

"العلاقة بين إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية ومحددات تكاليف الوكالة وأثرها على

مستوى النقدية المحتفظ بها والقيمة الملائمة لها- دراسة تطبيقية"

د. عرفات حمدي عبد النعيم على (*)

ملخص البحث:

هدف ومنهج البحث: يهدف البحث إلى بيان العلاقة بين إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية ومحددات تكاليف الوكالة مقاسة بالحوافز والتعويضات النقدية وتعويضات الأسهم للمديرين التنفيذيين، بالإضافة إلى قياس تأثير تلك العلاقة على مستوى النقدية المحتفظ بها والقيمة الملائمة لها مقاسة بحساسية التدفق النقدي للاستثمار وربحية السهم العادي. وفي سبيل ذلك، تم الاعتماد على تحليل التباين Oneway-Anova في قياس حجم ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية على مستوى القطاعات، كما تم عمل اختبار ولكسون مان ويتي لتحديد مدى تأثير نوع أو اتجاه تلك الممارسات على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بالإضافة إلى استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار العلاقات بين متغيرات البحث، وذلك باستخدام البيانات المتاحة لعينة مكونة من 86 شركة مساهمة مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2013م وحتى عام 2019م.

نتائج البحث: أظهرت النتائج وجود تأثير معنوي سلبي لحوافز وتعويضات المديرين التنفيذيين على مستوى ممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، مما يستدعي ضرورة الأخذ في الاعتبار المزايا الاحترازية لتكاليف الوكالة عند تقييم المستثمرين لتلك الممارسات، كذلك وجود تأثير معنوي إيجابي لممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على مستوى النقدية المحتفظ بها، وفي المقابل، وجود تأثير معنوي سلبي لممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على مستوى النقدية المحتفظ بها في وجود حوافز وتعويضات المديرين التنفيذيين، وأشارت النتائج أيضاً إلى وجود تأثير معنوي سلبي لمستوى النقدية المحتفظ بها على حساسية التدفقات النقدية للاستثمار وربحية السهم العادي في وجود ممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية معدلة بحوافز وتعويضات المديرين التنفيذيين.

أهمية ومساهمة البحث: يساهم هذا البحث في الاستفادة من التعويضات التنفيذية المستندة على الأداء باعتبارها إحدى ممارسات الحوكمة خاصة في تخفيض ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية وترشيد سياسات الاحتفاظ بالنقدية، هذا بالإضافة إلى تقديم دليل عملي للمستثمرين بشأن القيمة

(*) مدرس بقسم المحاسبة- كلية التجارة - جامعة بنى سويف - dr.a.hamdy2017@gmail.com

الملائمة للمعلومات المتعلقة بمستوى النقدية المحتفظ بها خاصة في ظل تجاهل الدراسات السابقة بعض المتغيرات الرقابية الهامة والمؤثرة مثل ممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية وحوافز وتعويضات المديرين التنفيذيين سواء النقدية أو غير النقدية. **الكلمات المفتاحية:** إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، الحوافز والتعويضات التنفيذية، الاحتفاظ بالنقدية، حساسية التدفق النقدي للاستثمار، ربحية السهم العادي.

Abstract

Research Objective and Methodology: This Study aims to examine the relationship between the real activities earning management (REM) and the agency costs determinants measured by monetary and equity incentives and compensation for executives (EC). In addition, measure the effect of that relationship on the level of cash holding (CH) and its relevance value is measured by the cash flow sensitivity for investment and earning per share. For this purpose, we used the Oneway-Anova analysis of variance to measure real earning management practices size at the sector level. Also, we used the Wilson-Mann-Whitney test to determine the extent effect these practices on the cash holding level. In addition, using the multiple linear regression analysis to test the relationships between the study hypothesis variables, by using a sample data for of 86 companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period from 2013 to 2019.

Research Results: The results showed the existence of a negative significant effect of the EC on the level of REM practices. These calls for the need to take into account the precautionary benefits of agency costs when evaluating investors' to these practices. Also, there is a positive significant effect of REM practices on the level of CH. In contrast, the existence of a negative significant effect of REM practices on the level of CH in the presence of EC. Finally, the results also indicated a negative significant effect of the level of CH on the cash flow sensitivity for investment and earning per share in the presence of REM practices modified by EC.

Research Importance and Contribution: This research contributes to benefiting from performance-based EC as one of the governance practices, especially in reducing REM and rationalizing CH policies, In Addition, providing a practical evidence to investors on the relevance value of CH information especially in light of previous studies ignoring some important

and influential control variables such as REM practices and EC whether monetary or non-monetary.

Keywords: Real Earning Management, Executive Compensation, Cash Holding, Investment Cash Flow Sensitivity, Earning per share.

1. الإطار العام للبحث

1/1 مقدمة البحث:

تحظى الموجودات النقدية باهتمام متزايد بالنسبة للعديد من الشركات، كما تعتبر القرارات المتعلقة بتحديد مستويات الاحتفاظ بالنقدية ذات أهمية كبيرة للمستثمرين، فمن ناحية، يعتبر الاحتفاظ بالنقدية مفيداً لأنه يقلل من مخاطر التدفقات النقدية المحفوفة بالمخاطر ويزيد من فرص الاستفادة من فرص النمو، كما يساعد في الحفاظ على استقرار الشركات خاصة التي تواجه عوائق أمام التمويل الخارجي، أو حدوث تقلبات أو انخفاض الأرباح (Wajid et al., 2019, p.193)، كذلك يعد ارتفاع الاحتياطات النقدية ضمانه هامة لحماية حقوق أقلية المساهمين والحد من مصادرة ثروتهم، وهو ما أكدته دراسة (Alim et al., 2020, p.1290) حيث تشير النتائج إلى وجود ارتباط سلبي بين مستوى الحيازة النقدية ومصادرة حقوق مساهمي الأقلية.

ومن ناحية أخرى، يعد انخفاض الاحتياطات النقدية ضمانه هامة للحد من السلوك الانتهازي للإدارة من خلال توجيهها لمشروعات غير ذات قيمة (الاختيار العكسي) أو احتمال قيام المديرين الراسخين ببناء أرصدة نقدية كبيرة للمنفعة الشخصية (مخاطر أخلاقية)، وذلك نتيجة تعارض المصالح بين المساهمين والإدارة (وكالة من النوع الأول)، يضاف لذلك، بسبب الاحتفاظ النقدي الكبير تعارض مصالح بين كبار المساهمين والأقلية (وكالة من النوع الثاني)، وذلك نتيجة تفضيل كبار المساهمين إجراء توزيعات الأرباح النقدية بدلاً من إتاحة الفرص وإعادة شراء الأسهم، مما قد يضر بحقوق الأقلية، وهو ما أكدته دراسة (Wajid et al., 2019) حيث أشارت نتائجها إلى وجود تأثير إيجابي هام لمستوى النقدية المحتفظ بها على مصادرة موارد الشركات على مدار الوقت، وبالتالي ضياع حقوق المساهمين خاصة الأقلية، ويمكن تجنب تلك المشاكل المتعلقة بالنقدية المحتفظ بها من خلال تحسين بيئة المعلومات عن طريق قوانين التداول والتطبيق الإلزامي للمعايير الدولية للتقرير المالي، وهو ما أكدته دراسة (Clarkson et al., 2020, C. S. Agnes et al., 2020).

2/1 مشكلة البحث:

توجد العديد من الدوافع الهامة وراء السياسات المرتبطة بمستوى النقدية التي تحتفظ بها الشركات وما يترتب عليها من آثار سلبية، وفي سبيل ذلك، يمكن النظر إلى ممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية باعتبارها أحد الدوافع الهامة والمؤثرة على الاحتفاظ بمستويات عالية من الموجودات النقدية وذلك للتغطية على الأداء الحقيقي للشركات، وهذا يحدث نتيجة لعلاقات الوكالة من النوع الأول (الإدارة والمساهمين)، كما ينظر إليها أيضاً باعتبارها ضمن العوامل المؤثرة على تقلبات التدفقات النقدية للشركات في الأجل الطويل، وهذا يحدث نتيجة لعلاقات الوكالة من النوع الثاني (كبار المساهمين والأقلية).

فقد يتعين على المديرين اللجوء إلى التلاعب بالأنشطة الحقيقية من أجل تحقيق أهدافهم الخاصة مثل تسهيل الحصول على التمويل اللازم للشركات وبأقل تكلفة ممكنة، فوفقاً لما أكدته نتائج دراسة (Han Gao et al., 2020) وبالإستناد إلى عينة من شركات التكنولوجيا الفائقة المدرجة في البورصة الصينية خلال الفترة من عام 2008م وحتى عام 2017م، تبين وجود علاقة سلبية معنوية بين ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية وتكلفة رأس مال الأسهم، ومع ذلك، قد تكون ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية سبباً هاماً في انهيار أسعار أسهم الشركات، فوفقاً لما أكدته نتائج دراسة (Huma et al., 2020) هناك دليلاً على أن التلاعب الحقيقي له تأثير كبير على انهيار أسعار الأسهم من خلال تحليل بيانات الشركات العائلية الباكستانية خلال الفترة من عام 2005م وحتى عام 2018م، كما أنه من المفترض أن تكون هذه النتيجة أكثر وضوحاً خاصة في ظل حالة عدم التأكد التي تلازم بعض الشركات، كما أنه من المتوقع أن تؤثر مثل تلك الممارسات سلباً على جودة التقارير المالية خاصة فيما يتعلق بنقل معلومات مفيدة بشأن التدفقات النقدية المستقبلية (Saoussen et al., 2020, p.220).

وقد أشارت نتائج دراسة (Khuong et al., 2020) إلى أن ممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية ترتبط بشكل إيجابي بمستوى الموجودات النقدية، وقد فسرت ذلك بأن المديرين قد يتلاعبون بالأنشطة الحقيقية لزيادة الدخل لتحقيق أهداف الأرباح، خاصة مع التقلبات غير المتوقعة للتدفقات النقدية، بدلاً من ذلك، قد يكون الارتباط الإيجابي بين إدارة الأرباح الحقيقية والموجودات النقدية للإشارة إلى فرص نمو عالية والاحتفاظ بالسيولة لتقليل مخاطر التقلبات، ويعكس كلا السيناريوهان أن الشركات التي تمارس إدارة الأرباح الحقيقية تميل إلى الاحتفاظ بنقدية أعلى عن

غيرها من الشركات التي لا تمارس مثل تلك الممارسات. كما أرجعت بعض الدراسات السابقة (Elmas and Khairunnisa, 2020, Guido and André, 2018) العلاقة الإيجابية بين ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية والموجودات النقدية إلى أنها محاولة للتغطية على الأداء الحقيقي للشركات، خاصة أن مثل تلك الممارسات تخلق شكوكاً بشأن التدفقات النقدية للشركات على المدى الطويل، وبالتالي فإن الاحتفاظ بمستوى عالي للنقدية هو آلية احترازية ضد عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المستقبلية.

لذا، ترجع الحاجة إلى تحقيق المواءمة بين مصالح الإدارة والمساهمين معاً والحد من انخراط المديرين في سلوكيات انتهازية من خلال اتخاذ وتنفيذ قرارات وسياسات تشغيلية تتماشى مع مصالحهم الشخصية (Marzieh, 2020). بالإضافة إلى تحقيق المواءمة بين مصالح كبار المساهمين والأقلية معاً والحد من مصادرة ثروة وحقوق الأقلية، فعلى الرغم من قيام حوكمة الشركات بدور هام في هذا الشأن، إلا أنها قد تكون غير فعالة في الكشف عن ممارسات إدارة الأرباح القائمة على الأنشطة الحقيقية، وهو ما أكدته دراسة (Malek et al., 2020)، حيث أثبتت النتائج أن جودة خصائص مجلس الإدارة تدفع المديرين إلى استبدال إدارة الأرباح على أساس الاستحقاقات بسبب القيود المفروضة عليها بإدارة الأرباح الحقيقية، خاصة أن الأخيرة يصعب اكتشافها.

لذلك، فقد تم إيلاء اهتمام كبير من قبل الدراسات السابقة للخصائص السلوكية للمديرين باعتبارها من العوامل الهامة والمؤثرة على دوافع ومستوى النقدية المحتفظ بها. وفي هذا الصدد، يمكن أن يؤدي تصميم حزم تعويضات مناسبة للمديرين التنفيذيين إلى مواءمة مصالح المديرين والمساهمين معاً، حيث تمثل حجم التعويضات التي يحصل عليها المديرين التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة أهمية كبيرة في ترشيد قراراتهم من خلال المحافظة على مستوى مناسب للمقتنيات النقدية والمشاركة في مشاريع استثمارية إيجابية، وذلك وفقاً لما أكدته دراسة (Atif et al., 2020)، حيث تشير نظرية الوكالة إلى أن الأجور المرتفعة القائمة على الأسهم تدفع المديرين إلى تحمل المخاطر بشكل أكبر، حيث تسمح لهم بالمشاركة في مكاسب صعودية محتملة غير محدودة، كذلك تسمح للمديرين بالتغلب على نفورهم من المخاطرة (Oneil et al., 2019, p.2). وفي نفس السياق، أكدت العديد من الدراسات السابقة (Alisa G. et al., 2020, El Diri and Alhadab, 2020, Wuyan, 2018, H. Kim and G. Nam, 2018) على الدور

الإيجابي للتعويضات التنفيذية في تخفيض ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، وكذلك الآثار السلبية لها على ثروة المساهمين، حيث يسعى المديرون لتحسين الأداء بغرض زيادة تعويضاتهم وذلك من خلال الاستحقاقات، خاصة أنها لا تؤثر على الأداء الحقيقي للشركات والتدفقات النقدية مستقبلاً على عكس الممارسات الحقيقية والتي تضر بالشركة مستقبلاً، مما ينعكس بالسلب على تعويضاتهم.

وفي سياق آخر، يعد التأثير المحتمل للموجودات النقدية الزائدة أمراً هاماً بالنسبة للمساهمين، فغالباً ما تتعرض الشركات التي لديها فائض نقدي كبير لضغوط كبيرة من قبل المستثمرين المؤسسيين لإعادة رأس المال المستثمر خاصة أن التراكم النقدي قد يشجع المديرين على القيام بأنشطة أو استثمارات غير ذات قيمة أو بمزايا هامشية، مما يؤدي ذلك في النهاية إلى انخفاض عوائد المساهمين (Marzieh, 2020, p.33)، حيث تواجه الشركات ضغوطاً لدفع أرباح الأسهم للمستثمرين خاصة الذين يسعون إلى الاستثمار في الشركات ذات توزيعات الأرباح المرتفعة، مما يوفر في النهاية حوافز للمديرين لتحقيق الكفاءة في استخدام الموارد المتاحة، كذلك فإن المديرين التنفيذيين يكون لديهم حافز لتخصيص المزيد من التدفق النقدي الحر للمشاريع الاستثمارية المربحة وللإستفادة من فرص النمو المستقبلية من أجل زيادة مكافأاتهم وتعويضاتهم بدلاً من الاحتفاظ الزائد وغير المبرر بالنقدية، ووفقاً لذلك، يمكن القول بوجود دور هام للتعويضات التنفيذية في تفسير حساسية التدفق النقدي الداخلي تجاه أوجه الإستثمار المختلفة.

وفي ضوء ما سبق، يركز البحث على بيان ما إذا كانت إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية تتأثر بالمزايا الاحترازية المتعلقة بتكاليف الوكالة بين الإدارة والمساهمين من جهة، وكبار وأقلية المساهمين من جهة أخرى، ممثلة في التعويضات النقدية والتعويضات على أساس الأسهم، بالإضافة إلى اختبار مدى تأثير ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية والمزايا الاحترازية المتعلقة بتكاليف الوكالة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وقياس أثر ذلك على حساسية التدفق النقدي للإستثمار وربحية السهم العادي، وذلك من خلال توفير دليل عملي من البيئة المصرية، ويمكن تلخيص مشكلة البحث في محاولة توفير إجابة على بعض التساؤلات الهامة وهي:

- (1) ما مدى تأثير التعويضات النقدية والتعويضات على أساس الأسهم التي يحصل عليها المديرين التنفيذيين على ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية للشركات؟
- (2) ما مدى تأثير ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية للشركات على مستوى النقدية المحتفظ بها؟

(3) هل يختلف تأثير ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية على مستوى النقدية المحتفظ بها من خلال حوافز وتعويضات المديرين التنفيذيين؟

(4) ما مدى تأثير مستوى النقدية المحتفظ بها على حساسية التدفق النقدي للاستثمار وربحية السهم العادي وذلك في وجود إدارة الأرباح الحقيقية المعدلة بحوافز وتعويضات المديرين التنفيذيين؟

3/1 هدف البحث:

يهدف البحث بصفة أساسية إلى بيان العلاقة بين إدارة الأرباح الحقيقية ومحددات تكاليف الوكالة وأثرها على مستوى النقدية المحتفظ بها والقيمة الملائمة لها، ويمكن اشتقاق الأهداف الفرعية التالية:

أولاً: اختبار تأثير محددات تكاليف الوكالة ممثلة في التعويضات التنفيذية النقدية وغير النقدية على مستوى ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية.

ثانياً: اختبار تأثير ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية على مستوى النقدية المحتفظ بها.

ثالثاً: اختبار تأثير محددات تكاليف الوكالة على تخفيض الأثار السلبية لممارسات إدارة الأرباح الحقيقية بالنسبة لمستوى النقدية المحتفظ بها.

رابعاً: قياس القيمة الملائمة لمستوى النقدية المحتفظ بها في وجود إدارة الأرباح الحقيقية المعدلة بالتعويضات التنفيذية.

4/1 أهمية ومساهمات البحث:

يعتبر البحث امتداد للأبحاث التي تناولت ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، حيث يسهم في توفير أدلة عملية للدور الهام للمزايا الاحترازية لتخفيض تكاليف الوكالة والممثلة في التعويضات التنفيذية بشأن تخفيض مستوى ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، وكذلك تخفيض الأثار السلبية لتلك الممارسات والمتمثلة في الاحتفاظ بمستوى نقدية عالية للتغطية على الأداء المالي الحقيقي للشركات، هذا بالإضافة إلى بيان الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية المتعلقة بمستوى النقدية المحتفظ بها بشأن حساسية التدفقات النقدية للاستثمار وربحية السهم العادي في ظل ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية المعدلة بالتعويضات التنفيذية، وذلك من خلال توفير دليل عملي من الشركات المساهمة في البيئة المصرية، كما يمكن أن تكون هذه الدراسة مفيدة للباحثين عن طريق عمل دراسات مستقبلية لبحث التأثير التفاعلي لممارسات حوكمة الشركات الأخرى ذات الصلة والتي قد تؤثر على مستوى إدارة الأرباح الحقيقية في علاقتها بحجم النقدية المحتفظ بها أو بمتغيرات أخرى.

5/1 منهج البحث:

تعتمد الدراسة التطبيقية للبحث على تصميم ثلاثة نماذج رياضية، حيث يركز النموذج الأول على اختبار العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية والمزايا الاحترازية لتكاليف الوكالة، بينما يركز النموذج الرياضي الثاني على اختبار العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية ومستوى النقدية المحتفظ بها من منظور المزايا الاحترازية لتكاليف الوكالة، وأخيراً، يركز النموذج الرياضي الثالث على اختبار تأثير مستوى النقدية المحتفظ بها على حساسية التدفق النقدي للاستثمار وربحية السهم العادي في وجود إدارة الأرباح الحقيقية المعدلة بالمزايا الاحترازية لتكاليف الوكالة، وذلك بالاعتماد على عينة تشمل 86 شركة مساهمة مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2013م وحتى عام 2019م.

6/1 حدود البحث:

لم يتناول البحث النقاط التالية:

- خصائص المدير التنفيذي مثل العمر، الخبرة، الجنس، التدوير والقدرة الإدارية كأحدى العوامل المؤثرة على ممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية ومستوى النقدية المحتفظ بها.
- توزيعات الأرباح للمساهمين باعتبارها من محددات تكاليف الوكالة.
- هيكل الملكية باعتباره من العوامل الهامة المؤثرة على ممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية.
- العوامل المؤثرة على مستوى نقدية المثلى المحتفظ بها مثل مستوى استيفاء المسؤولية الاجتماعية، المنافسة في سوق المنتجات، دورة حياة الشركات وغيرها.
- قياس القيمة الملائمة للنقدية المحتفظ بها على أساس السعر السوقي للسهم العادي.
- لم تشمل عينة البحث قطاع البنوك.

7/1 خطة البحث:

تحقيقاً لهدف البحث والإجابة على التساؤلات التي يطرحها، سوف يستكمل البحث على

النحو التالي:

2. الإطار المفاهيمي للمدخل الحقيقي لإدارة الأرباح.
3. الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث.
4. الدراسة التطبيقية.

5. النتائج والتوصيات ومقترحات لأبحاث مستقبلية.

2. الإطار المفاهيمي للمدخل الحقيقي لإدارة الأرباح

1/2 ما هية المدخل الحقيقي لإدارة الأرباح وعلاقته بدوافع الاحتفاظ بالنقدية:

يمكن القول بوجود نوعين من ممارسات إدارة الأرباح، النوع الأول، ويتمثل في ممارسات إدارة الأرباح القائمة على أنشطة الاستحقاقات، حيث تعتمد بشكل عام على العديد من الخيارات المحاسبية للوصول إلى الأرباح المستهدفة، بحيث لا يؤثر ذلك على التدفقات النقدية المستقبلية للشركات، النوع الثاني، ويتمثل في ممارسات إدارة الأرباح القائمة على الأنشطة الحقيقية، ويعتمد هذا النوع على سياسات التشغيل التي تتبعها الشركات، حيث ينطوي التلاعب بالأنشطة الحقيقية على تغييرات يتم إجراؤها على العمليات والسياسات التشغيلية، مما يمكن أن يكون لها تأثير سلبي على التدفقات النقدية المستقبلية وكذلك قيمة الشركة في الأجل الطويل (Cristhian and Paolo, 2020, p.2230).

بالإضافة إلى ذلك، يكون من غير المرجح أن يعتمد المديرون فقط على الاستحقاقات للتلاعب بالأرباح، نظراً لأن الشركات لا يمكنها التلاعب بالمستحقات إلا في نطاق محدود، ومن ثم التحول من إدارة الأرباح على أساس الاستحقاق إلى التلاعب بالأرباح القائمة على الأنشطة الحقيقية (Bing, 2020, p.111)، وهو ما أكدته دراسة (Setiawan et al., 2019) حيث أثبتت النتائج أن الشركات تتحول إلى إدارة الأرباح الحقيقية خاصة بعد تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، وأنها تميل إلى استخدام أسلوب التلاعب بالمبيعات والإنتاج الزائد بشكل أكبر مقارنة بأسلوب التلاعب بالنفقات الاختيارية، وهو يتفق أيضاً مع نتيجة دراسة (Klaus et al., 2019, Keong, 2019).

ويُعرف Roychowdhury (2006) التلاعب الحقيقي بالأنشطة على أنه ممارسات تشغيلية غير طبيعية من قبل المديرين بهدف تضليل بعض أصحاب المصلحة بشأن تحقق بعض الأهداف المالية للشركات، وتشمل تلك الممارسات تسريع المبيعات والتغييرات في جداول الشحن والتأخير في نفقات البحث والتطوير والصيانة، ويعتبر التلاعب بالأنشطة الحقيقية بديلاً مهماً لإدارة الأرباح، حيث يصعب تمييزه عن قرارات العمل المشروعة، لذلك، يجد المدققون الخارجيون صعوبات في اكتشافها بالمقارنة بالتلاعب على أساس الاستحقاق، كما أنه من غير المرجح أن يعتمد المديرون فقط على الاستحقاقات للتلاعب بالأرباح، نظراً لأن الشركة لا يمكنها التلاعب

بالمستحقات إلا في نطاق محدود خشية إثارة الشكوك والمخاطر، كذلك التلاعب بالاستحقاقات وحدها يعتبر مكلفاً جداً وغير كافٍ، مما قد يدفع المدراء إلى اتخاذ قرارات تشغيلية ليست في مصلحة المساهمين، وذلك وفقاً لنظرية الوكالة (Bing, 2020, p.111).

وتسعى بعض الشركات للقيام بممارسات إدارة الأرباح الحقيقية لتحقيق بعض الأهداف الخاصة منها، تسهيل الحصول على التمويل اللازم من سوق رأس المال، وكذلك تقليل تكلفة رأس المال بسبب أدائها المضلل من خلال التلاعب بإدارة الأرباح، والذي قد يصعب على المستثمرين الخارجيين اكتشافه بشكل فعال (Han Gao et al., 2020, p.3492)، كما أن تقييم الدائنين للشركات يعزز الدافع لدى إدارتها لتضخيم الأداء بشكل مصطنع، بما يحقق رغبة الإدارة في توفير الطمأنينة للحصول على التمويل اللازم من خلال التأثير على تقييمات أصحاب رؤوس الأموال بشأن المخاطر المحتملة التي يمكن أن تتعرض لها الشركات (حميده، 2020م، ص 92).

وفي سياق آخر، تحتفظ الشركات وفقاً لنظرية المقايضة أو المفاضلة باحتياطات نقدية وذلك للاستفادة بها في المشاريع ذات القيم الحالية الموجبة، خاصة حالة وجود مشاكل مرتبطة بالتمويل الخارجي، أو لمواجهة الأزمات المالية المستقبلية غير المتوقعة، وكذلك للوفاء باحتياجات المعاملات التجارية اليومية أو تكاليف تصفية الأصول (Khalil et al., 2019, p.12)، حيث يجب على الشركات تحديد المستوى الأمثل للنقدية من خلال الموازنة بين المنافع والتكلفة المرتبطة بالاحتفاظ النقدي. ووفقاً لذلك، يجب على الإدارة تعديل الرصيد النقدي بطريقة تجعل المنافع النهائية للاحتفاظ بالنقد موازية للتكلفة، وذلك لتعظيم ثروة المساهمين (Marzieh, 2020, p.33).

كما ترى نظرية التدفق النقدي الحر أن المديرين قد يكون لديهم دوافع شخصية للاحتفاظ بالنقدية من أجل زيادة الموارد الخاضعة لسيطرتهم، بالإضافة إلى تجنب تقديم معلومات مفصلة للسوق مقابل الحصول على الأموال الخارجية (Marzieh, 2020, p.33). ومع ذلك، قد يدفعان الفائض النقدي والأهداف الشخصية للإدارة إلى الإفراط في الاستثمار في المشاريع ذات القيمة الحالية السالبة بدلاً من إجراء توزيعات نقدية على المساهمين، مما قد يضر بثروة المساهمين (Kuldeep and Madhvendra, 2019, p.241)، وهو ما يتفق مع منظور الوكالة. وفي ظل نظرية ترتيب النقر (النظرية الهرمية) تعطي إدارة الشركات الأولوية الأولى للموارد الداخلية المتاحة من خلال الأرباح المتراكمة بدلاً من التمويل الخارجي (التمويل بالديون وإصدار الأسهم). ففي بعض الأحيان، قد يصبح استخدام حقوق الملكية غير مفيد خاصة بالنسبة للشركات التي تصدر

الكثير من الأسهم لجمع الأموال (Kuldeep and Madhvendra, 2019, p.241, Marzieh, 2020, p.34).

وفى سياق ذلك، يمكن النظر إلى مستوى النقدية المحتفظ بها باعتبارها أداة للتغطية على ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، وفى هذا الصدد، ووفقاً لـ (Kailing et al., 2020, pp.352-353, Cuong, 2019, pp.2-3) يمكن القول بوجود أربعة دوافع محتملة لتفسير مستوى الموجودات النقدية، حيث تتبنى الشركات أياً من تلك الدوافع لتبرير إدارتها لموجوداتها النقدية وإخفاء ممارساتها لإدارة الأرباح، وهى، *الدافع الأول* "التمثيل أو الوكالة"، حيث يفضل المديرون الاحتفاظ بالمزيد من النقدية لزيادة السيطرة على أصول الشركة من أجل تحقيق المنافع الشخصية لهم، وقد أشار (مصطفى، 2020م، ص422) إلى أن مشاكل الوكالة تنشأ نتيجة الاحتفاظ الكبير وغير المبرر للنقدية بما لا يتفق مع تعظيم مصالح المساهمين، وكلما انخفضت مشاكل الوكالة كلما أدى ذلك إلى تخفيض حجم النقدية التي تحتفظ بها الشركات، ويمكن تحقيق ذلك من خلال التعويضات التنفيذية والتعويضات على أساس الأسهم.

كما يؤدي التدفق النقدي الحر إلى زيادة حرية التصرف من قبل المديرين، مما قد يدفع الشركات التي لديها مبالغ نقدية كبيرة إلى الإنفاق على عمليات الاستحواذ بدلاً من إجراء توزيعات نقدية للمساهمين أو توجيهها إلى أنشطة استثمارية أخرى قد تتعارض مع مصلحة المساهمين. *الدافع الثاني* هو "المعاملة أو التداول"، حيث تحتاج الشركات إلى السيولة لإجراء المعاملات اليومية، وفى ضوءه يعتمد المستوى النقدي الأمثل على تكاليف المعاملات المرتبطة بالحصول على النقدية، حيث يرى (عبد الحكيم، 2018م، ص6) أنه فى حالة السوق غير الكفاء قد يصعب على الشركات تحويل الأصول إلى نقدية سائلة أو الحصول على الأموال اللازمة بتكلفة مناسبة، مما يستدعى احتفاظ الشركات بالنقدية اللازمة لتسيير أعمالها، وعلى العكس حالة السوق الكفاء.

الدافع الثالث هو "التحوطي أو الوقائي"، وهو ينص على أن الشركات تميل إلى الاحتفاظ بمزيد من السيولة لمواجهة المخاطر أو الصدمات غير المتوقعة، حيث أن الشركات ذات التدفقات النقدية الأكثر خطورة (أي زيادة تقلبات التدفق النقدي) تحتاج إلى الاحتفاظ بمزيد من النقدية، كما تحتفظ الشركات بالنقدية لتمويل الأنشطة المالية أو الاستثمارية خاصة عندما تكون الموارد الأخرى غير متوفرة أو تكون باهظة التكلفة، وقد أوضح (فودة، 2020م، ص4) أن الدافع التحوطي (الوقائي) للاحتفاظ بالنقدية يزداد لمواجهة مخاطر اكتشاف الإدارة الضريبية تطبيق الشركات

لممارسات التجنب الضريبي، الدافع الرابع والأخير هو "الإشارة"، والذي يعكس أن الشركات تحتفظ بمزيد من السيولة في محاولة لإرسال إشارات إيجابية للمستثمرين بسبب حالة عدم تماثل المعلومات من خلال إجراء توزيعات أرباح للمستثمرين.

2/2 أساليب قياس إدارة الأرباح وفقاً للمدخل الحقيقي:

بالاستناد إلى ما قدمته دراسة (Saoussen et al., 2020) نقلاً عن دراسة (Roychowdhury, 2006, Anagnostopoulou and Tsekrekos, 2017, Eng et al., 2019) يمكن قياس التلاعب في الأنشطة الحقيقية من خلال عدة مقاييس كالتالي:

1. تكاليف الإنتاج غير الطبيعية: وتحسب من خلال التلاعب بالإنتاج الزائد باستخدام القيمة المطلقة للمستويات غير العادية لتكاليف الإنتاج.

$$\frac{Prod_{it}}{A_{i,t-1}} = B0 + B1 \frac{I}{A_{i,t-1}} + B2 \frac{Rev_{it}}{A_{i,t-1}} + B3 \frac{\Delta Rev_{it}}{A_{i,t-1}} + B4 \frac{\Delta Rev_{it-1}}{A_{i,t-1}} + E_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

حيث:

$Prod_{i,t}$: إجمالي تكاليف الإنتاج الفعلية وهي تعادل تكلفة البضاعة المباعة للشركة (i) مضافاً إليها التغير في المخزون خلال الفترة (t).

$A_{i,t-1}$: إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t-1)

$Rev_{i,t}$: قيمة المبيعات للشركة (i) خلال الفترة (t)

$\Delta Rev_{i,t}$: التغير في قيمة المبيعات للشركة (i) خلال الفترة (t)

$\Delta Rev_{i,t-1}$: التغير في قيمة المبيعات للشركة (i) خلال الفترة (t-1)

$E_{i,t}$: تمثل البواقي تعبر عن المستويات غير الطبيعية لتكاليف الإنتاج (زيادة تكاليف الإنتاج حالة قيمة البواقي موجبة، نقص تكاليف الإنتاج حالة قيمة البواقي سالبة).

2. النفقات الاختيارية غير الطبيعية: وتحسب من خلال التلاعب بالنفقات الاختيارية باستخدام القيمة المطلقة للمستويات غير العادية للنفقات الاختيارية.

$$\frac{DEXP_{i,t}}{A_{i,t-1}} = B0 + B1 \frac{I}{A_{i,t-1}} + B2 + \frac{Rev_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + E_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

حيث أن:

عرفات حمدي العلاقة بين إدارة الأرباح بالأنشطة ومحددات تكاليف الوكالة وأثرها على مستوى النقدية

$DEXP_{i,t}$: إجمالي النفقات الاختيارية الفعلية للشركة (i) خلال الفترة (t)

$Rev_{i,t-1}$: قيمة المبيعات للشركة (i) خلال الفترة (t-1)

$E_{i,t}$: تمثل البواقوهي تعبر عن المستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية (زيادة النفقات الاختيارية حالة قيمة البواقى موجبة، نقص النفقات الاختيارية حالة قيمة البواقى سالبة).

3. التدفقات النقدية التشغيلية غير الطبيعية: وتحسب من خلال التلاعب بالمبيعات باستخدام القيمة المطلقة للمستويات غير العادية للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية.

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = B0 + B1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + B2 \frac{Rev_{i,t}}{A_{i,t-1}} + B3 \frac{\Delta Rev_{i,t}}{A_{i,t-1}} + E_{i,t} \dots (3)$$

حيث:

$CFO_{i,t}$: صافي التدفقات النقدية التشغيلية الفعلية للشركة (i) خلال الفترة (t)

$E_{i,t}$: تمثل البواقوهي تعبر عن المستويات غير الطبيعية لصادف التدفقات النقدية التشغيلية (زيادة صافي التدفقات النقدية التشغيلية حالة قيمة البواقى موجبة، نقص صافي التدفقات النقدية التشغيلية حالة قيمة البواقى سالبة).

3. الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث.

1/3 قياس تأثير محددات تكاليف الوكالة على ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية:

تناولت الأدبيات سلوك إدارة الأرباح من خلال تعويضات التنفيذيين، وقد تبينت نتائج الدراسات السابقة في هذا الشأن، فمن ناحية، أوضحت نتائج دراسة (El Diri and Alhadab, 2020) أن المديرين الذين يتمتعون بقدرات أفضل يرتبطون بإدارة أرباح حقيقية أقل، حيث تكافئ مجالس الإدارة هذا السلوك بأجور أفضل، كما قدمت دراسة (Mohammad et al., 2020) دليلاً تجريبياً على تأثير خصائص الرئيس التنفيذي على ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية وجودة التقارير المالية، حيث يميل الرئيس التنفيذي (CEOs) إلى أن يكون العضو الأكثر نفوذاً في الشركات، وذلك من خلال ممارسة السيطرة على القرارات لضمان تحسين الأداء، كما ناقشت أيضاً دراسة (Alisa G. et al., 2020) تأثير هيكل التعويضات على قرارات المديرين التنفيذيين المتعلقة بالمشاركة في إدارة الأرباح الحقيقية، وتبينت النتائج أن هيكل التعويضات التنفيذية تقلل بشكل فعال من إدارة الأرباح الحقيقية، كما أنها تخفف بشكل كبير من ميل المديرين التابعون نحو الانخراط في إدارة الأرباح الحقيقية.

وفى نفس السياق، كشفت نتائج دراسة (Wuyan, 2018) أن إدارة الأرباح مرتبطة سلباً بالحوافز القائمة على الأسهم (حوافز خيارات الأسهم)، كما أظهرت نتائج دراسة (H. Kim and G. Nam, 2018) وجود ارتباط سلبي هام بين ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية ومعدل أجور المديرين التنفيذيين، وأشارت أيضاً نتائج دراسة (Xu and Chang, 2017) إلى وجود علاقة سلبية هامة بين التعويض النقدي وإدارة الأرباح الحقيقية.

وفى المقابل، قد تشجع عقود التعويضات على التلاعب بأداء الشركات خاصة عندما تكون مرتبطة ببعض معايير الأداء المحددة مسبقاً. وبالمثل، توفر بيئة الحوكمة الضعيفة المزيد من فرص إدارة الأرباح (Muhammad et al., 2018, p.93)، وهو ما أكدته نتائج دراسة (Lei Yu et al., 2019, Fei Liu et al., 2019). فعلى الرغم من أن خيارات الأسهم تُستخدم لمواءمة مصالح المديرين والمساهمين معاً باعتبارها حوافز قائمة على الأداء، إلا أنها قد تدفع المديرين التنفيذيين إلى القيام بممارسات غير سليمة خاصة عندما تصل إلى مستويات باهظة، حيث تؤدي خيارات الأسهم المفرطة إلى زيادة المخاطرة (Oneil et al., 2019, p.3).

كما أظهرت نتائج دراسة (Lei Yu et al., 2019) أن حجم التعويضات يمكن أن يحفز المديرين التنفيذيين لممارسة إدارة الأرباح الحقيقية، كما توصلت نتائج دراسة (Grambo, 2020) إلى أن بعض أشكال معينة من مكافآت وتعويضات الرئيس التنفيذي يمكن أن تشجع وتحفز على القيام بممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، وفي الوقت نفسه يمكن لأشكال معينة أخرى أن تثني الرئيس التنفيذي عن تلك الممارسات، مما يعني أن هناك اختلافات واضحة بين مختلف أشكال تعويضات الرئيس التنفيذي فيما يتعلق بحجم واتجاه التأثير على ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية. وفى نفس السياق، أشارت نتائج دراسة (Fei Liu et al., 2019) إلى أن هناك علاقة موجبة بين زيادة مستوى التعويضات التنفيذية والتلاعب بالمبيعات، حيث تعكس النتائج أن المديرين التنفيذيين سوف يبررون تعويضاتهم الزائدة عن طريق تحسين حساسية الأداء للمدفوعات،

ومن جهة أخرى، أفادت نتائج دراسة (Muhammad et al., 2018) إلى عدم وجود علاقة بين تعويضات الرئيس التنفيذي وإدارة الأرباح، مما يعني أن تعويضات الرئيس التنفيذي لا تؤثر على دوافع الإدارة للقيام بممارسات إدارة الأرباح، علاوة على ذلك، لا يشارك المديرون التنفيذيون في ممارسات إدارة الأرباح لزيادة أجورهم.

وفى ضوء ما تقدم، يمكن صياغة الفرض البحثي التالي:

الفرض البحثي الأول: يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية للتعويضات النقدية وتعويضات الأسهم للمديرين التنفيذيين على ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية.

2/3 قياس العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية ومستوى النقدية المحتفظ بها من خلال التعويضات النقدية وتعويضات الأسهم للمديرين التنفيذيين:

- تأثير نوع واتجاه ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية على مستوى النقدية المحتفظ بها:

تناولت العديد من الدراسات السابقة القيمة الملائمة للتدفقات النقدية المفصح عنها من العمليات التشغيلية في وجود ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، ووفقاً لذلك، توصلت نتائج دراسة (Saoussen et al., 2020) إلى وجود أدلة عملية تدعم الانخفاض المتوقع في التدفقات النقدية إذا قرر المديرين التلاعب بالأرباح المتزايدة من خلال الأنشطة التشغيلية، مما يؤثر سلباً على محتوى المعلومات المالية، وذلك باستخدام البيانات المتعلقة بالشركات الفرنسية المدرجة خلال الفترة من عام 2008م وحتى عام 2015م، وبتعبير أدق، يؤدي الانحراف الشديد عن الأنشطة التشغيلية إلى تدهور أهمية وقيمة التدفقات النقدية، ولا شك أن هذه النتائج تعتبر مفيدة للدائنين والمستثمرين عند التنبؤ بالقدرة المستقبلية لأي كيان على توليد التدفقات النقدية في ظل وجود مثل تلك الممارسات، كما ترى دراسة (Che et al., 2018) أن إدارة الأرباح الحقيقية تضعف قيمة الموجودات النقدية، حيث أوضحت نتائجها أن الوسائل المختلفة لإدارة الأرباح الحقيقية تضعف قيمة الموجودات النقدية من التدفقات النقدية سواء من الأنشطة التشغيلية أو الاستثمارية أو التمويلية، وبشكل رئيسي في الشركات التي يكون لديها مشاكل وكالة محتملة أو الشركات التي تواجه قيوداً مالية.

وعلى النقيض، تشير نتائج دراسة (Khuong et al., 2020) إلى أن إدارة الأرباح الحقيقية يكون لها تأثير إيجابي على الموجودات النقدية للشركات، وتشير العلاقة الإيجابية إلى أن الانخفاض الكبير في تكاليف الإنتاج التقديرية ومصاريف البيع يسمح للمديرين بإخفاء الأداء الحقيقي للشركات. وفي نفس السياق، أظهرت نتائج دراسة (Adam, 2017) وجود ارتباط إيجابي بين الموجودات النقدية للشركات والتخفيضات الكبيرة في النفقات التقديرية. كما أظهرت نتائج دراسة (Guido and André, 2018) وجود تأثير لنتائج البحث والتطوير على الموجودات النقدية للشركات، كذلك وجود علاقة إيجابية بين التغيرات في الاستثمار في البحوث والتطوير والتغيرات

في الموجودات النقدية. وفي دراسة أخرى (Elmas and Khairunnisa, 2020) أشارت النتائج إلى وجود ارتباط معنوي بين الاحتفاظ بالنقدية وإدارة الأرباح. وفي ضوء ما تقدم، يمكن صياغة **الفرض البحثي التالي:**

الفرض البحثي الثاني: يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لممارسات إدارة الأرباح الحقيقية على مستوى النقدية المحتفظ بها.

- تأثير إدارة الأرباح الحقيقية المعدلة بالتعويضات النقدية وتعويضات الأسهم للمديرين التنفيذيين على مستوى النقدية المحتفظ بها:

تعتبر العلاقة بين حوافز وتعويضات الرئيس التنفيذي والموجودات النقدية قضية مهمة، حيث إن تصميم هيكل أجور أكثر كفاءة للمدير التنفيذي يساعد في تحقيق التوافق بين مصالح المديرين والمساهمين معاً، كما أن هيكل الأجور الفعال يحفز المديرين على متابعة مشاريع استثمارية أكثر مخاطرة وربحية، وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين، وفي هذا الصدد، ناقشت دراسة (Atif et al., 2020) كيفية تأثير حوافز وتعويضات الرئيس التنفيذي على الحيازات النقدية للشركات، حيث توصلت النتائج إلى أن التعويضات القائمة على الأسهم ترتبط سلبياً بالموجودات النقدية، أي أن المزيد من حقوق الملكية والتعويضات تؤدي إلى حيازات نقدية أقل.

وفي المقابل، أظهرت نتائج دراسة (Azhari, 2018) وجود علاقة إيجابية وقوية لأجور الرئيس التنفيذي مع الموجودات النقدية، وفي دراسة أخرى (Harry and Ramesh, 2018) تم استنتاج أن المديرين يستجيبون بشكل مناسب لحوافز المخاطر من خلال اتخاذ مشاريع أكثر مخاطرة ولكنهم يزدون حيازاتهم النقدية لتقليل المخاطر على الشركة. وفي سياق آخر، أشارت نتائج دراسة (Afshar et al., 2018) إلى أن إدارة الأرباح الحقيقية يكون لها تأثيراً كبيراً على حجم الموجودات النقدية، كما أن المعامل المتعلق بالتأثير التفاعلي للموجودات النقدية في شركات ذات الحوكمة القوية يكون أعلى بكثير مقارنة بالشركات ذات الحوكمة الضعيفة، بعبارة أخرى، تُحدث جودة حوكمة الشركات تعديلاً ذات مغزى لهذا التأثير.

وفى ضوء ما تقدم، يمكن صياغة الفرض البحثي التالي:

الفرض البحثي الثالث: يختلف تأثير ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية على مستوى النقدية المحتفظ بها من خلال التعويضات النقدية وتعويضات الأسهم للمديرين التنفيذيين.

3/3 قياس القيمة الملائمة لمستوى النقدية المحتفظ بهافى وجود إدارة الأرباح الحقيقية المعدلة بالتعويضات التنفيذية:

تعتبر الموجودات النقدية مؤشر مهم لقياس الأداء المالي للشركات، كما يمتلك المديرون السلطة التقديرية لاتخاذ قرار بشأن مستويات الموجودات النقدية، الأمر الذى أدى إلى تفاقم المشكلات المتعلقة بتكلفة مراقبة نظرية الوكالة، حيث ينبغي على الشركات أن تقرر مستوي حيازاتها للنقدية فى ضوء المنافع والآثار المترتبة على ذلك، بالإضافة إلى تجنب الاعتماد على بدائل مالية محفوفة بالمخاطر (Khuong et al., 2020, p.248). وبناءً عليه، تناولت الدراسات السابقة العلاقة بين النقدية المحتفظ بها والأداء التشغيلي والاستثماري للشركات من وجهات نظر مختلفة.

وفى هذا الصدد، فحصت دراسة (Cuong, 2019) ما إذا كانت هناك نسبة مثالية للاحتفاظ بالنقدية بحيث يمكن من خلالها تعظيم أداء الشركات، وذلك بالاعتماد على عينة مكونة من 306 شركة غير مالية مدرجة في سوق البورصة الفيتنامية خلال الفترة من عام 2008م وحتى عام 2017م، وأظهرت النتائج التجريبية أن نسبة الأموال النقدية المحتفظ بها والتي يمكن أن تساهم في تحسين أداء الشركة تعادل 9.93%، كما أن معامل تلك العلاقة الموجبة يميل إلى الانخفاض عندما تتجاوز الشركات تلك النسبة، مما يعني أن الزيادة غير المبررة في نسبة الموجودات النقدية تؤثر سلباً على أداء الشركة.

كما ألفت نتائج دراسة (Saoussen et al., 2020) الضوء على حقيقة أنه إذا قرر المديرون التلاعب الحقيقي بالأرباح بشكل متزايد من خلال الأنشطة التشغيلية، فقد يؤثر ذلك سلباً على محتوى المعلومات المالية، وذلك باستخدام البيانات المتعلقة بجميع الشركات الفرنسية المدرجة خلال الفترة من عام 2008م وحتى عام 2015م، وأوضحت أيضاً نتائج دراسة (الشريف، 2019م) أن التلاعب بالمبيعات وحجم النفقات الاختيارية يؤثر معنوياً على تقييم المستثمرين للنقدية المحتفظ بها، فى حين لا يوجد تأثير معنوي للتلاعب بالإنتاج على تقييم المستثمرين للنقدية المحتفظ بها، وذلك بفحص عينة من الشركات المصرية المدرجة فى مؤشر EGX100 خلال الفترة من عام 2016م وحتى عام 2019م. وأشارت أيضاً نتائج دراسة (Fatahi and Arezoo,

(2019) إلى وجود ارتباطاً سلبياً وهاماً بين إدارة الأرباح الحقيقية من خلال أسلوب التلاعب بالمبيعات ومستوى نمو الاستثمار.

وفي نفس السياق، ناقشت دراسة (Chihchung et al., 2020) فيما إذا كان التباين في تعويضات التنفيذيين يلعب دوراً مهماً في تخصيص التدفق النقدي الداخلي، بحيث تعتمد حساسية التدفق النقدي للاستخدامات المختلفة على نوع التعويضات المدفوعة للمديرين التنفيذيين، حيث أن حساسية التدفق النقدي للاستثمار أكثر تقلباً من الاستخدامات الأخرى في الشركات، خاصة عندما نأخذ في الاعتبار الأنواع المختلفة من التعويضات، كما أن الاستثمار المفرط يرتبط مباشرة بالمدفوعات الزائدة وغير المبررة للرؤساء التنفيذيين ويقل هذا التأثير مع القيود المفروضة على التعويضات ممثلة في أداء الشركات. وفي ضوء ما تقدم، يمكن صياغة الفرض البحثي التالي:

الفرض البحثي الرابع: يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمستوى النقدية المحتفظ بها على حساسية التدفق النقدي للاستثمار في وجود إدارة الأرباح الحقيقية المعدلة بالتعويضات التنفيذية.

وفي سياق آخر، أشارت نتائج دراسة (Valerie, 2019) إلى أن إدارة الأرباح الحقيقية من خلال التخفيض غير الطبيعي في النفقات التقديرية ترتبط سلباً بالتدفقات النقدية للشركات وكذلك استمرارية الأرباح، كما تعكس الأرباح الحالية الأقل ثباتاً ضعف القدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، وبالتالي انخفاض قيمة المعلومات المتعلقة بالأرباح الحالية بشأن التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، ويتحقق هذا بسبب التأثير السلبي لإدارة الأرباح الحقيقية على التدفقات النقدية للشركات. وهذه النتيجة تتفق مع نتيجة دراسة (Kwang and Seung, 2019) علاوة على ذلك، وجد أن ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية تضعف تقييمات السوق لأرباح الشركات المستقبلية التي تنعكس بدورها على أسعار الأسهم الحالية، وذلك باستخدام 15,826 من الملاحظات الخاصة بالشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الكورية خلال الفترة من عام 2000م وحتى عام 2015م.

كما توصلت نتائج دراسة (Karan, 2020) إلى أن مديري الشركات يخرطون في ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية لزيادة الأرباح أو تجنب الخسائر والحفاظ على أرباح العام الماضي من خلال الإفراط في الإنتاج وخفض النفقات التقديرية (نفقات البحث والتطوير والبيع، النفقات العامة والإدارية)، وذلك باستخدام بيانات الشركات المدرجة في البورصة الهندية خلال الفترة من عام 2000م وحتى عام 2016م. وفي نفس السياق، أشارت نتائج دراسة (Rashid and Ali, 2016) إلى

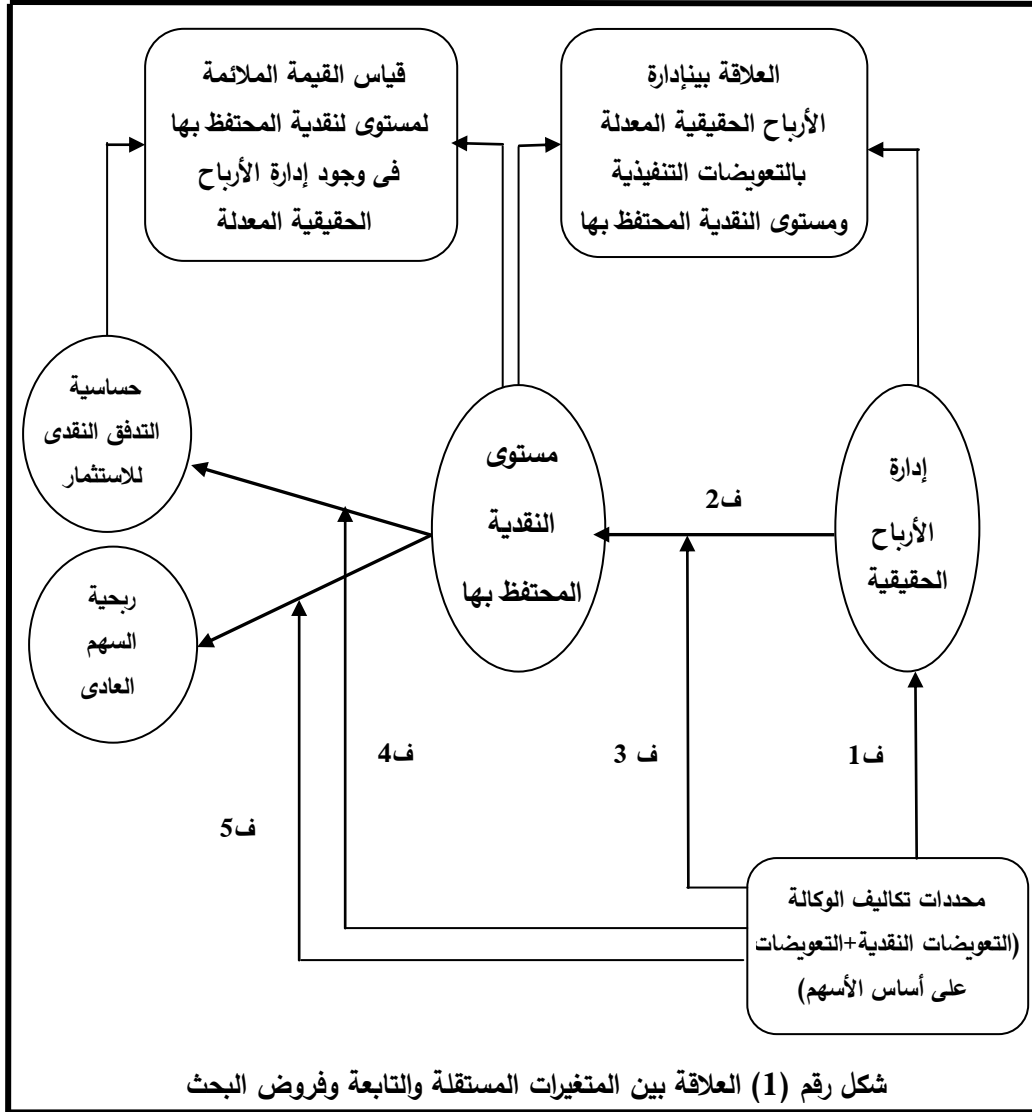
أنهفي حالة الشركات الكبيرة توجد علاقة سلبية بين عائد السهم والاحتفاظ بالأصول السائلة، والتي عادة ما تفرض عليهم تفضيل التمويل الداخلي بدلاً من التمويل الخارجي بسبب التكاليف المختلفة المرتبطة به، وفي المقابل، بالنسبة للشركات الصغيرة، يوجد ارتباط إيجابي بين عائد السهم والاحتفاظ بالأصول السائلة، ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات الصغيرة عادة ما يكون لديها تصنيفات ائتمانية ضعيفة، وكذلك صعوبة في الوصول إلى أسواق رأس المال.

كما توصلت نتائج دراسة (St. and Imang, 2018) إلى وجود تأثير لإدارة الأرباح كمتغير وسيط بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم، كما أظهرت النتائج وجود تأثير إيجابي للتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم، وفي المقابل، وجود تأثير سلبي للتدفقات النقدية الاستثمارية على عوائد الأسهم، علاوة على ذلك، فإن إدارة الأرباح في غياب ممارسات الحوكمة قادرة على تعزيز العلاقة بين التدفق النقدي التشغيلي والمالي وعوائد الأسهم، وفي المقابل، فإن إدارة الأرباح غير قادرة على تعزيز العلاقة بين التدفق النقدي للاستثمار وعوائد الأسهم، وفي دراسة أخرى (Ahmed et al., 2019) أظهرت النتائج وجود علاقة غير معنوية بين ممارسات إدارة الأرباح وعوائد الأسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، وكذلك وجود علاقة طفيفة بين عوائد الأسهم والتدفقات النقدية التشغيلية، بالإضافة إلى ذلك، وجدت علاقة ارتباط معنوية بين حجم الشركة وعوائد الأسهم.

وكشفت أيضاً نتائج دراسة (Singh and Madhvendra, 2019) أن الشركات ذات الربحية العالية تميل إلى الاحتفاظ بنقود أقل، وعلى الجانب الآخر، تميل الشركات الكبيرة إلى الاحتفاظ بنمط آخر من الأصول السائلة بدلاً من النقد. كما توصلت نتائج دراسة (Sarah, 2017) إلى وجود ارتباطاً سلبياً بين الاحتفاظ النقدي الزائد وعوائد الاسهم، وهو ما يتفق مع نظرية التدفق النقدي الحر ونظرية الوكالة، وتم استخدام تلك النتيجة أيضاً لتبرير العلاقة السلبية بين الاحتفاظ النقدي الزائد وقيمة الشركة. وفي المقابل، أوضحت نتائج دراسة (Tariq, 2019) وجود ارتباط إيجابي بين ربحية الشركة ومستوى النقدية المحتفظ بها. وهي تتفق مع نتيجة دراسة (Wibowo and Sugeng, 2019). وفي ضوء ما تقدم، يمكن صياغة الفرض البحثي التالي:

الفرض البحثي الخامس: يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمستوى النقدية المحتفظ بها على ربحية السهم العادي في وجود إدارة الأرباح الحقيقية المعدلة بالتعويضات التنفيذية.

ويوضح الشكل التالي العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة وفروض البحث:



4. الدراسة التطبيقية

1/4 عينة الدراسة ومصادر البيانات:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2013م وحتى عام 2019م، وقد تم اختيار عينة مكونة من 86 شركة بإجمالي عدد مشاهدات 602 مشاهدة (7*86)، وقد روعي في اختيار مفردات العينة أن تكون مدرجة في البورصة المصرية خلال سنوات الدراسة، توافر القوائم المالية والمعلومات الكافية لها خلال سنوات الدراسة، ألا تكون ضمن قطاع البنوك أو شركات القطاع العام والتي لا تخضع أسهمها للتداول في بورصة الأوراق المالية، وأخيراً لا يكون قد حدث للشركة أحداث غير عادية خلال فترة الدراسة مثل الإندماج، أو تجزئة القيمة الاسمية للسهم أو غيره، هذا بالإضافة إلى أنه استبعاد الشركات المساهمة التي تنتمي إلى قطاع "الخدمات المالية باستثناء البنوك" بما يلائم متغيرات البحث، وذلك عند اختبار فروض النموذج الرياضي الثاني والثالث للدراسة. ويوضح الجدول التالي الشركات داخل عينة الدراسة والقطاعات التي تنتمي لها:

جدول رقم (1) عدد الشركات المستخدمة في الدراسة والقطاعات التي تنتمي لها

القطاع	عينة (1) النموذج الأول		عينة (2) النموذج الثاني والثالث	
	عدد الشركات	النسبة %	عدد الشركات	النسبة %
العقارات	15	17.4%	15	22.4%
التشييد ومواد البناء	10	11.6%	10	14.9%
غاز وبترو	1	1.2%	1	1.5%
خدمات مالية باستثناء البنوك	19	22%		
تكنولوجيا	2	2.4%	2	3%
اتصالات	4	4.8%	4	6%
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	6	7.2%	6	9%
سياحة وترفيه	9	10.4%	9	13.5%
منتجات منزلية وشخصية	2	2.4%	2	3%
موارد أساسية	2	2.4%	2	3%
أغذية ومشروبات	12	13.4%	12	17.5%
رعاية صحية وأدوية	4	4.8%	4	6%
الإجمالي	86	100%	67	100%
إجمالي المشاهدات =	602 (7 × 86)		469 (7 × 67)	

وقد اعتمد الباحث في الحصول على كافة البيانات اللازمة لإجراء التحليل الإحصائي لاختبار فروض الدراسة على موقع مباشر للبورصة المصرية (www.mubasher.com) للحصول على تقرير مجلس الإدارة والقوائم المالية، بالإضافة إلى الموقع الإلكتروني للشركات.

2/4 نماذج ومتغيرات الدراسة:

تعتمد الدراسة التطبيقية على تقسيمها إلى ثلاثة نماذج رياضية كالتالي:

1/2/4 النموذج الأول (اختبار الفرض البحثي الأول):

يوضح الجدول التالي متغيرات النموذج الأول والعلاقات المتوقعة بينها:

جدول رقم (2) يوضح متغيرات النموذج الأول والعلاقات المتوقعة بينها

العلاقة المتوقعة	قياس المتغير	وصف المتغير	رمز المتغير
(1) المتغيرات التابعة:			
.....	تحسب من خلال قيمة البواقي والتي سبق الوصول إليها من المعادلة السابقة (1)، وهو متغير وهمي يأخذ 1 حالة زيادة تكاليف الإنتاج (قيمة البواقي موجبة) ويأخذ صفر حالة نقص تكاليف الإنتاج (قيمة البواقي سالبة) للشركة (i) خلال الفترة (t).	المستويات غير الطبيعية لتكاليف الإنتاج	$REMa_{i,t}$
.....	تحسب من خلال قيمة البواقي والتي سبق الوصول إليها من المعادلة السابقة (2)، وهو متغير وهمي يأخذ 1 حالة زيادة النفقات الاختيارية (قيمة البواقي موجبة) ويأخذ صفر حالة نقص النفقات الاختيارية (قيمة البواقي سالبة) للشركة (i) خلال الفترة (t).	المستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية	$REMb_{i,t}$
.....	تحسب من خلال قيمة البواقي والتي سبق الوصول إليها من المعادلة السابقة (3)، وهو متغير وهمي يأخذ 1 حالة زيادة صافي التدفقات النقدية التشغيلية (قيمة البواقي موجبة) ويأخذ صفر حالة نقص صافي التدفقات النقدية التشغيلية (قيمة البواقي سالبة) للشركة (i) خلال الفترة (t).	المستويات غير الطبيعية لصافي التدفقات النقدية التشغيلية	$REMc_{i,t}$
(2) المتغيرات المستقلة:			
-	اعتمدت العديد من الدراسات السابقة (Atif et al., 2020, Xu and Chang, 2017) في قياس هذا المتغير على حساب اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي المكافآت وتوزيعات الأرباح النقدية بالإضافة إلى توزيعات الأسهم التي يحصل عليها المديرون التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة للشركة (i) في نهاية الفترة (t-1).	حوافز وتعويضات التنفيذيين	$EC_{i,t-1}$
(3) المتغيرات الرقابية:			
+	هو مقياس أساسي يصف حجم مستوى المبيعات والضوابط الداخلية	حجم الشركة	$FSIZE_{i,t}$

	للشركة، وقد اعتمدت العديد من الدراسات السابقة (Elmas and Khairunnisa, 2020, Cuong, 2019, Khalil et al., 2019, Singhand Madhvendra, 2019, Sarah and dan, 2019) في قياس هذا المتغير على حساب اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t).	
--	--	--

ويمكن اختبار الفرض البحثي الأول وذلك من خلال صياغة المعادلات الرياضية التالية:

$$REMA_{i,t} = B0 + B1 EC_{i,t-1} + B2 FSIZE_{i,t} + E_{it} \dots\dots\dots (4)$$

$$REMB_{i,t} = B0 + B1 EC_{i,t-1} + B2 FSIZE_{i,t} + E_{it} \dots\dots\dots (5)$$

$$REMC_{i,t} = B0 + B1 EC_{i,t-1} + B2 FSIZE_{i,t} + E_{it} \dots\dots\dots (6)$$

2/2/4 النموذج الثاني (اختبار الفرض البحثي الثاني والثالث):

يوضح الجدول التالي متغيرات النموذج الثاني والعلاقات المتوقعة بينها:

جدول رقم (3) يوضح متغيرات النموذج الثاني والعلاقات المتوقعة بينها

العلاقة المتوقعة	قياس المتغير	وصف المتغير	رمز المتغير
(1) المتغير التابع:			
.....	اعتمدت العديد من الدراسات السابقة (Atif et al., 2020, Elmas and Khairunnisa, 2020, Cuong, 2019, Khalil et al., 2019, Singhand Madhvendra, 2019, Sarah and dan, 2019) في قياس هذا المتغير على حساب اللوغاريتم الطبيعي لحجم النقدية وما يعادلها مقسوماً على (إجمالي الأصول مطروحاً منها النقدية وما يعادلها) للشركة (i) في نهاية الفترة (t).	مستوى الاحتفاظ بالنقدية	$CASHHOLD_{i,t}$
(2) المتغيرات المستقلة:			
-	يحسب من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي البدلات والمكافآت التي يحصل عليها المديرين التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة للشركة (i) في نهاية الفترة (t-1).	حوافز وتعويزات التنفيذيين	$EC_{i,t-1}$
-	تحسب من خلال (قيمة البواقي الموجبة والسالبة) مضروباً في اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي البدلات والمكافآت التي يحصل عليها المديرين التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة للشركة (i) في نهاية الفترة (t-1).	المستويات غير الطبيعية لتكاليف الإنتاج معدلة بالتعويضات	$REMA_{i,t} * EC_{i,t-1}$
-	تحسب من خلال (قيمة البواقي الموجبة والسالبة) مضروباً في اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي البدلات والمكافآت التي يحصل عليها المديرين التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة للشركة (i) في نهاية الفترة (t-1).	المستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية معدلة بالتعويضات	$REMB_{i,t} * EC_{i,t-1}$

-	تحسب من خلال (قيمة البواقي الموجبة والسالبة) مضروباً في اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي البدلات والمكافآت التي يحصل عليها المديرين التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة للشركة (i) في نهاية الفترة (t-1).	المستويات غير الطبيعية لصافي التدفقات النقدية التشغيلية معدلة بالتعويضات	$REMc_{i,t} * EC_{i,t-1}$
(3) المتغيرات الرقابية:			
+	يعادل اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t).	حجم الشركة	$FSIZE_{i,t}$
-	وهتعد أحد الجوانب التي يمكن أن تحفز الإدارة في تنفيذ إدارة الأرباح، وقد اعتمدت العديد من الدراسات السابقة (Suyatmin et al., 2020, Elmas and Khairunnisa, 2020, Cuong, 2019, Khalil et al., 2019, Sarah and dan, 2019) قياس هذا المتغير من خلال قسمة الديون طويلة الأجل على إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t).	الرافعة المالية	$LEV_{i,t}$

ويمكن اختبار الفرض الثاني من خلال صياغة المعادلات الرياضية التالية:

$$CASHHOLD_{i,t} = B0 + B1 REMa_{i,t} + B2 FSIZE_{i,t} + B3 LEV_{i,t} + E_{it} \dots \dots \dots (7)$$

$$CASHHOLD_{i,t} = B0 + B1 REMb_{i,t} + B2 FSIZE_{i,t} + B3 LEV_{i,t} + E_{it} \dots \dots \dots (8)$$

$$CASHHOLD_{i,t} = B0 + B1 REMc_{i,t} + B2 FSIZE_{i,t} + B3 LEV_{i,t} + E_{it} \dots \dots \dots (9)$$

$$CASHHOLD_{i,t} = B0 + B1 REMa_{i,t} + B2 REMb_{i,t} + B3 REMc_{i,t} + B4 FSIZE_{i,t} + B5 LEV_{i,t} + E_{it} \dots \dots \dots (10)$$

كما يمكن اختبار الفرض البحثي الثالث من خلال صياغة المعادلات الرياضية التالية:

$$CASHHOLD_{i,t} = B0 + B1 REMa_{i,t} + B2 EC_{i,t-1} + B3 REMa_{i,t} * EC_{i,t-1} + B4 FSIZE_{i,t} + B5 LEV_{i,t} + E_{it} \dots \dots \dots (11)$$

$$CASHHOLD_{i,t} = B0 + B1 REMb_{i,t} + B2 EC_{i,t-1} + B3 REMb_{i,t} * EC_{i,t-1} + B4 FSIZE_{i,t} + B5 LEV_{i,t} + E_{it} \dots \dots \dots (12)$$

$$CASHHOLD_{i,t} = B0 + B1 REMc_{i,t} + B2 EC_{i,t-1} + B3 REMc_{i,t} * EC_{i,t-1} + B4 FSIZE_{i,t} + B5 LEV_{i,t} + E_{it} \dots \dots \dots (13)$$

$$CASHHOLD_{i,t} = B0 + B1 REMa_{i,t} + B2 REMb_{i,t} + B3 REMc_{i,t} + B4 EC_{i,t-1} + B5 REMa_{i,t} * EC_{i,t-1} + B6 REMb_{i,t} * EC_{i,t-1} + B7 REMc_{i,t} * EC_{i,t-1} + B8 FSIZE_{i,t} + B9 LEV_{i,t} + E_{it} \dots \dots \dots (14)$$

3/2/4 النموذج الثالث (اختبار الفرض البحثي الرابع والخامس):

يمكن اختبار الفرض الرابع وذلك من خلال صياغة المعادلة الرياضية التالية:

عرفات حمدي العلاقة بين إدارة الأرباح بالأنشطة ومحددات تكاليف الوكالة وأثرها على مستوى النقدية

$$ICFS_{i,t} = B0 + B1 CASHHOLD_{i,t-1} + B2 EC_{i,t-1} + B3 REMa_{i,t} * EC_{i,t-1} + B4 REMb_{i,t} * EC_{i,t-1} + B5 REMc_{i,t} * EC_{i,t-1} + B6 FSIZE_{i,t} + B7 LEV_{i,t} + E_{it} \dots \dots \dots (15)$$

حيث أن:

$ICFS_{i,t}$: يعكس حساسية التدفقات النقدية للاستثمار، وهو متغير وهمي يأخذ (1) حالة زيادة مدفوعات الاستثمارات في الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل عن مبيعات الاستثمارات في الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل للشركة (i) في نهاية الفترة (t)، ويأخذ صفر خلاف ذلك.

كما يمكن اختبار الفرض الخامس وذلك من خلال صياغة المعادلة الرياضية التالية:

$$SP_{i,t} = B0 + B1 CASHHOLD_{i,t-1} + B2 EC_{i,t-1} + B3 REMa_{i,t} * EC_{i,t-1} + B4 REMb_{i,t} * EC_{i,t-1} + B5 REMc_{i,t} * EC_{i,t-1} + B6 FSIZE_{i,t} + B7 LEV_{i,t} + B8 OCF_{i,t} + B9 ICF_{i,t} + E_{it} \dots \dots \dots (16)$$

حيث أن:

$SP_{i,t}$: يعكس ربحية السهم العادي، حيث اعتمدت العديد من الدراسات السابقة (Ahmed et al., 2019, Sarah, 2017) في قياس هذا المتغير عن طريق قسمة صافي الأرباح بعد الضرائب

على متوسط عدد الأسهم العادية المتداولة للشركة (i) في نهاية الفترة (t)

$OCF_{i,t}$: يعكس التدفق النقدي التشغيلي، وهو يحسب من خلال صافي التدفق النقدي التشغيلي مقسوماً على إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (Sarah, 2017).

$ICF_{i,t}$: يعكس التدفق النقدي الاستثماري، وهو يحسب من خلال صافي التدفق النقدي الاستثماري مقسوماً على إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t).

3/4 اختبار صلاحية بيانات الدراسة:

تم اختبار عدم وجود ازدواج أو تعدد خطى بين المتغيرات المستقلة للدراسة، حيث تم حساب معامل تضخم التباين (VIF) Variance Inflation Factor لكل متغير من المتغيرات المستقلة، ويمكن توضيح النتائج من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (4) معامل (VIF) لمتغيرات نماذج الدراسة

$SP_{i,t}$		$ICFS_{i,t}$		$CASHH_{i,t}$		المتغيرات التابعة المتغيرات المستقلة
VIF	Tol.	VIF	Tol.	VIF	Tol.	
1.004	.996	1.004	.996	1.009	.991	$EC_{i,t-1}$
				1.017	.984	$REMa_{i,t}$
				1.320	.757	$REMb_{i,t}$
				1.089	.918	$REMc_{i,t}$
1.489	.672	1.487	.672	1.972	.507	$REMa_{i,t} * EC_{i,t-1}$
1.484	.674	1.484	.674	1.705	.586	$REMb_{i,t} * EC_{i,t-1}$
1.069	.935	1.069	.936	1.091	.917	$REMc_{i,t} * EC_{i,t-1}$

1.008	.992	1.007	.993			$CASHH_{i,t-1}$
-------	------	-------	------	--	--	-----------------

يتضح من الجدول أعلاه أن قيمة (VIF) أقل من 10 وتقترب من الصفر، لذا فإنه يمكن الحكم بعدم وجود ازدواج خطي بين المتغيرات المستقلة للدراسة.

4/4 الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

تم إجراء الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (5) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Descriptive Statistics				المتغيرات
Std. Dev.	Mean	Max	Min	
المتغير التابع:				
2,72419	70.287	1,76388	-2,69405	$REMa_{i,t}$
63.873	674.622	5,1833	-2,57234	$REMb_{i,t}$
2,07188	-1.227	1,02571	-2,61774	$REMc_{i,t}$
4.03723	.29677	9.1711	0	$CASHH_{i,t}$
1,2469	-3,53845	2,92561	-1,105468	$ICFS_{i,t}$
9,6328	1,968	9,9	-6,9	$SP_{i,t}$
المتغيرات المستقلة:				
.09007472	.012457	2.03366	0	$EC_{i,t-1}$
2,724199	70.287	1,76388	-2,69405	$REMa_{i,t}$
63.873	674.622	5,18334	-2,5723	$REMb_{i,t}$
2,07188	-1.227.78	1,02571	-2,61774	$REMc_{i,t}$
1.472	39.334	9.044	-21.921.9	$REMa_{i,t} * EC_{i,t-1}$
7.229	459.672	1,52118	-11.251	$REMb_{i,t} * EC_{i,t-1}$
207.163	-7.083	1.820	-4.182	$REMc_{i,t} * EC_{i,t-1}$
4.04016	.3059740	9.17116	0	$CASHH_{i,t-1}$
المتغيرات الرقابية:				
.83434	9.1535	11.032	6.0127	$FSize_{i,t}$
1.0564	8.7720	10.875	4.61542	$LEV_{i,t}$

-الإحصاء الوصفي للمتغيرات التابعة: بلغ متوسط المستويات غير الطبيعية لتكاليف الإنتاج " $REMa_{i,t}$ " (70.287) بانحراف معياري قدره (2,72)، ويبدل صغر الانحراف المعياري على تركيز شركات العينة حول المتوسط الحسابي، كما بلغ متوسط المستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية " $REMb_{i,t}$ " (674.622) بانحراف معياري قدره (63.873)، وبلغ أيضاً متوسط المستويات غير الطبيعية لصافي التدفقات النقدية التشغيلية " $REMc_{i,t}$ " (-1.227) بانحراف معياري قدره (2,07)، وبلغ أيضاً المتوسط الحسابي للنقدية المحفوظ بها

" $CASHH_{i,t}$ " (2967). بانحراف معياري قدره (4.0372)، ويدل صغر الانحراف المعياري على تركيز شركات العينة حول المتوسط الحسابي، كما بلغ المتوسط الحسابي لحسابية التدفق النقدي للاستثمار (-3,5384) " $ICFS_{i,t}$ " بانحراف معياري قدره (1,2469)، ويدل صغر الانحراف المعياري على تركيز شركات العينة حول المتوسط الحسابي، كما بلغ متوسط ربحية السهم العادي " $SP_{i,t}$ " (1,968) بانحراف معياري قدره (9,6328).

- الإحصاء الوصفي للمتغيرات المستقلة: يتراوح الوزن النسبي لحوافز وتعويضات المديرين التنفيذيين " EC_{it-1} " بين أقل قيمة (0) وأعلى قيمة (2.033) وبانحراف معياري (0.09007). وبمتوسط حسابي قدره (0.0124)، ويدل صغر الانحراف المعياري على تركيز شركات العينة حول المتوسط الحسابي، كما يتراوح الوزن النسبي للتوزيعات النقدية للمساهمين " SD_{it-1} " بين أقل قيمة (0) وأعلى قيمة (1.169) وبانحراف معياري (84.88) وبمتوسط حسابي قدره (7.360)، ويدل كبر الانحراف المعياري على تشتت شركات العينة، وبلغ المتوسط الحسابي لممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (المستويات غير الطبيعية لتكلفة الإنتاج، المستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية، المستويات غير الطبيعية لصادف التدفقات النقدية التشغيلية) المعدلة بالحوافز والتعويضات (" $REMc_{i,t} * EC_{i,t-1}$ ، " $REMb_{i,t} * EC_{i,t-1}$ ، " $REMa_{i,t} * EC_{i,t-1}$ ") على التوالي (459.67، 39.33) - (7.083) وبانحراف معياري قدره على التوالي (207.163، 7.229، 1.472).

- الإحصاء الوصفي للمتغيرات الرقابية: يتراوح حجم الشركة " $FSize_{it}$ " بين (6.012، 11.03) تم قياسها باللوغاريتم الطبيعي، كما بلغ المتوسط الحسابي (9.153) وبانحراف (0.8343) ويدل صغر الانحراف على تركيز شركات العينة حول المتوسط الحسابي، بينما بلغ متوسط معدل الرافعة المالية (8.772) " $LEV_{i,t}$ " وبانحراف (1.0564) ويدل صغر الانحراف المعياري على تركيز شركات العينة حول المتوسط الحسابي.

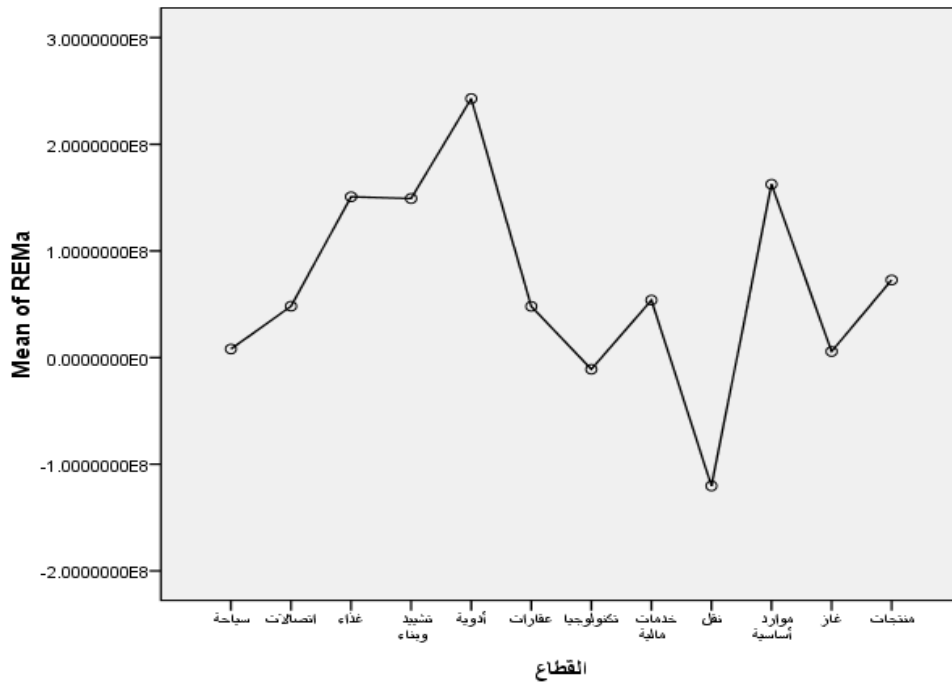
5/4 تحليل نتائج قياس ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية على مستوى القطاعات:

أظهر اختبار تحليل التباين **Oneway-Anova** لتحديد الفروق أو الاختلافات في المتوسطات الحسابية للمستويات غير الطبيعية لتكاليف الإنتاج - باعتبارها ضمن ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية - على مستوى القطاعات التي تنتمي لها عينة الدراسة النتائج التالية:

جدول رقم (6) معلمات التباين لتحديد الفروق أو الاختلافات في المتوسطات الحسابية للمستويات غير الطبيعية لتكاليف الإنتاج على مستوى القطاعات التي تنتمي لها عينة الدراسة

Sig.	F	Mean Square	Sum of Squares	بيان
.000	4.371	3.02517	3.32818	بين المجموعات
		6.92216	3.48219	داخل المجموعات
			3.81519	إجمالي

يتضح من الجدول أعلاه، وجود فروق أو اختلافات معنوية في المتوسطات الحسابية للمستويات غير الطبيعية لتكاليف الإنتاج على مستوى القطاعات التي تنتمي لها عينة الدراسة، وذلك عند مستوى معنوية 0.001، كما يوضح الرسم البياني رقم (1) أن أعلى متوسط حسابي لمستوى تكاليف الإنتاج غير الطبيعية بلغ (2,4281) وهو ينتمي لقطاع الرعاية الصحية والأدوية، وفي المقابل، أقل متوسط حسابي لمستوى تكاليف الإنتاج غير الطبيعية بلغ (-1,203) وهو ينتمي لقطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات، ويمكن تفسير ذلك باعتبار قطاع الأدوية من القطاعات ذات تكاليف الإنتاج العالية نظراً لارتفاع أسعار تكلفة المواد الخام مقارنة بقطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات.

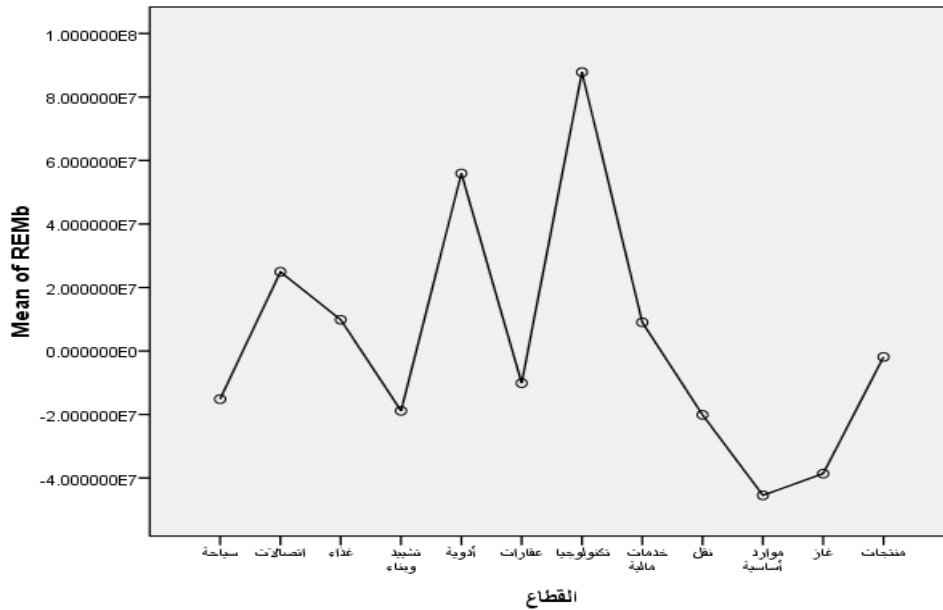


شكل رقم (1) يوضح المتوسط الحسابي لمستوى تكاليف الإنتاج غير الطبيعية على مستوى قطاعات عينة الدراسة

كما أظهر اختبار تحليل التباين **Oneway-Anova** لتحديد الفروق أو الاختلافات في المتوسطات الحسابية للمستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية-باعتبارها ضمن ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية- على مستوى القطاعات التي تنتمي لها عينة الدراسة النتائج التالية:
جدول رقم (7) معلمات التباين لتحديد الفروق أو الاختلافات في المتوسطات الحسابية للمستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية على مستوى القطاعات التي تنتمي لها عينة الدراسة

Sig.	F	Mean Square	Sum of Squares	بيان
.000	7.334	2.63616	2.89917	بين المجموعات
		3.59415	1.81118	داخل المجموعات
			2.10118	إجمالي

يتضح من الجدول أعلاه، وجود فروق أو اختلافات معنوية في المتوسطات الحسابية للمستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية على مستوى القطاعات التي تنتمي لها عينة الدراسة، وذلك عند مستوى معنوية 0.001، كما يوضح الرسم البياني رقم (2) أن أعلى متوسط حسابي لمستوى النفقات الاختيارية غير الطبيعية بلغ (87.849) وهو ينتمي لقطاع التكنولوجيا، وفي المقابل، أقل متوسط حسابي لمستوى تكاليف الإنتاج غير الطبيعية بلغ (-45.462) وهو ينتمي لقطاع الموارد الأساسية، ويمكن تفسير ذلك باعتبار قطاع التكنولوجيا من القطاعات التي تحتاج إلى الترويج والتسويق بشكل مستمر وكبير نظراً للتقدم السريع الذي يتميز به منتجات وخدمات هذا القطاع على العكس من قطاع الموارد الأساسية.



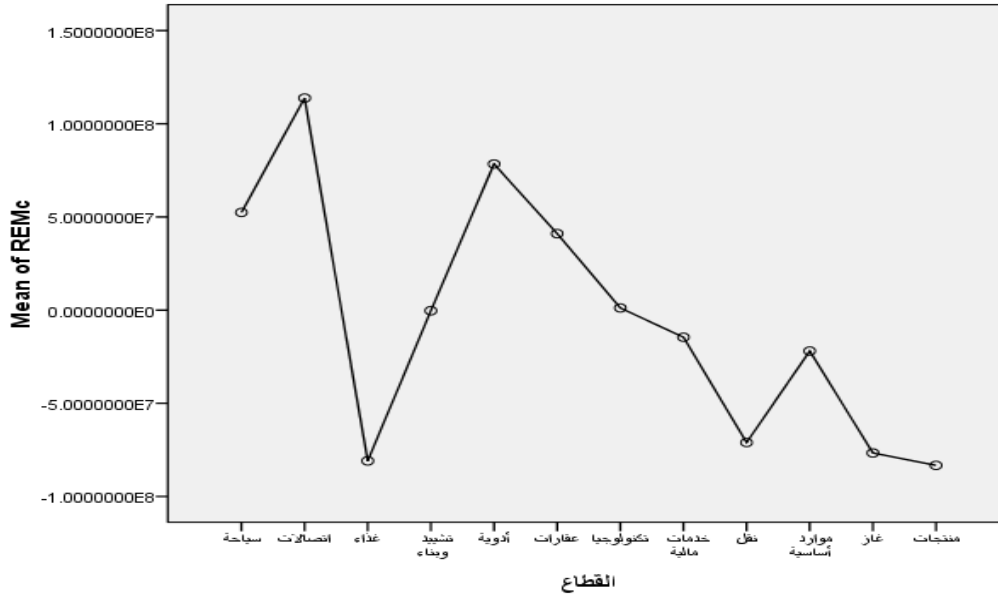
شكل رقم (2) يوضح المتوسط الحسابي لمستوى النفقات الاختيارية غير الطبيعية على مستوى قطاعات عينة الدراسة

كما أظهر اختبار تحليل التباين **Oneway-Anova** لتحديد الفروق أو الاختلافات في المتوسطات الحسابية للمستويات غير الطبيعية لصافي التدفقات النقدية التشغيلية - باعتبارها ضمن ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية من خلال التلاعب بالمبيعات - على مستوى القطاعات التي تنتمي لها عينة الدراسة النتائج التالية:

جدول رقم (8) معلمات التباين لتحديد الفروق أو الاختلافات في المتوسطات الحسابية للمستويات غير الطبيعية لصافي التدفقات النقدية التشغيلية على مستوى القطاعات التي تنتمي لها عينة الدراسة

Sig.	F	Mean Square	Sum of Squares	بيان
.000	3.477	1.41717	1.55918	بين المجموعات
		4.07716	2.05519	داخل المجموعات
			2.21119	إجمالي

يتضح من الجدول أعلاه، وجود فروق أو اختلافات معنوية في المتوسطات الحسابية للمستويات غير الطبيعية لصافي التدفقات النقدية التشغيلية على مستوى القطاعات التي تنتمي لها عينة الدراسة، وذلك عند مستوى معنوية 0.001، كما يوضح الرسم البياني رقم (3) أن أعلى متوسط حسابي لمستوى صافي التدفقات النقدية التشغيلية غير الطبيعية بلغ (1,1379) وهو ينتمي لقطاع الاتصالات، وفي المقابل، أقل متوسط حسابي بلغ (-83.323) وهو ينتمي لقطاع المنتجات المنزلية والشخصية، ويمكن تفسير ذلك باعتبار هذا القطاع من القطاعات التي تعتمد في جزء كبير من نشاطها التشغيلي على سياسة البيع الآجلة على العكس من قطاع الاتصالات، وبالتالي يمكن القول بأن الشركات تعتمد وبشكل كبير على نفقات البحث والتطوير والإنتاج الزائد يليها التلاعب بالمبيعات كوسيلة لممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، وقد جاءت النتائج متوافقة مع نتائج دراسة (Nargis, 2019).



شكل رقم (3) يوضح المتوسط الحسابي لمستوى صافي التدفقات النقدية التشغيلية غير الطبيعية على مستوى قطاعات عينة الدراسة

6/4 تحليل نتائج اختبار فروض الدراسة:

- تحليل نتائج اختبار الفرض البحث الأول:

تم عمل تحليل انحدار خطي متعدد لتحديد مدى إسهام تعويضات المديرين التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة في تحسين القيمة التفسيرية لإدارة الأرباح الحقيقية، وكانت النتائج كالتالي: جدول رقم (9) نتائج تحليل الانحدار لتحديد مدى إسهام التعويضات التنفيذية في تحسين القيمة التفسيرية لإدارة الأرباح الحقيقية

بيان	تكلفة الإنتاج غير الطبيعية (REMa) Mod.1	النفقات الاختيارية غير الطبيعية (REMb) Mod.2	صافي التدفقات النقدية التشغيلية غير الطبيعية Mod.3 (REMc)
الجزء الثابت	1.114	2.097	3.228
$EC_{i,t-1}$	4.740***	8.890***	14.458***
$SIZE_{i,t}$	-0.342	-0.404	-0.194
F	-1.454	-1.708	-0.864
R	-0.052	-0.052	-0.201
R^2	-2.051*	-2.014*	-8.281***
	3.100*	3.416*	34.531***
	.270	.458	.346
	.092	.164	.119

** دالة عند مستوى معنوية أقل من 0.001 ** دالة عند مستوى معنوية أقل من 0.01 * دالة عند مستوى معنوية أقل من 0.05

- يتضح من الجدول أعلاه أنه وفقاً لـ *Mod.1* بلغت قيمة $F.test(3.100)$ عند مستوى معنوية أقل من 0.05، مما يعنى وجود تأثير معنوي لتعويضات المديرين التنفيذيين (كمتغير مستقل) وحجم الشركة (كمتغير رقابي) ككل على المتغير التابع وهو المستويات غير الطبيعية لتكلفة الإنتاج، كما بلغ معامل الارتباط والتحديد (0.270, 0.092). على الترتيب، حيث يوجد تأثير معنوي سلبي لتعويضات المديرين التنفيذيين وحجم الشركة عند مستوى معنوية أقل من 0.05، مما يعنى وجود علاقة سلبية بين تعويضات المديرين التنفيذيين وكلاً من زيادة ونقص (تقلبات) تكلفة الإنتاج، كما بلغت قيمة $F.test(3.416)$ عند مستوى معنوية أقل من 0.05، وذلك وفقاً لـ *Mod.2* مما يعنى وجود تأثير معنوي لتعويضات المديرين التنفيذيين (كمتغير مستقل) وحجم الشركة (كمتغير رقابي) ككل على المتغير التابع وهو المستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية، كما بلغ معامل الارتباط والتحديد (0.458, 0.146). على الترتيب، حيث يوجد تأثير معنوي سلبي لتعويضات المديرين التنفيذيين وحجم الشركة عند مستوى معنوية أقل من 0.05، مما يعنى وجود علاقة سلبية بين تعويضات المديرين التنفيذيين وكلاً من زيادة ونقص (تقلبات) النفقات الاختيارية.

- ووفقاً لـ *Mod.3* وبلغت أيضاً قيمة $F.test(34.531)$ عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعنى وجود تأثير معنوي لتعويضات المديرين التنفيذيين (كمتغير مستقل) وحجم الشركة (كمتغير رقابي) ككل على المتغير التابع وهو المستويات غير الطبيعية لصادف التدفقات النقدية التشغيلية، كما بلغ معامل الارتباط والتحديد (0.346, 0.119). على الترتيب، مما يعنى أن المتغير المستقل والرقابي يفسران 11.9% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، حيث يوجد تأثير معنوي سلبي لتعويضات المديرين التنفيذيين وحجم الشركة عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعنى وجود علاقة سلبية بين تعويضات المديرين التنفيذيين وكلاً من زيادة ونقص (تقلبات) صافي التدفقات النقدية التشغيلية.

وهذه النتيجة تتفق مع نتيجة دراسة (El Diri and Alhadab, 2020, Alisa G. et al., 2020, Wuyan, 2018, H. Kim and G. Nam, 2018, Xu and Chang, 2017) كما تتعارض مع نتيجة دراسة (Grambo, 2020, Lei Yu et al., 2019, Fei Liu et al., 2019)، وتدعم أيضاً تلك النتيجة الاعتقاد السائد بأن الدافع وراء تصميم تلك التعويضات هو تدنية سوء تخصيص الموارد المتاحة بالشركة، وبالتالي تخفيض حدة الصراعات وتعارض المصالح

بين الإدارة والمساهمين بما يتفق مع منظور الوكالة. وبناءً عليه، يمكن القول بقبول الفرض البحثي الأول.

-تحليل نتائج اختبار الفرض البحثي الثاني:

تم عمل اختبار تحليل انحدار لتحديد مدى تأثير إدارة الأرباح الحقيقية على مستوى النقدية المحتفظ بها، وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (10) نتائج تحليل الانحدار لتحديد مدى إسهام إدارة الأرباح الحقيقية على مستوى النقدية المحتفظ بها

بيان	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	T.test	Coef.	T.test	Coef.	T.test	Coef.	T.test	Coef.
الجزء الثابت	-10.613***	-8.6429	-10.789***	-8.5359	-9.311***	-7.6169	-9.380***	-7.6259
$REMA_{i,t}$.149	.034					.188	.041
$REMB_{i,t}$			-3.959***	-3.875			-3.930***	-3.776
$REMC_{i,t}$					4.416***	1.857	4.362***	1.808
$FSIZE_{i,t}$	6.274***	1.3509	-5.737***	1.2179	5.523***	1.1739	5.026***	1.0659
$LEV_{i,t}$	-2.092*	-3.5648	-1.360	2.3038	-1.735	-2.8858	-1.058	-1.7658
F	46.306***		53.459***		55.187***		37.246***	
R	.511		.538		.544		.568	
R ²	.261		.289		.296		.323	

- يتضح من الجدول أعلاه أنه وفقاً لـ *Mod. 1* بلغت قيمة *F.test* (46.306) عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعنى وجود تأثير معنوي لكل من المستويات غير الطبيعية لتكلفة الإنتاج كمقياس لممارسات إدارة الأرباح الحقيقية (كمتغير مستقل) وحجم الشركة ودرجة الرفاعة المالية (كمتغيرين رقابيين) على المتغير التابع وهو قيمة النقدية المحتفظ بها، كما بلغ معامل التحديد (0.261)، مما يعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 26.1% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، حيث يوجد تأثير إيجابي غير معنوي للمستويات غير الطبيعية لتكلفة الإنتاج، ويعكس الارتباط الإيجابي بين المستويات غير الطبيعية لتكلفة الإنتاج والمقتنيات النقدية أن حدوث تقلبات عالية في تكاليف الإنتاج التقديرية يدفع المديرين إلى الاحتفاظ بمستوى عالي من النقدية كمحاولة لإخفاء الأداء الحقيقي للشركة خاصة ان المنطق ان تلك الممارسات تؤثر بالسلب على التدفقات النقدية خاصة في الاجل الطويل.

كما يوجد تأثير معنوي إيجابي لحجم الشركة عند مستوى معنوية أقل من 0.001، بما يعكس أنه على الرغم من أن وجود توجه كبير لدى الشركات كبيرة الحجم على تبني سياسات استثمارية عالية المخاطر إلا أن ذلك يكون مصحوب بالاحتفاظ بمستوى نقدية أعلى مقارنة بالشركات الأقل حجماً، وهو ما يتفق مع دراسة (Sung et al., 2019)، كما يتبين وجود تأثير

معنوى سلبى لدرجة الرافعة المالية عند مستوى معنوية أقل من 0.05، وهو ما يدعم نظرية المقايضة، ويمكن إرجاع ذلك إلى احتمالية أن يكون هناك تأثير لمخاطر صراعات المساهمين وحملة السندات، وهو ما يتفق مع دراسة (Sarah and dan, 2019, Sher et al., 2019, Rizwan, 2018) يضاف لذلك، الشركات ذات نسبة الرافعة المالية العالية لديها نسبة أكبر من الديون مقارنة بالأصول المملوكة بحيث تميل إلى القيام بالتلاعب في شكل إدارة الأرباح لتجنب شروط اتفاقيات القروض مما يؤثر على ثبات الدفعات النقدية للشركات وبالتالي مستوى الموجودات النقدية، وهو ما يتفق مع دراسة (Suyatmin et al., 2020).

- كما يتبين وفقاً لـ *Mod.2* أن قيمة *F.test* بلغت (53.459) عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعنى وجود تأثير معنوى لكل من المستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية كمقياس لممارسات إدارة الأرباح الحقيقية (كمتغير مستقل) وحجم الشركة ودرجة الرافعة المالية (كمتغيرين رقابيين) على المتغير التابع وهو قيمة النقدية المحتفظ بها، كما بلغ معامل التحديد (0.289)، مما يعنى أن المتغير المستقل والرقابي يفسران 28.9% من التغير الذى يحدث فى المتغير التابع، حيث يوجد تأثير معنوى سلبى للمستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية عند مستوى معنوية أقل من 0.001، ويعكس الارتباط السلبى بين المستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية والمقتنيات النقدية أن حدوث تقلبات عالية فى النفقات الاختيارية التقديرية يؤثر سلبياً على حجم المقتنيات النقدية.

- كذلك وفقاً لـ *Mod.3* أن قيمة *F.test* بلغت (55.187) عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعنى وجود تأثير معنوى لكل من المستويات غير الطبيعية لصافى التدفقات النقدية التشغيلية كمقياس لممارسات إدارة الأرباح الحقيقية (كمتغير مستقل) وحجم الشركة ودرجة الرافعة المالية (كمتغيرين رقابيين) على المتغير التابع وهو قيمة النقدية المحتفظ بها، كما بلغ معامل التحديد (0.296)، مما يعنى أن المتغير المستقل والرقابي يفسران 29.6% من التغير الذى يحدث فى المتغير التابع، حيث يوجد تأثير معنوى إيجابى للمستويات غير الطبيعية لصافى التدفقات النقدية التشغيلية عند مستوى معنوية أقل من 0.001، ويعكس الارتباط الإيجابى بين المستويات غير الطبيعية لصافى التدفقات النقدية التشغيلية والمقتنيات النقدية أن حدوث تقلبات عالية فى صافى التدفقات النقدية التشغيلية التقديرية أو تلاعب فى المبيعات بشكل كبير يدفع المديرين إلى الاحتفاظ بمستوى عالى من النقدية كمحاولة لإخفاء الأداء الحقيقي للشركات.

- وأخيراً وفقاً لـ *Mod.4* أن قيمة *F.test* بلغت (37.246) عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعنى وجود تأثير معنوي لكل من المستويات غير الطبيعية لتكاليف الإنتاج، المستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية والمستويات غير الطبيعية لصافي التدفقات النقدية التشغيلية كمقاييس لممارسات إدارة الأرباح الحقيقية (كمتغيرات مستقلة) وحجم الشركة ودرجة الرافعة المالية (كمتغيرين رقابيين) على المتغير التابع وهو قيمة النقدية المحتفظ بها، كما بلغ معامل التحديد (0.323)، مما يعنى أن المتغير المستقل والرقابي يفسران 32.3% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، وهذه النتيجة تدعم النتائج السابقة، وتتفق تلك النتيجة مع نتيجة دراسة (Khuong et al., 2020, Elmas and Khairunnisa, 2020, Guido and André, 2018)، كما تتعارض مع نتيجة دراسة (Saoussen et al., 2020, Che et al., 2018). **وبناءً عليه، يمكن القول بقبول الفرض البحثي الثاني.**

في ضوء نتائج الفرض الثاني، تم عمل اختبار ولكسون مان ويتني لتحديد مدى تأثير نوع أو اتجاه ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (11) معلمات تحليل التباين لتحديد مدى تباين تأثير نوع أو اتجاه ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية على مستوى النقدية المحتفظ بها

<i>Model C</i>		<i>Model B</i>		<i>Model A</i>		بيان
صافي التدفقات النقدية التشغيلية (-)	صافي التدفقات النقدية التشغيلية (+)	النفقات الاختيارية (-)	النفقات الاختيارية (+)	تكلفة الإنتاج (-)	تكلفة الإنتاج (+)	
157.99	227.26	187.16	222.25	211.20	193.95	Mean Rank
1.240E4		1.522E4		16562.0		Mann -Whitney U
2.480E4		4.735E4		50232.0		Wilcoxon W
-5.861		-2.928		-1.426		Z
.000		.003		.154		Asymp. Sig.
2.691		2.027		1.196		K.Smirnov Z
.000		.001		.114		Asymp. Sig. (2-tailed)

يتضح من الجدول أعلاه، أنه وفقاً لـ *Model A* بلغت نتيجة اختبار *Mann-Whitney U* (16562.0) كما بلغت نتيجة اختبار *Wilcoxon W* (50232.0) بالإضافة إلى القيمة *Z* التي وصلت إلى (-1.426) والتي يتم من خلالها تصحيح القيم المتعادلة في البيانات الأصلية، وتشير قيمة الدلالة الاحصائية إلى أن الاختلاف بين المجموعتين كان صغيراً وأن الفروق غير ذات دلالة احصائية، ويتضح أيضاً أن معدل الرتب *Mean Rank* لزيادة تكلفة الإنتاج بلغ (193.95) بينما بلغ معدل الرتب لنقص تكلفة الإنتاج (211.20)، مما يعنى أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يكون أكبر

في حالة نقص تكلفة الإنتاج عنه في حالة زيادة تكلفة الإنتاج ولكن الاختلاف ضئيل نسبياً، وهذه النتيجة تتفق مع النتيجة التي سبق التوصل إليها في حالة *Model A* (حالة اختبار الفرض الرابع)، كما تدعم تلك النتيجة عدم معنوية اختبار *K.Smirnov Z*، مما يعني أن توزيع البيانات المتعلقة بالمستويات غير الطبيعية لتكاليف الإنتاج طبيعي.

ووفقاً لـ *Model B* بلغت نتيجة اختبار *Mann-Whitney U* (1.5224) كما بلغت نتيجة اختبار *Wilcoxon W* (4.7354) بالإضافة إلى القيمة درجة *Z* التي وصلت إلى (-2.928) والتي يتم من خلالها تصحيح القيم المتعادلة في البيانات الأصلية، وتشير قيمة الدلالة الاحصائية إلى أن الاختلاف بين المجموعتين معنوياً وهاماً وأن الفروق كانت ذات دلالة احصائية عند مستوى أقل من 0,01، ويتضح أيضاً أن معدل الرتب *Mean Rank* لزيادة النفقات الاختيارية بلغ (222.25) بينما بلغ معدل الرتب لنقص النفقات الاختيارية (187.16)، مما يعني أن مستوى النقدية المحتفظ بها يتأثر بشكل أكبر في حالة زيادة النفقات الاختيارية عنه في حالة نقص النفقات الاختيارية، كما تدعم تلك النتيجة معنوية اختبار *K.Smirnov Z*، مما يعني أن توزيع البيانات المتعلقة بالمستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية غير طبيعي.

ووفقاً لـ *Model C* بلغت نتيجة اختبار *Mann-Whitney U* (1.2404) كما بلغت نتيجة اختبار *Wilcoxon W* (2.4804) بالإضافة إلى قيمة درجة *Z* التي وصلت إلى (-5.861) والتي يتم من خلالها تصحيح القيم المتعادلة في البيانات الأصلية، وتشير قيمة الدلالة الاحصائية إلى أن الاختلاف بين المجموعتين معنوياً وهاماً وأن الفروق كانت ذات دلالة احصائية عند مستوى أقل من 0.001، ويتضح أيضاً أن معدل الرتب *Mean Rank* لزيادة صافي التدفقات النقدية التشغيلية بلغ (227.26) بينما بلغ معدل الرتب لنقص صافي التدفقات النقدية التشغيلية (157.99)، مما يعني أن مستوى النقدية المحتفظ بها يكون أكبر في حالة زيادة صافي التدفقات النقدية التشغيلية (عن طريق زيادة التلاعب بالمبيعات) عنه في حالة نقص صافي التدفقات النقدية التشغيلية (عن طريق نقص التلاعب بالمبيعات)، كما تدعم تلك النتيجة معنوية اختبار *K.Smirnov Z*، مما يعني أن توزيع البيانات المتعلقة بالمستويات غير الطبيعية لصافي التدفقات النقدية التشغيلية غير طبيعي.

- تحليل نتائج اختبار الفرض البحث الثالث:

تم عمل تحليل انحدار خطي متعدد لتحديد مدى إسهام إدارة الأرباح الحقيقية المعدلة بالتعويضات التعاقدية على مستوى النقدية المحتفظ بها، وكانت النتائج كالتالي:
جدول رقم (12) نتائج تحليل الانحدار لتحديد مدى إسهام إدارة الأرباح الحقيقية المعدلة بالتعويضات التنفيذية على مستوى النقدية المحتفظ بها

Mod.4		Mod.3		Mod.2		Mod.1		المتغيرات المستقلة
T.test	Coef.	T.test	Coef.	T.test	Coef.	T.test	Coef.	
-9.358***	-7.677E9	-9.298***	-8.0639	-10.802***	-8.9359	-10.704***	-8.6109	الجزء الثابت
.493	.113					.449	.106	REMA _{it}
-3.457**	-3.794			-2.982**	-3.247			REMB _{it}
5.088***	2.416	3.876***	1.670					REMC _{it}
-1.170	-7.331E8	-1.136	-7.057E8	-1.101	-6.8648	-0.938	-5.9968	EC _{it-1}
-1.060	-.018					-0.893	-.016	REMA _{it} *EC _{it-1}
.399	.008			-1.351	-62.101			REMB _{it} *EC _{it-1}
-2.463*	-.045	1.377	12.244					REMC _{it} *EC _{it-1}
5.168***	1.097E9	5.662***	1.335E9	5.906***	1.3579	6.386***	1.354E9	FSIZE _{it}
-1.184	-1.969E8	-2.251*	-4.079E8	-1.835	-3.2998	-2.168*	-3.6358	LEV _{it}
21.791***		34.546***		33.654***		28.801***		F
.580		.548		.543		.514		R
.336		.300		.295		.264		R ²

- يتضح من الجدول أعلاه أنه وفقاً لـ Mod.1 بلغت قيمة F.test (28.801) عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعنى وجود تأثير معنوي مشترك لكل من المستويات غير الطبيعية لتكلفة الإنتاج، تعويضات المديرين التنفيذيين والمستويات غير الطبيعية لتكلفة الإنتاج معدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين (كمتغيرات مستقلة) وحجم الشركة ودرجة الرافعة المالية (كمتغيرين رقابيين) على المتغير التابع وهو مستوى النقدية المحتفظ بها، كما بلغ معامل التحديد (0.264)، مما يعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 26.4% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، حيث يوجد تأثير إيجابي غير معنوي للمستويات غير الطبيعية لتكلفة الإنتاج، في حين يوجد تأثير سلب لتعويضات المديرين التنفيذيين، وهي تعكس الدور الإيجابي لتعويضات التنفيذية في الحد من الاحتفاظ الكبير وغير المبرر للنقدية بما يضيع فرص استثمار مربحة للمساهمين وتوجيهها بدلاً من ذلك لاستثمارات مربحة لتحقيق أهداف المساهمين، كما يوجد تأثير سلبي للمستويات غير الطبيعية لتكلفة الإنتاج المعدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين. وهو ما يعكس الدور الإيجابي لتعويضات التنفيذية في حماية ثروة وحقوق أقلية المساهمين من المصادرة من خلال تخفيض ممارسات إدارة الأرباح والاعتماد على الموجودات النقدية كأداة في التغطية على الأداء الحقيقي للشركات وبالتالي تضليل المستثمرين، كما تعكس الوضع الطبيعي والمنطقي للتأثير السلبي لزيادة الممارسات على

انخفاض النقدية، مع ملاحظة ان الاعتماد على التعويضات يكون المقصد منه بشكل أساسي تخفيض الاثار السلبية للممارسات مثل تخفيض النقدية المحتفظ بها هذا بجانب تخفيض الممارسات في حد ذاتها.

بالإضافة إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لحجم الشركة عند مستوى معنوية أقل من 0.001، وهو ما يتفق مع دراسة (Khalil et al., 2019)، مما يعكس أنه على الرغم من أنه مع توافر حوافز وتعويضات المديرين التنفيذيين يكون هناك توجه كبير لدى الشركات كبيرة الحجم على تبني سياسات استثمارية عالية المخاطر إلا أنها تميل إلى الاحتفاظ بمستوى نقدية عالية مقارنة الشركات الأقل حجماً، وهو يرجع إلى أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يكون مرتبط باستقرار التدفقات النقدية الثابتة وهو عادة ما يتحقق للشركات الكبيرة مقارنة بالشركات الصغيرة الحجم بفضل توافر الرقابة الصارمة على أنشطة وممارسات الشركات خاصة فيما يتعلق بإدارة الأرباح الحقيقية، وهو ما أكدته نتائج الفرض الأول والثاني السابقين، كما يوجد تأثير سلبي معنوي لدرجة الرافعة المالية عند مستوى معنوية أقل من 0.05، وهو ما يتفق مع دراسة (Khalil et al., 2019)، مما يعكس أنه على الرغم من أن حاجة الشركات التي تعتمد بشكل كبير على الديون في التمويل إلى الاحتفاظ بمستوى عالي من النقدية بسبب احتمالية أن يكون هناك تأثير لمخاطر صراعات المساهمين وحملة السندات وذلك وفقاً لدراسة (Harry and Ramesh, 2018)، إلا أن سهولة الحصول على التمويل الخارجي مستقبلاً يضعف مستوى الموجودات النقدية بالشركات، وهذا يدفع الشركات في بعض الأحيان إلى تحسين صورتها لتسهيل الحصول على الأموال الخارجية لتحقيق أنشطة الاستثمار اللازمة، ويمكن ذلك من خلال قيامها ببعض الممارسات غير المرغوبة مثل إدارة الأرباح الحقيقية.

- كما يتبين وفقاً لـ *Mod.2* بلغت قيمة $F.test(33.654)$ عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعنى وجود تأثير معنوي مشترك لكل من المستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية، تعويضات المديرين التنفيذيين والمستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية معدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين (كمتغيرات مستقلة) وحجم الشركة ودرجة الرافعة المالية (كمتغيرين رقابيين) على المتغير التابع وهو مستوى النقدية المحتفظ بها، كما بلغ معامل التحديد (0.295)، مما يعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 29.5% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، ويعكس تحسن معامل التحديد التأكيد على الدور الإيجابي للتعويضات التنفيذية في تخفيض الأثار السلبية لتقلبات النفقات

الاختيارية من خلال الاحتفاظ بحجم كبيرة من النقدية للتغطية على مثل تلك الممارسات من قبل الإدارة لتضليل أصحاب المصلحة خاصة المستثمرين، حيث يوجد تأثير معنوي سلبي للمستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية عند مستوى معنوية أقل من 0.01، كما يوجد تأثير سلبي لتعويضات المديرين التنفيذيين والمستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية معدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين، وهي تدعم النتائج السابقة.

- كذلك وفقاً لـ *Mod.3* بلغت قيمة $F.test(34.546)$ عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعنى وجود تأثير معنوي مشترك لكل من المستويات غير الطبيعية لصافي التدفقات النقدية التشغيلية، تعويضات المديرين التنفيذيين والمستويات غير الطبيعية لصافي التدفقات النقدية التشغيلية معدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين (كمتغيرات مستقلة) وحجم الشركة ودرجة الرافعة المالية (كمتغيرين رقابيين) على المتغير التابع وهو مستوى النقدية المحتفظ بها، كما بلغ معامل التحديد (300)، مما يعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 30% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، حيث يوجد تأثير سلبي معنوي لتعويضات المديرين التنفيذيين، في حين يوجد تأثير إيجابي معنوي للمستويات غير الطبيعية لصافي التدفقات النقدية التشغيلية عند مستوى معنوية أقل من 0.001، وأيضاً يوجد تأثير سلبي غير معنوي للمستويات غير الطبيعية لصافي التدفقات النقدية التشغيلية معدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين.

- وأخيراً وفقاً لـ *Mod.4* بلغت قيمة $F.test$ بلغت (21.791) عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعنى وجود تأثير معنوي مشترك لكل من المستويات غير الطبيعية لتكلفة الإنتاج، المستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية، المستويات غير الطبيعية لصافي التدفقات النقدية التشغيلية، تعويضات المديرين التنفيذيين، المستويات غير الطبيعية لتكلفة الإنتاج معدلة بالتعويضات، المستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية معدلة بالتعويضات والمستويات غير الطبيعية لصافي التدفقات النقدية التشغيلية معدلة بالتعويضات (كمتغيرات مستقلة) وحجم الشركة ودرجة الرافعة المالية (كمتغير رقابي) على المتغير التابع وهو مستوى النقدية المحتفظ بها، كما بلغ معامل التحديد (336)، مما يعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 33.6% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، وهي تدعم النتائج السابقة. وهذه النتيجة تتفق مع نتائج دراسة (Atif et al., 2020) (Harry and Ramesh, 2018)، كما تتعارض مع نتيجة دراسة (Afshar et al., 2018).

(Azhari, 2018)، وتدعم تلك النتيجة ما تم التوصل إليه سابقاً. وبناءً عليه، يمكن القول بقبول الفرض البحثي الثالث.

- تحليل نتائج اختبار الفرض البحثي الرابع:

تم عمل تحليل انحدار خطي متعدد لتحديد مدى إسهام مستوى النقدية المحتفظ بها، التعويضات التنفيذية وإدارة الأرباح الحقيقية المعدلة التعويضات التنفيذية في تفسير حساسية التدفق النقدي للاستثمار، وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (13) نتائج تحليل الانحدار لتحديد مدى إسهام مستوى النقدية المحتفظ بها، التعويضات التنفيذية وإدارة الأرباح الحقيقية المعدلة بالتعويضات التنفيذية في تفسير

حساسية التدفق النقدي للاستثمار

Mod.4		Mod.3		Mod.2		Mod.1		المتغيرات المستقلة
T.test	Coef.	T.test	Coef.	T.test	Coef.	T.test	Coef.	
-6.325***	-4.0749	-6.786***	-4.3209	-7.608***	-4.6629	-7.567***	-4.6899	الجزء الثابت
-2.012*	-1.5378	-2.818**	-2.0818	-2.205*	-1.6948	-2.870**	-2.1508	$CH_{i,t-1}$
1.951	6.7129	2.788**	9.2629	2.223*	7.6799	2.896**	9.7549	$EC_{i,t-1}$
-1.024	-0.014					-0.953	-0.013	$REMa_{i,t} * EC_{i,t-1}$
1.203	.018			.987	.015			$REMb_{i,t} * EC_{i,t-1}$
-1.349	-0.019	-1.204	-0.017					$REMc_{i,t} * EC_{i,t-1}$
4.101***	6.7128	3.929***	6.3798	4.618***	7.4538	4.322***	6.9848	$FSIZE_{i,t}$
-1.563	-2.0088	-1.140	-1.4448	-1.681	-2.1668	-1.289	-1.6498	$LEV_{i,t}$
9.867***		14.629***		14.047***		13.043***		F
.457		.434		.427		.414		R
.209		.188		.182		.172		R ²

- يوضح الجدول أعلاه أنه وفقاً لـ *Mod.1* أن قيمة *F.test* بلغت (13.043) عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعني وجود تأثير معنوي مشترك لكل من مستوى النقدية المحتفظ بها، تعويضات المديرين التنفيذيين والمستويات غير الطبيعية لتكلفة الإنتاج معدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين (كمغيرات مستقلة) وحجم الشركة ودرجة الرافعة المالية (كمغيرين رقابيين) على المتغير التابع وهو حساسية التدفق النقدي للاستثمار، كما بلغ معامل التحديد (0.172)، مما يعني أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 17.2% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، حيث يوجد تأثير معنوي سلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية عند مستوى معنوية أقل من 0.01، كما يوجد تأثير سلبي للمستويات غير الطبيعية لتكلفة الإنتاج معدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين، في حين يوجد تأثير معنوي إيجابي لتعويضات المديرين التنفيذيين عند مستوى معنوية أقل من 0.01، وهو ما يعكس التأثير الإيجابي للتعويضات التنفيذية في حماية ثروة وحقوق المساهمين من خلال تخفيض مستوى

النقدية المحتفظ بها وتوجيهها لاستثمارات مربحة، يضاف لذلك، يوجد تأثير معنوي إيجابي لحجم الشركة عند مستوى معنوية أقل من 0.001، وفي المقابل، يوجد تأثير سلبي لدرجة الرافعة المالية. - أظهرت النتائج أيضاً وفقاً لـ *Mod.2* أن قيمة *F.test* بلغت (14.047) عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعنى وجود تأثير معنوي مشترك لكل من مستوى النقدية المحتفظ بها، تعويضات المديرين التنفيذيين والمستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية معدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين (كمتغيرات مستقلة) وحجم الشركة ودرجة الرافعة المالية (كمتغيرين رقابيين) على المتغير التابع وهو لحساسية التدفق النقدي للاستثمار، كما بلغ معامل التحديد (0.182)، مما يعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 18.2% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، حيث يوجد تأثير معنوي سلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية عند مستوى معنوية أقل من 0.05، كما يوجد تأثير إيجابي غير معنوي للمستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية معدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين، كذلك يوجد تأثير معنوي إيجابي لتعويضات المديرين التنفيذيين عند مستوى معنوية أقل من 0.05.

- ووفقاً لـ *Mod.3* وأشارت النتائج أيضاً أن قيمة *F.test* بلغت (14.629) عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعنى وجود تأثير معنوي مشترك لكل من مستوى النقدية المحتفظ بها، تعويضات المديرين التنفيذيين والمستويات غير الطبيعية لصادف التدفقات النقدية التشغيلية معدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين (كمتغيرات مستقلة) وحجم الشركة ودرجة الرافعة المالية (كمتغيرين رقابيين) على المتغير التابع وهو لحساسية التدفق النقدي للاستثمار، كما بلغ معامل التحديد (0.188)، مما يعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 18.8% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، حيث يوجد تأثير معنوي سلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية عند مستوى معنوية أقل من 0.01، كما يوجد تأثير سلبي للمستويات غير الطبيعية لصادف التدفقات النقدية التشغيلية معدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين، في حين يوجد تأثير معنوي إيجابي لتعويضات المديرين التنفيذيين عند مستوى معنوية أقل من 0.01.

- وأخيراً، أشارت النتائج وفقاً لـ *Mod.4* أن قيمة *F.test* بلغت (9.867) عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعنى وجود تأثير معنوي مشترك لكل من مستوى النقدية المحتفظ بها، تعويضات المديرين التنفيذيين، المستويات غير الطبيعية لصادف التدفقات النقدية التشغيلية معدلة بالتعويضات، المستويات غير الطبيعية لصادف التدفقات النقدية التشغيلية معدلة بالتعويضات،

المستويات غير الطبيعية لصافي التدفقات النقدية التشغيلية معدلة بالتعويضات (كمتغيرات مستقلة) وحجم الشركة ودرجة الرافعة المالية (كمتغيرين رقابيين) على المتغير التابع وهو حساسية التدفق النقدي للاستثمار، كما بلغ معامل التحديد (209)، مما يعني أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 20.9% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، وتدعم تلك النتيجة ما تم التوصل إليه سابقاً، وتتفق أيضاً مع نتائج دراسة (الشريف، 2019م، Saoussen et al., 2020, Chihchung, 2019, Fatahi and Arezoo, 2019) **قبول الفرض البحثي الرابع.**

- تحليل نتائج اختبار الفرض البحثي الخامس:

- تم عمل تحليل انحدار خطي متعدد لتحديد مدى إسهام مستوى النقدية المحتفظ بها، التعويضات التنفيذية وإدارة الأرباح الحقيقية المعدلة بالتعويضات التنفيذية في تفسير ربحية السهم العادي، وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (14) نتائج تحليل الانحدار لتحديد مدى إسهام مستوى النقدية المحتفظ بها، التعويضات التنفيذية وإدارة الأرباح الحقيقية المعدلة بالتعويضات التنفيذية في تفسير ربحية السهم العادي

Mod.4		Mod.3		Mod.2		Mod.1		المتغيرات المستقلة
T.test	Coef.	T.test	Coef.	T.test	Coef.	T.test	Coef.	
-1.759	-1.0319	-1.772	-1.0359	-2.141*	-1.2399	-2.074*	-1.1999	الجزء الثابت
-.121	-.003	-.159	-.004	-.269	-.007	-.243	-.006	$CH_{i,t-1}$
8.566***	2.997	8.587***	2.977	8.499***	2.980	8.493***	2.953	$EC_{i,t-1}$
-.813	-.009					-.894	-.010	$REMa_{i,t} * EC_{i,t-1}$
-.538	-.006			-.558	-.006			$REMb_{i,t} * EC_{i,t-1}$
1.821	.020	1.847	.020					$REMc_{i,t} * EC_{i,t-1}$
1.040	1.4798	1.077	1.5298	1.314	1.856E8	1.326	1.8708	$FSIZE_{i,t}$
-.270	-2.9257	-.321	-3.4587	-.414	-4.4797	-.452	-4.8757	$LEV_{i,t}$
7.896***	.461	8.043***	.467	8.028***	.469	7.985***	.467	$OCF_{i,t}$
4.382***	.251	4.418***	.252	4.251***	.244	4.307***	.246	$ICF_{i,t}$
27.312***		35.069***		34.341***		34.455***		F
.632 ^a		.631 ^a		.627 ^a		.628		R
.400		.398		.393		.394		R ²

- يوضح الجدول أعلاه أنه وفقاً لـ *Mod.1* أن قيمة *F.test* بلغت (34.455) عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعني وجود تأثير معنوي مشترك لكل من مستوى النقدية المحتفظ بها، تعويضات المديرين التنفيذيين والمستويات غير الطبيعية لتكلفة الإنتاج معدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين (كمتغيرات مستقلة) وحجم الشركة، درجة الرافعة المالية، التدفقات النقدية التشغيلية والتدفقات النقدية الاستثمارية (كمتغيرات رقابية) على المتغير التابع وهو ربحية السهم، كما بلغ معامل التحديد (394)، مما يعني أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 39.4% من التغير الذي

يحدث في المتغير التابع، حيث يوجد تأثير سلبي غير معنوي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية، المستويات غير الطبيعية لتكلفة الإنتاج معدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين ودرجة الرافعة المالية، كما يوجد تأثير معنوي إيجابي لتعويضات المديرين التنفيذيين، التدفقات النقدية التشغيلية والتدفقات النقدية الاستثمارية عند مستوى معنوية أقل من 0.001، كما يوجد تأثير إيجابي لحجم الشركة. - كما بلغت قيمة (34.341) $F.test$ عند مستوى معنوية أقل من 0.001 وذلك وفقاً لـ $Mod.2$ ، مما يعنى وجود تأثير معنوي مشترك لكل من مستوى النقدية المحتفظ بها، تعويضات المديرين التنفيذيين والمستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية معدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين (كمغيرات مستقلة) وحجم الشركة، درجة الرافعة المالية، التدفقات النقدية التشغيلية والتدفقات النقدية الاستثمارية (كمغيرات رقابية) على المتغير التابع وهوربحية السهم، كما بلغ معامل التحديد أو التفسير (0.393)، حيث يوجد تأثير سلبي غير معنوي للمستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية معدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين. ووفقاً لـ $Mod.3$ ، بلغ قيمة (35.069) $F.test$ عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعنى وجود تأثير معنوي مشترك لكل من مستوى النقدية المحتفظ بها، تعويضات المديرين التنفيذيين والمستويات غير الطبيعية للنفقات الاختيارية معدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين (كمغيرات مستقلة) وحجم الشركة، درجة الرافعة المالية، التدفقات النقدية التشغيلية والتدفقات النقدية الاستثمارية (كمغيرات رقابية) على المتغير التابع وهوربحية السهم، كما بلغ معامل التحديد أو التفسير (0.398)، حيث يوجد تأثير إيجابي غير معنوي للمستويات غير الطبيعية لصادف التدفقات النقدية التشغيلية معدلة بتعويضات المديرين التنفيذيين. وتدعم نتيجة $Mod.4$ النتائج التي تم التوصل إليها، هذه النتيجة تتفق مع نتيجة دراسة (Singh and Madhvendra, 2019, Valerie, 2019, Kwang and Seung, 2019, St. and Imang, 2018, Sarah, 2017, Rashid and Ali, 2016) كما تتعارض مع نتيجة دراسة (Wibowo and Sugeng, 2019, Tariq, 2019). وبناء عليه، يمكن القول بصحة الفرض الخامس.

5. النتائج والتوصيات ومقترحات لأبحاث مستقبلية

1/5 النتائج:

- تستخدم الشركات على نطاق واسع نفقات البحث والتطوير والإنتاج الزائد يليها التلاعب بالمبيعات كوسيلة لممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، ويسهم تصميم حوافز وتعويضات ملائمة

للمديرين التنفيذيين فى تبنى المديرين التنفيذيين لسياسات أفضل لاستغلال الموارد المتاحة ويظهر ذلك من خلال تدنية ممارسات الأرباح بالأنشطة الحقيقية.

- وبالنظر إلى مستوى النقدية المحتفظ بها فمن ناحية، تبين سعى الشركات إلى الاعتماد على الاحتفاظ بمستوى عالى من النقدية للتغطية على ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية خاصة فى حالة زيادة النفقات الاختيارية عنه فى حالة نقص النفقات الاختيارية، وكذلك زيادة التلاعب بالمبيعات عنه فى حالة نقص التلاعب بالمبيعات. ومن ناحية أخرى، تتخفف الآثار السلبية لممارسات إدارة الأرباح الحقيقية المرتبطة بمستوى النقدية المحتفظ بها فى ظل توافر حوافز وتعويضات المديرين التنفيذيين، حيث يكون هناك توجه كبير خاصة لدى الشركات كبيرة الحجم على تبنى سياسات استثمارية أكثر مخاطرة من خلال الاحتفاظ بمستوى نقدية أقل مقارنة بالشركات الأقل حجماً.

- فيما يتعلق بالدور التقييمى للنقدية المحتفظ بها، تبين أن الاحتفاظ بمستوى نقدية أقل يدعم زيادة حساسية التدفقات النقدية للاستثمار، وهذا مرهون بتخفيض ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية من خلال هياكل التعويضات للمديرين التنفيذيين، بالإضافة إلى تحسين ربحية السهم العادى.

2/5 التوصيات:

- بالنظر إلى العلاقة السلبية بين ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية والتدفقات النقدية للشركات خاصة على المدى البعيد، يتطلب الأمر الاهتمام بتوفير ومتابعة تنفيذ الآليات المناسبة مثل تفعيل دور لجان المراجعة للكشف عن وتخفيض ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، وذلك لتدنية تعارض المصالح سواء بين المديرين التنفيذيين والمساهمين أو بين كبار المساهمين والأقلية.

- أهمية زيادة وعي مستخدمى القوائم المالية وبصفة خاصة المستثمرين والدئنين بضرورة دمج المعلومات المتعلقة بالمزايا الاحترازية لتخفيض تكاليف الوكالة عند تقييم المعلومات المتعلقة بالنقدية المحتفظ بها خاصة فى وجود ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، بما يساعد فى إجراء التعديلات اللازمة عند تقييم أداء الشركات، وكذلك التنبؤ بقدرتها المستقبلية على توليد التدفقات النقدية.

- ضرورة وضع آليات خاصة لمتابعة نسب الاحتفاظ بالنقدية بحيث تكون فى حدود مناسبة بما يحد من ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، ويسهم فى تعظيم الاستفادة من موارد الشركات، وبالتالي تحسين ثروة المساهمين.

3/5 مقترحات لأبحاث مستقبلية:

- قياس العلاقة بين قابلية التقارير المالية للمقارنة وإدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية وانعكاس ذلك على كفاءة الاستثمار.
- قياس العلاقة بين إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية والتدفقات النقدية للشركات من خلال خصائص المدير التنفيذي.
- تأثير جودة التقارير المالية كمتغير معدل للعلاقة بين إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية والاحتفاظ بالنقدية وانعكاس ذلك على كفاءة الاستثمار.
- أثر الاحتفاظ بالنقدية على تخفيض عدم التأكد بالعوائد المحاسبية وانعكاسه على سعر السهم بالتطبيق على الشركات ذات الملكية المؤسسية.

مراجع البحث

1. المراجع العربية:

- الشريف، محمود مصطفى منصور (2019م)، قياس أثر ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية على تقييم المستثمرين للأرصدة النقدية بغرض الاحتفاظ: دراسة عملية بالتطبيق على البيئة المصرية، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 23، العدد3، ص ص662-701.
- حميده محمد عبدالمجيد (2020م)، قياس أثر الرافعة المالية على المفاضلة بين التلاعب في الأنشطة الحقيقية وإدارة الأرباح على أساس الاستحقاق: دراسة تطبيقية على الشركات السعودية، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مجلد24، العدد2، ص ص 90-140.
- عبد الحكيم، مجدى مليجى (2018م)، تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسئولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مجلد22، العدد7، ص ص331-401.
- فودة، السيد أحمد محمود (2020م)، الأثر الوسيط للتجنب الضريبي على العلاقة بين القيود المالية للشركات والإحتفاظ بالنقدية: دراسة إختبارية، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد 4، العدد 1، ص ص 2-84.
- مصطفى، سيد محمد سيد (2020م)، العلاقة بين محاسبة القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية في ضوء مفهوم الوكالة- دراسة تطبيقية، مجلة المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة بنى سويف، العدد3، ص ص 407-461.

2. المراجع الأجنبية:

- Adam J. Greiner (2017), An Examination of Real Activities Management and Corporate Cash Holdings, *Advances in Accounting*, Vol.39: pp.79-90.
- Afshar Jahanshahi M, Bahar Moghaddam M and Khodamipour A. (2018), Effect of Real Activities Management and Quality of Corporate Governance on Market Pricing and The Amount of Cash Holdings, *quarterly financial accounting journal*, Vol.10(38): pp.140-170
- Ahmed M. Al Omush, Walid M Masadeh and Rasha M. Zahran (2019), The Impact of Earnings Management on Stock Returns for Listed Industrial Firms on the Amman Stock Exchange, *Business and Economic Research*, Vol.9(3): pp.1-22.
- Alim, W., Kaleem, M., Abbas, S. and Khan, D. (2020), Do Capital Structure and Cash Holding Expropriate Minority Shareholders? A case of Non-Financial Concentrated Firms in Pakistan, *Journal of Financial Crime*, Vol.27(4), pp.1289-1305.
- Alisa G. Brink, Andrea Gouldman, Jacob M. Rose and Kristian Rotaru (2020), Effects of Superiors' Compensation Structures on Psychophysiological Responses and Real Earnings Management Decisions of Subordinate Managers, *Management Accounting Research*, Vol.48: pp.1-13.
- Anagnostopoulou, S.C. and A.E. Tsekrekos (2017) The Effect of Financial Leverage on Real and Accrual-based Earnings Management, *Accounting and Business Research*, 47(2): pp.191-236.
- Atif, M., Huang, A. and Liu, B. (2020), The Effect of Say on Pay on CEO Compensation and Spill-Over Effect on Corporate Cash Holdings: Evidence from Australia, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.64: pp.1-15.
- Azhari, Adilah (2018), CEO Pay, Corporate Governance and Cash Holding, *Advanced Science Letters*, Vol.24(7): pp.5070-5073.
- Bing Luo (2020), Short-Term Management Earnings Forecasts and Earnings Management through Real Activities Manipulation, *Asian Review of Accounting*, Vol.28(1), pp.110-138.
- Che-Chia Chang, Li-Han Kao and Hsin-Yu Chen (2018), How Does Real Earnings Management Affect The Value of Cash Holdings? Comparisons between Information and Agency Perspectives, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.51: PP.47-64.

- Chihchung Chien, Shikuan Chen and Mingjen Chang (2020), Variation in Executive Compensation and Allocation of Cash Flow, *Economics*, Vol.9(3): pp.49-59.
- Clarkson, Peter, Gao, Ru and Herbohn, Kathleen (2020), The Relationship between a Firm's Information Environment and Its Cash Holding Decision, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol.16(2):
- Cristhian Mellado and Paolo Saona (2020), Real Earnings Management and Corporate Governance: A Study for Latin America, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, Vol.33(1): Pp.2229-2268.
- C. S. Agnes Cheng, Yuan Huang and Xiao Li (2020), Information Shocks and Corporate Cash Policies, *Journal of International Accounting Research*, Vol.19(1): pp.5–28.
- Cuong Nguyen Thanh (2019), Optimal Cash Holding Ratio for Non-Financial Firms in Vietnam Stock Exchange Market, *Journal of Risk Financial Management*, Vol.12 (104): pp.1-13.
- El Diri, Malek and Alhadab, Mohammad (2020), The Impact of Earnings Management and Managerial Ability on Management Compensation. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3748750> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3748750>
- Elmas M. Fadlli and Khairunnisa (2020), The Effect of Cash Holding, Firm Size, and Financial Leverage to Earning Management in State-Owned Enterprises (SOEs), *Journal of Accounting Auditing and Business*, Vol.3(1): pp.91-102.
- Eng, L.L., H. Fang, X. Tian, T.R. Yu and H. Zhang (2019), Financial Crisis and Real Earnings Management in Family Firms: A comparison between China and the United States, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol.59: pp.184–201.
- Fatahi, H. and Arezoo Ramazani (2019), Investigating the Effect of Real and Accrual Earnings Management on Level of Investment Growth and Cash Holdings in The Listed Companies of Tehran Stock Exchange, *Journal of Accounting and Mngement Vision*, Vol.2(13): PP.17-32.
- Fei Liu, Jianhua Du and Chao Bian (2019), Don't Touch My Cheese: Short Selling Pressure, Executive Compensation Justification, and Real Activity Earnings Management, *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol.55(9): Pp.1969-1990.
- Grambo, Douglas (2020), The Effect of CEO Compensation on Real Earnings Management, *Thesis*, Umeå University: pp.1-54.

- Guido Baldi and André Bodmer (2018), R&D Investments and Corporate Cash Holdings, *Economics of Innovation and New Technology*, **Taylor & Francis Journals**, Vol.27(7), pp.594-610.
- Han Gao, Zhuyi Shen, Yichen Li, Xuxin Mao and Yukun Shi (2020), Institutional Investors, Real Earnings Management and Cost of Equity: Evidence from Listed High-tech Firms in China, **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol.56(14): pp. 3490-3506.
- Harry, F. and Ramesh P. Rao (2018), Cash Holdings and CEO Risk Incentive Compensation: Effect of CEO Risk Aversion, **International Review of Financial Analysis**, Vol.60: Pp.162-176
- H. Kim and G. Nam (2018), CEO-Employee Pay Ratio and Earnings Management, **Journal of Engineering and Applied Sciences**, Vol.13(14): pp.5717-5730.
- Huma Fatima, Abdul Haque and Muhammad Usman (2020), Is There any Association Between Real Earnings Management and Crash Risk of Stock Price during Uncertainty? Evidence from Family-Owned Firms in an Emerging Economy, **Futur Bussines Journal**, Vol.6(36): pp1-12.
- Kailing Deng, Linda Nichols and Li Sun (2020), Sales Order Backlog and Corporate Cash Holdings, **Asian Review of Accounting**, Vol.28(3): pp.351-371.
- Karan Gandhi (2020), Real Earnings Management Practices for Meeting Earnings benchmarks: Indian Evidence, **DECISION**, Vol.47: pp.265–291.
- Keong O. Chee, Shafi Mohamada and Syed Ehsanullah (2019), International Financial Reporting Standards and Real Earnings Management, **Asian Journal of Empirical Research**, Vol.9(10): pp.281-291.
- Khalil Jebran, Shihua Chen, Muhammad Zubair Tauniand Hassan Ahmad (2019), Corporate Governance, Ultimate Owner, and Target Cash Holdings: Evidence From China, **SAGE**, Vol.9(4), pp.1-12.
- Khalil Jebran, Amjad Iqbal, Kalim Ullah Bhat, Muhammad Arif Khan and Mustansar Hayat (2019), Determinants of Corporate Cash Holdings in Tranquil and Turbulent Period: Evidence From an Emerging Economy, **Financial Innovation**, Vol.5(3): pp.1-12.
- Khuong, N. V., Liem, N. T. and Minh, M. T. H. (2020), Earnings Management and Cash Holdings: Evidence from Energy Firms in Vietnam, **Journal of International Studies**, Vol.13(1): pp.247-261.

- Klaus S. Beckmann, Diego A. Escobar and Thanh Ngo (2019), The Real Earnings Management of Cross-Listing Firms, *Global Finance Journal*, Vol.41: pp.128-145.
- Kuldeep Singh and Madhvendra Misra (2019), Financial Determinants of Cash Holding Levels: An Analysis of Indian Agricultural Enterprises, *Agricultural Economics– Czech*, Vol.65(5): pp.240-248.
- Kwang Hwa Jeong and Seung Uk Choi (2019), Does Real Activities Management Influence Earnings Quality and Stock Returns in Emerging Markets? Evidence from Korea, *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol.55(12): pp.2834-2850.
- Lei Yu , Yuxuan Dai, Keguang Zheng and Yongjie Zhang (2019), Empirical research on the Correlation Between Real Earnings Management of State-Owned Enterprises and Executive Compensation from The Perspective of Executive Structural Power, *International Journal of Financial Engineering*, Vol.6(1): pp.1-19
- Malek El Diri, Costas Lambrinoudakis and Mohammad Alhadab (2020), Corporate Governance and Earnings Management in Concentrated Markets, *Journal of Business Research*, Vol.108, Pp.291-306.
- Marzieh Khalatbari (2020), Investigating the Effect of Chief Executive Officer's Financial Expertise and Power on Excess Cash Holdings in Companies, *Research Journal of Management Reviews*, Vol.5(1), pp.32-38.
- Mohammad Abedalrahman Alhmood, Hasnah Shaari and Redhwan Al-dhamari (2020), CEO Characteristics and Real Earnings Management in Jordan, *International Journal of Financial Research*, Vol.11(4): pp.255-267.
- Muhammad Fayyaz Sheikh, Aamir Inam Bhutta, Syed Zulfiqar Ali Shah and Jahanzaib Sultan (2018), Do Executive Compensation and Corporate Governance Practices Explain Earnings Management?, *Journal Of Organizational Behavior Research*, Vol.3(2): pp.92-114.
- Nargis Kaiser Boles Makhail (2019), The Influence of Egyptian Context on The Trade-off between Earnings Management Approaches, *Journal of Financial Reporting and Accounting* Vol. 17(1): pp.133-168.
- Oneil Harris, J. Bradley Karl and Ericka Lawrence (2019), CEO Compensation and Earnings Management: Does Gender Really Matter?, *Journal of Business Research*, Vol.98: pp.1–14.

- Rashid, Muhammad Khalil ur and Ali, Sabeeh Ullah and Shaukat (2016), The Effect of Corporate Cash Holdings on Stock Returns, *Arabian Journal of Business and Management Review*, Vol.6(6): pp.1-9.
- Rizwan Ahmed, Wu Qi, Subhan Ullah and Danson Kimani (2018), Determinates of Corporate Cash Holdings: An Empirical Study of Chinese Listed Firms, *Corporate Ownership & Control*, Vol.15(3): pp.57-66.
- Roychowdhury, S. (2006), Earnings management through Real Activities Manipulation, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.42(3): pp.335-370.
- Saoussen Boujelben, Hela Khemakhem Feki and Ahmad Alqatan (2020), Real Earnings Management and the Relevance of Operating Cash Flows: A study of french listed frms, *International Journal of Disclosure and Governance*, Vol.17(4): pp.218–229.
- Sarah Zaheer (2017), The Effect of Excess Cash Holding on the Value of the Firm and Stock Returns, *MASTER*, Capital University of Science & Technology.
- Sarah, G. Pasaribu and dan Kartika Nuringsih (2019), Factor Yang Mempengaruhi *Cash Holding* Perusahaan Manufacture Yang Thereafter Di BEI, *Journal Managerial dan Kewirausahaan*, Vol.1(3): pp.471-480.
- Setiawan, D. et al. (2019), IFRS And Earnings Management In Indonesia: The Effect of Independent Commissioners, *International Journal Of Business And Society*, Vol.20(1): pp.37-58.
- Sher Khan, Zhuangzhuang Peng, Sohail Ahmad, Shahid Mahmood and Ijaz Ahmad (2019), Effect of Firm Structure on Corporate Cash Holding (Evidence from Non-Financial Companies), *Journal of Financial Risk Management*, Vol.8: pp.1-14.
- Singh, K. and Madhvendra Misra (2019), Financial Determinants of Cash Holding Levels: An analysis of Indian Agricultural Enterprises, *Agricultural Economics– Czech*, Vol.65(5): pp.240–248.
- St. Dwiarso Utomo and Imang Dapit Pamungkas (2018), Cash Flow Activities and Stock Returns in Manufacturing of Indonesia: A Moderating Role of Earning Management, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Vol.22(6): pp.1-10.
- Sung, K. Suk, Melinda Haryanto and John Tampil Purba (2019), Cash Holdings of Business Group-Affiliated Firms in Indonesia, *DLSU Business & Economics Review*, Vol.29(1): pp.40-57.
- Suyatmin Waskito Adi, Wulanditya Anggun Permata Putri and Widowati Dian Permatasari (2020), Profitability, Leverage, Firm Size, Liquidity, and

- Total Assets Turnover on Real Earnings Management, *Journal Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol.5(2): pp.129-140.
- Tariq Alzoubi (2019), Firms' Life Cycle Stage and Cash Holding Decisions, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Vol.23(1): pp.1-9.
- Valerie Li (2019), The Effect of Real Earnings Management on the Persistence and Informativeness of Earnings, *The British Accounting Review*, Vol.51(4): pp.402-423.
- Wajid Alim, Sammar Abbas and Zeeshan Zaib Khattak (2019), Expiration Through Executive Compensation and Cash Holding: A Case of Non-Financial Concentrated Firms in Pakistan, *City University Research Journal*, Vol.9(1): PP.192-205.
- Wibowo, W. Cliff and Sugeng Wahyudi (2019), The Effect of Financial Performance, IOS, and Firm Size on Cash Holdings: The Role of Dividend Policy as Moderating Variable, *Diponegoro International Journal of Business*, Vol.2(2): pp.96-106.
- WUYAN GU (2018), The Inter-Relations Among Executive Compensation, Managerial Ability and Earnings Management, *Thesis*, Faculty of Economics and Business, University of Amsterdam.
- Xu Yan-Jun and Chang Yan-Xin (2017), Executive Compensation and Real Earnings Management: Perspective of Managerial Power, *International Journal of Advances in Management and Economics*, Vol.6(2): pp.19-37.