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

دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية

دكتور
سيد سالم محمد أبو سالم
أستاذ مساعد بقسم المحاسبة
كلية التجارة - جامعة الزقازيق
said.abosalm1984@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق
المجلد السادس والأربعون - العدد الثاني - إبريل 2024
رابط المجلة: https://zcom.journals.ekb.eg
دراسة اختيارية على الشركات المساهمة المصرية

سيد سالم عبد أبو سالم
أساتذة مساعد بقسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر

ملخص

في هذا البحث، يتناول الباحث عما إذا كان التأثير المرنى أو الظاهري للاحتفاظ بالندقية على أداء الشركة سيصد عندما يتم تحديد الأداء المقاس لتأثیرات إدارة الدخل. يقيس الباحث أداء الشركة بالإضافة إلى التأثير المحتمل للتلاعب بالدخل على مُثل تلك المقياس باستخدام البيانات المحاسبية. من أجل الحصول على مقياس أداء خالٍ نسبياً من التلاعب، يحتاج البحث التحليل من تأثير الاختيارات الاستراتيجية المحتملة فيما يتعلق بالاستهلاك، الإطفاء، والاستثمار. لذلك، يُستخدم الباحث صافي الدخل قبل البوند الاستثنائي والعمليات المتوقعة مخصساً مهما الاستحقاقات الاختيارية كمقياس لأداء غير المدار. فنظراً لاستبعاد المكونات الاختيارية للإحتفاظ، فإن التباين في هذا المقياس سيعكس الاختيارات في الأداء الحقيقي بدلاً من التأثيرات التجميلية للاتدان في المعدة المحاسبية. اعتمدت الباحث على عينة مكونة من 102 شركة مساهمة مصرية (594 مشاهدة) مقدمة بالبورصة وتنتمى إلى خمسة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالي في الفترة بين عامي 2016 و2021م. وقد أظهرت النتائج البحث أن هناك علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالندقية وأداء الشركة، وأن هذا التأثير المرنى أو الظاهري للإحتفاظ بالندقية على أداء الشركة ظل قائماً عندما تم تحديد الأداء المقاس لتأثیرات إدارة الدخل.

الكلمات الدالة: الإحتفاظ بالندقية، أداء الشركة، إدارة الدخل، الاستثمار الاختياري.
1. مشكلة البحث

بعد الاحتفاظ بالتقدير قراراً مالياً وإدارياً مهماً لأي شركة. ففي الأسواق المالية الكاملة، لا يوجد دافع للشركات للاحتفاظ بقيمة كبيرة، حيث إنه يمكن تحويل الأصول إلى نقية أو الحصول على التمويل بتكلفة أقل من السوق مباشرة عند الحاجة إلى نقية. إلا أن عدم اكتمال الأسواق بسبب تكاليف المعاملات وعدم تمثيل المعلومات، يوفر أساساً منطقياً لاحتفاظ الشركات بالنقية، حيث تتجه الشركات إلى تقديم إشارات إيجابية للمستثمرين والمقرضين من خلال الإفصاح عن مركز نقد قوى، وذلك بهدف الحد من التأثيرات السلبية لمشكلة عدم تمثيل المعلومات، وهو ما يتطلب الاحتفاظ باحتياطيات نقية كبيرة، وبالتالي تتجرب الشركة ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي (Opler et al., 1999; Wai and Zhu, 2013; Nguyen et al., 2016)

"الكاش هو الملك" مفهوم متأثر بهدف استغلال الشركات في مجال الأعمال لتأكيد أهمية السيولة النقدية لدورة الأعمال وضمان استمرار نشاط الشركات، حيث تعكس تلك المصطلحاتfadeIn الإيمان الراسخ لدى رؤى الأعمال بأن السيولة أهم من غيرها من أساليب الادوات الاستراتيجية، وذلك لأنه بدون سيولة نقدية كافية لن تكون الشركات من النجاح في عالم الاستثمار والأعمال. فقد نبات ينظر إلى احتفاظ الشركات بالاحتياطيات النقدية على أنها أمر ضرورياً بشيء إلى حد كبير احتفاظ البنوك المركزية بالاحتياطيات الأجنبية، ورغم أن الأخبار لها معنون محدد بالتشكل، إلا أن الأمر المستمر بينهما هو أهمية النقد للتعامل مع حالات الطوارئ.

بينما كان يعتقد في الماضي أن الاحفاظ بالوسادة النقدية كبيرة يعتبر عقراً إدارياً غير فعال ينطوي على قدر كبير من الإنتهازية الإدارية، ويتم ربط الموضوع بمشاكل حوكمة الشركات، في الوقت الحاضر، قررت أعداد متزايدة من الشركات تكديس الاحتياطيات النقدية كأداة لدعم عمليات النمو وتطوير الأعمال. في الواقع، فإن خيار الاحفاظ بالتقنية يستجيب لهدف ضمان مستويات أعلى من المرونة المالية من أجل قنطح فرص النمو دون تعرض لخطر القيود المالية. يعطى المديرون الأولويه لسياسات التمويل، مع الحفاظ على المرونة المالية، معتقدن أن هذه السماء أكثر أهمية من المزايا الضرورية لذلك، في ضوء العمليات المالية لعوام الأسواق، وتدوير الشركات، وتكامل الشركات، وتخدمية للولايات المفتوحة، هناك تساؤل منخفض مع عدم كفاءة الشركات، والتي قد يكون السبب المباشر لعدم الاستقرار والإفلاس. هناك حاجة للاستثمار الفوري حتى لا تفقد الشركة أي فرصة للنمو. كل هذه الأمور جعلت من إمتلاك احتياطيات نقية كبيرة أداة مرونة مالية ذات أهمية قصوى من أجل المنافسة بنجاح (La Rocca and Cambrea, 2019).

على المستوى الأكاديمي، تم تناول قرارات الاحفاظ بالتقدير على نطاق واسع من خلال الدراسات السابقة في مجال إدارة رأس المال العام، باعتبارها الوسيلة الرئيسية لتسهيل العمليات اليومية للشركات، والاستفادة من فرص الاستثمار المتاحة أمامها، وكذا التغلب على الظروف المالية الصعبة
التي قد تجاهِب شركات. وتشير الأدبيات الخاصة بإدارة السويدة إلى أن هناك سببين رئيسيين لاحتفاظ
الشركات بالنقدي، وهما (Dimitropoulos et al., 2020):

- السبب الأول: هو دافع المعاملات (The Transactional Motive) الذي يقترح أن الإحافظ
بالنقدي يهدف إلى تقليل تكاليف المعاملات عن طريق الوفاء والمدفوعات النقدي للشركة دون
الحاجة إلى الوجوه لتمويل الخارجي أو تصفية الأصول، وكلاهما يؤدي إلى تكاليف كبيرة للشركة.
وبالنظر في الوقت ذاته إلى عدم تمثيل المعلومات الذي يُريد من تكاليف التمويل الخارجي، يمكن
للنقدي المحتمل بها أن تساعده شركات على تمويل فرص الاستثمار المتاحة أمامها، والتي كان
يمكن التنزال عنها (أو الضرحية بها) حال عدم توافر النقدية اللازمة لتمويل تلك الفرص.

- السبب الثاني: هو الدافع الاحتراف أو الوقائي (The Precautionary Motive) الذي يشير إلى
أن الشركات تحتفظ بالنقدي في مدة الأحداث غير المتوقعة والحالات الطارئة، حيث تشكل
الموجودات النقدي المحتفظ بها حاجزاً ضد الصدمات السلبية والأزمات المالية. فقد يساعد هذا
المخزون النقدي المحتفظ به الشركات على التغلب على صعوبات التمويل، تجنب تأثير
المدفوعات، وتوفير فرص الاستثمار عند ظهورها حتى خلال فترات الاضطرابات المالية، الأمر
الذي يسمح بمرور مالية كبيرة للشركات.

ومن الناحية النظرية، يبدو دور السويدة يتغير للجدل، فمقارنةً بفوائد المرونة المالية المتعلقة
بالاحفاظ بالنقدية، هناك العديد من العيوب التي يمكن أن تعرز إليها، مثل جعل التأثير الصافي على
أداء الشركة غير مؤكد. وبالتالي، على مدار العقود القليلة الماضية، أصبح التحقق من تأثير الاحفاظ
 بالنقدية على أداء الشركة محل اهتمام كبير في جميع أنحاء العالم لكل من الأوساط الأكاديمية والمالية.
مثل النقدية المحتفظ بها حاجزاً ضد تغير الظروف الاقتصادية وكالكلف التشغيل. لذلك، عندما ترفع
الأسعار، تزيد الشركات أولاً من النقدية وما يمكنها أن تستخدمه للتنبؤ بالمال. يساعد النقد الإضافي المحتفظ
به الشركة على الحفاظ على عملياتها التجارية، وتتجنب التكاليف المرتبطة بإصدارات رأس المال
الجديدة. ومع ذلك، في حين أن النقدية المحتفظ بها تفيد الشركة، فإنها يمكن أن تؤدي أيضاً إلى عدم
الكفاءة، حيث يمكن للمستويات المرتفعة من النقدية المحتفظ بها أن تخلق تكاليف الوكالة، لأنها توفر
للذين يسعون للاستثمار في المشاريع التي قد تقلل من قيمة الشركة (2022).

Excess (1) فالفاحصة العامة حول الاحفاظ بالنقدية تشير إلى أن القدر الزائد من النقدية المحتفظ بها
يعتبر تكطيك غير فعال لأنه مرتبطة بالإنتهازية الإدارية أو حتى تضارب المصالح (مشكلة
الوكالة) داخل الشركات. فوفقاً لفرضية الإنتهازية الإدارية، فإن الإحفاظ بمستوى مرتفع من الأرصدة
النقدي يوفر للمديرين حرية تصرف أكبر يمكنهم من خلالها تحقيق منافع ومزايا خاصة أكبر على

---

(1) هذا الأمر يجعل بالطبع إدارة النقدية تتطور على مفاضلة بين المزايا والعوامات المرتبطة على الاحفاظ بالنقدية.
حساب رفاهية حملة الأسهم. فعندما يمتلك المديرون تدفقات نقدية حرة كبيرة تحت تصرفهم، فإنه من المحتمل أن يبالغوا أكثر في الاستثمار في أنشطة هامشية أو مشروعات ذات صافي قيمة حالية عالية على حساب مصلحة المساهمين. قد تكون هذه الأنشطة والمشروعات مرضية للمديرون وقد تجلب لهم مزايا مالية أو مكاسب شخصية أخرى (Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1986).

ففي ظل التعاضد المحتمل في المصالح بين الإدارة والمساهمين، فإن الشركات التي سيكون لديها أموال زائدة (أو فائض) ستستثمر في نهاية المطاف بإفادة في مشاريع غير مربحة. وبالتالي، فإن وجود مستوى كبير من التدفقات النقدية سيقود المديرين إلى اختيار سياسات الاستثمار دون المستوى الأمثل (Jensen, 1986; Richardson, 2006).

(3) يجب أن تكون ضوابط الإدارة في التأثير على الصورة المركدة في أخذ المستثمرين بشأن حقيقة الربح، وهذا بالطبع على إفراز أن المستثمرين لا يمكنهم كشف إدارة الدخل تماماً.

(4) يشير مفهوم التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flow) (Jensen, 1986) إلى المجموع الفعلي المنتج من أنشطة الشركة (Disciplinary Actions). إنه نوع من التدفقات النقدية التي يتم عادةً تأسيسها في المشاريع التي تعتبر مربحة. مع ذلك، فإن المستثمرين غالبًا ما ينظرون إلى المصادر الخاصة بالتدفقات النقدية في المشاريع التي تمثل أداة تأسيسية للشركات، حيث يمكن أن تستثمرون في أيская أن تكون أنواعًا أدواتًا للشركات. ومع ذلك، يمكن أن تكون أنواعًا أدواتًا للشركات.

(5) يظهر أن هذا التحدي في تحقيق أهداف الإدارة هو مستندًا إلىBUFFY القوانين المالية، فضلاً عن انتقادات الأدوات التي يكونها المدیرون في تقييم الأهداف المالية. يظهر أن هذه الأدوات تستخدم بشكل منهجي للتحديد المستمر لفوارق الأداء المالية والاقتصادية. فضلاً عن المعايير المعمول بها في تقييم الأداء، يتم استخدامها كأداة لتحديد الأداء المالي. ومع ذلك، يجب أن يكون للمدیرون الفوائد المالية المتصلة بالتدفقات النقدية المختلفة. ومع ذلك، فإن ذلك يشير إلى أن المستثمرين غالبًا ما يستندون إلى المصادر الخاصة بالتدفقات النقدية في المشاريع التي تمثل أداة تأسيسية للشركات. ومع ذلك، يمكن أن تكون أنواعًا أدواتًا للشركات. ومع ذلك، فإن ذلك يشير إلى أن المستثمرين غالبًا ما يستندون إلى المصادر الخاصة بالتدفقات النقدية في المشاريع التي تمثل أداة تأسيسية للشركات. ومع ذلك، يمكن أن تكون أنواعًا أدواتًا للشركات.
ويشير كل من (2016) إلى أن المديرين قد يخترعون في ممارسات متعلقة لإدارة الدخل بهدف إخفاء الأداء المضاد لمشاريعهم (Counter-Performance). هناك حالات موصوفات في الأدبيات المحاسبية من الممكن حدوثها. الحالة الأولى تنشأ عندما يلتزم المديرون بشكل متعمد بإخفاء رقم الربح المفصّح عنه في التقارير المالية لإخفاء الأداء المضاد للاستثمار دون المستوى الأمثل. الحالة الثانية تنشأ عندما يختار المديرون التدخل المتعدّد لتخفيض الأرباح المالية لصالح تمييز الأرباح في السنوات التالية، عندما يبدأ التأثير السلبي للاستثمار دون المستوى الأمثل في الظهور.

من هذا المنطلق، يحاول البحث الحالي التحقق من تأثير الإحتفاظ بالنقدية على أداء الشركة عندما يتم تطبيق الأداء المقص والمتصّح عنه من قبل الشركة بتأثيرات إدارة الدخل. بشكل أكثر تحديدًا، يركز البحث على دور الاستحقاقات الاحترازية (Discretionary Accruals “DAC”) في إدارة الدخـل. (3)

(3) تمثل الاستحقاقات الاحترازية (DAC) المستوى غير المتوقع أو غير المعاد من الاستحقاقات والتي يرجع إلى درج أو تحكم الإدارة لتعظيم أو تدني إيرادات ومسروقات الفترة المحاسبية، مثل: تدخل الإدارة بتعديل أو تغيير شروط من الالتزامات التجارية لزيادة أو تخفيف حجم الديون القائمة، أو تغيير الأسعار أو الأسعار الموكلة في الأرباح، مثل: مراقبة الفعّال أو إخلال الأصول المتقدمة (كـساب، حجم المعاملات الإجبارية، ومناية الفوائد أو إخلال الشرط القياسي لل]&.)

(4) بالإضافة إلى ذلك، يمكن لها بعض فئات التصرف أو الديون المتقدمة في الأرباح باستخدام الاستحقاقات بشكل إيجابي، ومن ثم، يصبح الأرباح مقصّة أقل مؤًوقًا لذات الشركة (Sloan، 1996).


سيظل قياساً متى تم تطبيق الأداء المقص تلك الشركات بتأثيرات إدارة الدخل.
2. هدف البحث
في ضوء مشكلة البحث، يمثل الهدف الأساسي للبحث الحالي في اختيار تأثير إدارة الدخل على العلاقة المدرجة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركات المسماة المصرية، وذلك من خلال التحقق مما إذا كان التأثير المزمن والواضح والمحورين للاحتفاظ بالنقدية على أداء الشركات المسماة المصرية سيظل قائماً مثا تم تحديد الأداء المقاس لكل الشركات تأثيرات إدارة الدخل من عدمه.

3. أهمية البحث
ترجمة أهمية إجراء البحث الحالي إلى عدة عوامل أو اعتبارات نعلم من أهمها ما يلي:
1) يعد البحث الحالي إبتداءً لتلقي البحوث التي درست العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات، إذ يحاول البحث الحالي تقديم دليل إمريكي من البيئة المصرية يسمى في التحقق مما إذا كانت العلاقة المدرجة بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات المسماة المصرية مستطهر بتغطية الأداء المقاس لكل الشركات إلى قيمة غير المدارة، من خلال خصم الاستثمارات الاحتفارية المقدرة لكل الشركات من أرباحها المنشورة.
2) اعتمدت غالبية الدراسات السابقة التي اكتشفت العلاقة المباشرة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة في قياسها لمستوى أداء الشركة على الأرباح المحاسبية الفصيح عنها في التقرير المالي الخارجي للشركة، من خلال مجموعة من المؤشرات المحاسبية التقليدية، مثل: معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، دون الأخذ في الاعتبار التأثيرات التدريبية لمصرة التصريف أو السلطة التقديرية المتاحة للإدارة في الاعتراف، بالإضافة إلى الاستدلالات المحكمة منها النزاع المحاسب، وهو الأمر الذي سبب تقياسه في البحث الحالي، وذلك من خلال إزالة تأثير المحتمل للممارسات المتعلقة بإدارة الدخل من تقديرات الربحية المقصود عنها أو المنشورة قبل حساب تلك المؤشرات، الأمر الذي يجعل تلك المؤسوات أكثر تمثيلاً لأداء المالي الحقيقي للشركة. وعلم هذا الأمر هو ما يميز البحث الحالي عن بقية الدراسات السابقة ذات الصلة.
3) أن وجود ندرة في الدراسات السابقة التي اختبرت تأثير إدارة الدخل على العلاقة المدرجة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة بشكل عام، وفي البيئة المصرية بشكل خاص، يضفي أهمية على البحث الحالي.
4) يعد البحث الحالي إحدى الدراسات المنهجية المتعلقة بقرارات الاحتفاظ النقدية، والتي تعد واحدة من أهم القرارات المالية التي تتابع دوراً حيوياً ومؤثراً في تنظيم شروط المالك، فضلاً عن قد تسبب تلك القرارات من إرتفاع لتكاليف الوكالة حال إساءة استخدام النقدية التي يتم الاحتفاظ بها بإمدادها في مشاريع غير مرتبة.
5) تتوفر نتائج البحث الحالي رؤى حيوية للمستثمرين بشأن استراتيجيات تنويع محفظتهم الاستثمارية، حيث أن معرفة اثر التحيزات التي تتركها التدخل المتعدد في عملية التقرير في الخارج من قبل الإدارة على العلاقة الم仃كة بين الاحتفاظ بالنقائدة والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية، تعد معلومات مهمة للمستثمرين في اختيارهم للشركات المصرية الاستثمار فيها.

4. مراجعات الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الاحتفاظ بالنقائدة وأداء الشركة

أثرت قضية الاحتفاظ بالنقائدة الكثير من الجدل في الأوساط الأكاديمية والمجتمع المال. يلعب الاحتفاظ بالنقائدة دوراً مهماً في إدارة المنظمة. ومع ذلك، سودى الاحتفاظ بممارسات كبيرة من النقائدة إلى تكاليف الفرصة البيضاء، خاصة عندما تغلق الشركة الأنشطة الاستثمارية التي تعتمد على التسافل اختيار الاحتفاظ بالنقائدة. بالإضافة إلى ذلك، قد يتسبب الاحتفاظ بممارسات مرتفعة من النقائدة أيضاً في تكاليف الوكالة بين إدارة الشركة والمساهمين (Jensen, 1986). لذا اتجهت العديد من الدراسات السابقة التي تم إجراؤها في العديد من بلدان العالم نحو اختيار العلاقة بين الاحتفاظ بالنقائدة وأداء الشركة، وذلك بهدف التحقق من طبيعة تلك العلاقة. ويتوفر الجدول التالي (رقم "1") ملخصاً لأهم الدراسات السابقة التي تمكن الباحث من التوصل إليها بشأن علاقة الاحتفاظ بالنقائدة بأداء الشركة على المستوى الإمبريكي.

جدول رقم (1): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة الاحتفاظ بالنقائدة بأداء الشركة

<table>
<thead>
<tr>
<th>الباحث</th>
<th>الممارسات النقلية</th>
<th>حجم العينة</th>
<th>فترة الدراسة</th>
<th>الدولة</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Ahmed and Tahir (2024)</td>
<td>الاحتفاظ بالمكثافات بالنقائدة</td>
<td>81 شركة</td>
<td>2011-2020</td>
<td>222 مشاهدة</td>
</tr>
<tr>
<td>Alnori and Bugshan (2023)</td>
<td>الاحتفاظ بالمكثافات بالنقائدة</td>
<td>3986 مشاهدة</td>
<td>2005-2019</td>
<td>26 مشاهدة</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Ahmed and Tahir (2024)</td>
<td>الاحتفاظ بالمكثافات بالنقائدة</td>
<td>81 شركة</td>
<td>2011-2020</td>
<td>222 مشاهدة</td>
</tr>
<tr>
<td>Alnori and Bugshan (2023)</td>
<td>الاحتفاظ بالمكثافات بالنقائدة</td>
<td>3986 مشاهدة</td>
<td>2005-2019</td>
<td>26 مشاهدة</td>
</tr>
</tbody>
</table>

645
<table>
<thead>
<tr>
<th>تحميل الدراسة</th>
<th>RunLoop</th>
<th>الموقع التنبؤ</th>
<th>المتغير المستقل</th>
<th>حجم العينة</th>
<th>فترة الدراسة</th>
<th>الدولة</th>
<th>الباحث</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>وجود علاقة موجبة بين الاحتفاظ بالنققدية وأداء الشركة</td>
<td>الإحصاء</td>
<td>الإحصاء بالنققدية مقدسا بالنققدية وما بالعاد على الأصول ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدقيرية للأسهم</td>
<td>14209 مشاهدة</td>
<td>2014</td>
<td>فنلندا</td>
<td>Magerakis and Tzelepis (2021)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>وجود علاقة موجبة بين الاحتفاظ بالنققدية وأداء الشركة</td>
<td>الإحصاء</td>
<td>الإحصاء بالنققدية مقدسا بالنققدية وما بالعاد على الأصول ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدقيرية للأسهم</td>
<td>5138 مشاهدة</td>
<td>2016</td>
<td>105 شركة من الدولتين (26 مشاهدة)</td>
<td>POST (2022)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>وجود علاقة موجبة بين الاحتفاظ بالنققدية وأداء الشركة</td>
<td>الإحصاء</td>
<td>الإحصاء بالنققدية مقدسا بالنققدية وما بالعاد على الأصول ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدقيرية للأسهم</td>
<td>414 مشاهدة</td>
<td>2018</td>
<td>نيبال (110 مشاهدة)</td>
<td>Almustafa and Khan (2021)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>وجود علاقة موجبة بين الاحتفاظ بالنققدية وأداء الشركة</td>
<td>الإحصاء</td>
<td>الإحصاء بالنققدية مقدسا بالنققدية وما بالعاد على الأصول ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدقيرية للأسهم</td>
<td>33 مشاهدة</td>
<td>2020</td>
<td>25 شركة</td>
<td>Yun et al. (2021)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>تابع جدول رقم (1): ملخص نتائج الدراسات السابقة عن علاقة الاحتفاظ بالanticipative بداء الشركة</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>---</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>تأثير الدراسة</td>
<td>التصميم</td>
<td>المفهوم التتابع</td>
<td>المفهوم المستقل</td>
<td>حجم العينة</td>
<td>فترة الدراسة</td>
<td>الدولة</td>
<td>الباحث</td>
</tr>
<tr>
<td>وجود علاقة موجبة بين الاحتفاظ بالanticipative وداء الشركة معيّراً عنه بعد التعديل من المقاييسين.</td>
<td>الاحتفاظ بالanticipative بشكل معيّن: العائد على الأصول. والعادد على حقوق الملكية.</td>
<td>الإحتفاظ بالanticipative مقاساً بالanticipative وما في حكمها مقومة على أسهم الشركة.</td>
<td>900 مشاهدة</td>
<td>2016</td>
<td>Émirati</td>
<td>Abori (2020)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>وجود علاقة موجبة بين الاحتفاظ بالanticipative وداء الشركة معيّراً عنه بعد التعديل من المقاييسين.</td>
<td>الإحتفاظ بالanticipative مقاساً بالanticipative وما في حكمها مقومة على أسهم الشركة.</td>
<td>الإحتفاظ بالanticipative مقاساً بالanticipative وما في حكمها مقومة على أسهم الشركة.</td>
<td>167 مشاهدة</td>
<td>2016</td>
<td>Ελλاد</td>
<td>Dimitropoulos et al. (2020)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>وجود علاقة موجبة بين الاحتفاظ بالanticipative وداء الشركة معيّراً عنه بعد التعديل من المقاييسين.</td>
<td>الإحتفاظ بالanticipative مقاساً بالanticipative وما في حكمها مقومة على أسهم الشركة.</td>
<td>الإحتفاظ بالanticipative مقاساً بالanticipative وما في حكمها مقومة على أسهم الشركة.</td>
<td>186 مشاهدة</td>
<td>2018</td>
<td>إسترالي</td>
<td>Dean (2020)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>وجود علاقة موجبة بين الاحتفاظ بالanticipative وداء الشركة معيّراً عنه بعد التعديل من المقاييسين.</td>
<td>الإحتفاظ بالanticipative مقاساً بالanticipative وما في حكمها مقومة على أسهم الشركة.</td>
<td>الإحتفاظ بالanticipative مقاساً بالanticipative وما في حكمها مقومة على أسهم الشركة.</td>
<td>176 مشاهدة</td>
<td>2016</td>
<td>إندونيسيا</td>
<td>Wibawa and Nareswari (2020)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>وجود علاقة موجبة بين الاحتفاظ بالanticipative وداء الشركة معيّراً عنه بعد التعديل من المقاييسين.</td>
<td>الإحتفاظ بالanticipative مقاساً بالanticipative وما في حكمها مقومة على أسهم الشركة.</td>
<td>الإحتفاظ بالanticipative مقاساً بالanticipative وما في حكمها مقومة على أسهم الشركة.</td>
<td>120 مشاهدة</td>
<td>2019</td>
<td>إسبانيا</td>
<td>Adam et al. (2019)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>وجود علاقة موجبة بين الاحتفاظ بالanticipative وداء الشركة معيّراً عنه بعد التعديل من المقاييسين الثلاثة.</td>
<td>الإحتفاظ بالanticipative مقاساً بالanticipative وما في حكمها مقومة على أسهم الشركة.</td>
<td>الإحتفاظ بالanticipative مقاساً بالanticipative وما في حكمها مقومة على أسهم الشركة.</td>
<td>315 مشاهدة</td>
<td>2015</td>
<td>إيطالي</td>
<td>La Rocca and Cambria (2019)</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

النوعية من المصادر: 
- Abori (2020) 
- Dimitropoulos et al. (2020) 
- Dean (2020) 
- Wibawa and Nareswari (2020) 
- Adam et al. (2019) 
- La Rocca and Cambria (2019)
<table>
<thead>
<tr>
<th>الباحث</th>
<th>تعمق النتائج</th>
<th>حجم النتائج</th>
<th>فترة الدراسة</th>
<th>الدول</th>
<th>الدراسة</th>
<th>التصميم</th>
<th>تعمق النتائج</th>
<th>النتائج الدراسة</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Ashhari and Faizal (2018)</td>
<td>يوجد علاقة موجبة بين الإحصاء بالتقديرية وأداء الشركة بالعدد على الأصول والعدد على حقوق الملكية.</td>
<td>الإحصاء بالتقديرية مقاساً بالتقديرية وما إلى حجم النتائج منها 614 مشاهدة في حكمها مقسمة على إجمالي أصول الشركة.</td>
<td>2011-2016</td>
<td>306</td>
<td>51</td>
<td>الحالة المركبة</td>
<td>133 شركة</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Iftikhar (2017)</td>
<td>يوجد علاقة موجبة بين الإحصاء بالتقديرية وأداء الشركة معاً عن المتعدد من المقياسين.</td>
<td>الإحصاء بالتقديرية مقاساً بالتقديرية وما إلى حجم النتائج منها 815 مشاهدة في حكمها مقسمة على إجمالي أصول الشركة.</td>
<td>2015-2016</td>
<td>311</td>
<td>59</td>
<td>الحالة المركبة</td>
<td>65 شركة</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Vijayakumaran and Achuthan (2014)</td>
<td>يوجد علاقة موجبة بين الإحصاء بالتقديرية وأداء الشركة معاً عن المتعدد من المقياسين الثلاثة.</td>
<td>الإحصاء بالتقديرية مقاساً بالتقديرية وما إلى حجم النتائج منها 65 مشاهدة في حكمها مقسمة على إجمالي أصول الشركة.</td>
<td>2007-2011</td>
<td>35</td>
<td>7</td>
<td>الحالة المركبة</td>
<td>3 شركات</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Abushammala and Sulaiman (2014)</td>
<td>يوجد علاقة موجبة بين الإحصاء بالتقديرية وأداء الشركة معاً عن المتعدد من المقياسين الثلاثة.</td>
<td>الإحصاء بالتقديرية مقاساً بالتقديرية وما إلى حجم النتائج منها 76 مشاهدة في حكمها مقسمة على إجمالي أصول الشركة.</td>
<td>2007-2011</td>
<td>35</td>
<td>7</td>
<td>الحالة المركبة</td>
<td>3 شركات</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

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

- اعتمدت تلك الدراسات السابقة في قياسها لمستوى أداء الشركة بشكل رئيسي على الأرباح المحاسبية المفصّل عنها في التقرير المالي الخارجي للشركة، من خلال مجموعة من المؤشرات المحاسبية التقديمية، مثل: معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم، دون الأخذ في الاعتبار التأثيرات التدجيلية المترتبة على حرية التصرف أو السلطة التقديرية المتاحة للإدارة في الاعتراف بالاستحفارات المكونة ليرجح المحاسب، وذلك من خلال إزالة التأثير المحتمل للممارسات المتعلقة بإدارة الدخل من تقييمات الربحية المفصّل عنها أو المنشورة قبل حساب تلك المؤشرات، وهو الأمر يضفي أهمية على التساؤل البحثي، لبحث ما إذا كان التأثير المرني أو الظاهر للاحتفاظ بالتقديرية على أداء الشركة سيظل قائمًا متى تم تعديل الأداء المقاس للشركة بتأثيرات إداري الدخل.

- اعتمدت تلك الدراسات السابقة في قياسها لمستوى النقدية المحتملة بها على إجمالي النقدية وما في حكمها مقسمة على إجمالي (أو صافي) أصول الشركة. دون الأخذ في الاعتبار الأرصدة النقدية وما في حكمها التي تكون مقيدة الاستخدام، مثل: المبالغ الجارية مقابل بطاقات الائتمان، والدائع لأجل المحتمزة كضمان للتسهيلات الائتمانية، حساب البنك الخاص باكتساب زيادة رأس.
المال، الحسابات التجارية المجمدة، الودائع لأجل التي تزيد أحلام استحاقتها عن ثلاثة أشهر... إلخ.

وهو الأمر الذي سيتطلب مرااته في البحث الحالي عند قياس الاحتفاظ بالندفة.

* أن غالبية تلك الدراسات السابقة توصلت إلى وجود علاقة عنيفة (سواء موجبة أو سلبية) بين الاحتفاظ بالندفة وأداء الشركة، وهو ما يشير إلى أهمية قرار الاحتفاز بالندفة كأحد المحددات المهمة لأداء الشركات. لذا، فإن معرفة أثر التحيزات التي تتركها التدخيل المتعمد في عملية التقرير المالي الخارجي من قبل الإدارة على العلاقة المترابطة بين الاحتفاز بالندفة وأداء الشركة للشركات، بانت تقيسة مهمة تحاول البحث الحالي دراستها والتحقق منها، ولعل هذا الأمر هو ما يميز البحث الحالي عن تلك الدراسات السابقة ذات الصلة.

5. تطوير فرضية البحث

تحتفظ الشركات بالندفة (الموارد المالية الداخلية) حتى لا تتكد تكاليف المعاملات الخاصة بجمع الأموال من مصادر التمويل الخارجي في سوق رأس المال، والتي غالبًا ما تتطلب بسبع عدم الكفاءة (La Rocca and Cambra, 2019). وبالتالي فإن التمويل الداخلي يعد أقل تكاليف من التمويل الخارجي، مما يجعله أكثر جاذبية. ويتم تعزيز هذا التفضيل من خلال نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل (Pecking-Order Theory) والمقدرة من قبل كل من (Myers and Majluf, 1984)، والتي تشير إلى عدم تكاليف المعاملات بين المديرين والأطراف الخارجية يمكن أن يؤثر على قرارات الاحتفاظ بالندفة.

فالشركات التي لديها قدر كبير من عدم تكاليف المعاملات ستنجق في الاحتفاظ بزيادة من النذة لتحويل العمليات اليومية، والнемود أمام الإضرابات المالية (Dimitropoulos et al., 2020). لذا، تراجع نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل أن الشركات سنتجة أولاً إلى التمويل الداخلي من خلال النذة المحافظ، ثم تنتقل إلى التمويل بالدين، وإذا لم يكن هناك شيء آخر ممكن، ستعمل على إصدار الأسس الجديدة لجمع الأموال اللازمة لتمويل الاستثمار. (1) فوفقاً لتلك النظرية، يجب على الشركات أن تحصل على التمويل

(2) يمكن السبي الأساسي وراء وقف التمويل الداخلي في صدارة أولويات مصادر التمويل في أنه مصدر عادةً لا يواجه بالمعارضة، إضافة إلى أنه يسير الإيرادات في السن، في الاختصار باستخدام مصادر مفيدة، كما يفيد الشركاء، حقاً يتم تحديث سوق أرباح المال في حالة إصدار المزيد من الأسس. بالإصار كمية كبيرة من الأسس قد تترك أثراً عكسيًا على القيمة السوقية للسهم، كما يحمل أن يُشدد غيرة من مراكز المال داخل الجمعية العمومية. كذلك، لا ينطوي التمويل الداخلي على تكاليف إصدار، كما هو الحال في حالة الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي (هند، 1998). أما السبي الأساسي وراء تعديل فكرة الاعتماد على أسرة جديدة كأحد المصادر المتاحة للتمويل الخارجي، وجعلها في قاعدة أولويات مصادر التمويل، فتعتبر تأثير السبي لإصدار الأسس الجديدة على المساهمين القاضي، خاصة في ظل إقراض ترتيب أولويات مصادر التمويل عند وجود تكاليف في المعلومات بين المستثمرين والإدارة. حيث تقتصر تلك النظرية أن المديرين يتصورون أنهم مصدرين مباشرين في مصافحة المساهمين المحالي، وأنهم يرخصون أسرهم مباشرين في الإصدار. كما أنها تقتصر تلك النظرية أن المستثمرين لا يعرفون قيمة الحقيقة لأي من الأصول القائمة أو الفرص (Under-valued Shares). فيما تقتصر تلك النظرية أن المستثمرين لا يرخصون قيمة الأصول المالية المتاحة استناداً الأوليد. إذا، فإن الإعانة عن إصدار أسر جديدة سوف تدور على الفوائد الأسرة نحو الإخلاص، وهذا الإخلاص في السعر عند الإعانة عن إصدار الأسس (Myers and Majluf, 1984).
الخارجي فقط، عندما يكون التمويل الداخلي غير كافٍ، وهو ما يعني أن الشركات ستستخدم التسلسل الهرمى للتمويل من خلال ترتيب أولويات مصادر تمويلها (Myers and Majluf, 1984).

ويؤدي هذا المنطق في التفكير إلى حقيقة أن المستثمرين ينظرون إلى الاحتفاظ بالنقدية على أنه ذات قيمة بالنسبة للشركة. وبعد الاحتفاظ بالنقدية أمرًا ذا قيمة للمديرين أيضاً، فالاحتفاظ باحتياطات نقدية كبيرة يؤدي إلى المرونة المالية، بحيث يتمكن المديرون من الاستثمار في الفرص عند ظهورها، حتى في الحالات الطارئة غير المتوقعة التي من شأنها أن تقيد الوصول إلى أسواق رأس المال (Almeida et al., 2004). علاوة على ذلك، ستنتمع الشركات في ظل الاحتفاظ بالكثير من الاحتياطيات النقدية بمزايا كبيرة تتعلق بانخفاض الضغوط المالية التي تتعارض لها، وتجنب التعثر المالي في الأوقات الصعبة، وانخفاض تكاليف المعاملات بما يساهم في زيادة أداء الأعمال (Habib et al., 2021; POST, 2022). وبالتالي، فإن الاحتفاظ بالنقدية يمكن أن يكون بمثابة إجراء وقائي.

وتتوفر هذه الدوافع أساسًا إضافية تفسر لماذا يمكن أن يؤدي الاحتفاظ بالنقدية إلى تحسين أداء الشركة.

ومن ناحية أخرى، تم إقتراح العلاقة السالبة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة، على إفتراض تفوق التكاليف على الفوائد المتعلقة بالاحتفاظ بالنقدية، حيث يؤدي الاحتفاظ بأرصدة كبيرة من النقدية إلى تضخيم سماحة الإنتاجية الإدارية ومشاكل الوكالة، مما يؤدي إلى إدارة غير فعالة للموارد، وبالتالي انخفاض أداء الشركة. فوفقاً لكل من (Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1986)، فإن مستوى النقدية المحافظ عليه من قبل الشركة هو نتيجة لمشاكل الوكالة بين المديرين والمساهمين. وقد تؤدي التدفقات النقدية الحرة المرتفعة المتاحة للمديرين إلى قرارات استثمارية مجازفة أو متهورة، إفناق غير عقلاني، وخفض قيمة الشركة.

وفقًا لنظرية التدفقات النقدية الحر (Free Cash Flow Theory)، والتي طورت من قبل (Jensen, 1986)، سير غرب المديرون في الاحتفاظ بأرصدة نقدية كبيرة في الشركة لأسباب إنتاجية. فوفقاً لتلك النظرية، فإن هناك تكاليف إضافية للوكالة ناجمة عن الاحتفاظ بأرصدة كبيرة من النقدية، حيث يمكن للمديرين استخدام تلك النقدية لتحقيق مكاسب شخصية. ويمكن أن يشجع المديرون على الاستمرار في المشروعات ذات القيمة الحالية المتوقعة، أو حتى المشروعات ذات القيمة الحالية السالبة. وهذا يعني أن فائدة الاحتفاظ بالنقدية تقلل كلما أصبحت الأرصدة النقدية المحافظ عليها أكبر.

وفي الاحتفاظ باحتياطات نقدية كبيرة، كما اقترح (Brealey et al., 2003)، ينطوي على "جانب مظلم" نظراً لأن الاحتفاظ بالكثير من الاحتياطيات النقدية يمكن أن يشجع المديرين على التساهل، زيادة مكافاتهم، أو بناء الإمبراطوريات باستخدام الأموال النقدية التي ينبغي توزيعها على المساهمين.
واستنادًا إلى ذلك الحجج النظرية المتنازعة، فإن تقييم العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدة وآداء الشركة ليس من السهل تحديده. لذا، اتجهت العديد من الدراسات السابقة، على النحو السابق عرضاً، نحو محاولة تقدير الأدلة الإمبريقيا بأن طبيعة العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدة وآداء الشركة. ويرى الباحث أن تلك الدراسات السابقة يأخذ عليها اعتبارها في قياس الآداء المالي للشركة بشكل أساسي على الأرباح المحاسبية المنظورة، وذلك من خلال مجموعة من المؤشرات المحاسبية التقليدية، مثل: العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم، دون الأخذ في الاعتبار التأثيرات التوافرية المترتبة على حرية التصرف أو السلطة التقديرية المتاحة للإدارة في الاعتراف بالاستثمارات المكونة لرقم الربح المحاسب، وذلك من خلال إزالة التأثير المحتمل للمسار المتصل بدراسة الدخل من تقديرات الربحية المنظورة عنها أو المنظورة قبل حساب تلك المؤشرات، وذلك لجعلها أكثر تعريحاً عن الأداء الحقيقي للشركة.

فنظراً لأن مستند التقييم المحاسبية، ومن ثم اختيار السياسات والطرق المحاسبية المستخدمة في إعداد تلك القوائم تقع على عاتق الإدارة، فإنه ينشأ عن هذه المفارقة(6) ما يمكن تسميته "المخاطر المحاسبية" والتي يمكن تعريفها بأنها مخاطر ابتداع الصورة المروعة في القوائم المالية عن الحقيقة الاقتصادية لأثار المعاملات والأحداث التي دخلت المنشأة طرفًا فيها لأسباب تتعلق بالاستراتيجية التوافرية المالية المستند إلى سياسات وطرق محاسبية مفتوحة بقليلاً عامًا في إطار محاسبة الاستفادة (أبو العز، 2007). بمعنى آخر، مخاطر ابتداع أو عدم اتفاق الآداء المعلن مع الآداء الفعلي أو الحقيقي (رهندي، 1989).

فقد Báت مستقرًا في الفكر المحاسبي أن الإدارة بإمكانها تطويق الأساليب والتقييدات المحاسبية للتأثير في رقم الربح المنشور حسب استراتيجيات الإدارة وقت التوافر عن الأرباح تقليدياً لمواجهة تعاقدية مبسطة، أو للتغري عن مستوى مرض من الربح باعتباره المقياس التقليدي لأداء الإدارة (أبو العز، 1999). فإذا ساءت الأموال وفشلت الإدارة في تحقيق حقيقية في مستوى أدائها من خلال تحسين الوضع الاقتصادي الحقيقي للمنشأة باتخاذ قرارات تشغيلية وتنموية واستثمارية صلبة، فقد يكون الملاح الأمني أمامها هو أن تدير الطرق والسياسات المحاسبية، فتختار استراتيجية تقرير مالي لتحقيق ما فشلت في تحقيقه في الواقع الاقتصادي "التحكيم الصورة المحاسبية" المزعومة في القوائم المالية (أبو العز، 2007).

(6) المفارقة هنا: الإدارة مستهلكة عن إعداد القوائم المالية بالإصلاح عن معالجات تجذب أصحاب المصلحة في تقني آداء الإدارة والحكم عليها: الممارسة حقيقية، ولكن أساس وجوها هو انطباع الآراء الأولى. الإدارة يحكم الصراحيات بنتشئة المنشأة وعملياتها لديها إدراك مباشر لحقيقية الأوضاع الاقتصادية للمنشأة ولنتائج وأثار عملياتها وأثرًا أكثر من غيرها، ومن ثم فإن الإدارة هي الأقدر على تجارة هذه الأنشطة والعملات إلى أرمان ذات دالة تظهر في القوائم المالية للمنشأة (أبو العز، 2007).
من هذا المنطلق، يمكن القول بأن أداء الإدارة الذي يعكس رقم الربح المحاسبي المنشور هو مزيج أثر اقتصادي حقيقية ونتائج محاسبية مدارة. في إطار محاسبة الاستحقاق، تعبير أخرى، فإن المعرفة الخاصة والمتميزة للمديرين هي مصدر للقيمة الحقيقية الناتجة عن قرارات تشغيلية وتوزيعية واستثمارية جيدة، ولكنها - أي المعرفة الخاصة - تبدأ في الوقت ذاته مصدر للتأثير والتحيز من جانب الإدارة بغية إظهار صورة إيجابية لآرائها. وقد تتضمن الأرباح من نتائج محاسبية مصنعة، بقدر ما ينخفض جودة الأرباح، وتصبح بالتالي الأرباح المحاسبية المنشورة مقياساً مطلعاً للأداء المالي الحقيقي للشركة.

وتدعم الأدلة الإمبريوكريتية المتوفرة في الأدب المحاسبي بشكل كبير العلاقة الميكانيكية أو الآلية (Mechanical Relationship) بين الاستحقاقات اختيارية (أو كما يطلق عليها البعض) الاستحقاقات غير العادية) كمقياس لمستوى أداء الدخل والمقاييس المحاسبية للأداء. وقد توصلت دراسة (2012) (Lopes et al., 2012) والتي أجريت على عينة مكونة من 140 شركة أوروبية (140 مشاهدة) وتنتشر في 40 صناعة مختلفة في سبعية عشر دولة أوروبية تضم كل من: النمسا، بلجيكا، الدنمارك، فنلندا، فرنسا، ألمانيا، اليونان، إيطاليا، لوكسمبورغ، هولندا، النرويج، البرتغال، أسبانيا، السويد، إنجترا في الفترة بين عامي 1997م و٢0٠٣م، وذلك بهدف التحقق من طبيعة العلاقة بين الممارسات المتعلقة بإدارة الدخل والأداء المالي للشركة، إلى نتائج قوية تدعم العلاقة الميكانيكية بين الاستحقاقات غير العادية كمقياس لمستوى إدارة الدخل والمقاييس المحاسبية للأداء المتمثلة في كل من العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية. حيث تشير نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة موجبة سواء بين الاستحقاقات غير العادية الموجبة أو الاستحقاقات غير العادية السلبية المقدرة بواسطة نموذج (العدل من قبل) (Deichow et al., 1995) (Jones) معبراً عنه بأي من المشررين السابقين. وهو ما يعني أن كل من العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية يزيد كلاً ازدادت الاستحقاقات غير العادية الموجبة، وينخفض كلاً أصبحت الاستحقاقات غير العادية السالبة أكثر سالبة.

وعلى نحو مشابه، توصلت دراسة (2012) (Fang, 2012) والتي أجريت على عينة مكونة من 2097 شركة أمريكية (124 مشاهدة) تم الحصول على بيانات من خلال قائدة بيانات لشركات أمريكية مدرجة بالبورصة وتنتشر إلى قطاعات غير مالية في الفترة بين عامي ٢٠٩٦م و٢٠٠٧م، بهدف اختيار العلاقة بين إدارة الدخل والأداء المالي للشركة معبرًاً عنه بالمؤشرات المحاسبية التقليدية المستندة إلى رقم صافي الربح المحاسبى المنشور، إلى وجود علاقة موجبة بين

---

(8) تم تقسيم العينة الكلية في هذه الدراسة إلى عينتين فرعتين، أحدهما ذات استحقاقات غير عادية (اختيارية) موجبة، والأخرى ذات استحقاقات غير عادية (اختيارية) سالبة.

652
الاستحصاقات الاختيارية المقدرة بواسطة نموذج (Dechow et al., 1995) والآداء المالي للشركة معبراً عنه بأي من العائد على الأصول أو العائد على حقوق الملكية.

وباستخدام عينة مكونة من 100 شركة مالية مقدمة ببورصة كوالالمبور وتتمنى إلى قطاعات غير مالية في الفترة بين عامي 2008م و2013م، توصلت دراسة (Ching et al., 2015) إلى وجود علاقة موجبة بين الاستحصاقات الاختيارية المقدرة والآداء المالي للشركة (Dechow et al., 1995) معبراً عنه بالعائد على الأصول.

وفي البيئة المصرية، توصلت دراسة (أبو سالم، 2016) والتي أجريت على عينة مكونة من 120 شركة مساهمة مصرية (76 مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى قطاعات غير مالية في الفترة 2010م إلى 2015م، بهدف التحق وطيعة العلاقة بين إدارة الدخل والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية، وذلك من خلال الاعتماد على نموذج للإنذار الخطى المتعدد، إلى وجود علاقة موجبة بين الاستحصاقات الاختيارية المقدرة بواسطة نموذج (Jones) معبراً عنه بأي من العائد على الأصول، أو العائد على حقوق الملكية على مستوى عينة الدراسة ككل.

وحتى عندما تم تقسيم العينة الكلية للدراسة إلى عينتين كرتينتين: إحداهما ذات استحصاقات اختيارية موجبة (أي عينة الشركات التي تم تسارع تأثيراً على رقم الدخل المنشور بدون زيادته) والآخرى ذات استحصاقات اختيارية سالبة (أي عينة الشركات التي تم تسارع تأثيراً على رقم الدخل المنشور بدون تخفيذه)، توصلت تلك الدراسة إلى ذات النتيجة التي تم التوصل إليها على مستوى العينة ككل.

وبذلك يمكن للباحث، صياغة فرضية البحث الحالي في صورة الفرض البديل، وذلك على النحو التالي:

ألاستحصاقات الاختيارية المقدرة بواسطة نموذج (The Sarbanes-Oxley Act) من المتوقع أن تتأثر العلاقة المذكورة بين الإستفاظ بالنكدية وأداء الشركات المسؤولة المصريه متأثر بنموذج (Pae, 2005) (Jones) بالأداء المالي للشركة معتبراً عنده بالعائد على الأصول.


653
1. تصميم البحث

1.1 مجتمع وعينة البحث

يشمل مجتمع البحث الحالي في الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية في الفترة بين عامي 2012م و2021م، وذلك بعد استعداد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية غير المصرفية. والسبب في استعداد الشركات المالية في هذا البحث هو أن هكل رأس المال للشركات غير المالية يختلف عن نظيره في الشركات المالية. أيضاً، تختلف متطلبات الاحتفاظ بالنقدية لدى الشركات المالية وغير المالية، حيث يجب على الوسطاء الماليين الحفاظ على الحد الأدنى من الاحتفاظات النقدية وفقًا لمتطلبات البنك المركزى، ولذا السبب يكون مستوى الاحتفاظ بالنقدية بالشركات المالية في الجانب أو المستوى الأعلى.

وعلا تأتي منهجية البحث الحالي تتطلب في جانب منها الحصول على مقياس أداء خال نسبياً من التحيزات التي يتركنها التدخل المتعدد في عملية التصوير المالي الخارجي من قبل إدارة الشركة، وهو الأمر الذي يتطلب تقييم الاستجوابات الإحصائية لتعديل الأداء المضمن والمفصّح عن من قبل الشركة إلى قيمة غير المادّة، فذك من خلال استعداد المكونات الإحصائية للاستجوابات من الأرباح المعلنة أو المشتركة، لذا فإنه لابد من وجود تجاس بين شركات كل قطاع من القطاعات الداخلية في عينة البحث، وهو أمر ضرورياً للبحث الحالي، خاصة في ظل اعتماد الباحث في تقدير الاستجوابات الإحصائية بواسطة نموذج (Jones, 1991) على بيانات قطاع مستعرض من الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة، فقد قام الباحث باختيار عينة الشركات التي سيتعد عليها في اختبار فرضية البحث الحالي بالشكل الذي يمكن معه وضع شركات عينة في قطاعات متجانسة، بما يضمن تحقيق دقة التقدير لمستوى الاستجوابات الإحصائية على مستوى شركات العينة.

وقد أنتهى البحث بعد مراجعة طبيعة النشاط والغرض من نشأة كل شركة من شركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية إلى اختيار عينة من الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية يبلغ حجمها 102 شركة (بالمجالي عدد مشاهدات يبلغ 594 مشاهدة) موزعة على خمسة عشر قطاعاً لاقتصادياً متجانساً (ملحق رقم 17) بأسماء شركات عينة البحث، بما يعادل 55، 57، 60، 61، 62، 63، 64، 65 بروابط من إجمالي عدد الشركات المساهمة المقيدة المتاح

سحب عينة البحث الحالي من خلال السنوات الست فترة الدراسة على الترتيب. ويوضح الجدول رقم (2) العينة النهائية للبحث الحالي مصنفة وفقاً للتوزيع القطاعي المفترض من قبل الباحث.

جدول رقم (2): التصنيف القطاعي لشركات عينة البحث

<table>
<thead>
<tr>
<th>الشركات</th>
<th>العدد</th>
<th>القطاع</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>الصناعات البدنية</td>
<td>133</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>الصناعات الدفاعية</td>
<td>26</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>تصنيع وتوزيع الحبوب والمنتجات</td>
<td>48</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>إنتاج وتشغيل الفنادق والمطاعم والمناطق السياحية</td>
<td>46</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>صناعة الأسمدة والمحاصيل</td>
<td>24</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>صناعة الأسمدة والمحاصيل والكيمياويات الزراعية</td>
<td>32</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>صناعة وتجارة دواء الطبخ والتهذيب والوقت</td>
<td>29</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>صناعة منتجات الألبان والبيض</td>
<td>24</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>تخصصات واستراحات الأراضي الورق الصحراء</td>
<td>24</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>الانتاج الداوني</td>
<td>32</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>الزراعة المستدامة ومصانعها</td>
<td>41</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>تقديم الخدمات الطبية والعلاجية</td>
<td>18</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>صناعة الحديد والصلب</td>
<td>18</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>إجمالي</td>
<td>594</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

2.1 مصادر الحصول على بيانات البحث

اعتماد الباحث بشأن الحصول على كافة البيانات الخاصة بشركات عينة البحث الحالي على أربعة مصادر أساسية، وهي: 1) المواقع الإلكترونية الرسمية للشركات المساهمة المقيدة بما تتضمنه من إصدارات وتقارير دورية يوفرها قسم علاقات المستثمرين (Investor Relations)؛ 2) الموقع الرسمي للبورصة المصرية، 3) تقارير إفصاح إلزامية، والتي تتعهد وترسلها الشركات المساهمة المقيدة لإدارة الإفصاح بالبورصة بموجب قواعد القياد والثبات؛ 4) شركة مصر لنشر المعلومات الموثوقة للبورصة المصرية، والتي تقوم على تقديم خدمات نقل بيانات التداول المحلي للشركات المقيدة محلياً ودولياً، وتوفر البيانات الأساسية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

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

النص المصدر: تقرير البورصة المصرية: الشركات التي تتلمي لقطاع البنوك والخدمات المالية غير المصرفي.
2.6 صياغة نماذج البحث والتعريف الإجراي للمتغيرات

سوف يعتمد الباحث بشأن اختبار فرضية البحث الحالي على نموذجين للإنحدار الخطى المتعاون، والذي ينبغي أن يكون على مستوى أداء الشركة المفصل عنه في التقرير المالي الخارجي للشركة، وذلك قبل استعداد التحيزات التي تتركها التدخل المتعاون في عملية التقرير المالي الخارجي من قبل الإدارة، بعد دائرة في كل من مستوى الاحتياط النقدية، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

أداء الشركة المفصل عنه = دالة (مستوى الاحتياط النقدية + المتغيرات الضابطة)

في حين ينبغي النموذج الثاني على أن مستوى أداء الشركة المعدل إلى قيمة غير المدارة، وذلك بعد استعداد التحيزات التي تتركها التدخل المتعاون في عملية التقرير المالي الخارجي من قبل الإدارة، بعد دائرة في كل من مستوى الاحتياط النقدية، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

أداء الشركة المعدل إلى قيمة غير المدارة = دالة (مستوى الاحتياط النقدية + المتغيرات الضابطة)

ومع ذلك، يمكن مقارنة النتائج التي سيحظى إليها كل من النموذجين السابقين، بما يمكن للباحث الموافقة على ما إذا كانت العلاقة بين الاحتياط النقدية وأداء الشركة قد تتأثر بالتحيزات التي تتركها التدخل المتعاون في عملية التقرير المالي الخارجي من قبل الإدارة من عدمه، ومن ثم، يمكن للباحث التحقق مما إذا كان التأثير المرنين أو الظاهرى للإحتياط النقدية على أداء الشركات المساهمة المصرية سيظل قائماً مع التدخل المتعاون لتلك الشركات بتأثيرات إدارة الدخل من عدمه.

وبناءً على ذلك، يمكن صياغة نموذج البحث الحالي على نحو التالي:

\[
FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{it} + \beta_2FSIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 BOIND_{it} + \beta_5 BOSIZE_{it} + \beta_6 DUAL_{it} + \beta_7 INSOWN_{it} + \epsilon_{it} \]  

(1)

DAC-AdjFP_{it} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{it} + \beta_2FSIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 BOIND_{it} + \beta_5 BOIND_{it} + \beta_6 DUAL_{it} + \beta_7 INSOWN_{it} + \epsilon_{it} \]  

(2)

حيث:

- ثابت الإحصاء;
- معامل الإنحدار لمتغير الاحتياط النقدية;
- معاملا الإنحدار للمتغيرات الضابطة;
- المتبقي إحصائياً من تقدير النموذج الخطأ العشوائي (t);
- الأداء المالي المعلن أو المفصل عنه من قبل الشركة (i) في الفترة (t).

656
ويوضح الجدول رقم (3) وصفاً لمتغيرات البحث الحالي، والمتغيرات الضابطة على النحو التالي:

### جدول رقم (3): التعريفات الإجربية لمتغيرات البحث

<table>
<thead>
<tr>
<th>المتغير الإجربى للمتغيرات</th>
<th>المتغير المتغير</th>
<th>رمز المتغير</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>الفترات (الأداة الشرائية)</strong></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- FP&lt;sub&gt;i&lt;/sub&gt;</td>
<td>أداء الشركة المعنى (المتغير عنده)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Unmanaged</td>
<td>أداء الشركة المعنى إلى قيمة غير المدارة (Performance)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- DAC-AdjFP&lt;sub&gt;i&lt;/sub&gt;</td>
<td>أداء الشركة المعنى إلى قيمة غير المدارة (DAC-Adj)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>الفترات (الاحتياط النقدية)</strong></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- CASH&lt;sub&gt;1&lt;/sub&gt;</td>
<td>الاحتفاظ النقدية (الموارد الأولية)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- CASH&lt;sub&gt;2&lt;/sub&gt;</td>
<td>الاحتفاظ النقدية (الموارد الثانية)</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

**الفترات:**
- **الموارد الأولية (CASH<sub>1</sub>):** ويتمثل هذا المقياس في إجمالي النقدية وما في حساب البنك للاستهلاك (أو يمكن أن يكون نقدًا معلوماتية). وعند هذا المقياس يتم قياس النقاط النقدية للمتاجر لإجمالي إمساكم في نهاية الفترة. ووفقًا لهذا المقياس تتضمن النقاط النقدية المحتملة فيما يتعلق بالبنك أو الخزينة والธนาคาร لصالح طلب وما في حساب الاستثمارات قياسة الأردقالتها. ويتم تحليلها بسهولة إلى مبلغ تقدمي محدد ويكون خطر تعرضها لغيض من قياسات مجهدة.

- **الموارد الثانية (CASH<sub>2</sub>):** وهو يعد طريقة مثيرة لاحتفاظ النقاط النقدية محتملة بما في جمع الشركة، حيث يتم تحليل هذا المقياس في إجمالي النقدية وما في حساب البنك للاستهلاك (أو يمكن أن يكون نقدها معلوماتية). وعند هذا المقياس يتم قياس النقاط النقدية للمتاجر لإجمالي إمساكم في نهاية الفترة. ووفقًا لهذا المقياس تتضمن النقاط النقدية المحتملة فيما يتعلق بالبنك أو الخزينة والธนาคาร لصالح طلب وما في حساب الاستثمارات قياسة الأردقالتها. ويتم تحليلها بسهولة إلى مبلغ تقدمي محدد ويكون خطر تعرضها لغيض من قياسات مجهدة.

*657*
نتاج جدول رقم (3) : التعريفات الإجراية لتغييرات البحث

- **التغيرات الإجراية للمتغيرات**
  - **العنصر**
  - **العنصر**
  - **العنصر**

- **المتغيرات**
  - **المتغير**
  - **المتغير**
  - **المتغير**

**المتغيرات**

<table>
<thead>
<tr>
<th>المتغير القياسي للمتغيرات</th>
<th>رمز المتغير</th>
<th>اسم المتغير</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>نعم الشركة</td>
<td>FSIZE</td>
<td>النسبة المالية (المدينة)</td>
</tr>
<tr>
<td>يتم قياسها من خلال قيمة إجمالي التدفقات (المدفوعة وغير المتداولة) على إجمالي القيمة</td>
<td>LEV</td>
<td>الرغبة الفنية (المدينة)</td>
</tr>
<tr>
<td>يتم قياسها بعد عدد أعضاء مجلس الإدارة للشركة في الفترة</td>
<td>BOSIZE</td>
<td>الرغبة الفنية (المدينة)</td>
</tr>
<tr>
<td>يتم قياسا بالنسبة للإدارة غير التنفيذية في مجلس الإدارة للشركة في فترة</td>
<td>BOIND</td>
<td>الرغبة الفنية (المدينة)</td>
</tr>
<tr>
<td>يتم قياسها بمثابة نسبة الأسهم المشتركة في شركة</td>
<td>DUAL</td>
<td>الرغبة الفنية (المدينة)</td>
</tr>
<tr>
<td>يتم قياسها من خلال قيمة إجمالي التدفقات (المدفوعة وغير المتداولة) على إجمالي القيمة</td>
<td>INSOWN</td>
<td>الرغبة الفنية (المدينة)</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**الخطوة الأولى: تقدير إجمالي الاستحقاقات**

يعتبر تحديد إجمالي الاستحقاقات "TAC" (Total Accruals)最大程度 الاستحقاقات الإجراية قوةً واستخداماً من قبل الدراسات السابقة في تجزئة إجمالي استحقاقات الشركة إلى شبيها الإخباري وغير الاختياري. ويتعلق استخدام نموذج (Jones, 1991) لتقدير مستوى الاستحقاقات الإدارية القيمом

**الخطوة الأولى: تقدير إجمالي الاستحقاقات**

يعتبر تحديد إجمالي الاستحقاقات "TAC" (Total Accruals) لجوبinvest: Invest in the results of the previous study, where it is evident that the use of the (Jones, 1991) model is employed in the research to calculate the cumulative balance of the receipts, and this is how he is proposed using Equation (3):

\[
TAC_{ij} = EBEXI_{ij} - CFO_{ij} \tag{3}
\]

حيث

- إجمالي الاستحقاقات للشركة (i) في القطاع (j) خلال الفترة (t): \[TAC_{ij} \]
- إجمالي العائدات المتوقعة وخدمات القطاع (i) في القطاع (j) خلال الفترة (t): \[EBEXI_{ij} \]
- التدفقات النقدية التشغيلية للشركة (i) في القطاع (j) خلال الفترة (t): \[CFO_{ij} \]
الخطوة الثانية: تقدير الاستحقاقات الاختيارية

بعد الانتهاء من تقدير إجمالي الاستحقاقات، طبقاً للمعادلة رقم (3)، يتم في الخطوة التالية تقسيم وتجزئة إجمالي الاستحقاقات إلى جزئين، وذلك كما هو موضح بالمعادلة رقم (4): 

\[ TAC_{ijt} = NDAC_{ijt} + DAC_{ijt} \]  

حيث:

- \[ NDAC_{ijt} \] = الاستحقاقات غير الاختيارية (المقدرة بواسطة مقدمة NDAC_{ijt}).
- \[ DAC_{ijt} \] = الاستحقاقات الاختيارية (المقدرة بواسطة مقدمة DAC_{ijt}).

ويتمثل المنطقة الأساسية التي يبني عليها نموذج (Jones, 1991) في أن الاستحقاقات غير الاختيارية ليست ثابتة على مدار الزمن. لذلك، وضعت دراسة (Jones, 1991) نموذج الإمداد والانحدار الخطي التالي (معادلة رقم "5") لاحتمال الاستحقاقات للتحكم في تغييرات التغييرات التي تطرأ على الظروف الاقتصادية للشركة عند قياس الاستحقاقات غير الاختيارية.

\[ TAC_{ijt}/TA_{ijt-1} = a_1[I/TA_{ijt-1}] + a_2[\Delta REV_{ijt}/TA_{ijt-1}] + a_3[PPE_{ijt}/TA_{ijt-1}] + \epsilon_{ijt}, \ldots (5) \]

حيث:

- \[ TAC_{ijt} \] = إجمالي أصول الشركة في الفترة \( t \) (القطاع) \( j \) (شركة) \( i \) (بداية الفترة).
- \[ TA_{ijt-1} \] = إجمالي أصول الشركة في الفترة \( t-1 \) (القطاع) \( j \) (شركة) \( i \) (بداية الفترة).
- \[ \Delta REV_{ijt} \] = التغير في إيرادات الشركة في القطاع \( j \) (شركة) \( i \) (بداية الفترة) من الفترة \( t-1 \) إلى الفترة \( t \).
- \[ PPE_{ijt} \] = إجمالي الألات والمعدات والتجهيزات للشركة في القطاع \( j \) (شركة) \( i \) (بداية الفترة).

وبكون قيمة الاستحقاقات الاختيارية (DAC_{ijt}) عبارة عن الباقي إحصائياً (\( \epsilon_{ijt} \)) من تقدير المعادلة رقم (5)، أي أن الاستحقاقات غير الاختيارية (NDAC_{ijt}) يتم تقديرها على النحو التالي:

\[ NDAC_{ijt}/TA_{ijt-1} = \hat{a}_1[I/TA_{ijt-1}] + \hat{a}_2[\Delta REV_{ijt}/TA_{ijt-1}] + \hat{a}_3[PPE_{ijt}/TA_{ijt-1}] \]  

(6)

ومن ثم، يتم التوصل إلى قيمة الاستحقاقات الاختيارية (DAC_{ijt}) من خلال المعادلة رقم (7):

(7) تم قسمة جميع متغيرات نموذج (Jones, 1991) على إجمالي أصول الشركة أول الفترة (إلى أتم تشكيل الفروق في أجمالي الشركات). لذا، فإن حجم الاستحقاقات الاختيارية لكل شركة يكون معبراً عنه كنسبة من إجمالي أصولها أول الفترة.
واسطة كل من التغيير في الإيرادات (ΔREV_{ij}), وإجمالى الألات والمعدات والتجهيزات (PPE_{ij}) إلى نموذج بأنه للتحكم في التغيرات التي تطرأ على الاستحقيقات غير الاختيارية والتالية عن التغيرات في الظروف الاقتصادية للشركة. حيث تشير دراسة (Jones, 1991) إلى أن إجمالي الاستحقيقات تشمل على تغيرات في حسابات رأس المال العامل مثل المدينين والمخزون والدائنين والتي يعتمد حجمها إلى حد بعيد على التغيرات التي تطرأ على الإيرادات. ولذلك، تم استخدام الإيرادات للتحكم في المحيط الاقتصادي للشركة، وذلك لأن الإيرادات - على حد تعبيرها - تعتبر مقياس موضوعي لعمليات الشركة قبل تدخلات الإدارة للتأثير على رقم الدخل. كما أشارت دراسة (Jones, 1991) إلى أنه تم إدراج إجمالي الألات والمعدات والتجهيزات (PPE_{ij}) ضمن نموذج التحفيز في الجزء غير الاختياري من الاستحقيقات الإجمالية والمتعلق بمصروف الإهلاك. (14)

وتشير دراسة (Defond and Jiambalvo, 1994) إلى أن النهج الذي اعتمد عليه دراسة (Jones, 1991) في تقدير معامل نموذجها يقوم إلى حدوث تغيير في العينة الدراسة أو Survivorship and Selection عند انتهاء الشركات التي سيتم الإبقاء عليها ضمن العينة المختارة (Bias)، حيث إن الشركات بدلاً من كافب من المشاكل والتي من أفضائها من عينة الدراسة لضمان كفاءة التقديرات المتحصل عليها، في نفس الوقت الذي يفترض فيه تفعيل معظم النموذج بالثبات أو الاستثمار. وللتغلب على تلك الفوائد، فقد اقترح دراسة (Defond and Jiambalvo, 1994) تقديم معامل نموذج (Jones, 1991) بالاعتماد على بيانات قطاع مستعار من الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة بدلاً من تقديمها من بيانات سلسة زمنية طويلة للشركة لكل شركة من شركات العينة. من هذا المنطلق، سوف يعتمد البحث الحالي في تقديم معامل نموذج (Jones, 1991) على بيانات قطاع مستعار من الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة.

6.5 مبادئ إضافة التغييرات الضاغطة إلى نماذج البحث

1. حجم الشركة

يشير (Buzzell et al., 1975) إلى أن حجم الشركة أو حسنها السوقي هو المفتاح إلى الربحية، فكلما كان حجم الشركة كلما زادت ربحيتها، وازداد بالتالي العائد على الاستثمار الذي تحقق. ويرجع كل من (هويدي، 1991؛ 1975) وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة وأدائها المالي.

1.5.6 التغييرات في الإيرادات (ΔREV_{ij}) (14) أشارت دراسة (Jones, 1991) إلى أنه تم استخدام إجمالي الألات والمعدات والتجهيزات وليس التغيير في إجمالي الألات والمعدات والتجهيزات، لأن ما يتم إدراجه ضمن إجمالي الاستحقيقات هو إجمالي مضروب إهلاك وليس التغيير في مضروب الإهلاك.

1.5.7 التغييرات في الإيرادات (ΔREV_{ij}) (15) أشارت دراسة (Jones, 1991) في تقدير معامل نموذجها على مشاكل سلسة زمنية طويلة للشركة التي تتراوح مدةها ما بين 30-35 سنة لكل شركة من شركات عينة الدراسة التي بلغ عددها (23) شركة تنتمي إلى (5) صناعات مختلفة هي: السيارات، الحديد، الكربون، الإستانليس، النحاس، والأحذية.

660
 إلى ثلاثة أسباب رئيسية، وهي: 1) اقتصادات أو وفرات الحجم، فالشركات كبيرة الحجم تتمتع بمزايا اقتصادات الحجم الكبير في أوجه النشاط المختلفة من توظيف وإنتاج وتضاؤ، وهو ما يمكنها من استخدام طرق تشغيل أكثر كفاءة، و 2) القدرة أو الطاقة التسوية، حيث يعتقد كثير من الاقتصاديين أن الشركات كبيرة الحجم تحصل أرباح أكبر من مثيلاتها صغيرة الحجم بسبب ما تتبعه من إمكانيات تسوية عالية، الأمر الذي يعطيها قدرة أكبر في التفاوض بحيث تستطيع الحصول على عوامل الإنتاج بتكلفة أقل، وتحقيق أسعار مرتفعة لمنتجاتها؛ 3) كفاءة أو مهارة الإدارة، حيث تتمتع الشركات كبيرة الحجم بتوفير إمكانيات إدارية ذات كفاءة ودقة عالية مقارنة بثثيلاتها في الشركات صغيرة الحجم، وهو أمر يساعد في تحقيق مزايا نفسية في العديد من المجالات مثل الرقابة على التكاليف، والاستغلال الكف للموارد البشرية المتاحة، مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق معدلات ربحية مرتفعة.

وعلى النقيض من وجهة النظر السابقة، يشترك في ملاحظة علاقة سالب بين حجم الشركة وأدائها المالي، نتيجة إخفاق المراقبة أو التحكم من قبل الإدارة على الأنشطة الاستراتيجية والتشغيلية للشركة مع زيادة حجمها. بمعنى آخر، قد يسبب التضخم الزائد في الحجم ترهل تنظيمي وإخفاق الإنتاج، مما يؤدي إلى تأثير سلبية على الأداء المالي للشركة.

2.0.6 الواقعة المالية (المديونية)

يشير (1977) (Myers) إلى أن زيادة الاعتماد على التمويل بالدين قد يدفع المديرين إلى التصرف بالشكل الذي يحقق مصلحة المساهمين من خلال النخلة في المشروعات ذات صدى في قيمة الحالية الموجبة، فالشركات التي تزايد لديها مستوى المديونية يتزايد بها التعرض للوكالة بين المساحين وأصحاب العقود، نظرًا لأن المساهمين في هذه الشركات يتواجد لديهم دفع قوي لتخفيف الاستثمارات، وذلك فيما يعرف بمشكلة "نقص الإنتاج"، وإمكانية أكبر للاستعاضة بتحويل أو نقل المخاطر. وهو ما يشير إلى أن التمويل بالدين قد يكون له تأثير سلبي على أداء الشركة، خاصة بالنسبة للشركات التي يتواجد لديها فرص للنمو (1995). (McConnell and Servaes).

من ناحية أخرى، يرى (1997) (Gul and Tsui) أنه كلما زاد اعتماد الشركة على الديون في تمويل نشاطاتها، فإن اشتراعات أو تعهيدات المديونية التي تتعرض لها الشركة من قبل المقرضين تعمل على تقيد الإفراج غير المثالي للمستثمرين، وتحت مراقبة أكبر من قبل هؤلاء المقرضين بهدف حماية أموالهم. وهو ما قد يؤدي إلى تدهور وتعزيز أداء الشركة. أي، يرى (1986) (Jensen) أن إرتفاع نسبة المديونية سوف يثبط المديرين عن إصدار التدفقات النقدية الحرة الخاصة بالشركة في أستثمارات غير مربحة، وذلك من خلال إجبار المديرين على دفع الأموال الفائضة أو الزائدة لخدمة
الدين، الأمر الذي يسهم في كبح الإنتاجية الإدارية المتعلقة بإهدار تلك الفوائض النقدية في مشروعات ذات صافي قيمة عالية سالبة، مما ينعكس بالإيجاب على أداء الشركة.

2.5.6 حجم مجلس الإدارة

John and Senbet, 1998; Dalton et al., 1999; Kiel and Nicholson, 2003 يشير كل من (1) أن مجال الإدارة كبيرة الحجم تكون أكثر قيمة من المجال الصغير على اجتذاب مدى واسع من المديرين الذين تتوفر لديهم الخبرات والمهارات المتنوعة التي تسهل من أداء المجال لمهامه ووظائفه، وتعمل على تحسين عملية صناعة القرارات داخل الشركة، فضلاً عن أن مجالات كبيرة الحجم تخطى فرصة أكبر للتعبير عن مصالح المساهمين، ومن ثم فإنها تكون أقل عرضة لسيطرة أو هيمنة المدير التنفيذي الأول، الأمر الذي قد يترك أثاراً إيجابياً على أداء الشركة.

Lipton and Lorsch, 1992; Jensen, 1993; Eisenberg et al., 1998 تصرفات الإدارة التنفيذية للشركة مقارنةً بمجال الإدارة كبيرة الحجم، وذلك انطلاقاً من أن مجال الإدارة كبيرة الحجم قد تعاني من مشاكل قصور عملية التنسيق والاتصال بين أعضائها، بالشكل الذي ينال من جودة عملية صناعة القرارات داخل الشركة، مما يقسم بالتالي من فعالية تلك المجالات في Haniffa أداء الدور الإشرافي والرقابي المنوط بها، ومن ثم تراجع أداء الشركة (1) أيضاً. يرى (2) أن مجال الإدارة صغيرة الحجم تعد أكثر فعالية في كبح دوافع المديرين نحو التهرب من مسؤولياتهم تجاه الشركة، كما أنها تساعدها على سرعة إنجاز القرارات الخاصة بالشركة، وذلك انطلاقاً من أن مجالات الإدارة صغيرة الحجم تكون أقل تقييداً بمشاكل البيروقراطية وأكثر وظيفية في القيام بهم.

4.6 استقلالية مجلس الإدارة

لعب مجلس إدارة الشركة دوراً مهماً وحاسماً في وضع الأهداف الإستراتيجية لها، وإقرار الإستراتيجيات والسياسات العامة التي تهيمن على سير العمل بها. لذلك، فإن قرارات المجال تأثير كبير على أداء أي شركة (وزارة الاستثمار، 2011). ويوجد أغلبية من المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس إدارة الشركة عاملًا أساسياً لدعم موضوعيته واستقلاليته في القيام بواجباته الإشرافية تجاه

---

(1) يشير (1993) إلى أن هذه النقطة تحديداً، إلى أنه من المحتمل أن تأخذ العلاقة بين حجم مجلس الإدارة ومستوى أداءه شكل حرف (U) المعد لل.management or the monopolistic (Inverted “U” Relationship)، حيث أن أداء المزيد من المديرين إلى مجال الإدارة فإن ذلك يضيف إلى مزيج المهن المتوفرة بما يزيد من مسؤولياته، ومن ثم مستوى أداء الشركة، حتى يتم الوصول إلى النقطة التي تفوقي عنها الإثار السلبية الناجمة عن إضافهم المزيد من المديرين إلى مجال الإدارة من الناحية الإضافية الناجمة عن زيادة أو تجفيف مزيج المهارات المتاحة.

662
الإدارة التنفيذية للشركة (سليمان، ٢٠٠٢). أيضاً، يعد وجود أغلبية من المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس إدارة الشركة عملاً أساسيًا في جعل المجلس يبدو أكثر فعالية في الحد من الاختلافات الإدارية، وذلك انطلاقًا من أن سيطرة الأعضاء الداخلية (المنفذيين) على مجلس الإدارة في ظل ما يتمتعون به من معلومات هائلة عن كافة الأوضاع الاقتصادية للشركة، يمكن أن يقود إلى توازن الإدارة التنفيذية ضد مصالح المالك، ومحاولة استنفاذ ثرواتهم من خلال تغليب مصلحتها الذاتية على مصالح المساهمين (Fama، ٨٠٨٠; Williamson، ٨٤).

وعلى النقيض من وجهة النظر السابقة، يرى عدد آخر من الدراسات السابقة (مثل: Agrawal and Knoeber، ٩٦٥٦; Yermack، ٩٩٩٩; Bhagat and Black، ٩٩٩٩; Weir et al., ٢٠٠٢; Marashdeh، ٢٠١٤) أن الشركات التي يكون لديها نسب مرتفعة من المديرين غير التنفيذيين داخل مجلس إدارة她们 تكون أكثر احتمالًا للتعترض لانخفاض الأداء، ربما يرجع ذلك للأسباب التالية: ١ أن المديرين غير التنفيذيين يكونون عادةً ملحدين بدوام غير كامل، أو حتى موظفين شرفيين، الأمر الذي يفوض من قدرتهم على المراقبة وإصدار التوصيات والمعايير للمجلس، لأن نقص المعلومات التي يتزاول لديهم، يفاقمهم للمعرفة والخبرة بالأنشطة اليومية للشركة يقلل من قدرتهم على القيام بدورهم المطلوب بكفاءة؛ ٢ قد يكون للمديرين غير التنفيذيينالتزامات أو تعودات أخرى، والتي قد تؤثر على إخلاصهم أو تفانيهم في مباشرة المراقبة الفعالة، فعلى سبيل المثال، قد يكون للمديرين غير التنفيذيين مديرون تنفيذيين في شركات أخرى، الأمر الذي قد يفوض من حوافزهم لتنفيذ دورهم وواجباتهم بكفاءة؛ ٣ قد يكون هناك بعض الإتصالات الخاصة بين المدير التنفيذي الأول والمديرين غير التنفيذيين، وهذا يقلل بالتالي من إسهامات الآخرين، خاصة إذا ما تم تعيينهم لفترات طويلة في الشركة. ومن ثم، قد لا يكون للمديرين غير التنفيذيين دور فعال في مراقبة الإدارة التنفيذية، الأمر الذي يعود إلى تراجع أداء الشركة.

٥.٦ إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول

تشير إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول (CEO Duality) إلى الحالات التي يتم فيها الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) من قبل ذات الشخص (١٢). ويرى كل من (Fama and Jensen، ٨٣) أن وجود إزدواجية في دور المدير التنفيذي الأول يعد

(١٦) يعرف دليل الحكومة المصرية في نسخته المحدثة الصادرة في يوليو ٢٠٠٢م رئيس مجلس الإدارة بأنه: "عضو مجلس الإدارة الذي يختاره أعضاء المجلس من بينهم لرئاس اجتماعات المجلس، ويكون الممثل القانوني للشركة." حيث يقيادة المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) بأنه: "عضو مجلس الإدارة الذي ينتخبه مجلس مجلس الإدارة للعمل في الإدارة العامة للشركة، ويكون الممثل القانوني للشركة، ويقلل حرية السلطة التنفيذية بها، ويحد مجلس الإدارة اختصاصاته ومكافحته" (قرة ٢/١). وهذا استناداً للأواقع المصرية بشأن تحديد العلاقة بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) داخل الشركات المصرية، نجد أن لديها الحكومة المصرية في نسختها الثانية الصادرة في مارس ٢٠١١م ينادى بصورة أن "كود رئيس مجلس مستندًا على إدارة المجلس، ويحقق أهدافه، بينما يكون العضو المنتدب مستندًا وحده على إدارة الشركة وفق تقارير دورية للمجلس، وليس للمجلس أو رئيس النتشر في الإدارة اليومية للشركة إلا استثناء إذا عجز العضو المنتدب عن القيام به، ولا يعين إلى عضو مندوب آخر" (قرة ٢/١).
إشارة على غياب الفصل بين إدارة القرار ورقابة القرار، الأمر الذي يُفيد من استقلالية مجلس الإدارة، ويقلل من قدرته على أداء الدور المنوط به بشأن توجيه ومراقبة تصرفات الإدارة التنفيذية للشركة.

باستخدام (Jensen, 1993; Lai, 2009) لتقد المدير التنفيذي الأول لمنصب رئيس مجلس الإدارة يجب قادراً على التحكم في جدول أعمال المجلس، والتأثير في شئ قراراته بشكل توافق مع مصالح الإدارة التنفيذية للشركة، فضلاً عن تدخله بشكل كبير في عملية عمل وتعيين أعضاء المجلس وحاولته الاحتفاظ بمنصب لفترة ممكّنة. ومن ثم، فإن دمج تلك الأدوار والمسؤوليات في يد شخص واحد يعد تركيزاً للسلطة، كما أنه يزيد من احتمالات نشوب تعترضات على الوكالة نتيجة سعي الإدارة التنفيذية للشركة لتحقيق مصالحها الذاتية أو الشخصية بشكل إفرازى على حساب باقي الأطراف الأخرى ذات المصلحة في الشركة (1983) ).

وقد يقال أن الفصل الثانى بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول، وفقاً لنظريه الوكالة، يجعل المجلس قادرًاً على ظهور فاعلية أكبر في توجيه ومراقبة تصرفات الإدارة التنفيذية، ويجب على الشركة مخاطر الوقوع تحت سيطرة أو هيمنة الإدارة التنفيذية، الأمر الذي يؤدي إلى تحسين أداء الشركة.

(Jensen, 1993; Daily and Schwenk, 1996)

وعلى النقيض من وجهة النظر السابقة، يشير (Brickley et al., 1997) إلى أن غالبية المناقشات التي دارت بشأن الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول تجاهلت تماماً قضايا على جانب كبير من الأهمية، تتبعًا أولها، بحوز المدير غير التنفيذي (الخارجي) الذي يتقلد منصب رئاسة المجلس، حيث أنه على الرغم من أن الفصل بين المنصبين يمكن أن يقلل من تكاليف الوكالة المتعلقة بمراقبة سلاك المدير التنفيذي الأول، إلا أنه يؤدي تكاليف وكالة جديدة تتطلب بمراقبة سلاك رئيس مجلس الإدارة، خاصةً وأن منح رئيس مجلس الإدارة حقوق متزايدة لاتخاذ قرارات بشأن أمور من قبل عزل المدير التنفيذي الأول، إعداد جدول أعمال المجلس، قد يزيد من شعور المساهمين بالقلق إزاء إمكانية جنى رئيس مجلس الإدارة لمنافع إضافية، مستوى الجهد المبذول، وتفضيل الاستثمار. أما القضية الثانية، فتعلق بتكلفة المعلومات، حيث يستوجب الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة القيام بعملية نقل مكافئة وغير مكتملة عموماً لمعلومات حرجة بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة، وهو ما يعني أن التكاليف المترتبة على الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة تكون أكبر من الفوائد التي يحققها هذا الفصل لمعظم الشركات الكبيرة. لذا، يرى كل من (Donaldson and Davis, 1991) أن وحدة إدراة من دور المدير التنفيذي الأول يقلل من التضارب المتعلق بتبادل المعلومات أو الاتصال في بينات تتم بعدم التآكذ، ويجعل الشركة تمتع بالمنافع التقليدية لوحدة التوجيه والقيادة، الأمر الذي يسهم في تحسين أداء الشركة.
6.5.6 الملكية المؤسسية

يشير كل من (Bange and De Bondt, 1998; Chung et al., 2002) أن المستثمرين المؤسسيين يتولون لديهم الموارد، القدرات، المهارات، والفرص المناسبة لرقابة المديرين وضبط سلوكهم بشكل الذي يضمن اختيارهم لمستويات الاستثمار التي تؤدي إلى تعظيم القيمة في الأجل الطويل، بدلاً من التركيز على مكافأة أهداف الحالية قصيرة الأجل. ومن ثم، فإن تزايد نسبة ما تمثله هياط الاستثمارات في أسهم الشركة، وفقاً لوجهة النظر هذه، يمكن أن يعمل كأداة لتخفيض تكاليف الوكالة التي يمكن أن تنشأ نتيجة السلوك الإنتهازي للمديرين. فتزداد الملكية المؤسسية على توفر درجة عالية من رقابة السلوكي الإداري، بالشكل الذي يؤدي إلى الحد من السلوكيات الإنتهازيّة التي تضر بمصالح باقي الأطراف الأخرى ذات المصلحة في الشركة، ويضمن قيام المديرين بالعمل على تعظيم قيمة الشركة في الأجل الطويل، بدلاً من التركيز على تحقيق مصالحهم الذاتية أو الشخصية (Bushee, 1998; Hsu and Koh, 2005).

و على النقيض، يرى كل من (Koh, 2005) أن المستثمرين المؤسسيين يصرّفون في أحيان كثيرة كمستثمرين مؤقتين ذوي توجه قصير الأجل، وذلك من خلال تركيزهم بشكل كبير على تعظيم الأرباح الحالية للشركة بدلاً من التركيز على تعظيم قيمتها في الأجل الطويل. وهو الأمر الذي قد يؤدي إلى تقلص الدافع لدى المستثمرين المؤسسيين لقيام عمل استثمارات في مجال الإشراف على أداء الشركات المستثمر فيها، خاصة وأن الإستفادة من المنافع التي قد تتوالد من جراء تلك الاستثمارات قد لا تتحقق في الأجل القصير الذي يصعب على تعظيم مصالحهم خلاله.

7. تحليل النتائج

1.7 إحصاءات وصفية

يعرض الجدول رقم (4) بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نماذج البحث الحالي مصنفة إلى ثلاثة مجموعات، وهي: أداء الشركة (المتغير التابع)، الاحتفاظ بالنقدية (المتغير المستقل)، والمتغيرات الضابطة. كما يعرض الجدول رقم (4)، كذلك، بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة بنموذج (Jones, 1991)، المستخدم في البحث الحالي لتقدير الاستحقاقات الاختيارية، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات عينة البحث الحالي (18).

(18) لهذا السبب يتم وصف المستثمرين المؤسسيين "بالمستثمرين قصيرى النظر" (Myopic Investors)، وذلك نتيجة تعاملهم كتجار وليس كمكلاً، وتركيزهم على أفق زمني قصير المدى للاستثمار.
فيما يتعلق بمقياس أداء الشركة (المتغير التابع)، توضح الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (4) أن المقياس الأول لأداء الشركة (FP1) متمثلًا في صافي الدخل قبل البدن الاستثنائية والعمليات المتوقعة المعنوى أو المفصّل عنه قبل استعداد التحيزات التي يتركها التدخل المتعدد في عملية التقرير المالي الخارجي من قبل الإدارة على مستوى شركات العينة خلال السنوات السنتينية. تراوح نسبته بين (0.7737، 0.8831) تقريرياً من إجمالي أصول الشركة أول الفترة، وذلك بمدى واسع يبلغ 12.36% تقريباً من إجمالي الأصول أول الفترة، وأن متوسط (وسيط) تلك النسبة على مستوى شركات العينة خلال تلك الفترة يبلغ 11.51% (0.01، 0.05) تقريباً من إجمالي الأصول أول الفترة، وذلك بإحراز معيار قدره 12.31% تقريباً.

كما تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (4) أن المقياس الثاني لأداء الشركة (DAC-AdjFP1) متمثلًا في صافي الدخل قبل البدن الاستثنائية والعمليات المتوقعة والمعدل إلى قيمته (Jones, 1991) غير المعدلة من خلال خصم الاستحصاءات اختيارية (DACij) المقتردة بواسطة نموذج (DACij) على مستوى شركات العينة خلال السنوات السنتينية، تراوح نسبته بين (0.0807، 0.51) تقريباً من إجمالي أصول الشركة أول الفترة، وذلك بمدى واسع يبلغ 1.21% تقريباً من إجمالي الأصول أول الفترة، وأن متوسط (وسيط) تلك النسبة على مستوى شركات العينة خلال تلك الفترة يبلغ 0.11% (0.01، 0.5) تقريرياً من إجمالي الأصول أول الفترة.

جدول رقم (4): إحصاءات وصفية لتغيرات البحث

<table>
<thead>
<tr>
<th>المتغيرات</th>
<th>الإحراز moyen</th>
<th>الوسيط</th>
<th>الحد الأدنى</th>
<th>الحد الأقصى</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>الإحراز moyen</td>
<td>0.1091</td>
<td>0.1646</td>
<td>0.0000</td>
<td>0.7748</td>
</tr>
<tr>
<td>الوسيط</td>
<td>0.1091</td>
<td>0.1646</td>
<td>0.0000</td>
<td>0.7748</td>
</tr>
<tr>
<td>الحد الأدنى</td>
<td>0.0000</td>
<td>0.0000</td>
<td>0.0000</td>
<td>0.0000</td>
</tr>
<tr>
<td>الحد الأقصى</td>
<td>0.7748</td>
<td>0.7748</td>
<td>0.7748</td>
<td>0.7748</td>
</tr>
</tbody>
</table>

المتغيرات التابعة (أداء الشركة):
- (FP1)
- (DAC-AdjFP1)

المتغيرات البداية (الاستجابة بالندية):
- المقياس الأول للإحصاءات اختيارية (CASH1)
- المقياس الثاني للإحصاءات اختيارية (CASH2)

النماذج الاستجابة (Jones, 1991):
- (TACij)
- (AREVij)
- (PPEij)
- (DACij)

المتغيرات المتميزة:
- عدد المشاهدات (N) 1394 مشاهدة.
وفيما يتعلق بمقاييس الاحتفاظ بالتقدير، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (4) أن إجمالي النقدي المحتمل بها من قبل شركات العينة قبل استيعاب الأرصدة النقدية وما في حكمها التي تكون مقدمة الاستخدام (CASH1٦) خلال السنوات الست فترة الدراسة تتراوح نسبة ما بين (٦٦٦٦٦٦٥,٦٠٤٠، تقريباً) من إجمالي الأصول نهاية الفترة، وذلك بمتوسط يبلغ ٠٦٠٥، تقريباً من إجمالي الأصول نهاية الفترة، وباحرفيز معياري قدره ١٠٩٦، تقريباً. أيضاً، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن النقدي المحتمل بها من قبل شركات العينة وغير مقدمة الاستثمار (CASH2٧) تتراوح نسبةها خلال السنوات الست فترة الدراسة ما بين (٠٥٣١٥٥٥,٨٠٥٠، تقريباً) من إجمالي الأصول نهاية الفترة، وذلك بمتوسط يبلغ ٠٩٦٠، تقريباً من إجمالي الأصول نهاية الفترة، وباحرفيز معياري قدره ١١٩١، تقريباً. ويتضح من تلك الإحصاءات الوصفية أن إجمالي الأرصدة النقدية وما حكمها التي تكون مقدمة الاستخدام على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة يبلغ متوسط نسبةها ٩٤,٢٢% تقريباً من إجمالي الأصول نهاية الفترة.

وفيما يخص المتغيرات الضامة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن أحجام شركات العينة (FSIZE٨) خلال السنوات الست فترة الدراسة، مقاومةً للاولوجي وثبت الطبيعي لإجمالي أصول الشركة، تتراوح ما بين (٠٧٠٥٠٥,٥٠٢٠، تقريباً) وذلك بمتوسط يبلغ ٠٣٣٦، تقريباً، وباحرفيز معياري قدره ١٤٤٣، تقريباً. كما تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن نسبة إجمالي القيمة الافتراضية للالتزامات إلى إجمالي القيمة الافتراضية للأصول في نهاية الفترة (LEV٩) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة تتراوح ما بين (٠٥٠٥٠٥,٦٠٨٠، تقريباً) وذلك بمتوسط يبلغ ١٣٧٣، تقريباً، وذلك بمتوسط يبلغ ٥٣,٥٢% تقريباً من إجمالي القيمة الافتراضية لحروف الملكية إلى إجمالي القيمة الافتراضية للأصول على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة بيلغ ٠٩٦٠، تقريباً من إجمالي القيمة الافتراضية للأصول نهاية الفترة، ويعكس تلك النسبة ميل شركات العينة للاعتماد بشكل أكبر على الديون مقارنةً بحقوق الملكية عند تحديد التشكيك التي تتألف منها مصادر التمويل.

أيضاً، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن أحجام مجالس إدارات شركات العينة (BOSIZE٨) خلال السنوات الست فترة الدراسة تتراوح ما بين (ثلاثة أعضاء، وخمسة عشر عضو)، وذلك بمتوسط يبلغ ثمانية أعضاء وهو يبدو جيداً ماناً لانتظماة عند كافى من أعضاء مجلس الإدارة الذين يتوفر لديهم الخبرات والمهارات الفنية والتحليلية التي تعمل على تحسين عملية صناعة القرارات داخل الشركة، فضلاً عن أنه قد يجعل المجال أقل عرضاً لسيطرة المدير التنفيذي.
الأول (العضو المنتدب). كذلك، تشير الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (4) إلى أن متوسط نسبة المديرين غير التنفيذيين في مجالات إدارات شركات العينة (BOINDi,j) خلال السنوات الست فترة الدراسة يبلغ 67.4%، ويعد ذلك مؤشرًا على الدور الرئيسي للمجلس في الشركات المساهمة المصرية، ويشير كذلك إلى إلتزام غالبية شركات العينة بمتطلبات دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصرية فيما يتعلق بضرورة أن تكون أغلى أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين في الشركة.

وفما يتعلق بإشارات دوري المدير التنفيذي الأول (DUALi,j)، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (4) أن هناك 252 مشاهدة فقط، ونسبة قدرها 42% تقريبًا من إجمالي عدد المشاهدات الخاصة بعينة البحث خلال السنوات الست فترة الدراسة، أظهرت وجود فصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب)، معنى عدم وجود إدراحي في تولى المنصبين من قبل ذات الشخص، وهو ما يشير إلى عدم إلتزام غالبية شركات العينة بمتطلبات دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصرية فيما يتعلق بضرورة الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، حيث إن 58% من إجمالي عدد المشاهدات الخاصة بعينة البحث (242 مشاهدة) أظهرت وجود جمع بين المنصبيين من قبل ذات الشخص. أيضًا، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (4) أن إجمالي نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين المؤسسين (هيئة الاستثمار) والتي يستحون على (5%) أو أكثر) من أسهم شركات العينة (INSOWNi,j) خلال السنوات الست فترة الدراسة تتراوح نسبةها ما بين (25%, 50% تقريبًا) من إجمالي عدد أسهم الشركة القائمة، وذلك بمتوسط يبلغ 38.83% تقريبًا، وهو ما يشير إلى أهمية الوزن النسبى لمساهمات المستثمرين المؤسسين (هيئة الاستثمار) في هيئات ملكية الشركات المساهمة المصرية.

أخيرًا، فيما يتعلق بمتغيرات نموذج (Jones, 1991)، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (4) أن إجمالي الاستفادة (TACi,j) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة تتراوح نسبةها ما بين (0.06، 0.61 تقريبًا) من إجمالي الأصول الشركة أول الفترة، وذلك بمتوسط يبلغ 0.286 تقريبًا من إجمالي الأصول أول الفترة. كما تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (4) أن نسبة التغير في الإيرادات (ΔREVi,j) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة تتراوح ما بين (0.24، 0.79 تقريبًا) من إجمالي أصول الشركة أول الفترة، وذلك بمتوسط يبلغ 0.036 تقريبًا من إجمالي الأصول أول الفترة. كذلك، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (4) أن إجمالي الأرباح والعمولات والتحيزات (PPEi,j) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة تتراوح نسبةها ما بين (0.29، 0.99 تقريبًا) من إجمالي أصول الشركة أول الفترة، وذلك بمتوسط يبلغ 0.36 تقريبًا من إجمالي الأصول أول الفترة. أما

668
فيما يتعلق بالاستحصالات الاختيارية (DACijt)، والتي تمثل المتبقية إحصائياً من تقارير نموذج (Jones, 1991) لكل قطاع من القطاعات الخمسة عشر التي تتراوح لها شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة، تبين الإحصاءات الوصفية المتقطعة بالجدول رقم (4) أن نسبتها تتراوح ما بين (0-0.05, 0.46, 0.00, 0.63) تقريباً من إجمالي أصول الشركة أول الفترات، وأن وسيط تلك النسبة على مستوى شركات العينة بلغ (0-0.00, 0.00, 0.00, 0.00) تقريباً من إجمالي الأصول أول الفترة. (11)

2.7 تحليل الارتباط

تعد مصفوقة ارتباط بيرسون (Pearson Correlation Matrix) لانتشار مشكلة الإرتباط الخطأ بين المتغيرات الفيزيائية (19) وتظهر مصفوقة الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بجدول رقم (5)، أن الإرتباط الخطأ لا يمثل مشكلة في البحث الحالي، حيث إن كل معاملات الإرتباط بين المتغيرات الفيزيائية في البحث الحالي (متغير الاحتفاظ بالقدرة، والمتغيرات الضابطة) أقل من (0,000000), حيث بلغ أقصى معامل ارتباط (2,440), وذلك ببين متغير حجم مجلس الإدارة ونسبة استقلاليته (19) وتبين الإشارة إلى أنه، على الرغم من أن معامل الإرتباط بين المقاييس الأول والثاني للإحتفاظ بالقدرة بلغ (0,946), كما هو موضوض بالجدول رقم (5), إلا أن ذلك لا يمثل مشكلة إرتباط خطأ في البحث الحالي، حيث سيتم الاعتماد على مقاييس واحد فقط من هذين المقياسين في كل مرة يتم فيها تشغيل أي من نموذج البحث الحالي.

وتظهر نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بجدول رقم (5)، وجود ارتباط موجب ومتغير (0,200) بين مقاييس أداء الشركة المستخدمين في البحث الحالي. كذلك، تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضعية بالجدول رقم (5) وجود ارتباط موجب ومتغير (0,200) بين أي من مقاييس أداء الشركة المستخدمين في البحث الحالي وكل من المقاييس الأول والثاني للإحتفاظ بالقدرة. وفيما يخص المحيطات الضابطة، تبين نتائج تحليل الارتباط الموضعية بالجدول رقم (5) وجود ارتباط موجب ومتغير (0,200) بين أي من مقاييس أداء الشركة المستخدمين في البحث الحالي وكل من حجم الشركة، وإدواجهة دور المدير التنفيذي الأول.

(19) من النتائج غير المقررة ضمن الإحصاءات الوصفية للبحث الحالي، والتي قام الباحث بإجراءها على مستوى شركات العينة خلال السنوات الست فترة الدراسة، أن القيمة المطلقة للإحصاءات الاختيارية [Abs(DACijt)] تتراوح نسبتها ما بين (0,000000, 0,000000) من إجمالي الأصول أول الفترة، وذلك بتوسط (35, 0,200) (بواحد معيارى قدره (0,000000, 0,000000, 0,000000) تقريباً.

(20) يستخدم تقييم الإرتباط الخطأ (Multicollinearity) للإشارة إلى وجود علاقة خطية أو قريبة من الخطية بين المتغيرات الفيزيائية (Multicollinearity) إلى أن درجة الإرتباط الخطأ بين المتغيرات الفيزيائية تعد مقبولة غير خطيرة إذا بلغ معامل الإرتباط بين أي منها (0,96, 0,000000) تقريباً.

(21) هناك اختبار أخر للتحكم على ما إذا كانت درجة الإرتباط الخطأ فيما بين المتغيرات الفيزيائية خطيرة أم لا سيتعرض له الباحث بالتفصيل عند استعراض نتائج تحليل الإشارة.
جدول رقم (5): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للمتغيرات المختلفة.

<table>
<thead>
<tr>
<th>المتغيرات</th>
<th>(1)</th>
<th>(2)</th>
<th>(3)</th>
<th>(4)</th>
<th>(5)</th>
<th>(6)</th>
<th>(7)</th>
<th>(8)</th>
<th>(9)</th>
<th>(10)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Aداء الشركة المفصّح عنه ($FP_i$)</td>
<td>1</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Aداء الشركة المعدل ($DAC-AdjFP_i$)</td>
<td>2</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>المقياس الأول للحفاظ النقدية ($CASH1_i$)</td>
<td>3</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>المقياس الثاني للحفاظ النقدية ($CASH2_i$)</td>
<td>4</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي ($FSIZE_i$)</td>
<td>5</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>الرافعة المالية ($LEV_i$)</td>
<td>6</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>حجم مجلس الإدارة ($BOSIZE_i$)</td>
<td>7</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>استقلالية مجلس الإدارة ($BOIND_i$)</td>
<td>8</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>إدراة جهة الدعم التنفيذي الأول ($DUAL_i$)</td>
<td>9</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>الملكية المؤسسية ($INSOWN_i$)</td>
<td>10</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**،* الإرتباطات عند مستوى معنوية (1%)، (5%) على الترتيب.
كما تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (5) وجود ارتباط موجب ومعنوي ( عند مستوى 5%) بين أداء الشركة المفصّح عنه (FP') وحجم مجلس الإدارة. أيضاً، تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (6) وجود ارتباط سالب ومعنوي ( عند مستوى 1%) بين أي من مقياسى أداء الشركة المستخدمين في البحث الحالي والرافعة المالية (المديونية). أخيراً، أظهرت نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (5) عدم وجود ارتباط معنوي بين أي من مقياسى أداء الشركة المستخدمين في البحث الحالي وكل من استقلالية مجلس الإدارة، ونسبة الملكية المؤسسية. كذلك، عدم وجود ارتباط معنوي بين أداء الشركة المعدل إلى قيمة غير المدارة (DAC-AdjFP') وحجم مجلس الإدارة.

2.7 نتائج تحليل الإحصاء

كما سبق الإشارة من قبل، سيعتبر الباحث بشأن اختبار فرضية البحث الحالي على نموذجين للإنحدار الخطي المتعدد، يبيني أولهما على أن مستوى أداء الشركة المفصّح عنه في التقرير المالي الخارجي للشركة (FP') يعده دالة في كل من مستوى الإحصاء بالنقدي، والمتغيرات الضابطة، في حين يبيني ثانيةهما على أن مستوى أداء الشركة المعدل إلى قيمة غير المدارة (DAC-AdjFP') يعده دالة في كل من مستوى الإحصاء بالنقدي، والمتغيرات الضابطة. وقد قام الباحث بإجراء تحليل الإحصاء لهذين النموذجين مرتين. في المرة الأولى، تم الإستعانة بالمقياس الأول المستخدم في البحث الحالي للتعبير عن مستوى الإحصاء بالنقدي (CASH1)، والمتّمثل في إجمالى النقدي المحتمّل بها من قبل شركات العينة قبل استعداد الأرصدة النقدي وما في حكمها التي تكون مقيدة الاستخدام. وفي المرة الثانية، تم الإستعانة بالمقياس الثاني المستخدم في البحث الحالي للتعبير عن مستوى الإحصاء بالنقدي والمتّمثل في إجمالى النقدي المحتمّل بها من قبل شركات العينة بعد استعداد الأرصدة النقدي وما في حكمها التي تكون مقيدة الاستخدام.

وقد اعتُمّد الباحث في تقدير معالم هذه النماذج على طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Squares “OLS”), حيث تعتبر هذه الطرق من أكثر الطرق استخدامًا في تقدير معالم نماذج الإنحدار الخطي. ويرجع السبب في ذلك إلى أن المقدّرات المتحلّل عليها باستخدام هذه الطرق تتميز بأنها مخطّطة وغير متحيّزة، فضلاً عن أنه من بين جميع المقدّرات الخطيّة وغير المتحيّزة تتميز مقدّرات المربعات الصغرى بأنها أفضل المقدّرات، أي أن لها أقل تباين (عُنان، 2011). (22)

(22) يقال أن مقدّراً معنويّاً (β) أفضل مقدّر خطيّ غير متحيّز للمعطى (β)، إذا توافرت فيه الشروط التالية: 1) أن يكون التحيز في تقدير المقدّرة (E(β))، حيث يُعرف التحيز في تقدير معطى بأنه الفرق بين التوقع الرياضي أو الوسط الحسابي لتقيمات المعطى (E(β)) بالقيمة المحقّقة لها (β); 2) أن يكون المقدّر (β) باصائة أقل تباين بالنسبة لمجموع المقدّرات الخطيّة وغير المتحيّزة التي يمكن الحصول عليها بطرق تقدير أخرى للمعطى (β); 3) أن يكون المقدّر (β) خطياً بحيث يمكن كشفة كدالة خطية في قيم المتغير التابع (عُنان، 2011).
ولاختبار مدى ملاءمة بيانات البحث الحالي لافتراضات تحليل الإعداد، استعان الباحث بمعامل تضخم التباين (The Variance Inflation Factor “VIF”) للحكم على ما إذا كانت درجة الإدراج الخطأ في أي من النماذج التي يعتمد عليها الباحث في اختبار فرضية البحث الحالي خفيفة أم لا. وقد توصل الباحث إلى أن درجة الإدراج الخطأ بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بتلك النماذج متخصصة وغير خفيفة، حيث إن أقصى قيمة لمعاملات تضخم التباين (VIF) تم الحصول عليها في تلك النماذج بلغت (1.389) وذلك على النحو المبين بالجدول رقم (1)، وكانت لمتغير استقلالية مجلس الإدارة (BOIND)، ويزود ذلك على عدم خطورة شكلية الإدراج الخطأ بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بأي من نماذج الإعدادنبة على فيها البحث الحالي، الأمر الذي يمكن معه تطبيق طريقة السرعات الصغرى لتقدير معالم تلك النماذج. (10)

جدول رقم (1): إحصاءات اختبار الإدراج الخطأ بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنماذج البحث

<table>
<thead>
<tr>
<th>VIF (معامل تضخم التباين)</th>
<th>المتغير المتبقي: آداء الشركة المصنّع (DAC-AdiFP)</th>
<th>المتغير المستقلة</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>المتغير المتبقي: آداء الشركة المصنّع (DAC-AdiFP)</td>
<td>المقياس الأول للانتظاب النقدي (CASH1)</td>
<td>المقياس الثاني للانتظاب النقدي (CASH2)</td>
</tr>
<tr>
<td>المتغير المتبقي: آداء الشركة المصنّع (DAC-AdiFP)</td>
<td>حجم الشركة (FSIZE)</td>
<td>الرافعة المالية (LEV)</td>
</tr>
<tr>
<td>المتغير المتبقي: آداء الشركة المصنّع (DAC-AdiFP)</td>
<td>إدثمية مجلس الإدارة (BOIND)</td>
<td>إدثمية دور المدير التنفيذي الأول (DUAL1)</td>
</tr>
<tr>
<td>المتغير المتبقي: آداء الشركة المصنّع (DAC-AdiFP)</td>
<td>الملكية المؤسسية (INSOWN)</td>
<td>عدد المشاكلات (N)</td>
</tr>
<tr>
<td>المقياس الأول للانتظاب النقدي (CASH1)</td>
<td>1.051</td>
<td>1.048</td>
</tr>
<tr>
<td>المقياس الأول للانتظاب النقدي (CASH2)</td>
<td>1.327</td>
<td>1.312</td>
</tr>
<tr>
<td>حجم الشركة (FSIZE)</td>
<td>1.141</td>
<td>1.138</td>
</tr>
<tr>
<td>الرافعة المالية (LEV)</td>
<td>1.192</td>
<td>1.189</td>
</tr>
<tr>
<td>إدثمية مجلس الإدارة (BOIND)</td>
<td>1.322</td>
<td>1.327</td>
</tr>
<tr>
<td>إدثمية دور المدير التنفيذي الأول (DUAL1)</td>
<td>1.385</td>
<td>1.389</td>
</tr>
<tr>
<td>الملكية المؤسسية (INSOWN)</td>
<td>1.369</td>
<td>1.374</td>
</tr>
<tr>
<td>عدد المشاكلات (N)</td>
<td>1.322</td>
<td>1.321</td>
</tr>
<tr>
<td>عدد المشاكلات (N)</td>
<td>0.528</td>
<td>0.528</td>
</tr>
</tbody>
</table>

ويعرض الجدول رقم (7) نتائج تحليل الإعداد المعتد بطريقة إدخال (Enter) التي تم التوصل إليها بشأن نماذج الإعداد التي يعتمد عليها الباحث في اختبار فرضية البحث الحالي. ويوضح من نتائج تحليل الإعداد المعتد الموضحة بالجدول رقم (7) معنوية نموذج الإعداد الخطي بين آداء الشركة المفصل عنه في التقرير المالي الخارجي للشركة (FP1)، وكل من مستوى الانتظاب النقدي معبرًا عنه بإي من المقاييس الأول أو الثاني (CASH1 أو CASH2) والمتغيرات الضاجبة.

(12) يعد معامل تضخم التباين (VIF) وسيلة مهمة لاكتشاف مدى ارتباط كل متغير مستقل ببقية المتغيرات الممتدة المتضمنة بنموذج الإعداد المعتد. وتقيس معامل تضخم التباين متغير الزيادة في تباين تقيمات معال آلية الإدراج نتيجة وجود إدراج حقيق بين المتغيرات المستقلة المتضمنة بنموذج، فكلما كانت قيمة الزيادة كبيرة زاد تباين التقيمات وزادت آثار التباين المعيارية لها، مما يؤدي إلى ارتباط حقيقي (1) المحسوس المستخدم في اختبارات المعالجة الإحصائية للبيانات. وتتوفر عموماً معاوية معاملات تضخم التباين مؤشرًا على خطرية الإدراج الخطأ بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنموذج الإعداد المعتد، وليس الحكيم على ما إذا كان الإدراج الخطأ موجود أم لا، حيث لا يوجد حتى الان اختبر إحصائي يمكن أن يعطي إجابة فائدة على مثل هذا التساؤل. ونظراً لأنه لا يوجد جداول إحصائية يمكن استعمالها الحكيم على معاوية عموماً معاملات تضخم التباين، قد اتضح إحصائيًا على أنه إذا زادت قيمة معامل تضخم التباين عن (10) فان ذلك يعد مؤشرًا على خطورة الإدراج الخطأ بنموذج الإعداد المعتد (عائي، 2011).
## جدول رقم (2): نتائج تحليل انحدار مقياس أداء الشركة على حسب من مقياس الاحتفاظ بالنقدية، والمتغيرات الضابطة

<table>
<thead>
<tr>
<th>المتغير التابع: أداء الشركة العام إلى قيمة غير المتغير التابع: أداء الشركة المفسح عنه (DAC-AdjFP$_i$)</th>
<th>المتغيرات المستقلة</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>النموذج الرابع</td>
<td>النموذج الثالث</td>
</tr>
<tr>
<td><em>(0,506)</em></td>
<td><em>(0,545)</em></td>
</tr>
<tr>
<td><em>(0,042)</em></td>
<td><em>(0,032)</em></td>
</tr>
<tr>
<td><em>(0,005)</em></td>
<td><em>(0,004)</em></td>
</tr>
<tr>
<td><em>(0,115)</em></td>
<td><em>(0,242)</em></td>
</tr>
<tr>
<td><em>(0,456)</em></td>
<td><em>(0,207)</em></td>
</tr>
<tr>
<td><em>(0,779)</em></td>
<td><em>(0,734)</em></td>
</tr>
</tbody>
</table>

- ثابت النظام (Constant)
- المقياس الأول للاحتفاظ بالنقدية (CASH1$_i$)
- المقياس الثاني للاحتفاظ بالنقدية (CASH2$_i$)
- حجم الشركة (FSIZE$_i$)
- الراقبة المالية (LEV$_i$)
- حجم مجلس الإدارة (BOSIZE$_i$)
- استقلالية مجلس الإدارة (BOIND$_i$)
- إدراجه بصفة دور المدير التنفيذي الأول (DUAL$_i$)
- الملكية المؤسسية (INSOWN$_i$)

**، ***، **: الفروقات دالة عند مستوى معنوية (1%), (5%), (10%) على الترتيب.

<table>
<thead>
<tr>
<th>معامل التحديد (R$^2$)</th>
<th>معامل التحديد المعدل (Adjusted R$^2$)</th>
<th>قيمة (F) للمحصية ودالة اختبار (N) عدد المشاهدات</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>0,473</td>
<td>0,404</td>
<td>0,473</td>
</tr>
<tr>
<td>0,520</td>
<td>0,494</td>
<td>0,473</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>0,547</strong></td>
<td><strong>0,494</strong></td>
<td><strong>0,473</strong></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>0,577</strong></td>
<td><strong>0,502</strong></td>
<td><strong>0,473</strong></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>0,498</strong></td>
<td><strong>0,502</strong></td>
<td><strong>0,473</strong></td>
</tr>
</tbody>
</table>

673
كذلك، يتضح من نتائج تحليل الإحصادات المتعدد الموضحة بالجدول رقم (7) معنوية نموذجي
الإحصادات الخطي بين أداء الشركة المعدل إلى قيمة غير المداردة (DAC-AdjFP
t) وكل من مستوى
الإحصادات لدى النقيدة معرباً عن أي من المقياسيين الأول أو الثاني (CASH1
و CASH2) والمتغيرات الضابطة. وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F)
لأي من هذه النماذج الأربعة، حيث إنه
بمقارنة قيمة الاحتمال (P-Value) لأي من هذه النماذج الأربعة بمستوى المعنوية المقبول في العلوم
الاجتماعية (وهو 5%), يبين أن (5%).

(P-Value = Sig. 5%)

كما تظهر نتائج تحليل الإحصادات المتعدد الموضحة في الجدول رقم (7), أن قيمة معامل التحديد
المعدل الخاصة بإنجاز أداء الشركة المفحص عنه في التقرير المالي الخارجي (Adjusted R²)
للشركة (FP
) على أي من المقياسين الأول أو الثاني للإحصادات بالنقيدة (CASH1
و CASH2) والمتغيرات الضابطة تعادل (0.238), وهو ما يشير إلى أن النموذج الثاني,
والملتلق بإنجاز أداء الشركة المفحص عنه في التقرير المالي الخارجي (FP
) على كل من المقياس
الثاني للإحصادات بالنقيدة (CASH2
و CASH1) والمتغيرات الضابطة، بعد الأكبر قوة (وان كان ذلك
بفارق طفيف من النموذج الأول، والمتلق بإنجاز أداء الشركة المفحص عنه في التقرير المالي
الخارجي للشركة (FP
) على كل من المقياس الأول للإحصادات بالنقيدة (CASH1
و CASH2) والمتغيرات
الضابطة، بشأن تفسير التباين في أداء الشركة المفحص عنه في التقرير المالي الخارجي للشركة (FP
)، قبل تعديله إلى قيمة غير المداردة.

أيضاً، تظهر نتائج تحليل الإحصادات المتعدد الموضحة في الجدول رقم (7), أن قيمة معامل التحديد
DAC-Adjusted R² الخاصة بإنجاز أداء الشركة المعدل إلى قيمة غير المداردة (DAC-AdjFP
) على أي من المقياسين الأول أو الثاني للإحصادات بالنقيدة (CASH1
و CASH2) والمتغيرات الضابطة تعادل (0.235), وهو ما يشير إلى أن النموذج الرابع,
والملتلق بإنجاز أداء الشركة المعدل إلى قيمة غير المداردة (DAC-AdjFP
) على كل من المقياس
الثاني للإحصادات بالنقيدة (CASH2
و CASH1) والمتغيرات الضابطة، بعد الأكبر قوة (وان كان ذلك بفارق
طفيف جداً) من النموذج الثالث، والملتلق بإنجاز أداء الشركة المعدل إلى قيمة غير المداردة (DAC
CASH1
و CASH2) والمتغيرات الضابطة، بشأن (DAC-AdjFP
)

ويتضح من نتائج تحليل الإحصادات المتعدد الموضحة بالجدول رقم (7), وجود علاقة موجبة ودالة
عند مستوى معنوية (21%) بين المقياس الأول للإحصادات بالنقيدة (CASH1
و FP
) وأي من أداء الشركة
المفحص عنه في التقرير المالي الخارجي للشركة (FP
) أو أداء الشركة المعدل إلى قيمة غير المداردة
كما يتضح من نتائج تحليل الإحصادات المتعدد الموضحة بالجدول رقم (7), وجود
(DAC-AdjFP
)
 علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (1٪) بين المقياس الثاني للاحتفاظ بالندية (CASH2٪) وأي من أداء الشركة المفصل عنه في التقرير المالي الخارجي للشركة (FP٪) أو أداء الشركة المعدل إلى قيمة غير المدارة (DAC-AdjFP٪). وتظهر تلك النتائج إلى أن التحيزات التي يتركتها التدخل المتعلم في عملية التقرير المالي الخارجي من قبل الإدارة للتأثير على تقديرات الربحية المفصل عنها أو المناورة لم تؤثر على العلاقة المدرجة بين الاحتفاظ بالندية والأداء المالي للشركات المسابمة المصرية، حيث ظل التأثير المرئي أو الظاهري للاحتفاظ بالندية على أداء الشركات المساهمة المصرية قائمًا، على الرغم من تعديل الأداء الممارس للكثير من تلك الشركات بتغيرات إدارة الدخل. وتعد تلك النتائج من أرجحية وجبة النظر التي تذهب إلى أن الشركات كبيرة الحجم تتمتع بتواتر إمكانية ذات ثقلية ومهارة أعلى مقارنة بثبيتها في الشركات صغيرة الحجم، وهو أمر يساعدها في تحقيق ميزاها نسبة في العديد من المجالات مثل الرقابة على التكاليف، والاستغلال الكفء للموارد البشرية المتاحة، مما يؤدي إلى النهاية إلى تحقيق معدلات ربحية مرتفعة.

وهناك نمو مماثل، تظهر نتائج تحليل الإحصاء الموضح بالجدول رقم (7)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (1٪) بين إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول (DUAL٪) وأي من أداء الشركة المفصل عنه في التقرير المالي الخارجي للشركة (FP٪) أو أداء الشركة المعدل إلى قيمة غير المدارة (DAC-AdjFP٪). وتظهر تلك النتائج إلى أن التحيزات التي يتركتها التدخل المتعلم في عملية التقرير المالي الخارجي من قبل الإدارة للتأثير على تقديرات الربحية المفصل عنها أو المناورة لم
تؤثر على العلاقة المدكزة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية، حيث ظل التأثير المرنى أو الظاهري لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول على أداء الشركات المساهمة المصرية قائمًا، على الرغم من تعديل الأداء المقصور على تلك الشركات بتقييمات إدارة الدخل. وتدعم تلك النتائج من أرجحية ما أشارت إليه نظرية الأثر (Stewardship Theory)، أن التبادل بين منصبين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول سيطره على التعاريس المتعلقة بتبادل المعلومات أو الإتصال في بيانات تسمى بقدة التأكد، ويجعل الشركة تتمتع بالمنافع التقليدية لوحدة التوجيه والقيادة، الأمر الذي يدعم في تحقيق عوائد مجزية للمساهمين.

كما تظهر نتائج تحليل الإحصاء الموضحة بالجدول رقم (7)، وجود علاقة سالب ودالة عند مستوى معنوي (1%) بين الرافعة المالية (LEV) وبين أداء الشركة المقصور عليه في التقرير المالي الخارجي للشركة (FP). ويشير تلك النتائج إلى أن التحيزات التي تتركها التدخل المتعدد في عملية التقرير المالي الخارجي من قبل الإدارة للتأثير على تقديرات الربحية المقصورة عنها أو المشروعة لا تؤثر على العلاقة المدكزة بين الرافعة المالية (المديونية) والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية، حيث ظل التأثير المرنى أو الظاهري لازدواجية المدكزة (المديونية) على أداء الشركات المساهمة المصرية قائمًا، على الرغم من تعديل الأداء المقصور على تلك الشركات بتقييمات إدارة الدخل. وتدعم تلك النتائج من أرجحية وجهة النظر التي تذهب إلى أنه كلما زاد اعتماد الشركة على الديون في تمويل عملياتها، فإن إشرافاً أو تعهدات المديونية التي تتعرض لها الشركة من قبل المقررين تعمل على تقييد حرية مديرى الشركات المقترحة في الاستفادة من أموال تلك القروض في تمويل استثمارات وعملات الشركة، ويضعها تحت المراقبة المشددة من قبل المقررين بهدف حماية أموالهم، مما يعكس بالسلب على أداء الشركة.

كذلك، تظهر نتائج تحليل الإحصاء الموضحة بالجدول رقم (7)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوي (1%) بين حجم مجلس الإدارة (BOSIZE) وبين أداء شركة المقصور عليه في التقرير المالي الخارجي للشركة (FP). ويشير تلك النتائج إلى أن التبادل بين مجلس إدارة والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية ما بين حجم مجلس الإدارة والديون على تلك الشركات بتقييمات إدارة الدخل. أخيرًا، تظهر نتائج تحليل الإحصاء الموضحة بالجدول رقم (7)، عدم تأثير العلاقة المدكزة بين أي من استقلالية مجلس الإدارة والأداء المالي للشركات المساهمة المصرية على (\.BOIND) أو الملكية المؤسسية (\.INSOWN) تم تعديل الأداء المقصور على تلك الشركات بتقييمات إدارة الدخل، من خلال خصم الاستحقاقات اختيارية المقدرة مثل تلك الشركات من أرباحها المشروعة.
خلاصة البحث

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

لذا، اتجهت العديد من الدراسات السابقة، على المستوى الإمبريكي، نحو محاولة تقديم الأدلة الإمبريكي بشأن طبيعة العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة. وقد اعتمدت غالبية تلك الدراسات السابقة في قياسها لمستوى أداء الشركة بشكل رئيسي على الأرباح المحاسبية المفصّح عنها في التقرير المالي الخارجي للشركة، من خلال مجموعة من المؤشرات المحاسبية التقليدية، مثل: معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، وربحية السيّد، دون الأخذ في الاعتبار التأثيرات التجميلية المترتبة على حرية التصرّف أو السلطة التقديرية المتاحة للإدارة في الإعتراف بالاستحقاقات المكرونة لرقم الربح المحاسبى، وذلك من خلال إزالة التأثير المحتمل للممارسات المتعلقة بإدارة الدخّل من تقييمات الربحية المفصّح عنها أو المنشورة قبل حساب تلك المؤشرات، وذلك لجعلها أكثر تعبرًا عن الأداء الحقيقي للشركة.

من هذا المنطلق، حاول البحث الحالي التحقق مما إذا كان التأثير المرنى أو الظاهري للإحتفاظ بالنقدية على أداء الشركات المساهمة المصرية سيظل قائمًا ممّا تُعدّد الأداء المقصوء لهذه الشركات بتثبيطات إدارة الدخّل من عدمه. بشكل أكثر تحديدًا، ركز البحث الحالي على دور الاستحقاقات الاختيارية في إدارة الدخّل. فمن أجل الحصول على مقياس أداء خالي نسبياً من التحيزات التي تتركها التدخل المتعادل في عملية التقرير المالي الخارجي من قبل الإدارة، قام الباحث في البحث الحالي بتعديل أداء الشركة الممثّل أو المفصّح عنه قبل الشركة إلى قيمة غير المدارسة، وذلك من خلال خصم الاستحقاقات الاختيارية من الأرباح المعلنة أو المنشورة، بحيث يعكس التباين في المقياس المعدل للأداء الحقيقي بدلاً من التأثيرات التجميلية لتحريج التصرّف أو السلطة التقديرية المتاحة للإدارة في الإعتراف بالاستحقاقات.
ولتحقيق هدف البحث الحالي، استعان الباحث بعينة مكونة من 102 شركة مساهمة مصرية (بإجمالي عدد مشاهدات يبلغ 594 مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى خمسة عشر قطاعًا اقتصاديًا متوازنًا غير مالى في الفترة بين عامي 2016 و2021. ومن أجل اختيار فرضية البحث الحالي، فقد اعتمد الباحث على نموذجين للانحدار الخطى المتعدد، يبني أولاً على أن مستوى أداء الشركة المفصحة عنه في التقرير المالي الخارجي للشركة يعد دالة في كل من مستوى الإحتفاظ بالنقدية، والمتغيرات الضابطة، في حين يبني ثانيهما على أن مستوى أداء الشركة المعدل إلى قيمة غير المداردة يعد دالة في كل من مستوى الإحتفاظ بالنقدية، والمتغيرات الضابطة. فمن خلال مقارنة النتائج التي أفاد إلى كل من النموذجين السابقين، أمكن للباحث الوقوف على ما إذا كانت العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركة قد تتأثر بالتحيزات التي تتركها التدخل المتعقد في عملية التقرر المالي الخارجي من قبل الإدارة من عدمه، ومن ثم، أمكن للباحث التحقق مما إذا كان التأثير المرئي أو الظاهرة للإحتفاظ بالنقدية على أداء الشركات المساهمة المصرية ظل قائماً متى تم تعديل الأداء المقصود للكثرات بتأثيرات إدارة الدخل من عدمه.

وتشير نتائج البحث الحالي إلى وجود علاقة موجبة بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات المسماحة المصرية، وأن تلك العلاقة لم تتاثر بالتحيزات التي يتركها التدخل المتعقد في عملية التقرر المالي الخارجي من قبل الإدارة للتأثير على تقديرات الربحية المفصحة عنها أو المشروعة، حيث ظل التأثير المرئي أو الظاهرة للإحتفاظ بالنقدية على أداء الشركات المساهمة المصرية قائماً، على الرغم من تعديل أداء المقصود للكثرات بتأثيرات إدارة الدخل، من خلال خصم الاستحقاقات الاحتياطية المقدرة للكثرات من أرباحها المشروعة. وبشكل عام، تشير النتائج السابقة إلى قدرة المنافع المرتبطة بالإحتفاظ بالنقدية على تجاوز التكاليف المترتبة على هذا الإحتفاظ، وهو الأمر الذي يجعل الإحتفاظ بالنقدية ذات قيمة بالنسبة للشركات المساهمة المصرية، حيث أن الإحتفاظ بالمزيد من الاحتياطيات النقدية يسهل في تحسين أداء تلك الشركات.

9. دراسات مستقبلية

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

1) إضافة مزيدًا من الاستمرار على النتائج التي تم التوصل إليها في البحث الحالي، فإن أحد المجالات التي يمكن أن تشكل أساسًا لبحث مستقبلي هو إعادة تكرار البحث الحالي، ولكن مع استخدام نماذج أخرى لتقدير الاستحقاقات الاحتياطية من غير النموذج المستخدم في البحث الحالي.
(1) في ظل الاقتراح بأن الاستحقاقات الاختيارية تعمل كمتعبر وسيط في العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وربحية الشركة، لذا يمكن استخدام نموذج للمعادلات الهيكلية وتحليل المسار لتصميم نموذج سبي أو بناءً يوضح علاقات التأثير والتآثر بين الإحتفاظ بالنقدية (متعبر مستقل)، الاستحقاقات الاختيارية (متعبر وسيط)، وربحية الشركة (متعبر تتابع)، وبالمثل التأثير المباشر للإحتفاظ بالنقدية على ربحية الشركة، بالإضافة إلى التأثير غير المباشر للإحتفاظ بالنقدية (عن طريق الاستحقاقات الاختيارية) على ربحية الشركة.

(2) دراسة التأثير المنظم لفرص النمو المستقبلي على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالي الحقيقي المعدل بآثار الاستحقاقات الاختيارية للشركات المساهمة المصرية.

(3) دراسة التأثير المنظم لكفاءة الاستثمار على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالي الحقيقي المعدل بآثار الاستحقاقات الاختيارية للشركات المساهمة المصرية.

(4) دراسة التأثير المنظم للتحصين الإداري على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالي الحقيقي المعدل بآثار الاستحقاقات الاختيارية للشركات المساهمة المصرية.

(5) دراسة التأثير المنظم لقوة المدير التنفيذي الأول على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالي الحقيقي المعدل بآثار الاستحقاقات الاختيارية للشركات المساهمة المصرية.

(6) دراسة التأثير المنظم للاستحقاقات الاختيارية على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية والأداء المالي السوقي للشركات المساهمة المصرية.

(7) أحد حدود هذا البحث هو استبداد الشركات المالية من عينة البحث، نظراً لاختلاف طبيعة هيكل رأس المال للشركات المالية عن نظيره في الشركات غير المالية، وكذلك لاختلاف متطلبات الإحتفاظ بالنقدية لدى الشركات المالية وغير المالية، مما يمكن دراسة تأثير الاستحقاقات الاختيارية على العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية وأداء الشركات التي تنتهي للقطاع المالي المصري.

(8) إجراء دراسة مقارنة عن تأثير الإحتفاظ بالنقدية على الأداء المالي الحقيقي المعدل بآثار الاستحقاقات الاختيارية في كل من الشركات المساهمة المملوكة للقطاع الخاص والشركات المساهمة المملوكة لقطاع الأعمال العام.
المراجع

أولا: مراجع باللغة العربية

أبو الخير، مهند، 1999، "إدارة الربح المحاسبي في الشركات المصرية: دليل ميداني من التغييرات في أرصدة المخصصات بالقوانين المالية"، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا.

العدد الثاني: 1999.

أبو العز، محمد السعيد، 2007، "تحليل القوائم المالية لأغراض الإنتمان والاستثمار"، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقاق.

أبو العز، محمد السعيد، 2012، "مواقع في المحاسبة الإدارية"، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقاق.

أبو سالم، سيد سالم، 2017، "العلاقة بين إدارة الدخل والأداء المالي: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، مجلة الدراسات والبحث التجاري، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد الأول: 536-586.

 الهيئة العامة للرقابة المالية، مركز المديرين المصري، 2016، "الدليل المصري لحوكمه الشركات"، الإصدار الثالث.

الثالث، الصادر بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 64 بتاريخ 26 يوليو 2016.

سليمان، محمد مصطفى، 2006، "حوكمة الشركات ومعالجة القدس المالي والإداري: دراسة مقارنة"، الدار الجامعية، الإسكندرية.

عبد العظيم، محمود موسى، 2002، "محددات العلاقة غير الخطية بين الاحتفاظ بالنقدية والأداء المالي للشركات غير المالية من منظور محاسب: دراسة تجريبية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية"، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا.

العدد الأول: 536-586.

عناني، محمد عبد السميع، 2011، "التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الاقتصادية: مدخل حديث باستخدام Windows SPSS"، الطبعة الثالثة، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقاق.

كماسي، نادر السيد، 2008، "تقييم مدى تأثير الإدارة في الأرباح المحاسبية المنشورة باستخدام أسس الاستجابة ودوقعها ورد فعل السوق: نموذج مفترض ودراسة ميدانية"، رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة طنطا.

هندى، منير إبراهيم، 1998، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، منشأة المعارف، الإسكندرية.

هويدي، علي محمد حسن، 1989، "الاستراتيجية المحاسبية للشركات متعددة الجنسية في الدول النامية"، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقاق.


هويدي، علي محمد حسن، 1991، "دراسة اختبارية لأثر اختلاف الحجم على الأداء"، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقاق.


وزارة الاستثمار، مركز المديرين المصري، 2011، "دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية"، الإصدار الثاني.

680


<table>
<thead>
<tr>
<th>الرقم</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>مطاحن ومخازن الإسكندرية</td>
</tr>
<tr>
<td>مطاحن وغرب الدلتا</td>
</tr>
<tr>
<td>العمالة للسياحة والتنزئين</td>
</tr>
<tr>
<td>الجمهورية العربية المتحدة للسياحة والترفيه</td>
</tr>
<tr>
<td>مطاحن مصر الوسطى</td>
</tr>
<tr>
<td>الجزيرة العالمية للمقاولات والاستثمار العقاري</td>
</tr>
<tr>
<td>المصريين للسياحة والتنمية المصرية</td>
</tr>
<tr>
<td>إنهاء وتشغيل الفندق والموليات والمنشآت السياحية</td>
</tr>
<tr>
<td>الزراعة والتنمية</td>
</tr>
<tr>
<td>رواد كوست السكنة للمؤسسة السياحية</td>
</tr>
<tr>
<td>المصرية للضيافة والفنادق العالمية</td>
</tr>
<tr>
<td>الوطن العالمية للمؤسسة السياحية والتنمية</td>
</tr>
<tr>
<td>إبرازا للفنادق والقرى السياحية</td>
</tr>
<tr>
<td>شار المدعوم للسياحة السياحي</td>
</tr>
<tr>
<td>المصرية للسياحة والترفيه</td>
</tr>
<tr>
<td>رمز لإنشاء القرى السياحية</td>
</tr>
<tr>
<td>مدينة مصر للسياحة والترفيه</td>
</tr>
<tr>
<td>مجمع المصرية السياحية</td>
</tr>
<tr>
<td>تابع ملحق رقم (1)</td>
</tr>
<tr>
<td>-------------------</td>
</tr>
<tr>
<td>قائمة بإسماء شركات عينة البحث</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>القطاع والشركات</th>
<th>القطاع والشركات</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>العربية استصلاح الأراضي</td>
<td>قطاع صناعة وطباعة مواد التعبئة والتغليف والورق</td>
</tr>
<tr>
<td>88</td>
<td>م</td>
</tr>
<tr>
<td>قطاع الإنتاج الداخلي</td>
<td>بوتافورسال لصناعة مواد التعبئة والتغليف والورق</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>72</td>
</tr>
<tr>
<td>الإسماعيلية مصر للدواجن</td>
<td>الشروق الحديثة للطباعة والتغليف</td>
</tr>
<tr>
<td>89</td>
<td>73</td>
</tr>
<tr>
<td>المصرية للدواجن - إجيبكو</td>
<td>العامة لصناعة الورق - رانكا</td>
</tr>
<tr>
<td>90</td>
<td>74</td>
</tr>
<tr>
<td>المنصورة للدواجن</td>
<td>الأهرام للطباعة والتغليف</td>
</tr>
<tr>
<td>91</td>
<td>75</td>
</tr>
<tr>
<td>القاهرة للدواجن</td>
<td>دلتا للطباعة والتغليف</td>
</tr>
<tr>
<td>92</td>
<td>76</td>
</tr>
<tr>
<td>قطاع الزيوت المستخلصة ومشتقاتها</td>
<td>قطاع صناعة منتجات الألبان والعصار</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>م</td>
</tr>
<tr>
<td>العربية لمنتجات الألبان - أراب ديري (بلادا)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>93</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>الزيوت المستخلصة ومنتجاتها</td>
<td>جهينة للصناعات الغذائية</td>
</tr>
<tr>
<td>94</td>
<td>78</td>
</tr>
<tr>
<td>القاهرية للزيوت والصابون</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>95</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>مصر للزيوت والصابون</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>96</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>قطاع تقديم الخدمات الطبية والعلاجية</td>
<td>قطاع صناعة الحديد والصلب</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>م</td>
</tr>
<tr>
<td>الإسكندرية للخدمات الطبية - المركز الطبي الجديد</td>
<td>الإسكندرية للصناعات الصيدلانية</td>
</tr>
<tr>
<td>97</td>
<td>81</td>
</tr>
<tr>
<td>شركة مستشفى كليوبتارا</td>
<td>النصر العلوي للصناعات الصيدلانية</td>
</tr>
<tr>
<td>98</td>
<td>82</td>
</tr>
<tr>
<td>مستشفى النزهة الدولي</td>
<td>الجدير للصناعات الصيدلانية</td>
</tr>
<tr>
<td>99</td>
<td>83</td>
</tr>
<tr>
<td>ليبي كوم</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>84</td>
</tr>
<tr>
<td>قطاع استصلاح واستزراع الأراضي البور والصحراوية</td>
<td>قطاع استصلاح الأراضي الإسكيدري</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>م</td>
</tr>
<tr>
<td>العصر الدخلي للصلب - الإسكندرية</td>
<td>المملكة استصلاح الأراضي والتمزجة والتعصير</td>
</tr>
<tr>
<td>100</td>
<td>85</td>
</tr>
<tr>
<td>مصر الوطنية للصلب - عتاية</td>
<td>اطس استصلاح الأراضي والتصنيع الزراعي</td>
</tr>
<tr>
<td>101</td>
<td>86</td>
</tr>
<tr>
<td>حديد عز</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>102</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>وادي كوم امبو لاستصلاح الأراضي</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>87</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>
The Relationship between Cash Holdings and Firm Performance: Does Earnings Management have an Impact?
Empirical Study on the Egyptian Listed Companies

Sayed Salem Mohamed Abou Salem
Associated Professor, Department of Accounting,
Faculty of Commerce, Zagazig University, Egypt

Synopsis

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

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