- Calcagnini, G., A. Gehr, and G. Giombini. 2016. Cash Holdings, Firm Value and the Role of Market Imperfections. A Cross

Country Analysis. *The Economics of Imperfect Markets* 1(1): 50-71.

- Chireka, T., and M. B. Fakoya. 2017. The determinants of corporate cash holdings levels: evidence from selected South African retail firms. *Investment Management and Financial Innovations* 14(2): 78-93.
- Cho, J. E. 2019. The Effect of Competition in the Industry on Excess Return by Changes in Cash. *Journal of the Korea Academia-Industrial* 20(5): 163-169.
- Choi, A., J. H. Chol, and B. C. Sohn. 2018. The Joint Effect of Audit Quality and Legal Regimes on the Use of Real Earnings Management: International Evidence. *Accounting Research* 35(4): 2225-2257.
- Choi, H., H. T. Kim, and S. Pae. 2018. Abnormal Cash Holdings and the Cost of Equity Capital. *Banking and Finance Review* 10(2):55-79.
- Chou, Y. Y., and M. L. Chan. 2018. The Impact of CEO Characteristics on Real Earnings Management: Evidence from the US Banking Industry. *Journal of Applied Finance & Banking* 8(2): 17-44.
- Chung, H. 2017. R&D investment, cash holdings and the financial crisis: evidence from Korean corporate data. *Applied Economics* 49(55): 5638-5650.
- Eldenburg, L. G., K. A. Gunny, K. W. Hee, and N. Soderstrom. 2011. Earnings Management Using Real Activities: Evidence from Nonprofit Hospitals. *The Accounting Review* 86(5): 1605-1630.
- Farooqi, J., T. Ngo, and S. Jory. 2017. Real activities manipulation by bidders prior to mergers and acquisitions. *Review of Accounting and Finance* 16(3): 322-347.
- Gaur, R., and R. Kaur. 2018. Effect of Firm-Specific and Macroeconomic Conditions on Corporate Cash Holdings: Evidence from FMCG Companies in INDIA. *Asia-Pacific Management Accounting Journal* 13(3): 53-77.
- Ge, W., and J. B. Kim. 2014. Boards, takeover protection, and real earnings management. *Rev Quant Finance Account* 43: 651-682.
- Ghaly, M., V. A. Dang, and K. Stathopoulos. 2017. Cash Holdings and Labor Heterogeneity: The Role of Skilled Labor. *The Review of Financial Studies* 30(10): 3637-3669.

- Gleason, K. C., A. J. Greiner, and Y. H. Kannan. 2017. Auditor Pricing of Excess Cash Holdings. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 32(3): 423-443.
- Greiner, A., M. J. Kohlbeck, and T. J. Smith. 2017. The Relationship between Aggressive Real Earnings Management and Current and Future Audit Fees. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 36(1): 85-107.
- Gunny, K. A. 2010. The Relation between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks. *Contemporary Accounting Research* 27(3): 855-888.
- Hoseininasab, H. 2015. Earnings Management based on Real Activities Manipulation and its Impact on Future Economic Performance (Some Evidences of Tehran Stock Exchange). *International Journal of Scientific Management and Development* 3(9): 535-543.
- Jeong, K. H., and S. U. Choi. 2019. Does Real Activities Management Influence Earnings Quality and Stock Returns in Emerging Markets? Evidence from Korea. *Emerging Markets Finance & Trade* 55(12): 2834–2850.
- Joshi, H. 2019. Cash Holding or Net Debt, Which is More Relevant for Indonesian Firms? *The South East Asian Journal of Management* 13(1): 18-36.
- Kafayat, A., K. U. Rehman, and M. Farooq. 2014. Factors Affecting Corporate Cash Holding of Non-Financial Firms in Pakistan. *Acta Universitatis Danubius: Oeconomica* 10(3): 35-43.
- Kassamany, T., S. Ibrahim, and S. Archbold .2017. Accrual and real-based earnings management by UK acquirers Evidence from pre- and post-Higgs periods. *Journal of Accounting & Organizational Change* 13(4): 492-519.
- Ke, P., J. K. Yun, and B. Kinfermichael. 2018. Cash Holding, Income Shifting and Tax. *Journal of Business and Accounting* 11(1), 41-58.
- Kim, J. B., J. J. Lee, and J. C. Park. 2015. Audit Quality and the Market Value of Cash Holdings: The Case of Office-Level Auditor Industry Specialization. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 34(2): 27-57.
- Le, D. H., P. L. Tran., T. Phuong, and D. M. Vu. 2018. Determinants of Corporate Cash Holding: Evidence from UK listed firms. *Business and Economic Horizons* 14(3): 561-569.

- Leggett, D. M., L. M. Parsons, and A. L. Reciting. 2016. Real Earnings Management and Subsequent Operating Performance. *The IUP Journal of Operations Management* XV (4): 7-32.
- Li, P., 2019. Impact of Equity Pledge Behavior on Cash Holding. *Asian Agricultural Research* 11(3): 24-29.
- Lim, J., and S. C. Lee. 2019. Relationship between the Characteristics of CEOs and Excess Cash Holdings of Firms. *Emerging Markets Finance & Trade* 55(5):1069–1090.
- Manoel, A. A. S., and M. B. C. Moraes. 2018. Cash Holdings in Brazil: A Study Considering the Effects of Financial Constraints and the Adoption of International Financial Reporting Standard. *Revista Universo Contábil* 14(2): 118-136.
- Nguyen, T. L. H., L. N. T. Nguyen, and T. P. V. Le. 2017. Firm Value, Corporate Cash Holdings and Financial Constraint: A Study from a Developing Market. *Flinders University and University of Adelaide and John Wiley & Sons Australia* 55(4): 368- 385.
- Paredes, A. A. P., and C. M. Wheatley. 2018. Do Enterprise Resource Planning Systems (ERPs) Constrain Real Earnings Management? *Journal of Information Systems* 32(3): 65-89.
- Park, S. Y. 2016. The Effect of Short-Term Debt on Accrual Based Earnings Management and Real Earnings Management. *The Journal of Applied Business Research* 32(4), 1287-1300.
- Rao, K. T. V., and K. Thaker. 2018. The Speed of Adjustment of Corporate Cash Holdings. *The Journal of Developing Areas* 52(3): 139-152.
- Shiau, H. L., Y. H. Chang, and Y. J. Yang. 2018. The Cash Holdings and Corporate Investment Surrounding Financial Crisis: The Cases of China and Taiwan. *The Chinese Economy* 51(2): 175–207.
- Shieh, G. 2011. Clarifying the Role of Mean Centering in Multicollinearity of Interaction Effects. *British Journal of Mathematical and Statistical Psychology* 64(3): 462-477.
- Shin, M., S. Kim, J. Shin, and J. Lee. 2018. Earnings Quality Effect on Corporate Excess Cash Holdings and Their Marginal Value. *Emerging Markets Finance & Trade* 54(4): 901-920.
- Shin, M., S. Kim., J. Shim, and J. Lee. 2018. Labor Union Effect on Corporate Cash Holdings and Their. *Marginal Value Emerging Markets Finance & Trade* 54(6): 1391–1413.

- Simamora, A. J. 2018. Effect of Earnings Management on Earnings Predictability in Information Signaling Perspective. *Jurnal Akuntansi* (2):173-191.
- Singh, K., and M. Misra. 2019. Financial determinants of cash holding levels: An analysis of Indian agricultural enterprises. *Agricultural Economics* 65(5): 240–248.
- Suffian, M. T. M., Z. M. Sanusi, and N. A. Mastuki. 2015. Real Earnings Management and Firm Value: Empirical Evidence from Malaysia. *Malaysian Accounting Review* 14(1): 25-47.
- Surifah. 2017. The Role of Corporate Governance in The Effect Earnings Management Has on Firm Value. *Journal of Indonesian Economy and Business* 32(1): 51–69.
- Talbi, D., M. A. Omri, and K. Guesmi. 2015. The Role of Board Characteristics in Mitigating Management Opportunism: The Case of Real Earnings Management. *The Journal of Applied Business Research* 31(2): 661-674.
- Umry, M.A, and Y. Diantimala. 2018. The Determinants of Cash Holdings: Evidence from Listed Manufacturing. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies* 4(4): 173-184.
- Vorst, P. 2016. Real Earnings Management and Long-Term Operating Performance: The Role of Reversals in Discretionary Investment Cuts. *The Accounting Review* 91(4): 1219-1256.
- Wang, Z., and Y. Wang. 2019. Ownership, Internal Capital Markets, and Cash Holdings. *Emerging Markets Finance & Trade* 55(7):1656–1668.
- Wijaya, A. L., and Bandi, 2018. The effect of corporate governance and accruals quality on the corporate cash holdings: study on the manufacturing companies in Indonesian Stock Exchange. *Audit Financiar*, 16(151): 415-424.
- Xu, R. Z., G. K. Taylor., and M. T. Dugan. 2007. Review of Real Earnings Management Literature. *Journal of Accounting Literature* 26: 195-228.
- Zahedi, J., E. Talebi, and S. L. Aval. 2015. Ownership Concentration, Cash Holding and Firm Value. *International Journal of Management, Accounting and Economics* 2(8): 902-913.
- Zang, A. Y. 2012. Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management. *The Accounting Review* 87(2): 675-703.