

قياس أثر ممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د/ متولي السيد متولي عطية

مدرس بقسم المحاسبة

معهد الجزيرة العالى للحاسب الآلى ونظم
المعلومات الإدارية و كلية إدارة الأعمال
جامعة شقراء - المملكة العربية السعودية

ملخص البحث

الهدف: استهدفت الدراسة الحصول على دليل تحليلي من واقع بيئة الأعمال المصرية، لأثر ممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم.

التصميم والمنهجية: اعتمدت الدراسة على مدخل تحليل المحتوي في فحص التقارير السنوية لعينة مكونة من (50) شركة مساهمة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية للفترة (2015-2018م)، بإجمالي مشاهدات (200) مشاهدة، وذلك لاختبار فروض البحث والتي تعكس ممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم. وقد تم إتباع أسلوب الانحدار الخطي البسيط لاختبار فروض الدراسة.

النتائج والتوصيات: تُشير نتائج الدراسة إلى وجود أثر ذي دلالة معنوية للتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم، كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر ذي دلالة معنوية لممارسات إدارة الأرباح على عوائد الأسهم. وكذلك إلى عدم وجود أثر ذي دلالة معنوية لممارسات إدارة الأرباح على العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم في شركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية. واستنادًا إلى ذلك، توصي الدراسة: بضرورة توجيه شركات المساهمة المصرية نحو الأخذ بعين الاهتمام كافة العوامل والمتغيرات التي تؤثر على عوائد الأسهم، وزيادة مستوي الاهتمام بها وتبني الإجراءات والممارسات الكفيلة للحد من انعكاساتها السلبية على عوائد الأسهم.

تطبيقات عملية: قد تكون نتائج الدراسة محل اهتمام من الهيئات الرقابية وأصحاب المصالح، لما توفره من معلومات قد تكون مفيدة في قياس أثر ممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وانعكاسها على عوائد الأسهم بمنتجات الأعمال المصرية.

الأصالة والإضافة: تُسهّم هذه الدراسة في الأدب المحاسبي من خلال محاولة تقليل الجدل بشأن ممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم، وهو ما قد يُسهّم في تفسير التباين بين أداء الأسهم في الشركات المختلفة. كما تُقدم دليلًا إضافيًا لتفسير تلك العلاقة في بيئة الأعمال المصرية كأحد اقتصاديات الدول الناشئة.

الكلمات المفتاحية: ممارسات إدارة الأرباح، التدفقات النقدية التشغيلية، عوائد الأسهم.

Measuring the Impact of Earnings Management and Operating Cash Flows on Stock Returns - An Empirical Study on Listed Firms in the Egyptian Stock Exchange

Abstract

Purpose: The aim of this study is to get practical evidence from the Egyptian business environment about the impact of earnings management practices and operating cash flows on stock returns.

Design and Methodology: The study is based on the content analysis technique through examining the annual reports of a sample of (50) non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period (2015-2018) with a total of (200) respondents. To test the research hypotheses that reflect the relationship between earnings management practices and operating cash flows on stock returns, the study used regression analysis to test the study hypotheses.

Results and Recommendations: The results of the study indicate that there is a significant effect of operating cash flows on stock returns, while there is insignificant effect of earnings management on stock returns. Moreover, there is insignificant effect of earnings management practices and operating cash flows on stock returns in companies listed in the Egyptian stock exchange. Based on the previous results, the study recommends the necessity for directing the Egyptian companies towards taking into consideration all the factors and changes that affect the stock returns as well as increasing attention paid to them. They also need to adopt procedures and practices that reduce their repercussions on stock returns.

Practical Implications: The results of the study may be of interest to audit bodies and stakeholders because of the information it provides that may be useful in measuring the impact of earnings management practices and operating cash flows on stock returns in Egyptian business establishments.

Originality and Value: This study contributes to accounting literature by trying to reduce the debate related to earnings management practices and operating cash flows on stock returns, which may contribute to the interpretation and analysis of the discrepancy between the performances of stocks in different companies. It also provides additional evidence for interpreting that relationship in the Egyptian business environment as an example of economics of emerging countries.

Key Words: Earnings Management - Operating Cash Flows - Stock Returns.

1 - مقدمة

يتمثل الهدف الأساسي للمحاسبة في توفير معلومات مفيدة بشأن الوحدات الاقتصادية، لمساعدة مستخدمي تلك المعلومات في اتخاذ القرارات المختلفة، وذلك من خلال ما توفره القوائم المالية من معلومات (Akbari et al, 2018). وهناك فئات عديدة تستخدم القوائم المالية لعل أهمها فئة المستثمرين، بما ينبغي جعلهم في بؤرة الاهتمام وتلبية احتياجاتهم المستمرة للمعلومات (مشابط، 2016). لذا قدم النظام المحاسبي في السابق قائمتي الدخل والمركز المالي فقط، واللذان يتم إعدادهما على أساس الاستحقاق، وكانت تلك القائمتان تبيان احتياجات المستثمرين من المعلومات، وبمرور الوقت اتضح أنهما لا تستطيعا تلبية كل احتياجات المستخدمين وخاصة المستثمرين، لأنهما تتضمنان معلومات تحتوي على العديد من المستحقات والمخصصات، والتي تتطلب استخدام الحكم الشخصي عند إعدادهما (Call et al., 2019; Hughes et al., 2010). مما يحد من معرفة مدى قدرة الوحدة الاقتصادية على توليد التدفقات النقدية الفعلية والتي تمثل عصب الحياة بالنسبة لها. وقد ظهر ذلك بوضوح بعد إفلاس بعض الوحدات الاقتصادية بسبب عدم توافر التدفقات النقدية الكافية لتلبية احتياجاتها المختلفة بالرغم من ربحيتها المرتفعة (Edmond et al., 2011). لذا ازدادت حاجة مستخدمي القوائم المالية إلى معلومات توضح مدى قدرة الوحدة الاقتصادية على توليد التدفقات النقدية وأوجه إنفاقها على الأنشطة المختلفة. ومن هنا نبعت أهمية قائمة التدفقات النقدية لمستخدمي القوائم المالية عامة والمستثمرين خاصة (Khanji & Siam, 2015). وقد تزايد استخدام قائمة التدفقات النقدية في الوقت الحاضر حتى أصبحت معلوماتها من أهم مدخلات القرار لمستخدمي القوائم المالية، حيث تعطي صورة واضحة عن الأداء المالي للوحدة الاقتصادية.

كما تمثل **عوائد الأسهم** الهدف الرئيس لكافة المستثمرين والمساهمين، حيث تمثل الأسواق المالية مركزاً مهماً في النظم الاقتصادية المعاصرة، لما لها من أثر كبير على النشاط الاقتصادي والاجتماعي على مستوى الدولة (Mall & Gupta, 2019). ويتمثل هدف كل مستثمر يتعامل في هذه الأسواق في الحصول على العائد المرتبط بحجم المخاطر، مع جذب الأسواق للمستثمرين من أجل الحصول على عائد سنوي (Chordia et al., 2018).

وتعكس نظرية الوكالة، سلوك أطراف متعاونة ترتبط مع بعضها بموجب عقد توظيف ضمن علاقة تعاقدية بين المساهمين من جهة وإدارة الشركة من جهة أخرى. إذ تساعد هذه النظرية إدارة الشركة في سعيها لتعظيم مصالحها والاعتماد على تقرير مجلس الإدارة في توضيح كافة المعلومات والتفاصيل الخاصة بالشركة والتي تشمل جميع العمليات التشغيلية، وتساعد نظرية الوكالة المديرين

في اتخاذ القرارات الصحيحة التي تزيد من قيمة أسهم المساهمين، وبالتالي تظهر مشكلة الوكالة نتيجة تعارض المصالح بين المساهمين (الأصيل) والإدارة (الوكيل) إذ يهدف كل منهما إلى تعظيم منفعة الشخصية، لذا لا بد من حل مشكلات التعارض هذه من خلال الحد من الممارسات غير الصحيحة للمدراء بوصفهم الوكلاء في الشركات، وتحقيق أقصى قدر ممكن من توافق المصالح، وحل مشكلات عدم التماثل في المعلومات بين الأصيل والوكيل (Liu et al., 2018). ومن الممارسات التي قد تقوم بها إدارة الشركة بهدف تعظيم منفعتها على حساب مصالح حملة الأسهم هي ممارسات إدارة الأرباح، حيث تلجأ إدارة الشركة إلى عدة ممارسات للتأثير على أرقام صافي الربح، وإظهاره بشكل أفضل من حقيقته لتحقيق مزايا متعددة تؤثر في قرارات مختلف الجهات ذات العلاقة بهذه الشركات (شرف، 2019).

وفي هذا السياق، فإن تحليل دور ممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم، في شكل إطار متكامل من جوانب متعددة يُعد أمراً ضرورياً ومهماً يساعد أصحاب المصالح-خاصة المستثمرين- في تحسين قرارات الاستثمار. ومن ثم تتناول الدراسة الحالية أثر ممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم في بيئة الأعمال المصرية.

1-2 مشكلة الدراسة

تمتاز قائمة التدفقات النقدية بأنها تُوفر معلومات تساعد مستخدمي القوائم المالية في التعرف على مصادر النقدية في الشركة وكيفية استخدامها في الأنشطة المختلفة، الأمر الذي يُسهم في تقييم السيولة بالشركة ومعرفة مدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، إذ تمثل أساساً لتقييم الوضع المالي وتحديد أسعار أسهمها والتي تؤثر على عوائد الأسهم، حيث تُسهم التدفقات النقدية التشغيلية الجيدة بدور كبير في نجاح الشركة واستمراريتها على المدى الطويل (إسماعيل، 2017). كما يُعد التدفق النقدي التشغيلي من أهم العناصر التي يستخدمها المستثمرون في تحليل عوائد الأسهم، وذلك لأن الأنشطة التشغيلية هي الأنشطة الرئيسية لإيرادات الشركات والأنشطة الأخرى التي ليست أنشطة استثمارية أو تمويلية (Hanifah & Khafid, 2016). كما يمكن القول بأن الشركات التي تكون قادرة على تحقيق تدفقات نقدية مرتفعة يكون أداؤها جيداً، الأمر الذي يجعلها قادرة على دفع الديون وتوزيعات الأرباح وكذلك تمويل الأنشطة الاستثمارية من الأموال التي تم تحقيقها. الأمر الذي يجعل التدفقات النقدية التشغيلية إحدى أهم أدوات المساهمين والمستثمرين في تقييم مدى نجاح الشركة على المدى الطويل واستمراريتها. وحيث أن نجاح الشركات في إدارة تدفقاتها النقدية يُسهم بشكل كبير في زيادة ربحيتها، الأمر الذي يزيد من فرص نموها وبقائها في الأسواق المالية.

كما تُعد الأسهم جزءًا أساسيًا من اقتصاديات الدول على اختلاف مراتبها في سلم التقدم الاقتصادي، لأنها تُشكل المصدر الرئيس لتمويل النمو الاقتصادي. وعند دراسة أسهم الشركة يحتاج المستثمرون إلى قياس عوائد الأسهم لأنها تعتبر عاملاً مهمًا لتقييم الأداء المالي للشركة، ومعرفة العائد الذي سيحصل عليه المستثمر إذ قام باقتنائها (رجب، 2019).

وجدير بالذكر، أن صافي الربح يعتبر من أهم الأرقام المحاسبية المهمة التي تُعبر عن الأداء الفعلي للشركة، والذي يستخدم للحكم على مدى كفاءة الإدارة في استغلال الموارد المتاحة، والقرارات التي تتخذها لتحقيق الربح المستهدف. ويهتم الملاك بمدى مقدرة الإدارة التي تفوض لها السلطة على تحقيق الربح المرغوب، والحفاظ على الوضع المالي للشركة، واتخاذ القرارات الإدارية والمالية السليمة. كما يطمئن الدائنين والمقرضين على قدرة الشركة على سداد الالتزامات المستحقة على الشركة في المواعيد المحددة طبقاً لشروط التعاقد، كما يساعد المستثمرين الحاليين والمرتقبين في اتخاذ قرارات الاستثمار وتحقيق توقعات المحللين عند تحليل صافي الربح، لتقييم أداء الشركة وقدرتها على الاستمرار في تحقيق زيادة الأرباح (محمد، 2019). لذا قد تهتم الإدارة بزيادة الربح المحقق من خلال استغلال المرونة المتاحة في المعايير المحاسبية، وتعدد الأساليب والطرق المحاسبية المتاحة لمعالجة البيانات وإعداد القوائم والتقارير المالية، وذلك من خلال ممارسات إدارة الأرباح (Liu et al., 2018).

ولقد نالت ممارسات إدارة الأرباح اهتمامًا كبيرًا في الفكر المحاسبي من قبل الأكاديميين، بحسبانها إحدى القضايا المحاسبية المهمة، خاصة بعد سلسلة الازمات المالية والمحاسبية في مطلع القرن الحالي، والتي نتج عنها إفلاس العديد من الشركات في بعض دول العالم. إذ خلقت أزمة ثقة فيما يتعلق بجودة التقارير المالية، بسبب إساءة استخدام المديرين للسلطة التقديرية الممنوحة لهم، لتحقيق أهدافهم المرتبطة بالتعاقدات وشروط الحوافز، والوفاء بشروط المديونية، وتجنب التكاليف السياسية (Mostafa, 2017).

ويتضح مما سبق، أن هناك دوافع عديدة لتحليل وقياس أثر قيام منشآت الأعمال بممارسات إدارة الأرباح وعلاقة ذلك بالتدفقات النقدية التشغيلية وانعكاسها على عوائد الأسهم لتلك المنشآت. وتبرز القيمة المضافة للدراسة الحالية في أن الدراسات السابقة (Thomas, 2015; Andreas, 2017; Utomo et al., 2018) لم تقدم أدلة حاسمة، بشأن أثر ممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم. لذلك فإن تحليل هذه العلاقة في البيئة المصرية كأحد الاقتصاديات الناشئة سوف يُسهم في تفسير التباين في عوائد الأسهم بين الشركات. كما أن غالبية الدراسات تم إجرائها في بيئات تختلف في خصائصها عن البيئة المصرية، بما قد يؤدي إلى صعوبة

تعميم نتائجها. وبالتالي تتمثل الفجوة البحثية في ندرة الدراسات المحاسبية في مجال ممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية من حيث أثرها على عوائد الأسهم.

بناءً على ما سبق، تحاول الدراسة الحالية الإجابة على التساؤل الرئيس التالي: هل تؤثر ممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم؟ وفي إطار ذلك التساؤل العام تتناول الدراسة التساؤلات الفرعية التالية:

- هل يوجد أثر للتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم بشركات المساهمة المصرية؟
- هل يوجد أثر لممارسات إدارة الأرباح على عوائد الأسهم بشركات المساهمة المصرية؟
- هل يوجد أثر لممارسات إدارة الأرباح على العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم بشركات المساهمة المصرية.

1-3 أهداف الدراسة

يتمثل الهدف الرئيس للدراسة في قياس أثر ممارسات إدارة الأرباح في بيئة الأعمال المصرية وعلاقتها بالتدفقات النقدية التشغيلية وانعكاس ذلك على عوائد الأسهم في المنشآت المصرية. وينبثق عن هذا الهدف الأهداف الفرعية التالية: التعرف على أثر التدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم. وكذلك أثر ممارسات إدارة الأرباح على عوائد الأسهم. وقياس أثر ممارسات إدارة الأرباح على العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم. وكذلك الحصول على دليل تحليلي من خلال دراسة تطبيقية بشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية.

1-4 أهمية ودوافع الدراسة

يمكن إبراز أهمية ودوافع الدراسة من حيث:

الأهمية الأكاديمية: إذ تُعد الدراسة الحالية امتدادًا للأدبيات المحاسبية التي حاولت قياس أثر ممارسات إدارة الأرباح وعلاقتها بالتدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم (Utomo et al., 2018; Thomas, 2015; Andreas, 2017.) إذ حاولت الدراسة الحالية تحليل واختبار تلك العلاقة، وهو ما قد يُسهم في تفسير طبيعة هذه العلاقة في البيئة المصرية، حيث تمتاز قائمة التدفقات النقدية بكونها توفر معلومات تُسهم في مساعدة مستخدمي القوائم والتقارير المالية، في التعرف على مصادرها النقدية وكيفية استخدامها في أنشطة الشركة المختلفة، مما يساعد على تقييم سيولة الشركة ومعرفة قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وتمثل أساسًا لتقييم الوضع المالي للشركة وتحديد أسعار أسهمها والتي تؤثر على عوائد الأسهم في الأسواق المالية. لذا يتوقع أن تُسهم نتائج الدراسة في

خدمة أصحاب المصالح ومستخدمي المعلومات المالية، ومساعدة الأطراف ذات العلاقة في اتخاذ القرار الأفضل، بما قد يقدم أدلة إضافية ويقلل من الجدل المثار حولها.

الأهمية العملية: تتمثل هذه الأهمية في تزايد الحاجة إلى زيادة منفعة المعلومات المحاسبية في تحسين قرارات الاستثمار. لذا تحاول الدراسة الحالية تقديم دليل من البيئة المصرية كأحد الاقتصاديات الناشئة، من خلال توفير نموذج لتحليل أثر ممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم. كما تُسهم نتائج هذه الدراسة في تمكين مستخدمي التقارير المالية- خاصة المستثمرين- في تقييم الفرص الاستثمارية بشكل أفضل. كما قد تكون محل اهتمام كل من مجالس الإدارة، وأصحاب المصالح، والهيئات الرقابية من حيث زيادة فهم وإدراك ما هي العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم.

1-5 منهج الدراسة

يتبع الباحث في هذه الدراسة المنهج التحليلي الاختباري بإتباع **المنهج الاستقرائي** حيث تم مسح المصادر العلمية المتعلقة بموضوع الدراسة، اعتماداً على البحث المكتبي سواء الإصدارات المهنية أو الدراسات الأكاديمية المرتبطة بموضوع الدراسة. فضلاً عن إتباع **المنهج الاستنباطي**، لاستكشاف وتفسير طبيعة العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم وإشتقاق فروض البحث. كما قام الباحث **بدراسة تطبيقية** مستخدماً أسلوب تحليل المحتوى في فحص التقارير السنوية لعينة من شركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية، وذلك بغرض تطوير نماذج لقياس هذه العلاقات واختبار فروض الدراسة.

1-6 حدود الدراسة

تقتصر الدراسة على قياس أثر ممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم بالتطبيق على بعض شركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية، ولهذا يخرج عن نطاق الدراسة: الشركات غير المقيدة في البورصة المصرية. وكذلك المؤسسات المالية لاختلاف طبيعة النشاط. كما اقتصرت الدراسة على الفترة الزمنية (2015-2018م). وأخيراً فإن قابلية نتائج الدراسة للتعميم مشروطة بضوابط اختيار مجتمع وعينة وفترة الدراسة، وأدوات القياس المستخدمة لقياس تلك المتغيرات.

1-7 خطة الدراسة

انطلاقاً من أهمية الدراسة وتحقيقاً لأهدافها والإجابة على تساؤلاتها، سيتم تناول ما تبقى من الدراسة كما يلي: يتناول **القسم الثاني**: العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم، في حين يتناول **القسم الثالث**: أساليب ودوافع ممارسات إدارة الأرباح. بينما يتناول **القسم الرابع**: تحليل نتائج الدراسات السابقة وإشنتاق فروض البحث. بينما عرض **القسم الخامس**: الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث، ويعرض **القسم السادس**: النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية.

2- العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم

عَرَفَ الأدب المحاسبي قديماً قائمتين تستخدمهما المنشآت في نهاية العام المالي لتحديد نتيجة النشاط، وهما قائمة الدخل وقائمة المركز المالي، وقد ظلت القائمتان المعدتان وفق أساس **الاستحقاق** محور اهتمام مستخدمي القوائم المالية، حيث تقدمان صورة كاملة للوضع المالي للمنشأة (إسماعيل، 2017). إلى أن برزت الحاجة إلى وجود قائمة تُعد وفقاً **للأساس النقدي** لتوفير معلومات محاسبية ملائمة لاتخاذ القرارات، وكذلك للاستفادة من تلك المعلومات في تقييم أداء المنشآت. وبالتالي بدأ العمل على إعداد هذه القائمة والتي عرفت بعد ذلك "بقائمة التدفقات النقدية". إذ طلب مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) قائمة مالية جديدة هي قائمة التدفقات النقدية من خلال المعيار رقم (95) لعام 1987م، ثم تبعها إصدار المعيار المحاسبي الدولي رقم (7) في عام 1992م، حيث أصبحت قائمة التدفقات النقدية جزءاً أساسياً من القوائم المالية. ويرى بعض الكتاب أن تلك القائمة تُسهم في تقييم قدرة المنشآت على توليد صافي تدفقات نقدية في المستقبل وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها (Nguyen et al., 2018).

2-1 مفهوم التدفقات النقدية

تُعد إدارة النقدية من الأمور الهامة التي يجب على إدارة الشركة متابعتها، وذلك لما لها من أهمية ودور فعال في مساعدتها على أداء أعمالها، سواءً من خلال إسهامها في ترك إنطباع جيد عن الشركة عند الوفاء بالالتزامات في الوقت المحدد، أو ربما من خلال مساعدتها في الحصول على شروط الشراء الجيدة، وذلك لقدرة الشركة على السداد النقدي والتي سوف تتعكس بشكل إيجابي على تخفيض التكاليف بسبب الحصول على الخصومات النقدية. ولقد أهتم **الفكر المحاسبي** بوضع تفسيرات لمفهوم **التدفقات النقدية**، حيث عرفت **التدفقات النقدية** وفقاً لمعيار المحاسبة الدولي رقم (7) بأنها "التدفقات الداخلة والخارجة من النقد وما يعادلها للشركة خلال فترة معينة من

الوقت" (IASCF, 2010). كما عرفها (Lambert&Leuz, 2010) بأنها" كشف تحليلي لمستوى التغيرات النقدية الداخلة والخارجة التي تحدث في الشركة، سواء كان ذلك بالزيادة أو النقصان، ومعرفة أسباب تلك التغيرات". وعرفت طبقاً للمعايير الدولية للتقرير المالي (IFRS) بأنها" التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من النقدية وشبه النقدية، مثل الحصول على قرض أو دفعات نقدية محصلة من العملاء مقابل خدمات مقدمة لهم، أو بيع سلع وغيرها من أنشطتها التشغيلية والاستثمارية والتمويلية (Armita&Tashban, 2014). كما عرفت التدفقات النقدية بأنها" مؤشر للأموال التي يتم قبضها أو دفعها من قبل الشركة لفترة معينة من الوقت" (Mulenga&Bhatia, 2017).

ومن ثم، يرى الباحث إن تحديد التدفقات النقدية مطلب للحفاظ على سير العمل على أساس مستمر. إذ تحتاج كافة العمليات للنقدية بحسبانها مدخلاً أساسياً، وبدون ذلك فإن عمليات الشركة ستتعطل ويمكن أن تؤدي إلى الإفلاس، ويمكن أن تجعل الشركة معسرة عندما لا تكون قادرة على توليد ما يكفي من النقد من مصادر داخلية، أو الحصول عليها من مصادر خارجية لاستدامة أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل الخاصة بالشركة. ومن ثم فإن الشركة بحاجة إلى المراقبة المناسبة والإدارة الجيدة لتحديد حركة النقدية لتمكينها من اتخاذ قرارات مالية مهمة.

2-1-1 التدفقات النقدية التشغيلية

يُعد رقم التدفقات النقدية التشغيلية الرقم الأهم في قائمة التدفقات النقدية، لأنه يعبر عن الناتج من أنشطة التشغيل للنشاط الجاري للشركة، وهو مؤشر لمدى مساهمة عمليات الشركة الأساسية في توليد تدفقات كافية لسداد الالتزامات وتوزيع الأرباح على المساهمين والحفاظ على القدرات التشغيلية، والقيام باستثمارات جديدة (Zhang&Wu, 2018). ويعرف التدفق النقدي التشغيلي بأنه "مقياس لمقدار النقد الذي تحققه العمليات التجارية العادية، حيث يشير إلى ما إذا كان بإمكان الشركة توليد تدفقات نقدية إيجابية كافية للحفاظ على عملياتها وتمييتها، أو قد تتطلب تمويلًا خارجيًا لزيادة رأس المال (Robinson et al., 2015). وقد حدد (IAS7, 2010) التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية كمؤشر مهم لمدى قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية كافية لسداد الالتزامات، والحفاظ على الأنشطة التشغيلية وسداد توزيعات الأسهم، وتوفير مصدر داخلي لتمويل الاستثمارات. كما أشار (Kieso et al., 2018) إلى أن الأنشطة التشغيلية تسمح بتقدير السيولة التي يجب أن تحققها الشركة من بيع منتجاتها وخدماتها اليومية، حيث تستمد التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية في المقام الأول من الأنشطة الأساسية للإيرادات التي يحققها المشروع. ولذلك فإنها تتج

بشكل عام عن المعاملات والأحداث الأخرى التي تدخل في تحديد صافي الربح أو الخسارة. ويرى (Nguyen et al.,2018) أن الأنشطة التشغيلية هي "الممارسات اليومية التي تجربها جميع الشركات في عملية توليد الأرباح".

2-1-2 أهداف التدفقات النقدية التشغيلية

أن الغرض الرئيس من بيان التدفقات النقدية التشغيلية هو توفير المعلومات ذات الصلة حول المقبوضات والمدفوعات النقدية من النشاط الرئيس للمشروع خلال فترة زمنية محددة، حيث أن إظهار المصادر والاستخدامات وصافي الزيادة أو النقص في النقد من العمليات التشغيلية، يساعد المستثمرين والدائنين وغيرهم على معرفة ما يحدث لموارد الشركة الأكثر سيولة (Kieso et al.,2018). ويمكن بيان أهداف التدفقات النقدية التشغيلية فيما يلي (المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، 2010; Zhang&Wu, 2018):

- توفير معلومات تاريخية عن التغيرات التي حدثت للنقدية في المنشأة.
- توفير إفصاح شامل لطريقة الحصول على النقدية وما يعادلها.
- فحص العلاقة بين الربحية والتدفق النقدي التشغيلي وأثر التغير في الأسعار على كلٍ منهما.
- تقييم التغيرات التي حدثت في صافي موجودات المنشأة وقدرتها على التأثير في المبالغ النقدية وتوقيتها.

2-1-3 طرق تحديد التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية

الطريقة المباشرة: وتتضمن المقبوضات النقدية من العملاء، والنقدية المدفوعة للموردين، والنقدية المدفوعة للموظفين، والفائدة المدفوعة، وضرائب الدخل المدفوعة، والنقد المدفوع لتغطية نفقات التشغيل الأخرى (Abu-Abbas,2014; Call et al.,2019).

الطريقة غير المباشرة: تقوم هذه الطريقة على تعديل صافي الربح أو الخسارة على أساس الاستحقاق لآثار المعاملات غير النقدية، بما يوفق بين صافي الدخل والتدفقات النقدية من العمليات التشغيلية، وتحدد التدفقات النقدية التشغيلية بموجب هذه الطريقة عن طريق تعديل الربح أو الخسارة لأثر ما يلي (Nguyen et al.,2018; Forester et al.,2017):

- التغيرات خلال الفترة في قوائم الجرد والذمم المدينة والذمم الدائنة.
- البنود غير النقدية: مثل الاستهلاك، والمخصصات، والضرائب المؤجلة، والمكاسب والخسائر غير المحققة بالعملة الأجنبية، والأرباح غير الموزعة للشركات الزميلة، والحقوق غير المسيطرة.
- جميع البنود الأخرى التي تستثمر فيها الآثار النقدية أو تمويل التدفقات النقدية.

ولقد أوضح (Forester et al., 2017) أن كل من معايير التقرير المالي (IFRS) ومعايير المحاسبة الأمريكية (GAAP)، تعمل على تشجيع الشركات على إتباع الطريقة المباشرة كطريقة مفضلة لتحديد التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، لأنها تعكس المبالغ الإجمالية للمكونات الأساسية للمقبوضات النقدية والمدفوعات النقدية من العمليات التشغيلية. وعلى الرغم من ذلك فإن الغالبية العظمى من الشركات تهتم بعرض التدفقات النقدية التشغيلية بإتباع الطريقة غير المباشرة (Call et al., 2019).

2-2 عوائد الأسهم

تؤدي سوق الأوراق المالية دورًا حيويًا في الاقتصاد، فهي تمثل جهة اتصال مهمة، تستطيع من خلالها الوحدات العاملة بالاقتصاد الوطني سداد كافة احتياجاتها المالية (Mall & Gupta, 2019). لذلك فإن للمؤسسات المالية دورًا واضحًا في توجيه المدخرات من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي، نحو الوحدات التي تعاني عجزًا ماليًا من أجل القيام بالعمليات الاستثمارية الخاصة بها. وقد تمتعت أسواق الأوراق المالية بتطورات متعددة، حيث شكلت عاملاً مهمًا في عملية جذب عديد من المستثمرين، وتوفير الفرصة للتعامل في العديد من الأوراق المالية (Khan et al., 2019).

2-2-1 مفهوم عوائد الأسهم

يُعد مفهوم عوائد الأسهم من المفاهيم المعقدة في المجال المحاسبي، ويرجع هذا التعقيد لتعدد وجهات النظر التي عرفت عوائد الأسهم. إذ عرفها (Adnan & Hossain, 2016) بأنها "التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة". كما يمكن تعريف عوائد الأسهم على أنها "مبلغ أو نسبة الأرباح المحققة من الاستثمار التي ينتظرها كل مستثمر، وهو ما يعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل معبر عنه كنسبة عائد، وتكشف هذه النسبة ربحية الشركة في كافة عملياتها التشغيلية وغير التشغيلية على الاستثمار خلال فترة زمنية معينة" (Mall & Gupta, 2019). في حين عرفها (Srinivasan et al., 2015) بأنها "التغير في قيمة سعر السهم خلال الفترة المالية بالإضافة إلى أي توزيعات نقدية مقسومة على القيمة السوقية بداية الفترة المالية". في حين يرى (Rani et al., 2015) أنها "إجمالي الدخل أو الربح الذي يحققه السهم للمستثمر في كل عام، بحيث يتم الحصول عليه عندما تتخذ الإدارة قرارًا بتوزيع الأرباح.

وفي ضوء ما سبق، يمكن للباحث تعريف عوائد الأسهم بأنها "المكاسب المحققة نتيجة قيام المستثمرين والمساهمين باستثمار أموالهم في رأس مال الشركة، ويرتبط هذا العائد بنسبة هذا

الاستثمار وحجم الأرباح المحققة من قبل الشركة، ويمكن أن يكون عائد السهم إما (Current Income) وهو عبارة عن سلسلة من التدفقات النقدية التي يتلقاها مالك السهم وبشكل روتيني من الاستثمارات، أو (Capital Gain) وهو الربح الذي يحققه المستثمر عند بيع الأصل المالي الذي يملكه بسعر أعلى من سعر الشراء.

2-2-2 أنواع عوائد الأسهم

حدد الأدب المحاسبي أنواع عوائد الأسهم من خلال العناصر التالية؛ (Srinivasan et al., 2015; Michael & Thankgod, 2014):

- **العائد المطلوب Required Return** : هو العائد الذي يأمل المستثمر الحصول عليه بما يوائم المخاطر التي من الممكن أن يتعرض لها الأصل. فيما يرى (Srinivasan et al., 2015) بأنه "ما يطلبه المستثمر ويسعى للحصول عليه حتى يُقبل على شراء السهم. ويتكون هذا العائد من قسمين: العائد الخالي من المخاطر إضافة إلى بدل المخاطر.
- **العائد المتوقع Expected Return**: يعرف بالعائد على الأصول المحفوفة بالمخاطر المتوقع الحصول عليها في المستقبل (Chordia et al., 2018). فيما حددت دراسة (Rani et al., 2015) العائد المتوقع بأنه "العائد التي يتوقع المستثمر تحقيقه نتيجة الاستثمار في مشروع ما".
- **العائد الفعلي/الحيقي Actual Return**: هو ما يحصل عليه المستثمر فعلياً من أموال في وقت لاحق مقابل تضحيته بالاحتفاظ بأمواله في الوقت الحاضر، وذلك من خلال استثماره لهذه الأموال لفترة زمنية معينة (Srinivasan et al., 2015). فيما حددت دراسة (Michael & Thankgod, 2014) معدل العائد الفعلي بأنه "العائد الذي يستهدفه المستثمر بحيث يتناسب ويتلاءم هذا العائد مع مستوى المخاطر التي يتعرض لها، وتتغير نسبة هذا العائد وفقاً للتغير الحاصل في نسبة المخاطرة".

2-2-3 أهمية عوائد الأسهم

يُعد إجمالي العائد بمثابة مقياس مفيد للمستثمرين الذين يرغبون في الحصول على صورة كاملة لكيفية أداء أوراقهم المالية، وتهتم الإدارة بقيمة عوائد الأسهم لما لها من دور كبير في تقييم المخاطر والاستثمارات، ومدى تأثيرها على الاقتصاد الوطني (Michael & Thankgod, 2014). ومن ثمَّ يهتم المستثمر بعوائد الأسهم لمعرفة أين يستثمر أمواله، وما سوف يعود عليه من هذا الاستثمار، كما أنه مقياس مهم بالنسبة للإدارة ليعين لهم ما إذا كانوا يسيرون في الطريق الصحيح أم لا، على اعتبار أن ما يعكسه السوق هو مقياس سريع ودقيق لإنجازاتهم (Chordia et al., 2018).

3- أساليب ودوافع ممارسات إدارة الأرباح

يتم إعداد القوائم والتقارير المالية استناداً إلى المعايير المحاسبية، إلا أن هذه المعايير تسمح باستخدام أساليب وطرق محاسبية مختلفة لمعالجة نفس الأحداث والظواهر الاقتصادية. ومن ثم فإن مرونة اختيار الإدارة للأساليب المحاسبية من ناحية، والمرونة في تأجيل أو تقديم الاعتراف الناتج عن استخدام أساس الاستحقاق المحاسبي من ناحية أخرى، قد ينتج عنه قوائم مالية مختلفة لنفس الأحداث الاقتصادية. وينعكس اختيار أي من هذه البدائل بدوره على جودة نتائج القياس المحاسبي، ومن ثم جودة الأرباح (Salehi&Gholami,2016).

وفي ظل تفويض المساهمين (الأصيل) الإدارة (الوكيل) لسلطة اتخاذ القرارات، يمكن للإدارة استغلال كل من المرونة والغموض المحيطين بالمعايير المحاسبية، مما يترتب عليه القيام بالاختيار من بين البدائل المحاسبية الخاصة بالمنشأة، وقد يتولد لدى المديرين دافع قوي لاختيار الطرق والبدائل المحاسبية التي من شأنها تعظيم منفعتهم الشخصية الحالية والمستقبلية، وذلك من خلال ما يسمى بإدارة الأرباح وهو ما أبرزته نظرية الوكالة من احتمالية وجود تعارض في المصالح، مما يترتب عليه أن تعمل الإدارة على تعظيم منفعتها على حساب الأطراف الأخرى (Chanet, 2019; Li, 2019). كما يتم الاعتماد على المعلومات المحاسبية - خاصة معلومات الأرباح - كمصدر هام لأصحاب المصالح للعديد من الأغراض منها: التنبؤ بأسعار الأسهم، ووضع خطط الحوافز والمكافآت للمديرين، أو إعادة التعاقد مع الإدارة وكوسيلة لتقييم الأداء بحيث تعكس الوضع الحقيقي للشركة (Linhares et al.,2018).

3-1 مفهوم إدارة الأرباح

يعود بداية ظهور الجدل حول ممارسات إدارة الأرباح إلى ثمانينيات القرن الماضي، عندما شهدت الشركات حالة من الركود الاقتصادي فأصبحت الإدارة بحاجة لإظهار أرباح لم تكن موجودة، الأمر الذي جعلها تستغل الثغرات والمرونة في المعايير المحاسبية لخلق أرباح وهمية. لكن مثل هذه الشركات لم تدم طويلاً لأنها تعرضت للانهيال بسبب الإفلاس، وهو ما يمثل مصدر قلق كبير غير مرغوب فيه من قبل أصحاب المصالح خاصة المستثمرين (Mostafa,2017). لذا حازت ممارسات إدارة الأرباح على اهتمام الباحثين، حيث ظهر العديد من التعريفات لمفهوم إدارة الأرباح ومن أبرزها ما جاء به (Healy&Wahlen,1999) حيث عرفها على أنها "استخدام المدراء للحكم الشخصي في عملية إعداد التقارير المالية وهيكله المعاملات، وذلك لتضليل أصحاب المصالح عن الأداء الاقتصادي الضعيف للمنشأة، أو التأثير على النتائج التي تعتمد على الأرقام المحاسبية"

المفصح عنها". فيما عرفها (Salehi&Gholami,2016) بأنها" التدخل الهادف في عملية إعداد التقارير المالية الخارجية لتحقيق مكاسب خاصة". كما عرفها (Partha,2003) بأنها" التحريف المتعمد للأرباح بما يؤدي إلى أرقام محاسبية تختلف بشكل أساسي عما يمكن أن تكون عليه في غياب هذا التلاعب، وذلك عندما يقوم المدراء باتخاذ قرارات غير مبنية على أسباب استراتيجية وإنما فقط لمجرد تعديل الأرباح". في حين يري (Alqataminetal.,2017) إن إدارة الأرباح هي "تلاعب المديرين في أرباح الشركة من خلال الخيارات المحاسبية والاستحقاقات التقديرية". كما يري (Gaston et al.,2014) إن إدارة الأرباح هي "التدخل الهادف في إعداد التقارير المالية، من خلال الممارسات المحاسبية المتنوعة للوصول إلى هدف معين من تحسين الأرباح، وهو إجراء ليس بالضرورة ينتهك القواعد العامة والمعايير المحاسبية، حيث يُمكن الاستفادة من إمكان الاختيار بين السياسات المحاسبية، وقد يؤدي هذا الإجراء إلى تضليل الجهات المهتمة بالقوائم المالية للشركة". وعلى الرغم من تعدد مفاهيم إدارة الأرباح إلا أن هناك اتفاقاً على أنها "تؤدي إلى تحريف أداء المنشأة الحقيقي من خلال تدخل متعمد من قبل الإدارة في إعداد القوائم والتقارير المالية، بهدف تحقيق منافع حالية أو مستقبلية وذلك بسبب المرونة في اختيار الإدارة للتقديرات والسياسات المحاسبية المتعددة".

3-2 أساليب إدارة الأرباح

تتعدد الأساليب التي يُمكن إتباعها من قبل إدارة الشركة لممارسات إدارة الأرباح. فقد تقدر الإدارة أن بعض المعلومات غير مهمة نسبياً ولا تقوم بالإفصاح عنها، مما يوجه متخذ القرار لاتخاذ قرارات محسوبة مسبقاً. وتتعدد الأساليب والإجراءات التي تطبقها الإدارة في سياق ممارستها لإدارة الأرباح، ويمكن حصر أهم تلك الأساليب والإجراءات فيما يلي (Call et al.,2019) (Salehi&Gholami,2016):

- إدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات (**Accruals Earnings Management**): وهي أكثر الأساليب شيوعاً إذ يؤثر ذلك على توقيت وقيم الإيرادات والمصروفات، التي يتم الاعتراف بها خلال الفترة المحاسبية وبالتالي على أرباح تلك الفترة. ومن الأمثلة على ذلك: اختيار طريقة بعينها من طرق تقييم المخزون، أو طريقة بعينها من طرق الاستهلاك، وذلك في إطار ما يعرف بإجراءات المحاسبة الابتكارية (Azzam,2017). ويقوم هذا الأسلوب بالتأثير على عملية إعداد التقارير المالية من خلال الاستحقاقات Accruals، حيث تمثل الجزء غير النقدي الظاهر بقائمة الدخل والنواتج عن تطبيق أساس الاستحقاق في المحاسبة، وهذا الجزء يمثل مجالاً واسعاً أمام

الإدارة لممارسات إدارة الأرباح من خلال استغلال الاختيار أو المرونة المتاحة في معايير المحاسبة لتحديد قيم عناصر الاستحقاقات (Abernathy et al.,2016).

- إدارة الأرباح بالتلاعب في الأنشطة الحقيقية (Real Earnings Management): ويعني هذا ممارسة إدارة الأرباح من خلال التلاعب في الأنشطة الحقيقية والخروج عن ممارسات التشغيل العادية (Normal Operational Practices)، بغرض تضليل بعض أصحاب المصالح، بحيث يعتقدون بأن أهدافاً معينة تحتويها القوائم المالية قد تحققت في ظل ظروف التشغيل الفعلية، ولا يكون بغرض المساهمة في تحقيق أهداف الشركة أو زيادة قيمتها، وإنما بهدف تمكين المديرين من تحقيق أهداف التقارير المالية بشكل غير صحيح (Bosse&Phillips,2016; Miko&Kamardin,2015). وإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية يمكن أن تكون قرارات خاصة بالأنشطة التشغيلية مثل: قرارات معالجة النفقات الاختيارية (Discretionary Expenses) كنفقات البحوث والتطوير والمصروفات العمومية والإدارية وقرارات الإنتاج والمخزون والمبيعات. وقد تكون خاصة بالأنشطة الاستثمارية مثل: قرارات شراء وبيع الأصول طويلة الأجل. كما يمكن أن تكون خاصة بالأنشطة التمويلية مثل: قرارات إعادة شراء الأسهم واستخدام المشتقات المالية (Bosse&Phillips,2016). وتشير دراسة (حماد،2017) إلى وجود فلسفتين لممارسة إدارة الأرباح باستخدام الأنشطة الحقيقية هما:

- إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية كسلوك إداري انتهازي: ويكون ذلك من خلال قيام المديرين باتخاذ قرارات ترتبط بالأنشطة الحقيقية لتبرير الأداء الاقتصادي للشركة، ولتلبية توقعات المحللين وتجنب الخسائر أو تحقيق مكاسب شخصية (Miko&Kamardin,2015).

- إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية كاستجابة للظروف الاقتصادية التي تتعرض لها الشركة: حيث يتعامل المديرين معها عن طريق اتخاذ قرارات مؤثرة بشكل مؤقت، ولفترات معينة على الأنشطة الحقيقية بالشركة للحفاظ على استقرار الأداء المالي، باعتبار ذلك جزء من مسؤولياتهم، وتقييم كفاءة المديرين في التعامل مع المشكلات التي تواجه الإدارة طبقاً للإمكانيات المتاحة.

هذا، وقد أظهرت العديد من الدراسات (Lopes,2018; Al Saedi,2018; Alqatamin et al.,2017) أن الشركات تفضل إدارة الأرباح بالاستحقاقات، في الحالات التي تكون فيها أقل قدرة على المنافسة في الصناعة، ولها صحة مالية ضعيفة، ويتم رصدها بكثافة من قبل المستثمرين أو ترتبط بزيادة النفقات الضريبية. من ناحية أخرى تفضل الشركات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية في الحالات التي تمارس فيها تلاعباً مفرطاً على أساس الاستحقاق في السنوات السابقة أو كان لها

دورة تشغيلية قصيرة، في كلتا الحالتين يزن المديرون كل أسلوب لإدارة الأرباح على أساس التكلفة النسبية (Ho et al.,2015).

من ناحية أخرى تعتبر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية أكثر تكلفة من إدارة الأرباح بالاستحقاقات، كما أن لها تدفقات نقدية مباشرة والتي قد يكون لها أيضًا تأثير اقتصادي ضار على قيمة الشركة على المدى الطويل (AlSaedi,2018). وأيضًا من الصعب أكثر اكتشاف إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية من إدارة الأرباح بالاستحقاقات، لأن أنشطة إدارة الأرباح الحقيقية تؤثر مباشرة على التدفقات النقدية، بالإضافة إلى ذلك فإن التلاعب بالأنشطة الحقيقية لا تخضع لأي نظام تدقيق قائم، وهي أقل عرضة لضوابط المراقبة الخارجية من قبل المجتمع (Miko&Kamardin,2015).

هذا، وقد تعددت نماذج قياس ممارسات إدارة الأرباح في الأدب المحاسبي، حيث يوجد مجموعة من النماذج المستخدمة أهمها نموذج (Hwally) ويعتمد على نسبة إجمالي الاستحقاقات إلى إجمالي الأصول للفترة السابقة، كذلك نموذج (DeAngelo) ويعتمد على التغير في إجمالي الاستحقاقات، وأيضًا نموذج (Jones) الذي يعتمد على الاستحقاق الاختياري Discretionary Accruals، ونموذج (Dechow,Sloan&Sweeny) ويعتمد على نموذج (Jones) مع تعديله بحيث يأخذ في حسابه التغير في العملاء، ونموذج (Miller) والذي يعتمد على التغير في رأس المال العامل (Al Saedi,2018; Ho et al.,2015).

وقد اعتمد الباحث في الدراسة الحالية على نموذج (Jones,1995) المعدل في قياس إدارة الأرباح، كونه النموذج الأكثر شيوعًا لقياس ممارسات إدارة الأرباح، لأنه يقوم على احتساب المستحقات الاختيارية التي تعتبر أكثر عرضة لتلاعب الإدارة بالأرقام المحاسبية، وذلك قياسًا على دراسات (Oroud et al.,2017; Call et al.,2019; Chan et al.,2019) حيث أوضحت أنه النموذج الأقوى بين النماذج المستخدمة، وذلك نظرًا لارتفاع كفاءة النموذج في التطبيق العملي.

3-3 دوافع إدارة الأرباح

هناك العديد من الأسباب التي تدفع الإدارة للتلاعب بالأرباح، فقد تكون دوافع ذاتية خاصة بالإدارة، أو دوافع عامة تتعلق بالتأثير على قرارات مستخدمي القوائم المالية، وقد قام (Healy&Wahlen,1999) بتقسيم هذه الدوافع كما يلي:

- دوافع السوق المالية: تتأثر أسعار الأسهم بالمعلومات المالية المعلن عنها، وتعتمد كفاءة السوق على مدى صحة هذه المعلومات المتدفقة للسوق المالي، فعندما تكون المعلومات غير صحيحة سيتم تقييم الأوراق المالية بشكل غير صحيح، لذلك يستغل المدراء خبراتهم للتلاعب بالمعلومات

المالية من أجل التأثير على قرارات المستثمرين بالشراء أو البيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية (Lazzem&Jilani,2018). كما أُكِّدَت دراساً (Bosse&Phillips,2016; Mawardi,2017) أن المدراء يسعون إلى تحقيق الأرباح المستهدفة باستخدام إدارة الأرباح لزيادة أو الحفاظ على أسعار الأسهم، أو لتحسين سمعة الإدارة، أو لضمان نمو الشركة، كما أن المدراء عادة ما يقومون بتضخيم الأرباح قبل فترة إصدار الأسهم لتحسين توقعات المستثمرين بشأن الأداء في المستقبل.

- **دوافع تعاقدية:** تُعد الأرقام المحاسبية التي تظهر في القوائم المالية مرجعاً مهماً، تعتمد عليها الأطراف المختلفة ذات العلاقة بالشركة، عند إبرام أي عقد أو صفقة، مما قد يشكل دافعاً لدى الإدارة للتلاعب بهذه الأرقام للحصول على مثل هذه العقود (Alqatamin et al.,2017). وقد ركزت الدراسات على نوعين من التعاقدات هم: (Kapoor&Goel,2017; Khanh&Nguyen,2018)

أولاً: الشروط المتعلقة بالاقتراض (Debt Covenant): وتنشأ هذه الشروط جراء اقتراض الشركة للأموال من أطراف مختلفة، والتي عادةً ما تفرض شروطاً مقيدة على الشركة لضمان استرجاع أموالهم، مثل وجود غرامات في حال التأخر عن التسديد، غير أنه في بعض الأحيان تتعرض الشركة لظروف اقتصادية تؤدي بها إلى عدم الالتزام بالشروط التي تم الاتفاق عليها، الأمر الذي قد يدفع الإدارة نحو التلاعب بالقوائم المفصح عنها لإظهار النسب المتفق عليها تجنباً للغرامات المترتبة على عدم الالتزام بشرط العقد (Khan et al.,2019).

ثانياً: التعاقدات المتعلقة بمكافآت الإدارة: تُشكل المكافآت حافزاً لدى الإدارة للتلاعب بالأرباح، فغالباً يتم تقييم أداء الإدارة بمدى قدرتها على تحقيق الأرباح، فإن كان أداؤها بالمستوي المحدد تحصل على المكافآت، وفي العديد من الشركات يتم مكافآت المدراء بشكل مباشر من خلال زيادة رواتبهم، وتقديم المكافآت لهم أو بشكل غير مباشر من خلال الترقيات المستقبلية والسمعة الجيدة والأمان الوظيفي، مما قد يولد رغبة لدى الإدارة لاستخدام تقديراتها لزيادة الأرباح وتحقيق مصلحتها الخاصة والحصول على الحوافز المادية (Sellami,2015).

- **الدوافع التنظيمية:** يفرض العديد من الجهات الرقابية والتنظيمية مجموعة من القوانين والتشريعات التي تلزم الشركات بإتباعها، منها قوانين الضريبة ومكافحة الاحتكار، فمثلاً تُشكل التغيرات في معدلات الضرائب حافزاً قوياً لدى الشركات لإدارة الأرباح، فقد تقوم الإدارة بتحويل الدخل من الفترات ذات معدل ضريبة دخل مرتفع إلى الفترات ذات معدل منخفض، وذلك لتخفيض العبء الضريبي (Khan et al.,2019). كما تُعد تقلبات الأرباح ذات دلالة بالنسبة للجهات التنظيمية،

ففي حالة زيادة الأرباح بدرجة كبيرة، فإن هذا قد يشير إلى وجود احتكار. أما في حال انخفاض الأرباح بدرجة كبيرة فهذا مؤشر على تعثر الشركة. وفي كلتا الحالتين تلجأ الإدارة لممارسة إدارة الأرباح لتجنب تدخل الجهات التنظيمية (Azzam,2017; Sellami,2015).

4- تحليل نتائج الدراسات السابقة وإشتقاق فروض البحث

يهدف هذا القسم من الدراسة إلى عرض نتائج الدراسات السابقة في مجال العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح وكلّ من التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم، وذلك لاشتقاق فروض البحث، وفي إطار استكمال جهود تلك الدراسات سيتم تناولها على النحو التالي:

4-1 دراسات تناولت التدفقات النقدية التشغيلية وعلاقتها بعوائد الأسهم

تمثل الهدف الرئيس لدراسة (عبد الجليل، 2014) والتي أجريت في الأردن، في التعرف على مدى تقييم المستثمرين لكفاية وفعالية التدفقات النقدية التشغيلية وانعكاسها على عوائد الأسهم، للفترة (2001-2011م). ولتحقيق أهداف الدراسة استخدم الباحث نموذج الانحدار المتعدد لعينة من (23) شركة صناعية مدرجة في بورصة عمّان للأوراق المالية. وقد أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم في الشركات محل الدراسة.

في حين هدفت دراسة (أحمد، 2014) والتي أجريت في المملكة العربية السعودية، إلى تحليل العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم، بالتطبيق على عينة من (11) بنكاً مقيداً في سوق الأسهم السعودي، وذلك بإتباع المنهج الاختباري التحليلي للفترة (2000-2011م)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط ضعيفة بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم على مستوى كل بنك على حده، وأيضاً على مستوى بنوك الدراسة مجتمعة.

كما هدفت دراسة (Khanji&Siam,2015) والتي أجريت في الأردن، إلى التعرف على أثر التدفقات النقدية التشغيلية على سعر السهم للبنوك التجارية الأردنية المدرجة في بورصة عمّان للفترة (2010-2013م)، وذلك بإتباع المنهج الاختباري التحليلي وأسلوب الانحدار المتعدد. وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر محدود للتدفقات النقدية التشغيلية على القيمة السوقية للأسهم في البنوك التجارية محل الدراسة.

وفي ذات السياق، هدفت دراسة (الزبيدي، 2015) والتي أجريت في العراق، إلى معرفة العلاقة بين التدفقات النقدية والعوائد المحققة للأسهم، لعينة من (7) شركات مدرجة في سوق العراق للأوراق

المالية للفترة (2002-2006م)، وذلك بإتباع أسلوب تحليل الانحدار البسيط. وقد توصلت الدراسة إلى وجود انخفاض للتدفق النقدي للأسهم في كافة الشركات بسبب ارتفاع عدد الأسهم قياسًا بالتدفق النقدي الإجمالي لها، وأن معدلات العائد المحققة سالبة وذلك بسبب انخفاض أرباحها وتدفقاتها النقدية، مما يدل على أن المستثمرين لا يُقبلوا على شراء الأسهم التي تنخفض أرباحها وتدفقاتها النقدية والذي ينعكس على انخفاض أسعار الأسهم.

كما هدفت دراسة (Hanifah&Khafid,2016) والتي أجريت في إندونيسيا، إلى تحليل أثر التدفقات النقدية التشغيلية ومستوى الديون على عوائد الأسهم وتحليل دورها على استمرارية وثبات الأرباح، وشملت الدراسة (40) شركة تعدين مدرجة في بورصة إندونيسيا للفترة (2010-2014م)، وذلك بإتباع أسلوب تحليل الانحدار المتعدد. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن التدفق النقدي التشغيلي له تأثير إيجابي على عوائد الأسهم، ولا يوجد أثر لاستمرارية الأرباح بشكل كبير بتأثير التدفق النقدي التشغيلي على عوائد الأسهم.

أما دراسة (Sharifi&Asadi,2016) التي أجريت في إيران، فقد هدفت إلى معرفة تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية للسهم، وقد تكونت عينة الدراسة من (102) شركة مدرجة في بورصة طهران للفترة (2009-2014م)، مع أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للتدفقات النقدية على القيمة السوقية للسهم، كما توجد علاقة عكسية بين التدفق النقدي الحر للشركات وسعر السهم الفعلي، وعلاقة عكسية بين التدفق النقدي الحر لحامل الأسهم وسعر السهم الفعلي.

كما حاولت دراسة (Oroud et al.,2017) والتي أجريت في إيطاليا، التعرف على أثر التدفقات النقدية على سعر السهم بالبنوك التجارية، وقد تكونت عينة الدراسة من كافة البنوك التجارية وعددها (13) بنكًا مدرجًا في البورصة للفترة (2012-2017م)، وذلك بإتباع المنهج الاختباري التحليلي وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد. وكانت أهم النتائج وجود أثر ذو دلالة إحصائية للتدفقات النقدية على أسعار الأسهم، كما أظهرت أيضًا أن التدفق النقدي التشغيلي له أثر إيجابي على عوائد الأسهم بالبنوك التجارية المدرجة بالبورصة.

وقد هدفت دراسة (كعبوش،2018) والتي أجريت في الكويت، إلى استكشاف أثر التدفقات النقدية على أسعار الأسهم، باعتبار أن أسعار الأسهم تتأثر بكثير من العوامل منها التدفقات النقدية التشغيلية التي تحققها الشركة، ولقد شملت الدراسة (20) شركة تنتمي إلى مختلف القطاعات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية، وذلك للفترة (2010-2017م). وكانت أبرز

نتائج الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم من جهة، وبين صافي التدفقات النقدية إلى إجمالي الأصول من جهة أخرى. مع اظهار وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التدفقات النقدية إلى إجمالي الخصوم وأسعار الأسهم.

ولقد هدفت دراسة (Roelof,2018) والتي أجريت في جنوب أفريقيا، إلى تحديد العلاقة بين التغير في عوائد الأسهم والتدفقات النقدية التشغيلية. وقد تمت الدراسة على عينة من (60) شركة مدرجة في بورصة جوهانسبرغ للفترة (2015-2018م)، وذلك بإتباع أسلوب الانحدار المتعدد. **وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم وتوزيعات الأرباح.**

كما هدفت دراسة (رجب،2019) والتي أجريت في البيئة المصرية، إلى اختبار أثر التعثر المالي على العلاقة بين التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية وعوائد الأسهم، وذلك لعينة من (347) مشاهدة مستخرجة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية للفترة (2014-2017م). **وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم، بالإضافة إلى وجود علاقة إيجابية بين التدفقات النقدية التشغيلية والتعثر المالي بالشركات محل الدراسة.**

4-2 دراسات تناولت ممارسات إدارة الأرباح وعلاقتها بعوائد الأسهم

تمثل الهدف الرئيس لدراسة (Nuryaman,2013) والتي أجريت في كندا، في معرفة أثر ممارسات إدارة الأرباح على عوائد الأسهم بالشركات، حيث أخذت الدراسة بعين الاهتمام جودة التدقيق كمتغير وسيط، إضافة إلى ذلك استخدمت نموذج جونز المعدل لقياس مدى ممارسات الشركات العامة لإدارة الأرباح وذلك لعدد (149) شركة بإتباع أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، **وقد أظهرت نتائج الدراسة أن إدارة الأرباح تؤثر سلبياً على عوائد الأسهم.**

أما دراسة (Chrispine,2015) والتي أجريت في كينيا، قد هدفت إلى تحليل العلاقة بين إدارة الأرباح وعوائد الأسهم، واعتمدت الدراسة على النموذج الاختباري التحليلي بإتباع أسلوب تحليل الانحدار والارتباط، وتكون مجتمع الدراسة من (66) شركة في بورصة نيروبي للأوراق المالية للفترة (2010-2013م). **وقد خلصت الدراسة إلى أن إدارة الأرباح، وحجم الشركة لها أثر على عائد الأسهم حيث أن جميع المتغيرات أثرت عليها بشكل إيجابي. ووجدت الدراسة أن إدارة الأرباح أثرت بشكل إيجابي وكبير على عائد الأسهم.**

كما هدفت دراسة (الخراشقة، 2016) والتي أجريت في الأردن، إلى قياس أثر إدارة الأرباح على عوائد الأسهم، وشملت الدراسة القطاع الصناعي والقطاع الخدمي لعينة من (128) شركة مسجلة بسوق عمان للأوراق المالية. وقد توصلت الدراسة إلى أن شركات المساهمة الصناعية تمارس إدارة الأرباح، وأن لها تأثير سلبي ذي دلالة إحصائية على عوائد الأسهم، في حين أظهرت عدم وجود علاقة بين ممارسات إدارة الأرباح وعوائد الأسهم بالقطاع الخدمي.

وفي ذات السياق، هدفت دراسة (الموصلي وآخرين، 2016) والتي أجريت في سورياً، إلى قياس أثر ممارسات إدارة الأرباح بأسلوب تمهيد الدخل على العوائد السوقية للأسهم، وشملت عينة الدراسة (18) شركة مدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية للفترة (2011-2015م). وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر لممارسات إدارة الأرباح بعينة الدراسة على عوائد الأسهم، ولكن عند إدخال المتغيرات الضابطة تبين وجود أثر لممارسات إدارة الأرباح بأسلوب تمهيد الدخل على عوائد أسهم الشركات.

كما هدفت دراسة (الفاعوري، 2019) والتي أجريت في الأردن، إلى تحليل أثر الخصائص العامة والمالية للبنوك التجارية على عوائد الأسهم في ظل ممارسات إدارة الأرباح، وذلك لعينة من (13) بنكاً تجارياً للفترة (2011-2017م) وذلك بإتباع أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد. وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير ذي دلالة إحصائية لإدارة الأرباح على عوائد الأسهم في البنوك التجارية الأردنية، وتفسير ذلك أن ممارسات البنوك لإدارة الأرباح ستعكس على عوائد الأسهم من حيث إقبال المستثمرين على أسهم البنك.

3-4 دراسات تناولت ممارسات إدارة الأرباح وعلاقتها بالتدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم

تمثل الهدف الرئيس لدراسة (Thomas, 2015) والتي أجريت في إنجلترا، في البحث في العلاقة بين أساليب إدارة الأرباح وصافي الربح والتدفقات النقدية وأثرها على سعر السهم، وذلك لعينة من (7) شركات صناعية بالسوق المالية للفترة (2010-2015م). وقد توصلت الدراسة إلى أن هذه الشركات تقوم بممارسة إدارة الأرباح، وأن صافي الربح والتدفقات النقدية التي تم معالجتها من خلال أساليب إدارة الأرباح تؤثر سلبيًا على سعر السهم.

كما هدفت دراسة (Gunantaet al., 2015) والتي أجريت في إندونيسيا، في التعرف على أثر التدفقات النقدية وإدارة الأرباح على أسعار الأسهم في الشركات الصناعية التحويلية، وذلك لعينة من (35) شركة للفترة (2008-2012م) وذلك بإتباع المنهج الاختباري التحليلي. وكانت أهم نتائج

الدراسة وجود أثر ذي دلالة إحصائية للتدفقات النقدية وإدارة الأرباح على سعر السهم. حيث أوضحت أن التدفقات النقدية التشغيلية لها تأثير كبير على عوائد الأسهم المحققة بشكل سنوي.

وفي ذات السياق، هدفت دراسة (Arkan,2015) والتي أجريت في الكويت، إلى اكتشاف ممارسات إدارة الأرباح في الشركات الصناعية، وتأثير ذلك على إعلان صافي الدخل والتدفقات النقدية في البيانات المالية على أسعار الأسهم في الأسواق المالية، وذلك بإتباع المنهج الاختباري التحليلي باستخدام نموذج الانحدار، لعدد (7) شركات تصنيع مدرجة بالسوق المالية للفترة (2007-2011م)، وتم استخدام نموذج جونز المعدل (1995). وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية بين صافي الدخل وأسعار الأسهم بتلك الشركات، وأيضًا وجود علاقة إيجابية بين صافي التدفقات النقدية وأسعار الأسهم.

في حين هدفت دراسة (Andreas,2017) والتي أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية، إلى تحليل التدفقات النقدية التشغيلية لكشف التلاعب في الأنشطة الحقيقية لإدارة الأرباح وتأثيرها على أداء السوق، وقد شملت الدراسة (25) شركة صناعية مدرجة بالبورصة للفترة (2012-2015م) بإتباع الأسلوب الاختباري التحليلي اعتمادًا على تحليل الانحدار، وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر ذي دلالة إحصائية للتدفقات النقدية التشغيلية على الأنشطة الحقيقية. أي يُمكن استخدام التدفقات النقدية للأنشطة التشغيلية للكشف عن التلاعب في الأنشطة الحقيقية، كما أن تأثير التلاعب بالأنشطة الحقيقية من خلال التدفق النقدي للأنشطة التشغيلية على أداء السوق يختلف اختلافاً كبيراً، حيث أن الشركات التي من المحتمل أن تقوم بالتلاعب في الأنشطة الحقيقية سيكون لها أداء سوقي أعلى من الشركات التي من غير المحتمل أن تقوم بها.

بينما هدفت دراسة (Utomoet al.,2018) والتي أجريت على الشركات الصناعية في بلجيكا، إلى تحليل أثر إدارة الأرباح كوسيط في العلاقة بين أنشطة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم، وذلك لعينة من (204) مفردة من شركات التصنيع المسجلة بالسوق المالية بإتباع تحليل الانحدار المتعدد. وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للتدفقات النقدية التشغيلية والتمويلية على عوائد الأسهم، بينما التدفقات النقدية الاستثمارية لها أثر سلبي على عوائد الأسهم. علاوة على ذلك فإن إدارة الأرباح قادرة على تعزيز العلاقة بين التدفق النقدي التشغيلي والتمويلي على عوائد الأسهم، وغير قادرة على تعزيز العلاقة بين التدفقات النقدية الاستثمارية على عوائد الأسهم.

أما دراسة (محمد،2019) والتي أجريت في بيئة الأعمال المصرية، قد هدفت إلى قياس أثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية التشغيلية والقيمة السوقية

للأسهم، وقد تم استخدام أسلوب البيانات الطويلة أو ما يعرف (Longitudinal data)، والذي يجمع بين أسلوب البيانات القطاعية وأسلوب السلاسل الزمنية لعينة مكونة من (65) شركة مدرجة في البورصة المصرية للفترة (2013-2017م). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذي دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية التشغيلية والقيمة السوقية للأسهم، كذلك يوجد أثر سلبي ذي دلالة إحصائية لإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والقيمة السوقية للسهم.

4-4 الفجوة البحثية

طبّقاً لما انتهت إليه الدراسات السابقة، يُمكن للباحث الإشارة إلى أهم ما تتميز به الدراسة الحالية، ومساهمتها في الأدب المحاسبي لتقليل الفجوة البحثية كما يلي:

- اقتصر عدد العديد من الدراسات على قياس العلاقة بين التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية وعوائد الأسهم مثل دراسات (Roelof,2018;Khanji&Siam,2015; Hanifah&Khafid,2016; Oroud et al.,2017; Sharifi&Asadi,2016;) الجليل، 2014؛ كعبوش، 2018؛ الزبيدي، 2015). في حين أهتمت دراسات أخرى بالعلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح وعوائد الأسهم مثل دراسات (Chripine,2015; Nuryaman,2013)؛ الخراشفة، 2016؛ الموصلي وآخرين، 2016؛ الفاعوري، 2016). بينما أهتمت دراسات (Andreas,2017; Gunanta et al.,2015; Thomas,2015; Arkan,2015) بالعلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح وعلاقتها بالتدفقات النقدية التشغيلية وأسعار الأسهم. في حين أهتمت دراسة (محمد، 2019) بالعلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح وعلاقتها بالتدفقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم. أما دراسة (Utomo et al.,2018) والتي أجريت على الشركات الصناعية الاندونيسية، قد هدفت إلى تحليل أثر إدارة الأرباح كوسيط في العلاقة بين أنشطة التدفقات النقدية وعوائد الأسهم، وهي الأقرب من حيث هدفها من الدراسة الحالية، ولكن تختلف الدراسة الحالية من حيث بيئة التطبيق الحالية والأساليب الإحصائية المستخدمة وفترة التطبيق وذلك لحسم التباين والاختلاف بين نتائج الدراسات السابقة.

- يوجد تباين في نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم، فما تعدد إحدى الدراسات آثارًا إيجابية تعدد دراسة أخرى آثارًا سلبية، وتراه دراسة ثالثة ليس له تأثير. لذا تحاول الدراسة الحالية تقديم أدلة عملية تحليلية من البيئة المصرية عن طبيعة العلاقة بين هذه المتغيرات، وهو ما قد يسهم في تقليل الجدل المثار حول العلاقات بين المتغيرات السابقة.

- يرجع التباين في الدراسات السابقة إلى اختلاف البيئات التي أجريت فيها، من حيث العوامل الاجتماعية والثقافية والقانونية. والتي قد تنعكس على تطبيق المعايير المحاسبية وأسواق المال، ودورهم الفاعل في اتخاذ القرارات في شركات المساهمة. كذا الفترات الزمنية التي أجريت فيها حيث شملت الدراسات السابقة التقارير المالية للفترات (2000 : 2017م).
- أجريت غالبية الدراسات في بيئات مختلفة مثل البيئة الغربية فقد أجريت دراسات (Thomas,2015) في إنجلترا، (Andreas,2017) في الولايات المتحدة الأمريكية، (Utomo et al.,2018) في بلجيكا، (Oroud et al.,2017) في إيطاليا، (Nuryaman,2013) في كندا. في حين أجريت العديد من الدراسات في البيئة الآسيوية مثل (عبد الجليل،2014؛ الخراشفة،2016؛ الفاعوري،2019؛ Khanji&Siam,2016) في الأردن، (الزبيدي،2015) في العراق، (الموصللي وآخرين،2016) في سوريا، (Hanifah&Khafid,2016;Gunantaetal.,2015) في إندونيسيا، (Sharifi&Asadi,2016) في إيران، (Arkan,2015)؛ كعبوش،2018) في الكويت، (أحمد،2014) بالمملكة العربية السعودية. وفي البيئة الأفريقية أجريت دراسة (Chripine,2015) في كينيا، ودراسة (Roelof,2018) في جنوب أفريقيا. أما في البيئة المصرية- مجال التطبيق- أجريت دراسة (رجب،2019) وأتمت بقياس أثر التعثر المالي على العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم، ودراسة (محمد،2019) قد هدفت إلى تحليل العلاقة بين إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية التشغيلية والقيمة السوقية للأسهم. وهو ما يختلف مع متغيرات الدراسة الحالية.
- تتفق الدراسة الحالية مع الدراسات ذات الصلة من حيث منهجيتها، حيث تم إتباع أسلوب تحليل المحتوى للقوائم والتقارير المالية للشركات محل الدراسة، واختبار ذلك باستخدام النماذج الإحصائية الوصفية ونموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، حيث أجمعت الدراسات السابقة على أفضلية تلك الأساليب في تحليل طبيعة العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم.
- على الرغم من أن الدراسات السابقة قد حققت تقدماً ملحوظاً في بيان طبيعة العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم، إلا أنه مازال هناك بعض الفجوات البحثية في هذا المجال من أهمها أن الدراسات السابقة لم تقدم تحليلاً كافياً في حال إدخال متغير آخر مثل ممارسات إدارة الأرباح في تفسير تلك العلاقة، وهو ما يميز الدراسة الحالية.

4-5 إشتقاق فروض البحث

قدمت الدراسات ذات الاهتمام بممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم نتائج متباينة، لذلك تحاول الدراسة الحالية الاستفادة من هذه النتائج ونظريات الأدب المحاسبي في تطوير فروض الدراسة كما يلي:

4-5-1 التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم

تُعد النقدية المتوفرة من أنشطة التشغيل المصدر الأساسي للتدفقات النقدية المستدامة، فهذا المصدر هو الذي يزود إدارة المنشأة بالنقود التي تمكنها من مقابلة الاحتياجات الاختيارية، وتشمل إعادة الاستثمار وسداد الديون وعمليات شراء الأسهم وتوزيعات الأرباح، على عكس النقدية المتولدة من الأنشطة الاستثمارية أو التمويلية فإن التدفقات النقدية التشغيلية تأتي من مصدر متجدد وهو العمليات.

كما تُعد قيم التدفقات النقدية التشغيلية مهمة في تقييم الوضع المالي للشركة، وذات أهمية كبيرة للمستثمرين لاتخاذ القرارات الاستثمارية. ومن الأهمية بمكان تحديد كمية النقد الذي تحتاج الشركة لسداده مقابل التزاماتها، إذ تعتبر التدفقات النقدية التشغيلية هي الأكثر أهمية لأنها تشير إلى قدرة الشركة على توليد النقد فإذا كانت الأنشطة التشغيلية جيدة، فستحصل الشركة على ما تبقى من النقد المستخدم لدعم عمليات الشركة القادمة، خاصة العمليات المستمدة من المعاملات وغيرها من الأحداث التي تؤثر على تحديد صافي الربح/ الخسارة، وتحديد ما إذا كانت عمليات الشركة يُمكن أن تُولد نقدًا كافيًا لسداد القروض، والحفاظ على القدرة التشغيلية للشركة، وسداد توزيعات الأسهم وإجراء استثمارات جديدة دون الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية، ويُعد ذلك إشارة إيجابية للمستثمرين. وتم إثبات ذلك من خلال الزيادة في أسعار الأسهم المرتبطة مباشرة بالعائد (Sharifi&Asadi,2016; Utomo et al.,2018). وفي الغالب يميل المستثمرون إلى اختيار الأسهم بناءً على التدفقات النقدية الأعلى لأن المخاطر أقل، وبالتالي هناك فرصة كبيرة لتحقيق عوائد إيجابية من الاستثمار.

وقد قدمت الأدلة العملية تفسيرات مختلفة للعلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم، فقد توصلت دراسات (عبد الجليل،2014؛ كعبوش،2018؛ Roelof,2018) إلى عدم وجود علاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم، وذلك في بيئة الأعمال بجنوب أفريقيا، والأردن، والكويت على التوالي. في حين وجدت دراسة (Khanji&siam,2015) وجود أثر محدود للتدفقات النقدية التشغيلية وعلاقتها بالقيمة السوقية للأسهم بالبنوك التجارية بالأردن.

وعلى الخلاف من ذلك، قد أظهرت نتائج دراسات (الزبيدي،2015) إلى وجود علاقة عكسية للعلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية. بينما أكدت نتائج دراسة (أحمد،2014) وجود علاقة ارتباط ضعيفة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في البنوك التجارية السعودية. ففي حين توصلت نتائج دراسات (رجب،2019; Hanifah&Khafid,2016 ; Sharifi&Asadi,2016; Oroud et al.,2017) إلى وجود أثر إيجابي للتدفقات النقدية على عوائد الأسهم وذلك في كلٍّ من جمهورية مصر العربية، وإندونيسيا، وإيران، والأردن على التوالي.

ويُرجع الباحث هذا التباين في النتائج لاختلاف البيئات التي أجريت فيها هذه الدراسات، ويميل الباحث لتأييد وجود علاقة إيجابية للتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم، حيث تُمثل التدفقات النقدية التشغيلية الجيدة أساساً لتقييم الوضع المالي وتحديد أسعار الأسهم والتي تؤثر على عوائدها المستقبلية، إذ تلعب دوراً كبيراً في نجاح الشركة واستمراريتها على المدى الطويل. وفي ضوء ما سبق يُمكن صياغة الفرض الأول كما يلي:

الفرض الأول: تؤثر التدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم في شركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية.

4-5-2 ممارسات إدارة الأرباح وعوائد الأسهم

قد تلجأ الإدارة لممارسة إدارة الأرباح لعدة أسباب، منها المحافظة على الوضع المالي للشركة، وتلبية توقعات المحللين وأصحاب المصالح، لتعزيز سمعة الشركة من خلال قرارات يتخذها المديرون أثناء الفترة المالية لتعديل نتيجة النشاط، والتأثير على التدفقات النقدية التشغيلية للشركة لتحسين الوضع المالي، مما قد يؤثر على عوائد الأسهم لتلك الشركات.

وقد أظهرت العديد من الدراسات أن ممارسات إدارة الأرباح هي نشاط مدمر للقيمة، ولها أثر سلبي على الأداء المستقبلي للشركات، وأن الشركات الأكثر كفاءة لا تلجأ لممارسات إدارة الأرباح (Chan et al.,2019; Li,2019).

وتعتبر الأدلة العملية بشأن طبيعة العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح وعوائد الأسهم نادرة وليست حاسمة **Not Conclusive**، فقد وجدت دراستاً (Nuryaman,2013 ; الخراشقة،2016) أثر سلبي لممارسات إدارة الأرباح على عوائد الأسهم في بيئة الأعمال بكندا، والأردن. في حين أكدت دراستاً (Chrispine,2015 ; الفاعوري،2019) وجود أثر إيجابي لممارسات إدارة الأرباح

وعوائد الأسهم في كينيا، والأردن. بينما أكدت دراسة(الموصلي وآخرين،2016) عدم وجود علاقة بين تلك المتغيرات في سوق دمشق للأوراق المالية.

ويميل الباحث لتأييد وجود علاقة إيجابية بين ممارسات إدارة الأرباح على عوائد الأسهم في البيئة المصرية، حيث يُمكن للإدارة استغلال كلٍّ من المرونة والغموض المحيطين بالمعايير المحاسبية والقيام بالاختيار من بين البدائل المحاسبية الخاصة بالمنشأة وذلك للتأثير على عوائد الأسهم. وفي ضوء الجدل والتباين السابق يُمكن صياغة الفرض الثاني كما يلي:

الفرض الثاني: تؤثر ممارسات إدارة الأرباح على عوائد الأسهم في شركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية.

4-5-3 ممارسات إدارة الأرباح وعلاقتها بالتدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم

تُمثل التدفقات النقدية التشغيلية أهمية كبرى للحكم على نوعية الأرباح التي تحققها المنشأة من ناحية، والحكم على الصحة المالية من ناحية أخرى. فكلما صارت التدفقات النقدية التشغيلية في اتجاه واحد من صافي الدخل أمكن الحكم على الدخل من نوعية جيدة، أما إذا كانا في اتجاهين متضادين فإن ذلك قد يُشير إلى إتباع أساليب المحاسبة الابتكارية، وأن نوعية الدخل رديئة(محمد،2019).

ويُمكن استخدام بعض الأساليب لبيان ممارسات إدارة الأرباح من خلال قائمة التدفقات النقدية مثل: تعمد الخطأ عند تصنيف النفقات، حيث يتم تصنيف النفقات التشغيلية باعتبارها استثمارية أو تمويلية أو العكس، أيضًا اعتبار تكاليف البحوث والتطوير السنوية تدفقات استثمارية وليست تشغيلية، وإثبات عمليات استثمارية غير مكتملة على أنها مكتملة (Kieso et al.,2008). في حين يرى(شرف،2019) أنه يُمكن ممارسة إدارة الأرباح من خلال قائمة التدفقات النقدية عن طريق التركيز على الأنشطة التشغيلية من خلال تصنيف بنود التدفقات النقدية التي ترتبط بأنشطة الاستثمار أو التمويل على أنها ترتبط بأنشطة التشغيل، وبالتالي إعطاء انطباع غير حقيقي عن المقدرة الكسبية للمنشأة من أنشطتها الرئيسية، مما يكون له أثر على القيمة السوقية للأسهم وعوائدها المستقبلية.

وفي ذات الاتجاه، أكدت دراسة(Alqatamin et al.,2017) أن ممارسات إدارة الأرباح تؤثر على عوائد الأسهم من خلال التأثير على بيانات كلٍّ من المركز المالي وقائمة الدخل، ومن ثم على أسس تقدير معدلات النمو للشركة المصدرة، عوضًا عن قائمة التدفقات النقدية، وهو الأمر الذي

ينعكس على متغيرين من متغيرات التقييم العادل والرشيد للأسهم العادية، كما هو الحال في نموذج التوزيعات النقدية المخصومة، وهما معدل العائد المطلوب بدلالة المخاطر ومعدلات النمو، وذلك نتاج للتغيرات المباشرة وغير المباشرة في العديد من المؤشرات المالية ذات العلاقة في ضوء تلك الممارسات.

وعلى مستوى الأدب المحاسبي توصلت دراستنا (محمد، 2019; Thomas, 2015) إلى وجود أثر سلبي للعلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح والعلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والقيمة السوقية للأسهم في بيئة الأعمال بجمهورية مصر العربية وفي إنجلترا. في حين أكدت دراسات (Arkan, 2015; Andreas, 2017; Utomo et al., 2018; Gunanta et al., 2015) وجود أثر إيجابي بين ممارسات إدارة الأرباح وعلاقتها بالتدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم في بيئة الأعمال بالكويت، والولايات المتحدة الأمريكية، وبلجيكا، وإندونيسيا على التوالي.

ويميل الباحث لتأييد وجود علاقة إيجابية لممارسات إدارة الأرباح وعلاقتها بالتدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم في بيئة الأعمال المصرية. وبالتالي يُمكن صياغة الفرض الثالث كما يلي:

الفرض الثالث: تؤثر ممارسات إدارة الأرباح على العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم في شركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية.

5- الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث

استهدفت الدراسة اختبار أثر ممارسات إدارة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم في شركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية. ولتحقيق هذا الهدف اعتمد الباحث على أسلوب تحليل المحتوى (Content Analysis)، حيث جرى تحليل القوائم والتقارير المالية للشركات الصناعية المسجلة للفترة (2015-2018م). ويُمكن بيان منهجية الدراسة من خلال النقاط التالية:

5-1 نماذج الدراسة التطبيقية

استنادًا إلى فروض الدراسة، يُمكن تحديد متغيراتها وتوصيفها وكيفية قياسها كما يلي:

5-1-1 المتغيرات المستقلة

- ممارسات إدارة الأرباح: (وهي أي سلوك تقوم به الإدارة ويؤثر على الدخل الذي تظهره القوائم المالية ولا يحقق مزايا حقيقية، وقد يؤدي في الواقع إلى إضرار في الأجل الطويل). وقد تم استخدام مقياس المستحقات الاختيارية (Jones, 1995)، حيث أنه الأفضل بين النماذج المستخدمة في الكشف عن إدارة الأرباح. وذلك من خلال النموذج التالي قياساً على دراستاً (Kapoor&Goel, 2017; Oroud et al., 2017):

$$TACC_{it} = ON1_{it} - OCF_{it}$$

حيث أن:

- $TACC_{it}$: تمثل المستحقات الكلية للشركة (i) للفترة (t).

- $ON1_{it}$: تمثل صافي الربح التشغيلي للشركة (i) عن الفترة (t).

- OCF_{it} : تمثل التدفق النقدي من العمليات التشغيلية للشركة (i) عن الفترة (t).

(1) نموذج الانحدار المستخدم لاحتساب المستحقات غير الاختيارية ($NDACC_{it}$) من خلال معادلة الانحدار التالية والتي تتم لمجموعة شركات العينة في كل سنة على حدة:

$$NDCC_{it} = \frac{TACC_{it}}{A_{(it-1)}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{(it-1)}} \right) + \alpha_2 \left[\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{(it-1)}} \right] + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{(it-1)}} \right) + E_{it}$$

حيث أن :

- $NDCC_{it}$: المستحقات غير الاختيارية.

- $TACC_{it}$: المستحقات الكلية للشركة (i) للفترة (t) .

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

- ΔREV_{it} : التغير في إيرادات للشركة (i) عن الفترة (t) .

- ΔREC_{it} : التغير في الذمم المدينة للشركة (i) عن الفترة (t) .

- PPE_{it} : قيمة العقارات والممتلكات والالات للشركة (i) في نهاية الفترة (t) .

- E_{it} : الخطأ العشوائي (البواقي)، وتمثل الجزء من إجمالي المستحقات الذي لم يتم تفسيره من خلال متغيرات نموذج الانحدار، ويستخدم كمؤشر علي المستحقات الاختيارية .

- تقدير معالم النموذج (α_1 ، α_2 ، α_3) التي يتم من خلالها احتساب قيم المستحقات غير الاختيارية.

(2) يتم احتساب المستحقات الاختيارية ($DACC_{it}$) لكل شركة بالفرق بين المستحقات الكلية والمستحقات غير الاختيارية.

$$DACC_{it} = TACC_{it} - NDACC_{it}$$

(3) يتم تصنيف الشركات إلى ممارسة لإدارة الأرباح، إذا كانت القيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية للشركة خلال فترة الدراسة أكبر من أو تساوي متوسط مستحقاتها الاختيارية، فإنها تمارس إدارة الأرباح. وإذا كانت أقل من متوسط مستحقاتها الاختيارية فإن الشركة لا تمارس إدارة الأرباح.

- **التدفقات النقدية التشغيلية:** (هي عبارة عن النقدية المتولدة من الأنشطة الرئيسية وكذلك الأنشطة الأخرى التي لا تعتبر أنشطة استثمارية أو تمويلية)، ويتم قياسها من خلال المعادلة التالية وذلك قياساً على دراسات (Oroud et al., 2017; Lee et al., 2017; Oral & Cenk Akkaya., 2015):

$$OCF = OCF \text{ Inflow} - OCF \text{ Outflow} / \text{Total Assets.}$$

حيث أن:

- OCF: التدفقات النقدية التشغيلية عن الفترة.

- OCF Inflow: التدفقات النقدية التشغيلية الداخلة عن الفترة.

- OCF Outflow: التدفقات النقدية التشغيلية الخارجة عن الفترة.

- Total Assets: إجمالي الأصول.

5-1-2 المتغير التابع: عوائد الأسهم (هو المقابل الذي يأمل المستثمر الحصول عليه في المدى البعيد مقابل استثمار أمواله). ويتم قياسه عن طريق المعادلة التالية وذلك قياساً على دراسات (Penman et al., 2009; Lee et al., 2017; Tandiontong & Sitompul, 2017):

$$\text{Stock Return} = ((Pt - Pt - 1) / Pt - 1) * 100\%$$

حيث أن:

- Stock Return: عوائد الأسهم.

- Pt: سعر الإغلاق في نهاية السنة الحالية.

- Pt-1: سعر الإغلاق في نهاية السنة الماضية.

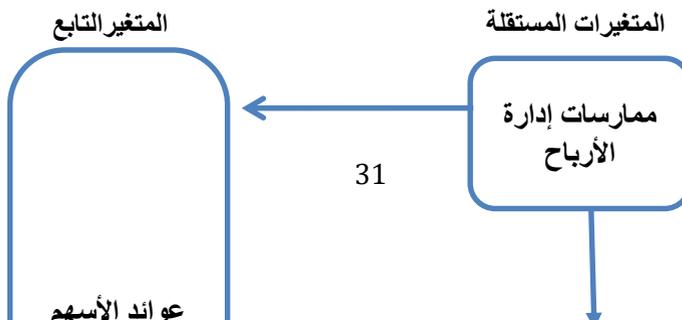
جدول (1) التعريف بمتغيرات الدراسة وطريقة قياسها.

المتغيرات	الرمز	طريقة القياس
-----------	-------	--------------

المستحقات الكلية	عن طريق المستحقات الإختيارية والتي تتطلب احتساب المستحقات غير الإختيارية من خلال المعادلة التالية: $TACC_{it} = ON1_{it} - OCF_{it}$ قياسًا على دراسات (Kapoor&Goel,2017; Oroud et al.,2017).		ممارسات إدارة الأرباح (TACC)
	تمثل صافي الربح التشغيلي للشركة (i) عن الفترة (t).	$ON1_{it}$	
	تمثل التدفق النقدي من العمليات التشغيلية للشركة (i) عن الفترة (t).	OCF_{it}	
من خلال المعادلة التالية: $OCF = OCF\ Inflow - OCF\ Outflow / Total\ Assets$. قياسًا على دراسات (Oral&CenkAkkaya.,2015; Oroud et al.,2017; Lee et al.,2017).			التدفقات النقدية التشغيلية (OCF)
التدفقات النقدية التشغيلية الداخلة عن الفترة.		$OCF\ Inflow$	
التدفقات النقدية التشغيلية الخارجة عن الفترة.		$OCF\ Outflow$	
إجمالي الأصول.		$Total\ Assets$	
من خلال المعادلة التالية: $Stock\ Return = ((Pt - Pt - 1) / Pt - 1) * 100\%$ قياسًا على دراسات (Penman et al.,2009; Lee et al.,2017; Tandiontong&Sitompul,2017).			عوائد الأسهم (Stock Return)
سعر الإغلاق في نهاية السنة الحالية.		Pt	
سعر الإغلاق في نهاية السنة الماضية.		$Pt-1$	

5-2 نموذج الدراسة التطبيقية:

سيتم تحقيق هدف الدراسة واختبار فروض البحث من خلال تطوير نموذج لكل فرض من فروض الدراسة، ويوضح الشكل التالي طبيعة العلاقة بين المتغيرات والنماذج التطبيقية المستخدمة.



شكل (1) إطار البحث ونماذج العلاقة بين المتغيرات.

3-5 مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من كافة شركات المساهمة المصرية والمتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، للفترة (2015- 2018م)، وقد بلغ عدد هذه الشركات (140) شركة حتى نهاية عام 2018م. وقد إختار الباحث عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية:

- استبعاد الشركات التي تُعد قوائمها المالية بعملة أجنبية، بحيث تكون القوائم المالية لكل شركات العينة معدة بالجنيه المصري.
- أن تتوفر التقارير المالية عن الشركة بانتظام.
- أن تتوفر فيها بيانات كافية لحساب متغيرات الدراسة، بالإضافة إلى تقارير ومحاضر مجلس الإدارة خلال فترة الدراسة.
- ألا تكون قد تعرضت للشطب أو الاندماج أو التوقف، بمعنى أن جميع الشركات المختارة مستمرة في نشاطها ولم تتوقف قط خلال فترة الدراسة.
- وقد أسفر تطبيق المعايير السابقة عن اختيار عدد (50) شركة تمثل عينة الدراسة بما يعادل ما نسبته (35.7%) من إجمالي عدد الشركات المسجلة في البورصة المصرية، بإجمالي عدد (200) مشاهدة. ويوضح الملحق رقم (1) عينة الدراسة.

4-5 مصادر الحصول على البيانات

اعتمد الباحث في جمع البيانات الخاصة بالدراسة التطبيقية على تحليل محتوى التقارير المالية للشركات محل التطبيق للفترة (2015-2018م)، والمتاحة على مواقعها الالكترونية، وموقع معلومات مباشر www.Mubasher.info، وموقع أرقام www.argaam.com المتخصصين في تجميع البيانات المختلفة للشركات العاملة في المنطقة العربية.

5-5 تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض

اعتمد تحليل نتائج الدراسة التطبيقية على استخدام البرنامج الإحصائي (E-Views10)، من خلال بعض الأساليب الإحصائية كإحصاء الوصفي، ومعامل الارتباط الخطي لاختبار متغيرات الدراسة، وتحليل الانحدار الخطي البسيط، بغرض اختبار فروض الدراسة.

1-5-5 الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (1) الإحصاءات الوصفية والتي تتمثل في المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لكافة المتغيرات، بالإضافة لأعلى قيمة وأقل قيمة. ما يُسهم في وصف كل متغير ومدى تأثيره في الشركات محل الدراسة (عبد الفتاح، 2013).

جدول (2) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة.

Std. Deviation	Mean	Maximum	Minimum	No	Variables
61.96	6.507	614.66	-59.69	200	عوائد الأسهم
21.656.001	5.149.973	184.493.820	-43.130.780	200	التدفقات النقدية التشغيلية
0.117	0.042	0.587	-0.684	200	التدفقات النقدية التشغيلية / إجمالي الأصول
3.200.455	-1.424.088	2.224.733	-26.846.137	200	المستحقات الاختيارية
0.048	-0.041	0.014	-0.465	200	المستحقات الاختيارية / إجمالي الأصول

يلاحظ من الجدول السابق:

- فيما يتعلق بالمتغير التابع: تظهر النتائج السابقة أن المتوسط الحسابي لعوائد الأسهم ما نسبته (6.5%) للشركات الخاضعة للدراسة، وقد بلغ الانحراف المعياري (61,96%) مما يدل على وجود تشتت كبير بين الشركات فيما يتعلق بعوائد الأسهم، وقد يعود ذلك لاختلاف الطلب على أسهم الشركات محل الدراسة والقيمة السوقية للسهم.

- فيما يتعلق بالمتغيرات المستقلة

- ممارسات إدارة الأرباح بلغ المتوسط الحسابي للمستحقات الاختيارية إلى إجمالي الأصول ما نسبته (1,4-%) وبنحرف معياري (4,8%). وهذا يدل على أن هناك تشتتاً كبيراً في جودة المستحقات الاختيارية للشركات محل الدراسة، وقد أكدت قيم المستحقات الاختيارية هذا الاختلاف حيث بلغ أكبر قيمة (2,224,733) وأقل قيمة (26,846.137-). وتفسير ذلك يعود إلى اختلاف الأسباب والدوافع لممارسات إدارة الأرباح بعينة الدراسة.

- بلغ المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية التشغيلية/إجمالي الأصول ما نسبته (4,2%)، وتشير مقارنة النسبة السابقة بأعلى قيمة والتي بلغت (58,7%) وبنحرف معياري (11,7%)، إلى وجود تشتت كبير في صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي أصول الشركات محل الدراسة. ويعود ذلك لتباين التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية في الشركات. وهو ما أكدته قيم صافي التدفقات النقدية التشغيلية حيث كان التباين كبيراً بين أكبر قيمة (184,493,820) جنيه مصري، وأقل قيمة (-43,130,780) جنيه مصري.

5-5-2 اختبار التوزيع الطبيعي Normality

يستخدم هذا الاختبار للتأكد من خلو العينة من القيم المتطرفة وأنها تتوزع توزيعاً طبيعياً، ومن ثم إمكان استخدام الاختبارات المعلمية (Parametric Tests). ويعتمد اختبار التوزيع الطبيعي على اختبارين هما (Kolmogorov-Smirnov&Shapiro-Wilk)، حيث أن المتغير يتبع التوزيع الطبيعي إذا كانت قيمة (Sig) أكبر من (5%) (Gujarati,2003).

جدول (3) نتائج اختبار Kolmogorov-Smirnov&Shapiro-Wilk

Shapiro-Wilk			Kolmogorov-Smirnov(a)			Variables
Sig.	Df	Statistics	Sig.	Df	Statistics	
0.196	200	0.965	0.196	200	0.061	ممارسات إدارة الأرباح
0.059	200	0.957	0.147	200	0.071	صافي التدفقات النقدية التشغيلية/إجمالي الأصول
0.119	200	0.961	0.196	200	0.067	عوائد الأسهم

من الجدول السابق يلاحظ أن جميع القيم عند مستوى دلالة أكبر من (0.05)، وهذا دليل على أن جميع القيم تتوزع بشكل طبيعي ولا يوجد قيم متطرفة تؤثر في النموذج ضمن العينة، كما أن جميع البيانات تتبع التوزيع الطبيعي.

5-5-3 اختبار استقرار البيانات لمتغيرات الدراسة Stationary Test

تم إجراء اختبار (Augmented Dickey-Fuller)(ADF) لبيان ما إذا كانت المتغيرات تحتوي على جذر الوحدة (Unit Root)، وفي حال احتواء هذه المتغيرات على جذر الوحدة يجب أخذ الفروق في الحساب وجعلها ساكنة، حيث أن الكثير من السلاسل الزمنية قد تكون غير ساكنة لكنها تعطي قيمة مرتفعة لـ (R^2, F, t) وهذا يؤدي إلى تفسير خاطئ ونتائج مضللة إذا كان مستوى الدلالة لقيمة الاختبار المحسوبة أكبر من (0.05). لذا يجب إجراء اختبار جذر الوحدة لفحص مدي سكون السلاسل الزمنية (Greene, 2003).

جدول (4) نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller(ADF)

Variables	القيمة المحسوبة	الاحتمالية P-Value	النتيجة
ممارسات إدارة الأرباح	-7.493	0.000	ساكن عند المستوي
صافي التدفقات النقدية التشغيلية	-10.310	0.000	ساكن عند المستوي
عوائد الأسهم	-16.393	0.000	ساكن عند المستوي

ويتضح من الجدول السابق أن نتائج اختبار استقرار البيانات المتعلقة بالدراسة، وذلك باستخدام اختبار (ADF) يوضح أن جميع بيانات السلاسل الزمنية المستخدمة في الدراسة مستقرة مع مرور الزمن. لأن جميع القيم الإجمالية (P-Value) للمتغيرات لم تتجاوز مستوى معنوية (5%). وبالتالي لا يوجد جذر الوحدة للسلاسل الزمنية الأمر الذي يكشف استقرار السلاسل الزمنية.

5-5-4 اختبار الازدواج الخطي Multicollinearity Test

أن افتراض استقلال المتغيرات المستقلة ووجود علاقة خطية في النموذج الخطي العام (GLM) هو أساس صلاحية تطبيق هذا النموذج، ولا يمكن اعتبار النموذج ملائماً لعملية تقدير المعلمات إلا بتحقق هذا الفرض (Guajarati, 2004). وتشير نتائج هذا التحليل إلى أن وجود ارتباط خطي شبة تام بين متغيرين أو أكثر، ما يعمل على تضخيم قيمة معامل التحديد R^2 ويجعله أكبر من قيمته الفعلية. لذا تم إعداد مصفوفة معاملات الارتباط بين متغيرات نموذج الدراسة كما يلي:

جدول (5) مصفوفة الارتباط للمتغيرات

Variables	ممارسات إدارة	صافي التدفقات	عوائد الأسهم
-----------	---------------	---------------	--------------

	الأرباح	النقدية التشغيلية/ إجمالي الأصول	
ممارسات إدارة الأرباح	1.00	0.459*	0.028
صافي التدفقات النقدية التشغيلية	000	1.000	0.122*
عوائد الأسهم	000	0000	1.000

(*) عند مستوى دلالة (0.05).

في ضوء الجدول السابق يتضح أن معامل الارتباط بين المتغير التابع (عوائد الأسهم) والمتغير المستقل (صافي التدفقات النقدية التشغيلية) ما قيمته (0.122)، وهي قيمة ذات دلالة معنوية عند مستوي دلالة أقل من (0.05). وهذا يدل على وجود علاقة خطية بين المتغير التابع والمستقل. في حين بلغت قيمة معامل الارتباط بين ممارسات إدارة الأرباح وصافي التدفقات النقدية التشغيلية (0.459). مما يدل على عدم وجود ظاهرة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرين. وهذا يعتبر مؤشرًا على أن العينة تخلو من مشكلة الارتباط الخطي العالي المتعدد (Gujarati, 2004).

5-5-5 الارتباط الذاتي Autocorrelation

يهدف هذا التحليل إلى الكشف عن مدى خلو البيانات من مشكلة الارتباط الذاتي، والتي تعرف بوجود ارتباط بين حدود الخطأ العشوائي في نموذج الانحدار، الأمر الذي ينتج عنه تحيز في قيمة المعلمات المقدرة، وبالتالي ضعف قدرة النموذج على التنبؤ، ويتم التأكد من ذلك بإجراء اختبار (Durbin-Watson Test) والذي يُعد الأكثر شيوعًا واستخدامًا، وتتراوح قيمة هذا الاختبار بين (0-4) ويتم رفض وجود ظاهرة الارتباط الذاتي إذا كانت قيمة (D-W) تساوي 2 أو تقترب منه (Gujarati, 2004) والجدول التالي يبين نتائج اختبار (Durbin-Watson Test) لفرضيات الدراسة كما يلي:

جدول (6) نتائج اختبار Durbin-Watson Test

الفرض	قيمة D-W المحسوبة	النتيجة
H01	2.046	لا يوجد ارتباط ذاتي
H02	2.038	لا يوجد ارتباط ذاتي
H03	1.935	لا يوجد ارتباط ذاتي

من الجدول السابق يتضح عدم وجود ارتباط ذاتي بين المتغيرات حيث كانت جميع أرقام (D-W) تقترب من (2) وبحد أدنى (1.935) ما يشير إلى عدم وجود ارتباط بين حدود الخطأ العشوائي في نموذج الانحدار.

5-6 تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفروض

لاختبار فروض الدراسة تم استخدام تحليل الانحدار البسيط وذلك على النحو التالي:
 - نتائج اختبار الفرض الأول: تؤثر التدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم في شركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية. وقد تم ذلك باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط كما يلي:

جدول (7) نتائج تحليل الانحدار لاختبار الفرض الأول.

النموذج			المتغير
Sig F	T	B	
0.347	0.908	3.757	ثابت الانحدار
0.043	1.985	64.814	المتغير المستقل: التدفقات النقدية التشغيلية
	4.020		قيمة F
	0.043		Sig F
	% 1.5		معامل التحديد R ²

من الجدول السابق تُشير النتائج أن قيمة (F) بلغت (4.020) بمستوى معنوية (0.043) وهي أقل من (0.05)، وهذا يؤكد معنوية النموذج، وبالتالي يوجد أثر معنوي للتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم. وقد بلغ معامل التحديد ما نسبته (1.5%) من التباين في عوائد الأسهم، أي أن التدفقات النقدية التشغيلية تمثل (1.5%) فقط من عوائد الأسهم. كما تُشير النتائج أن الدالة الإحصائية لمعامل الانحدار أن قيمة (B) بلغت (64.814) مما يدل على أن المتغير المستقل (التدفقات النقدية التشغيلية) ذات دالة إحصائية في تفسير المتغير التابع لعينة الدراسة، حيث بلغت قيمة (T) (1.985) وبمستوي دالة (0.043).

وبالتالي يتم قبول الفرض الأول. "تؤثر التدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم في شركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية".

وتفسير ذلك يرجع إلى تركيز الشركات محل الدراسة على أنشطتها الرئيسية ما يزيد من ثقة المستثمرين بأسهم الشركة في سوق المال. وهذا ما أكدته دراسات (Sharifi&Asadi,2016) (Oroud et al.,2017; Hanifah&Jhafid,2016) والتي توصلت إلى وجود تأثير معنوي بين التدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم، حيث كانت هذه العلاقة إيجابية في إيطاليا، وإندونيسيا، وإيران على التوالي. في حين تتعارض مع ما توصلت إليه نتائج دراسات (Roelof,2018; عبد الجليل،2014; كعبوشة،2018) والتي توصلت إلى عدم وجود أثر معنوي بين التدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم. وقد فسرت ذلك إلى عدم اهتمام

المستثمرين في سوق الأوراق المالية بالتدفقات التشغيلية مع اهتمامهم أكثر بصافي الأرباح. مما يعني وجود عوامل أخرى تؤثر على أسعار الأسهم في الأسواق المالية بجنوب أفريقيا، والأردن، والكويت على التوالي.

- نتائج اختبار الفرض الثاني: "تؤثر ممارسات إدارة الأرباح على عوائد الأسهم في شركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية".

وذلك بإتباع تحليل الانحدار الخطي البسيط لاختبار هذه الفرضية، وكانت النتائج كما يلي:

جدول (8) نتائج تحليل الانحدار لاختبار الفرض الثاني.

النموذج			المتغير
Sig F	T	B	
0.0112	1.550	8.070	ثابت الانحدار
0.628	0.456	36.995	المتغير المستقل: ممارسات إدارة الأرباح
	0.212		قيمة F
	0.628		Sig F
	% 0.1		معامل التحديد R ²

من الجدول السابق تُشير النتائج أن قيمة (F) بلغت (0.212) وبمستوى معنوية (0.628) وهي أكبر من (0.05)، وهذا يؤكد عدم وجود أثر معنوي لممارسات إدارة الأرباح على عوائد الأسهم. وهو ما يؤكد عدم معنوية النموذج، وقد بلغ معامل التحديد ما نسبته (0.1%) من التباين في عوائد الأسهم. ويُمكن تفسير هذا من خلال تباين ممارسات إدارة الأرباح مع بقاء عوامل أخرى ثابتة. كما تُشير النتائج أن الدالة الإحصائية لمعامل الانحدار (B) قد بلغت (36.995) ما يدل على أن المتغير (ممارسات إدارة الأرباح) ذات أثر غير معنوي، حيث بلغت قيمة (T) ما قيمته (0.456) وبمستوى معنوية (0.628).

وبالتالي يتم رفض الفرض الثاني: "تؤثر ممارسات إدارة الأرباح على عوائد الأسهم في شركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية".

والتفسير المحتمل لذلك: أن عوائد الأسهم تتأثر باختلاف عوامل العرض والطلب في ضوء آليات سوق الأوراق المالية. وهذا ما أكدته دراستاً (الموصلي وآخرين، 2016)؛ (Nuryaman, 2013) والتي توصلت إلى عدم وجود أثر ذو دلالة معنوية لممارسات إدارة الأرباح على عوائد الأسهم في بيئة الأعمال بكندا وإندونيسيا. في حين تتعارض مع نتائج دراستاً (الفاعوري، 2019)؛ (Chrspine, 2015) والتي قد أظهرت نتائجها وجود أثر إيجابي في بيئة الأعمال بالأردن وكينيا، حيث أدت ممارسات إدارة الأرباح إلى زيادة عوائد الأسهم.

- نتائج اختبار الفرض الثالث: "تؤثر ممارسات إدارة الأرباح على العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم بشركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية".
وقد تم استخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار هذه الفرضية، وكانت النتائج كما يلي:

جدول (9): نتائج الانحدار لاختبار الفرض الثالث.

نموذج الانحدار المتعدد			نموذج الانحدار البسيط			المتغيرات
Sig F	T	B	Sig F	T	B	
0.575	-0.522	-46.652				ممارسات إدارة الأرباح
0.041	2.001	74.084	0.043	1.985	64.814	التدفقات النقدية التشغيلية
0.290			4.020			قيمة F
0.575			0.043			Sig F
% 1.6			% 1.5			معامل التحديد R ²

من الجدول السابق لنتائج الانحدار القائم على نموذجين للانحدار البسيط ونموذج الانحدار المتعدد، حيث عكست النتائج التالية:

النموذج الأول: وجود أثر ذو دلالة معنوية للتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم، حيث بلغت قيمة (F) ما قيمة (4.020) وبمستوى معنوية (0.043) وهي أقل من (0.05). كما بلغت قيمة معامل التحديد (0.015) وهذا يشير إلى أن التدفقات النقدية التشغيلية تفسر ما نسبته (1.5%) من التباين في عوائد الأسهم. حيث بلغت قيمة (T) (1.985) وبمستوى دالة (0.043).

النموذج الثاني: تم إدخال متغير (ممارسات إدارة الأرباح) لنموذج الانحدار حيث بلغت قيمة (F) ما قيمة (0.290) وبمستوى دلالة (0.575) وهي أكبر من (0.05)، كما زادت قيمة معامل التحديد (R²) من (1.5%) إلى (1.6%) من التباين في عوائد الأسهم وذلك بنسبه زيادة مقدارها (7%). كما تُشير النتائج أن الدالة الإحصائية لمعامل الانحدار أن قيمة (B) بلغت (-46.652) عند ممارسات إدارة الأرباح وبمستوى دلالة (0.575). وهذا يؤكد عدم الاختلاف في الأثر المعنوي للتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم تبعاً لاختلاف ممارسات إدارة الأرباح. ومن ثم لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية لممارسات إدارة الأرباح على العلاقة بين المتغيرات.

وبالتالي يتم رفض الفرض الثالث: "تؤثر ممارسات إدارة الأرباح على العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم بشركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية".

والتفسير المحتمل لذلك: أن قوة الأثر للتدفقات النقدية التشغيلية تنعكس على عوائد الأسهم، وهذا يشير إلى أن نتائج العمليات التشغيلية الداخلية ستنعكس على الأداء السوقي للسهم، لذلك لن تتأثر بممارسات إدارة الأرباح. حيث أن ممارسات إدارة الأرباح ينعكس أثرها على صافي الربح. وهذا يتعارض مع نتائج دراسات (Arkan,2015; Utomo et al.,2018; Andreas,2017) (Gunanta et al.,2015;) والتي أظهرت وجود أثر إيجابي في بيئة الأعمال بالكويت، والولايات المتحدة الأمريكية، وبلجيكا، وإندونيسيا على التوالي. ودراساً (محمد، 2019 ; Thomas,2015) والتي أظهرت وجود أثر سلبي لتلك العلاقة في بيئة الأعمال المصرية وانجلترا.

5-8 نتائج اختبارات فروض الدراسة

يلخص الجدول التالي نتائج اختبار فروض الدراسة من خلال نتائج تحليل الارتباط والانحدار للمتغيرات.

جدول (10) نتائج اختبار فروض الدراسة.

الفرض	المتغيرات	العلاقة	النتيجة
الأول	تؤثر التدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم في شركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر ذو دالة إحصائية ومن ثم قبول الفرض الأول، وهذا ما أكدته دراسات (Oroud et al.,2017; Hanifah&jhafid,2016; Sharifi&Asadi,2016)	موجبة	قبول
الثاني	تؤثر ممارسات إدارة الأرباح على عوائد الأسهم في شركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية. وقد أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود أثر ذو دالة إحصائية ومن ثم رفض الفرض الثاني، وهذا ما أكدته نتائج دراسات (الموصلي وآخرين، 2016; Nuryaman,2013).	سالبة	رفض
الثالث	تؤثر ممارسات إدارة الأرباح على العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم في شركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية. وقد أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود أثر ذو دالة إحصائية ومن ثم رفض الفرض الثالث. وهو ما يتعارض مع نتائج دراسات (Arkan,2015; Utomo et al.,2018; Andreas,2017)	سالبة	رفض

6- النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية

في ضوء ما أسفرت عنه الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي، يخلص الباحث إلى مجموعة من النتائج والتوصيات، بالإضافة لاقتراح بعض التوجهات البحثية المستقبلية التي يمكن تناولها على النحو التالي:

6-1 النتائج

يمكن بلورة أهم نتائج البحث على النحو التالي:

- للتدفقات النقدية التشغيلية أهمية كبيرة في اتخاذ القرارات الاستثمارية والائتمانية، حيث أنها توضح مدى قدرة الشركة على الاستمرار، وتجنب الوحدات الاقتصادية العديد من المخاطر كالتعثر المالي ومشاكل السيولة، وتوفير معلومات إضافية عن عوائد الأسهم.
- تمثل معلومات عوائد الأسهم أهم الإفصاحات التي يحتاجها مستخدمو القوائم المالية -خاصة المستثمرين- عند اتخاذهم للقرارات المختلفة في سوق المال، لأنها تحتوي على معلومات عديدة عن الأداء المالي للوحدة الاقتصادية، ومن ثم يتم استخدامها كمؤشر لقياس الوضع الحالي والتنبؤ بالوضع المستقبلي للشركات.
- أظهرت نتائج التحليل الإحصائي للفرض الأول للدراسة: وجود أثر ذي دلالة معنوية للتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم في شركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية. وقد يفسر ذلك أن زيادة صافي التدفقات النقدية التشغيلية يعتبر مؤشراً لزيادة العمليات والأنشطة التشغيلية الأساسية للشركة، وهذا دليل على أن الشركة تعمل على التركيز على نشاطها الأساسي، ما يزيد من ثقة المستثمرين في السوق المالي.
- أظهرت نتائج التحليل الإحصائي للفرض الثاني للدراسة: عدم وجود أثر ذي دلالة معنوية لممارسات إدارة الأرباح على عوائد الأسهم في شركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية. وذلك قد يعود إلى أن العوائد على الأسهم هي انعكاس لعمليات العرض والطلب في السوق، ولا تتعلق بشكل مباشر بممارسات الشركة في التلاعب بالبيانات المالية عن طريق إدارة الأرباح، وإنما تتعلق بمتغيرات خارجية.
- أظهرت نتائج التحليل الإحصائي للفرض الثالث للدراسة: عدم وجود أثر ذي دلالة معنوية لممارسات إدارة الأرباح على العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وعوائد الأسهم في شركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية. وإن هذه النتيجة تعكس بالدرجة الأولى قوة الأثر للتدفقات النقدية التشغيلية على عوائد الأسهم، والذي يؤكد على أن نتائج العمليات التشغيلية ستعكس على الأداء السوقي للسهم، وهذه العلاقة لن تتأثر بممارسة الإدارة بأي شكل من أشكال إدارة الأرباح والتلاعب في البيانات المالية، خاصة أن ممارسات إدارة الأرباح ينعكس أثرها الأساسي على صافي الربح السنوي للشركة.

6-2 التوصيات

- في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها في كلٍّ من الدراسة النظرية والتطبيقية يوصي الباحث بما يلي:
- ضرورة اهتمام هيئة سوق المال والهيئات المهنية المحاسبية بمصر بقائمة التدفقات النقدية والنسب المالية المستخرجة منها، ومطالبة الشركات المسجلة بالبورصة بنشر المؤشرات المشتقة من قائمة التدفقات النقدية.
 - دعوة شركات المساهمة المصرية إلى إتباع الأساليب والاستراتيجيات الهادفة لتوليد التدفق التشغيلي، ما يسهم في تعزيز قدرتها على الوفاء بالالتزامات المترتبة عليها، والمحافظة على وضعها المالي وبالتالي ضمان بقائها واستمرارها.
 - توجيه شركات المساهمة المصرية نحو الأخذ بعين الاهتمام كافة العوامل والمتغيرات التي تؤثر على عوائد الأسهم، وزيادة مستوي الاهتمام بها وتبني الإجراءات والممارسات الكفيلة للحد من انعكاساتها السلبية على عوائد الأسهم.
 - ضرورة العمل على زيادة فعالية الدور الذي تمارسه هيئة الرقابة المالية في مجال السياسات المحاسبية، وزيادة القياس والإفصاح المحاسبي، والاهتمام بالأبعاد السلوكية لمديري الشركات، للحد من ممارسة إدارة الأرباح من قبل شركات المساهمة المصرية، ما ينعكس على كفاءة سوق الأوراق المالية، وجودة المعلومات المالية المقدمة لمتخذي القرارات بمختلف أنواعهم.
 - ضرورة اهتمام المنظمات المهنية المصرية بتقييم أثر ممارسات إدارة الأرباح على مصداقية القوائم المالية للشركات، والتوجيه بكافة الآثار السلبية الناتجة عن هذه الممارسات على أصحاب المصالح، وذلك من خلال إلزام شركات المساهمة المصرية بقواعد الإفصاح عن البيانات والمعلومات اللازمة لتحديد مدى قيام إدارات الشركات بممارسات إدارة الأرباح من عدمه.

3-6 التوجهات البحثية المستقبلية

- في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، يوجد مجموعة من التوجهات التي يُمكن أن تُشكل أساسًا لبحوث مستقبلية، ومن أهمها ما يلي:

- دراسة أثر ممارسات إدارة الأرباح على العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية وقيمة الشركة وسيولة السهم.
- اختبار أثر ممارسات إدارة الأرباح على التدفقات النقدية التشغيلية وتقييم الأداء المالي والتشغيلي لمنشآت الأعمال.
- دراسة وتحليل النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية وعلاقتها بالتنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أحمد، عماد محمد(2014)، " قياس أثر الإفصاح عن التدفقات النقدية على عوائد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي. دراسة تطبيقية على القطاع المصرفي"، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، العدد(2)، ص(1357-1399).

إسماعيل، عصام عبد المنعم(2017)، "مقدرة التدفقات النقدية التشغيلية والربح المحاسبي في التنبؤ بالتدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية.دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد الرابع والخمسون، ص(1-31).

الخراشفة، أمينة(2016)، " أثر إدارة الأرباح على عوائد الأسهم دراسة حالة الشركات الصناعية والخدمات المدرجة في بورصة عمان لأوراق المالية"، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، (12)،(2)، ص(208-248).

الزيدي، شذى(2015)، " اختبار العلاقة بين التدفقات النقدية والعوائد المتحققة للأسهم: دراسة تطبيقية في سوق العراق لأوراق المالية"، *مجلة العلوم المالية*، الكلية التقنية الإدارية، العدد(8)، المجلد(4)، بغداد، ص(25-62).

الفاعوري، عمر أحمد(2019)، " أثر الخصائص العامة والمالية للبنوك التجارية الأردنية على عائد السهم في ظل ممارسة إدارة الأرباح: دراسة تطبيقية على البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي"، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، (3)، ص(168-206).

المجمع العربي للمحاسبين القانونيين(2010)، " دليل الاتحاد الدولي للمحاسبين للإصدارات المحاسبية الدولية في القطاع العام"، عمان - الأردن.

الموصلي، منال ويوسف، علي وعباس، عادة(2016)، " قياس أثر ممارسة إدارة الأرباح من خلال تمهيد الدخل على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق لأوراق المالية"، *مجلة البعث*، حمص، سوريا، المجلد(38)، العدد(34)، ص(11-38).

حماد، مصطفى أحمد(2017)، " أثر استخدام الأنشطة الحقيقية لإدارة الأرباح على الأداء التشغيلي اللاحق للشركات المصرية دراسة تطبيقية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، أبريل، ص(9-62).

رجب، نشوى شاکر علي(2019)، " أثر التعثر المالي على العلاقة بين التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية وعائد الأسهم من منظور محاسبي. دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة

المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد (22)، العدد6، ص(125-175).

شرف، إبراهيم أحمد إبراهيم (2019)، "أثر ممارسات إدارة الأرباح على كفاءة الإستثمار بالشركات. دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الثاني، المجلد الثالث، مايو، ص (1-59).

عبد الجليل، توفيق حسن(2014)، "أثر صافي التدفقات النقدية التشغيلية في سعر السهم السوقي للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية"، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، ص(4)8، ص(695-706).

عبد الفتاح، عز حسن(2013)، "استكشاف التحليل الإحصائي والبوتستراب باستخدام SPSS"، *خوارزم العلمية للنشر والتوزيع*، جدة، المملكة العربية السعودية، ص(1-250).

كعبوش، حياة(2018)، "أثر التدفقات النقدية على أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات المسجلة في بورصة الكويت خلال الفترة(2010-2017)"، *رسالة ماجستير في المحاسبة*، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، ص(1-223).

- محمد، هشام سعيد إبراهيم(2019)، "أثر إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية التشغيلية والقيمة السوقية للشركة. دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المدرجة بسوق الأوراق المالية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة- كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد23، العدد4، ص (25-80).

مشابط، نعمه حرب(2016)، "تحليل النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات وعلاقتها بعوائد الأسهم من منظور محاسبي. دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المسجلة بالبورصة المصرية"، *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الثاني، المجلد الثالث والخمسون، يوليو 2016، ص(1-52).

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

Abernathy, j., Beyer, B., & Repley, E. (2016). " Earnings Management Constraints: An Examination of the Tradeoff Between Accruals- Based

- Earnings Management and Classification Shifting". **Journal of Business Finance and Accounting**, Vol. 41, Iss.5, pp600-626.
- Abu-Abbas, Bassam.M (2014)."Direct, Indirect, or Both Methods of Reporting Operating Statement of Cash Flows" **International Journal of Finance and Accounting**,3(6): pp335-340.
- Adnan, A. &Hossain, A. (2016)."Impact of M&A announcement on acquiring and target firm's Stock Price: an event analysis approach", **International Journal of Finance and Accounting**.Vol.5, No5, pp228-232.
- Akbari, F., M., Salehi & M., Vlashani. (2018)." The effect of man-agerial ability on tax avoidance by classical and Bayesian econo-metrics in multilevel models: Evidence of Iran ". **International of Emerging Markets** .13(6) pp1656-167.
- Al Saedi, A. A. (2018). Earnings Management and Its Relationship with Stock Returns: An Empirical Study on a Sample of Qatari Listed Industrial Companies. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, 22(5), pp 1-12.
- Alqatamin, R. M., Aribi, Z. A., & Arun, T. (2017). The effect of the CEO's characteristics on EM: Eevidence from Jordan. **International Journal of Accounting & Information Management**, 25(3), pp 356-375.
- Andreas, A. (2017)." Analysis of Operating Cash Flow to Detect Real Activity Manipulation and its Effect on Market Performance", **International Journal of Economics and Financial**.7 (1), pp524-529.
- Arkan, Thomas (2015)."The Effects of Earning Management Techniques Net Income and Cadh Flow on Stock Price". Finance, **Financial Markets, Insurance** 74(2) pp245-258.
- Armita, A. & Tashban, D (2014)." **Examining the Earnings Persistence and Its Components in Explaining the Future Profitability,**

Department of Accenting, Islamicazad University, Yazd, Iran, Vol.5, No.10.pp1-25.

Azzam, Mohammad (2017). "**The Association between Corporate Governance Reform, Ownership Structure and Earnings Management: Empirical Evidence from a Unique Regulatory Environment**", PhD theses.

Bosse, D. & Phillips, R. (2016). "Agency Theory and Bounded Self Interest", **Academy of Management Review**.41 (2):276-297.

Call, A., Chen.S. & Tong. Y., (2019). "Are analysts' Earnings forecasts more Accurate when Accompanied by cash-flow forecasts", **Review of Accounting Studies**, 14(2/3) pp358-391.

Chan, K., F., Li & T., Lin. (2019). "Earning Management and Post-Split Drift". **Journal of Banking Finance**. 101(1):136-146.

Chordia, T. Goyal, A. & Shanken, J. (2018), "**Cross – Sectional Asset Pricing with Individual Stocks: Betas Versus Characteristics**."

Chrispine, Odumaonyango (2015). "Relationship between Earnings Management and Stock Market Returns Among Companies Listed in Nairobi Securities exchange", **The Degree of Master of Science in Finance, Management Business, University of Nairobi**.

Dechow, Patricia M., Sloan, Richard G. & Sweeney, Amy P. (1995), "Detecting Earnings Management", **The Accounting Review**, Vol. 70, No. 2, pp 193-225.

Edmond, C., J. Edmonds & J. Maher. (2011). The Impact of Meeting or Beating Analysts' Operating Cash Flow forecasts on a Firm's Cost of Debt. **Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting** 27, pp 242-255

- Foerster, S., J. Tsagarelis, & G. Wang. (2017). Are cash flows better stock return predictors than profits? **Financial Analysts Journal** 73(1) pp 73-99.
- Gaston.S, Jarne.J. & Wroblewski.D (2014)." **The Development of Earnings Management Research a Review of Literature from Three Different Perspectives, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowosci** ", tom79 (135), Skwp, Warsawa2014, pp135-177.
- Greene, W.H. (2003)." **Econometric Analysis**" 5th, New York, Prentice Hall.
- Gujarati, D. N., (2004). **Basic Econometrics**, McGraw-Hill companies, 4th Edition.
- Gujarti, Damodar N. (2003)." **Essentials of Econometrics, Fourth Edition**, McGraw- Hill Irwin, United States.
- Gunanta, R. Sherlita, E. &Lestari, S. (2015)." The Effects of the Statement of Cash floes and earning Per Share(EPS)on Stock Prices: Empirical Study on Manufacturing Industry in Indonesia, **The Journal of Finance**, Vol,16, No,1, pp1-15.
- Hanifah, Umi& Khafid, Muhammad. (2016)." the Analysis of Earnings Persistence Roles in Mediating the Effect of Operating Cash Flow and Debt Level on Stock Return "**Accounting Analysis Journal**.5(4), pp290-298.
- Healy, Paul.M. &Wahlen, James.M (1999)." A Review of Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting" **Accounting Horizons**.13 (4), pp365-384.
- Ho. Li-Chin Jennifer. Liao.Qunfeng, & Taylor, Martin (2015)."Real and Accrual-Based Earnings Management in The Pre- and Post-IFRS Periods: Evidence from China", **Journal of International Financial Management&Accounting**.26 (3), pp294-335.

- Hughes, M. Hoy, S. & Andrew, B. (2010). "Cash flows: The Gap between Reported and Estimated Operating Cash Flow Elements", **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, Vol. 4, No. 1, pp 96–114.
- IASCF (2010)." International Financial Reporting Standards, **International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF)**, London, 2(2), pp2–14.
- Jones, J., (1991), "Earnings Management during Import Relief Investigations", **Journal of Accounting Research**, Vol. 29, pp 193–228.
- Kapoor, N., & Goel, S. (2017). Board Characteristics, Firm Profitability and Earnings Management: Evidence from India. **Australian Accounting Review**, 27(2), pp 180–194.
- Khan, Yousuf, Abdul Ghafar & Nair, Malini (2019). "Earnings Management in The Presence of Corporate Governance Quality: Evidence from The UAE (2007–2011)", **International Journal of Mechanical and Production Engineering Research and Development**, Vol. 9, pp 480–496.
- Khanh, H. T. M., & Nguyen, V. K. (2018). Audit quality, firm characteristics and real earnings management: The case of listed Vietnamese firms. **International Journal of Economics and Financial Issues**, 8(4), p 243.
- Khanji, I.M. & Siam, A.Z. (2015). "The Effect of Cash Flow on Share Price of the Jordanian Commercial Banks Listed in Amman Stock Exchange", **International Journal of Economics and Finance**, Vol. 7, No. 5, pp 109–115.
- Kieso, Donald .E, Weygandt, Jerry J. Warfield, & Terry D (2018)." **Intermediate Accounting**".3Th Edition, U.S.A, John Wiley&Sons, Inc.

- Lambert, R.& Leuz, A. (2010)." Christian A. & Verrecchio, R, Robert E, **Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital.**
- Lazzem, S., & Jilani, F. (2018). The Impact of leverage on accrual-based earnings management: The case of listed French firms. **Research in International Business and Finance**, 44, pp 350-358.
- Lee, J., R. &Glasscock, and M. Park. (2017)." Does the Ability of Operating Cash Flows to Measure Firm Performance Improve during periods of Financial Distress?" **Accounting Horizons** 31, (1), pp 23-35.
- Li, V., (2019)." The Effect of real Earnings Management on the Persistence and Informativeness of earnings". **The British Accounting Review**. 14(2), pp1-22.
- Linhares, F. S., Costa, F. M. D., & Beiruth, A. X. (2018). Earnings Management and investment efficiency. **Revista Brasileira de Gest-ão de Negócios**, 20(2), pp 295-310.
- Liu, B., Lin, Y., Chan, K. C., & Fung, H. G. (2018). The dark side of rent-seeking: The Impact of Rent Seeking on Earnings Management. **Journal of Business Research**, 91, pp 94-107.
- Lopes.Ana (2018)." **Audit Quality and Earning Management: Evidence from Portugal**" Athens Journal of Business and Economics April.
- Mall, P.& Gupta, K. (2019)." Impact of Merger Announcements on Stock Returns of Acquiring Firms: Evidence from India, **Journal of Commerce &Accounting Research**, Vol.8, No.1, pp46-53.
- Mawardi, R. (2017). Empirical Analysis Company Size, Corporate Governance and Audit Quality to Earning Management in Indonesia. (30 9, 2017). **Russian Journal of Agricultural and Socio Economic Sciences**.

- Michael, B.& Thankgod, A. (2014)." Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Nigeria (1986-2011), **International Journal of Business and Social Science**,5, pp108-115.
- Miko, N.U.& Kamardin, H., (2015)." **Impact of Audit Committee and audit Quality on Preventing Earnings Management in The Pre- and Post-Nigerian Corporate Governance Code2011**.Procedia – Social Behavioral Sciences,172. PP651-657.
- Miller,j.(2009). The development of the miller ratio (MR):a tool to detect for the possibility of earnings management(MR), **Journal of business & economics research**. Vol 7.No1. pp 79-90.
- Mostafa, W. (2017)." The Impact of Earnings Management on the Value Relevance of Earnings, **Managerial Auditing Journal**, Vol.32, No.1, pp50-74.
- Mulenga, Mwila Joseph, Bhatia, Meena (2017)."The Review of Literature on the Role of Earnings, Cash Flows and Accruals in Predicting of Future Cash Flows" **Accounting and Finance Research**6(2), pp59-70.
- Nguyen, T. Cai, C.Mc Colgon, P. (2018)." How Firms Manage Their Cash Flows: An Examination of Diversification's Effect, **Review of Quantitative Finance & Accounting**, Vol.48, Issue 3, pp701-724.
- Nuryaman (2013)." The Influence of Earnings Management on Stock Return and The Role of Audit Quality as a Moderating Variable" **International Journal of Trade Economics and Finance**.4(2), pp73-78.
- Oral, C., & CenkAkkaya, G. (2015). Cash flow at risk: A tool for financial planning. **Procardia economics and finance**, 23, pp 262-266.
- Oroud, Y., Islam, M., &Salha, T. (2017)." The Effect of Cash Flows on The Share Price on Amman Stock Exchange. **American Based Research Journal**, Vol.6, No, pp22-28.

- Partha, M. (2003)." How to Manage Earnings Management? **Accounting World Institute of Chartered Financial Instates of India**, Vol,3, No.4, pp13-19.
- Penman, S., S. Richardson, & I. Tuna. (2009). The Book-to-Price effect in stock returns: accounting for leverage. **Journal of Accounting Research** 45(2), pp 427-467.
- Rani, N. Yadav, S.& Jain, P. (2015)." Financial Performance Analysis of Mergers and Acquisitions: Evidence from India. **International Journal of Commerce and Manangement**, Vol.25mNo.4, pp 402-423.
- Robinson, Thomas R., Henry, Elaine. Pirie, Wendy L., Broihahn, & Michael, A (2015)." International Financial Statement Analysis", 3Th, Published by John Wiley&Sons in Canada.
- Roelof, B. (2018)."An Empirical Analysis of the Relationship between Cash Flow and Dividend Changes in South Africa",<http://Scholar.sun.ac.za>
- Salehi, M., & Gholami, F. (2016). The Relationship between Income Smoothing and Investment Efficiency with Companies Value, 1-(11), pp 27-36. **Available at: www.proquset.com.**
- Sellami, Mouna, (2015). "Incentives and constraints of real earnings management: The literature review", **International Journal of Finance and Accounting**, Vol.4, PP206-213.
- Sharifi, M.&Asadi, A. (2016)."Cash Flow and Stock Market Value (Case Study: Tehran Stock Exchange), **International Academic Journal of Accounting and Financial Management**, Vol.3, No2, PP33-46.
- Srinivasan, S., Thenmozhi, M. & Vijaraghavan, P. (2015)." Impact of Diversification Strategy on Firm Performance: Entropy Approach. **ICFAI Journal of Applied Finance**, Vol,12, No.11pp27-48.

- Tandiontong, M., & M. Sitompul. (2017). The Influence of Financial Distress using Altman z-score, the beta of stocks and inflation to the stock return. **Journal of Finance and Banking Review** 2 (2), pp 21 – 27.
- Thomas, Arkan (2015).” The Effects of Earning Management Technique”, Net Income and cash flow on stock price”, **Finance, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia**, Vol.74, pp 245-258.
- Utomo, St. Dwiarso, Amungkas & Pamungkas, Imang Dapit (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,Issue (6) pp1-10.
- Zhang. X & Wu, C. (2018).” Continuous Cash Flow Payment: Theories and Practice Framework, **Emerging Markets Finance& Trade**, Vol.54, Issue 4, pp774-782.

ملحق (1) شركات عينة الدراسة.

الشركة	م	الشركة	م
--------	---	--------	---

1	دالتا للإنشاء والتعمير	26	المصرية لخدمات النقل والتجارة- إيجيبترانس.
2	العز للسيراميك والبورسيلين(الجوهرة)	27	الكابلات الكهربائية المصرية.
3	مصر بني سويف للأسمنت	28	الأهرام للطباعة والتغليف.
4	جنوب الوادي للأسمنت	29	العربية للصناعات الهندسية.
5	السويس للأسمنت	30	السويس للأكياس.
6	أكرو مصر	31	المصرية للمنتجات السياحية.
7	المصرية لتطوير صناعة البناء	32	بيراميز للفنادق والقرى السياحية.
8	الشركة الحديثة للمواد العازلة- مودرن	33	شارم دريمز للاستثمار السياحي.
9	روبكس لتصنيع البلاستيك	34	المصرية للمشروعات السياحية العالمية.
10	أسمنت سيناء	35	رامكو لإنشاء القرى السياحية.
11	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات.	36	رواد مصر للإستثمار السياحي.
12	سماد مصر إيجيفرت.	37	أوراسكوم للفنادق والتنمية.
13	القاهرة للإسكان والتعمير	38	عبر المحيطات للسياحة.
14	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار- سوديك	39	رواد السياحة -رواد.
15	اوراسكوم تيليكوم.	40	القاهرة للدواجن.
16	المتحدة للإسكان والتعمير	41	المصرية لصناعة النشا والجلوكوز.
17	المصرية للإسكان والتعمير.	42	الدلتا للسكر.
18	المجموعة المصرية العقارية	43	الاسماعيلية مصر للدواجن.
19	الشمس للإسكان والتعمير	44	المنصورة للدواجن.
20	العربية الإسلامية للتنمية العمرانية	45	شمال الصعيد للتنمية والإنتاج الزراعي- نيوداب.
21	الخليجية الكندية للاستثمار العقاري العربي	46	المصرية الدولية للصناعات الدوائية.
22	العالمية للإستثمار والتنمية.	47	الإسكندرية للخدمات الطبية- مركز الإسكندرية الطبي.
23	ميناء للإستثمار السياحي والعقاري.	48	ميناء فارم للأدوية والصناعات الكيماوية.
24	الوطنية للإسكان للنقابات المهنية.	49	مستشفى النزهة الدولي.
25	غاز مصر.	50	العربية للألومنيوم.

