

أثر الرافعة المالية على إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات المصرية: دراسة تطبيقية

د/ إسلام عادل عبد الستار

دكتوراه الفلسفة في المحاسبة - جامعة الأزهر

محاسب قانوني ومراقب حسابات شركات مساهمة

eslam.adel.6644@gmail.com

ملخص البحث

هدفت الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية على إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات المصرية.

اعتمد الباحث في تحقيق الهدف البحثي على تناول الدراسات المحاسبية السابقة ذات الصلة بمتغيرات الدراسة، بالإضافة إلى إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المصرية غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية مكونة من (131 شركة - 1194 مشاهدة) خلال الفترة من 2010م حتى 2021م، وباستخدام أسلوب البيانات الطولية Panel Data وتطبيق نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

توصلت الدراسة إلى أن تأثير الرافعة المالية على ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية يختلف بين الشركات المقيدة مالياً وغير المقيدة مالياً، ففي الشركات المقيدة مالياً تؤدي زيادة الرافعة المالية (سواء كانت إجمالية أو طويلة الأجل أو قصيرة الأجل) إلى انخفاض ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، أما في الشركات غير المقيدة مالياً فإن تأثير الرافعة المالية يختلف حسب نوعها، حيث تؤدي زيادة الرافعة المالية الإجمالية والقصيرة الأجل إلى زيادة ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، بينما تؤدي زيادة الرافعة المالية طويلة الأجل إلى انخفاضها.

وتساهم نتائج هذه الدراسة في فهم العلاقة بين الرافعة المالية وإدارة الأرباح الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية، وتُتيح النتائج رؤى جديدة للمستثمرين وصانعي السياسات، وتُفتح مجالات بحثية جديدة لاستكشاف المزيد من العوامل التي تؤثر على هذه العلاقة.

الكلمات المفتاحية: الرافعة المالية، إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية، القيود المالية.

¹ تقديم البحث في 2024/7/7 وقبول نشره في 2024/7/18

The Impact of Financial Leverage on Real Activities Earnings Management in the Presence of Financial Constraints for Egyptian Companies: An Empirical Study

Abstract

The study aimed to measure the impact of financial leverage on real activities earnings management in the presence of financial constraints for Egyptian companies.

To achieve the research objective, the researcher relied on reviewing previous accounting studies related to the study variables, in addition to conducting an applied study on a sample of non-financial Egyptian companies listed on the Egyptian Stock Exchange, consisting of (131 companies - 1194 observations) during the period from 2010 to 2021, using Panel Data analysis and applying both fixed effects and random effects models.

The study found that the impact of financial leverage on real earnings management practices differs between financially constrained and unconstrained companies. In financially constrained companies, an increase in financial leverage (whether total, long-term, or short-term) leads to a decrease in real earnings management practices. In financially unconstrained companies, the impact of financial leverage varies depending on its type, where an increase in total and short-term financial leverage leads to a rise in real earnings management practices. In contrast, an increase in long-term financial leverage leads to a decrease.

The results of this study contribute to understanding the relationship between financial leverage and real earnings management in the presence of financial constraints for Egyptian companies. The findings provide new insights for investors and policymakers and open up new research areas to explore additional factors that influence this relationship.

Keywords: Financial Leverage, Real Activities Earnings Management, Financial Constraints.

1- الإطار العام للدراسة

1-1 مقدمة الدراسة

تستخدم المعلومات المحاسبية في مجال تأمين مصادر التمويل استخداماً ذو جانبيين، يتمثل الجانب الأول في الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية والذي يتمثل في تقييم الشركة قبل تقديم التمويل اللازم لها، أما الجانب الثاني فيتمثل في الدور الوكالي للمعلومات المحاسبية والذي يتمثل في تقييم أداء الشركة بعد تقديم التمويل اللازم لها (Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2017; Beyer, Cohen, Lys, & Walther, 2010).

وفيما يخص الدائنين (الحاليين والمتوقعين) فإن المعلومات المحاسبية تساعدهم في التقييم المستمر لخطر ائتمان الشركة، وكذلك التغيير في هذا الخطر مع الوقت، حيث يكون اهتمام هؤلاء الدائنين منصباً على تأمين استرداد الديون والفوائد المستحقة عليها (Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2017).

وطبقاً لفرض الرقابة المقدم من Jensen (1986) فإن الرافعة المالية تؤدي إلى أو يرتبط بها أو جالبة درجة عالية من الرقابة من جانب الدائنين والمراقبة من كل من له مصلحة استثمارية في الشركة؛ ويرجع السبب وراء ذلك إلى أن المستويات العالية من الرافعة المالية تؤدي إلى زيادة خطر ائتمان الشركة، وكذلك ارتفاع احتمال وجود التزامات أو ديون مستقبلية غير مخدومة Non-Serviced Future Debts، وهنا قد يرى الدائنون أنه من المفيد تحمل تكاليف رقابة إضافية ضرورية لتقييم الجودة الحقيقية للمقترضين (Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2017).

وعلى الرغم من وجود دوافع عديدة لإدارة الأرباح، فإنه فيما يخص الدوافع المتعلقة بالتعاقدات، التي من بينها عقود الديون والتي يتم التعبير عنها من خلال الرافعة المالية، فإن تقييم الدائنين للجودة الحقيقية للشركة يعزز الدافع لدى إدارتها لتضخيم الأداء بشكل مصطنع بغرض أن تكون هذه التقييمات أكثر ملائمة لرغبة هؤلاء الدائنين. ويؤدي ذلك إلى إيجاد الظروف اللازمة للقيام بممارسة إدارة الأرباح من أجل تحقيق الأهداف الإدارية المتعلقة بتأمين الحصول على التمويل الخارجي (Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2017).

ومن بين هذه الدوافع الرغبة في تحسين شروط الحصول على التمويل أو تحسين القدرة التفاوضية مع المقرضين، للحصول على ديون ذات شروط تعاقدية مفضلة أو ملائمة للعقود (Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2017; Rodríguez-Pérez & Van Hemmen, 2010). على سبيل المثال فقد

لاحظ (1988) Trueman & Titman أن بعض المديرين يستخدمون التلاعب في الأنشطة الحقيقية لتمهيد الدخل لكي يتم تخفيض تكلفة الديون.

ومن الدوافع الهامة أيضاً الرغبة في المحافظة على العلاقة مع المقرضين تحسباً لتكرار عمليات الاقتراض مستقبلاً، وذلك من خلال تجنب مخالفة شروط عقود الديون، وذلك في الحالات التي ترغب فيها الشركة بزيادة الديون (Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2017; Beatty & Weber, 2003; Jaggi & Lee, 2002). فعلى سبيل المثال توصلت بعض الدراسات السابقة إلى وجود علاقة أو ارتباط بين الرافعة المالية العالية ومخالفة شروط معينة أو محددة من اتفاقيات الديون من خلال إدارة الأرباح بالزيادة، وذلك في محاولتها تحقيق شروط أفضل خلال عملية إعادة التفاوض على تجديد الديون (Rodríguez-Pérez & Van Hemmen, 2010).

وفي سياق متصل قد تواجه الشركات معوقات و/ أو قيود مالية تحد من قدرتها على الحصول على مصادر تمويل خارجي؛ مما يترتب عليه عدم القدرة على الاقتراض وصعوبة الحصول على القروض المصرفية؛ بسبب ارتفاع تكلفة مصادر التمويل الخارجية عن مصادر التمويل الداخلية، كما يترتب على هذه القيود المالية عدم قدرة الشركة على استغلال كل الفرص الاستثمارية المتاحة لها التي كان من الممكن الاستثمار فيها لو توافرت لديها الأموال اللازمة، ما يدفع الشركات إلى زيادة الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي لتمويل مشاريعها الاستثمارية مع تخليها عن بعض الفرص الاستثمارية لعدم توافر الأموال الكافية لديها، أو لعدم توافر السيولة اللازمة لاستغلال تلك الفرص (Khurshid et al., 2018).

1-2 مشكلة الدراسة

يؤدي التلاعب في المعلومات المحاسبية المفصح عنها عن طريق إدارة الأرباح إلى إضعاف قدرة الدائنين بشدة على تقييم التوقعات أو الآفاق المستقبلية للشركة وكذلك تقييم استخدام الأموال بالشكل المتفق عليه، لذلك فإن اكتشافهم لممارسة الشركة لإدارة الأرباح يؤثر على نوع النتائج التعاقدية المتعلقة بخدمة الديون الحالية ويؤثر على قدرة الشركة على الحصول على ديون إضافية أو جديدة في المستقبل، من خلال رفض تقديم تمويل جديد أو تشديد شروط الائتمان، كما قد يترتب عليه أيضاً انخفاض التصنيف الائتماني للشركة (Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2017).

ونتيجة لهذه التأثيرات السلبية لاكتشاف ممارسات إدارة الأرباح فإنه إذا كانت الشركة ترغب في القيام بممارسة إدارة الأرباح للأسباب المتعلقة بالديون أو الرافعة المالية، فإنه يُتوقع أن تقوم الشركة بتفضيل أسلوب إدارة الأرباح الذي يكون أقل إمكانية للاكتشاف من جانب الأطراف الخارجية وهو التلاعب في الأنشطة الحقيقية، وذلك بدلاً عن أسلوب إدارة الأرباح على أساس الاستحقاق (Anagnostopoulou &

Tsekrekos, 2017; Cohen et al., 2008; Cohen & Zarowin, 2010; Gunny, 2010; Zang, 2012). وقد جاءت نتائج العديد من الدراسات السابقة متفقة مع هذا التوقع، حيث توصلت إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية وإدارة الأرباح على أساس الاستحقاق (Lee, Lev, & Yeo, 2007; Rodríguez-Pérez & Van Hemmen, 2010; Zhong, Gribbin, & Zheng, 2007).

وقد أشار (Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2017) إلى أن ما ينطبق على الرافعة المالية ينطبق أيضاً على التغير في الرافعة المالية وخصوصاً إذا كان هذا التغير بالزيادة، ويرجع ذلك إلى أنه في ظل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والأطراف الخارجية، فإنه من المتوقع أن يؤثر ارتفاع الرافعة المالية على عملية التواصل مع الدائنين والمتعلقة بخطر الائتمان، كما توصلت إلى أن الرافعة المالية لها تأثير إيجابي وجوهري على التلاعب في الأنشطة الحقيقية، في حين لم يكن هذا التأثير إيجابياً على إدارة الأرباح على أساس الاستحقاق، وقد كان هذا التأثير عالياً جداً في الشركات عالية المديونية.

وفي نفس السياق أوضحت دراسة (Farrell et al., 2014) أهمية دور القيود المالية للشركات في صنع قرارات الاستثمار وتشكيل هيكل رأس المال بالنسبة للمديرين، وأشارت دراسة (Khan et al., 2017) إلى أن القيود المالية يمكن أن تنشأ نتيجة لعدم تماثل المعلومات بين المديرين والمالكين، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الفائدة عند الاقتراض من الدائنين بالنسبة للشركات المقيدة مالياً، ومن المتوقع أن يكون مديرو الشركات المقيدة مالياً أكثر انخراطاً في ممارسات إدارة الأرباح مقارنة بالشركات غير المقيدة، مما يمكنها من تقليل مشكلة عدم تماثل المعلومات وبالتالي تقليل التكلفة والقيود المالية (Kurt, 2018).

وبإضافة إلى ذلك، أشارت دراسة (Kurt, 2018) إلى أن مديري الشركات المقيدة مالياً قد يشاركون في ممارسات إدارة الأرباح نتيجة للضغط الذي يمارسه سوق رأس المال، وهو ما أكدته دراسة (Linck et al., 2013) إلى أن الاستحقاقات التقديرية يمكن أن تكون مفيدة للشركات المقيدة مالياً حيث يمكن أن تزيد من قيمة الشركة من خلال تقديم صورة إيجابية أمام الدائنين، مما يحفز المديرين على ممارسة إدارة الأرباح لزيادة الأرباح بشكل مصطنع، ومن ناحية أخرى أظهرت دراسة (Elkalla, 2017) أن مديري الشركات المستقرة مالياً ليس لديهم الحافز لاستخدام ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية.

ومن هذا المنطلق يلاحظ الباحث ندرة الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الرافعة المالية وبين إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات في الدول النامية ذات الأسواق المالية الأقل تطوراً مقارنة بالدراسات التي تمت في الدول المتقدمة ذات الأسواق المالية الأكثر تطوراً؛ لذلك تسعى الدراسة الحالية إلى سد هذه الفجوة في بيئة الأعمال المصرية، واستناداً على ما تقدم يمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي:

هل هناك علاقة بين الرافعة المالية وإدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية؟

ويتفرع من التساؤل الرئيسي للدراسة الأسئلة الفرعية التالية:

1. هل تؤثر الرافعة المالية قصيرة الأجل على إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات المصرية؟
2. هل تؤثر الرافعة المالية طويلة الأجل على إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات المصرية؟
3. هل تؤثر الرافعة المالية الإجمالية على إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات المصرية؟

1-3 أهداف الدراسة

يتمثل الهدف الرئيس للدراسة في قياس أثر الرافعة المالية (الإجمالية- وطويلة الأجل - وقصيرة الأجل) على إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات المصرية، ويتم تحقيق هذا الهدف من خلال تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

1. استكشاف تأثير الرافعة المالية الإجمالية على إدارة الأرباح من خلال التلاعب في الأنشطة الحقيقية في ظل القيود المالية للشركات المصرية.
2. تحديد تأثير الرافعة المالية قصيرة الأجل على إدارة الأرباح من خلال التلاعب في الأنشطة الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات المصرية.
3. تقييم تأثير الرافعة المالية طويلة الأجل على إدارة الأرباح من خلال التلاعب في الأنشطة الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات المصرية.

1-4 أهمية ومساهمات الدراسة

تتمثل أهمية ومساهمات الدراسة الحالية في كونها موجه إلى مجال حيوي في البيئة المصرية والتي بها سوق رأس مال ناشئ مع وجود سياسات واتجاهات لتدعيم دوره، كما تتبع أهمية هذه الدراسة في أن لها بعدين: الأهمية العلمية، والأهمية العملية، فبالنسبة للأهمية العلمية، فتستمد الدراسة أهميتها من واقع محاولة الكشف عن أثر الرافعة المالية على إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، وتظهر أهمية هذه الدراسة أيضاً، في كونها

إضافة إلى الفكر المحاسبي بصفة عامة وفي مصر بصفة خاصة بما يمكن أن تقدمه من تحليل ملائم للبيئة المصرية، أما فيما يتعلق بالأهمية العملية، فإن هذه الدراسة تستمد أهميتها العملية من منفعتها لكل من المستثمرين وسوق رأس المال وغيرهم من أصحاب المصلحة في مصر، وغيرها من الدول النامية التي تتشابه بيئة الأعمال فيها مع بيئة الأعمال المصرية، وذلك من خلال تحليل أثر الرافعة المالية على إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.

1-5 منهجية الدراسة

تعتمد الدراسة على استخدام المنهج الاستنباطي لمراجعة وتحليل الأدب المحاسبي المتعلق بتأثير الرافعة المالية على إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية في ظل وجود القيود المالية. بالإضافة إلى ذلك استخدام المنهج الاستقرائي بغرض تطبيق النموذج المقترح باستخدام البيانات المستخرجة من التقارير المالية السنوية للشركات المصرية غير المالية خلال الفترة من 2010م حتى 2021م.

2- الجوانب النظرية للدراسة

1-2 مفهوم الرافعة المالية

عُرفت الرافعة المالية بأنها استخدام أموال الغير في التمويل بهدف زيادة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب، حيث أن درجة الرفع المالي تقيس مدى تعرض الشركة إلى المخاطر المالية، وكذلك تعكس درجة التغيير في عائد السهم الواحد من أرباح التشغيل الناتجة عن التغيير في نسبة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب (جميل حسن، 2013)، عُرف الرفع المالي على أنه مجموع القروض إلى مجموع الأصول، ويمكن القول بأنه في حالة اعتماد الشركة على الاقتراض كأحد المصادر لتمويل استثماراتها فإنه ينتج عنه تكاليف ثابتة تُعبر عن التغيير في صافي الربح بعد الضريبة، ومن هنا ينشأ الرفع المالي من وجود التكاليف المالية والتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة (أسماء محمد، 2020).

وفي هذا الخصوص ترى دراسة (Akben et al., 2017) أن الشركات في الأسواق الناشئة التي لديها رافعة مالية بسبب اعتمادها على التمويل الخارجي يجب عليها الاحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية لتمويل الاستثمارات الجديدة، إلا أن دراسة (Rao et al., 2018) استنتجت أن الرافعة المالية قد تؤثر سلباً على مستوى الاحتفاظ بالنقدية عند استخدامها لتقليل مشاكل الوكالة.

ويرى الباحث في هذا الخصوص أن وجود إدارة مالية قوية تساعد في اتخاذ قرار بتحديد الحد الأقصى للرافعة المالية التي تسمح بها الإدارة والتكاليف التي يمكن تحملها.

2-2 أهمية الرافعة المالية

تتبع أهمية الرافعة المالية من خلال ما تقدمه للشركة من فوائد كثيرة، وتبرز أهميتها من خلال ما يلي (جميل حسن، 2013):

أ. تؤثر الرافعة المالية على شكل وطبيعة الهيكل التمويلي للشركة، وفقاً لنظرية إلى (Durand, 1952)، حيث يمكن استخدام الرفع المالي بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية.

ب. تحدد الرافعة المالية كمية الاقتراض المعقول ودرجة المخاطرة المرتبطة بزيادة حجم الديون من جهة والانتفاع من مزاياها من جهة أخرى؛ وذلك لأن الخطر التمويلي سيزداد إلى درجة يهدد بقاء الشركة ومستقبلها في حالة زيادة الديون عن الحد المعقول.

ج. تعتبر الرافعة المالية سلاح ذو حدين بمعنى أنه يمكن أن تؤدي إلى تحقيق أفضل النتائج عندما تتصف العمليات التشغيلية والتمويلية بالكفاءة، وعندما تكون الظروف المحيطة بالشركة مناسبة، والعكس.

د. تقوم الرافعة المالية بتقوية أداء الشركة من خلال الحفاظ على سيطرة وقوة تصويت المساهمين القدامى، ومن ثم التقليل من احتمالات السيطرة الخارجية.

وفي المقابل هناك مجموعة من السلبيات للرافعة المالية إذا تمت في ظل عائد على الأصول أقل من تكلفة الاقتراض، وهي (Brigham & Ehrhardt, 2017):

أ. انخفاض العائد على حقوق المساهمين؛ نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من تكلفة الاقتراض.

ب. قد يؤدي التأخر في الوفاء بالالتزامات إلى إيذاء سمعة الشركة الائتمانية، والحد من قدرتها على الاقتراض.

ج. في فترات انخفاض التضخم يتم السداد بأموال قوتها الشرائية أقل من القوة الشرائية للأموال المقترضة.

د. احتمال تدخل الدائنين، وسيطرتهم على الشركة.

2-3 أثر الرافعة المالية على العوائد المالية

يظهر الأداء الاقتصادي للشركة ممثلاً بالعوائد العادية والعوائد غير العادية من خلال بعض المؤشرات والمقاييس المالية التي تعكس هذا الأداء، وتستخدم مقاييس العوائد المحاسبية في هذا المجال مثل العائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE والعائد على المبيعات ROS ومعدل دوران الأصول، وقد أجريت العديد من الدراسات التي اختبرت العلاقة بين الرفع المالي وربحية الشركة، وتوصلت هذه الدراسات إلى وجود علاقة عكسية بين ربحية الشركة وبين نسبة الدين (إجمالي الديون طويلة الأجل

إلى إجمالي الأصول)، وتظهر الآثار المالية للرفع المالي على أداء الشركات مع زيادة حجم التمويل بالدين، وتستخدم مقاييس العوائد المحاسبية كأساس ليعكس أثر الزيادة أو التخفيض في درجة الرفع المالي على أداء الشركة، وبشكل عام فإن نتائج التوسع في الرفع المالي تعتمد على قدرة إدارة الشركة على استغلال الأموال المقترضة، ويمكن تصنيف التوسع في الرفع المالي كما يلي (أسماء محمد، 2020):

أ. الرفع المالي الجيد: وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أكبر من تكلفة الاقتراض، مما يترتب عليه ارتفاع العائد للملاك وزيادة نسبة العائد على الأصول وحقوق الملكية.

ب. الرفع المالي المتوسط: وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة مساوياً لتكلفة الاقتراض، مما يترتب عليه عدم إحداث أي تغيير في العائد على الملاك وبقاء نسبة العائد على الأصول وحقوق الملكية كما هي دون تغيير.

ج. الرفع المالي العكسي: وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أقل من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه انخفاض معدل العائد على الأصول وانخفاض معدل العائد على حقوق الملكية.

2-4 ماهية إدارة الأرباح

ظهرت العديد من التعريفات في الأدب المحاسبي المعاصر لإدارة الأرباح تكاد تتفق في مضمونها على أن إدارة الأرباح تتمثل في استخدام ممارسات احتيالية للتأثير على نتائج الأعمال في التقارير المالية للشركة وذلك لتحقيق أهداف موضوعة سلفاً من قبل الإدارة.

فقد عرفها مجلس الرقابة العامة الأمريكي (PCAOB, 2000) Public Company Accounting Oversight Board "بأنها عبارة عن ممارسات وأفعال قانونية وغير قانونية تمارسها إدارة الشركة بهدف التأثير على الأرباح" (PCAOB, 2000)، ويرى (Healy & Wahlen, 1999) إدارة الأرباح بأنها "قيام المديرين بإدارة الأرباح من خلال كلٍ من حرية الحكم الشخصي في عملية إعداد التقارير المالية، وهيكلة الصفقات التجارية من أجل تغيير مضمون التقارير المالية؛ وذلك بغرض تضليل بعض الأطراف أصحاب المصالح عن الأداء الاقتصادي الحالي للشركة، ومن أجل التأثير على المخرجات التعاقدية التي تعتمد على الأرقام المحاسبية الواردة في التقارير المالية المنشورة، مثل معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية"، بينما يرى (Bhundia, 2012) بأنها اتخاذ خطوات متعمدة ضمن المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً لجعل الأرباح المعلن عنها مطابقة لتلك المرغوبة، ويرى الباحث أنه من خلال التعريفات السابقة يمكن استنتاج أن إدارة الأرباح عبارة عن خطوات تتم من قبل الإدارة للتأثير على ربحية الشركة؛

وذلك لتضليل أصحاب المصالح عن الأداء الاقتصادي الحقيقي للشركة، وتحقيق أهداف تخدم مصالح الإدارة.

2-5 دوافع إدارة الأرباح

يقود السلوك الإنساني مجموعة من الدوافع بغض النظر عن كون هذا السلوك أخلاقي أو غير أخلاقي، استناداً على ذلك يتولد لدى المديرين العديد من الدوافع والحوافز للقيام بممارسات إدارة الأرباح، وترجع دوافع إدارة الأرباح عادة إلى دوافع تعاقدية، ودوافع تتعلق بسوق المال، ودوافع تتعلق بالتشريعات التنظيمية، وتتلخص فيما يلي:

2-5-1 دوافع تعاقدية Contracts Motivation

تستخدم الأرقام المحاسبية في بعض الأحيان للمساعدة في صياغة مجموعة من تعاقدات الشركة مع أصحاب المصالح، ويمكن أن يؤدي ذلك لإيجاد دافعاً لدى المديرين للتلاعب في الأرباح بغرض إتمام التعاقد بالشكل الذي يحقق أهداف هؤلاء المديرين، وقد ركزت معظم الدراسات على ثلاث أنواع من التعاقدات كما يلي (حميدة محمد، 2012):

1. عقود مكافآت المديرين Managers Rewards contracts: أشارت دراسة (Watts &

Zimmerman, 1978) في تقديمها للنظرية الإيجابية في المحاسبة إلى أن هناك ثلاث فرضيات لتفسير إدارة الأرباح تتمثل في: فرضية المكافآت، وفرضية عقود الدين، وفرضية عقود العمل، وفيما يتعلق بفرضية المكافآت؛ فقد أشارت الدراسة إلى حرية اختيار المديرين بين السياسات المحاسبية المتاحة في إدارة خطط المكافآت، حيث يحصل المديرين على مرتب ثابت ونسبة من صافي الربح كمكافأة، وبالتالي قد يلجأ المديرين إلى اختيار مجموعة من السياسات المحاسبية التي تؤدي إلى تعظيم الأرباح بغرض تعظيم مكافآتهم، كما أسفرت نتائج دراسة (Healy, 1985) أن المديرين يقومون بإدارة الأرباح عن طريق تخفيضها وذلك عندما تكون خطط مكافآتهم قد وصلت إلى الحدود العليا، والعكس صحيح حيث أنهم يقومون بإدارة الأرباح عن طريق زيادتها عندما لاتصل خطط مكافآتهم إلى الحدود القصوى.

2. عقود الدين Debt Covenant: عادة ما تعتمد اتفاقيات الدين التي تقوم بها الشركة وتظهرها في

القوائم المالية على أساس قيود وشروط تلزم الشركة كطرف مدين بعدم القيام بأي إجراءات تؤدي لزيادة المخاطر التي يتحملها المقرض أو الطرف الدائن، وقد تزيد هذه القيود والضوابط طبقاً لحالة الشركة وظروفها، حيث تمثل اتفاقيات الديون تعهد على الإدارة يتضمن فرض قيود على تصرفاتها، كتحديد

حد أعلى لتوزيع الأرباح ونسب المديونية، والتي تحد من قدرة الشركة على الاقتراض، كما قد تتضمن تلك العقود مجموعة من الشروط، وعند مخالفة هذه الشروط قد يتم إنهاء التعاقد وتوقيع جزاءات على الشركة، ووجود هذه الشروط في اتفاقيات الديون يولد الدافع لدى المديرين للتلاعب في الأرباح بغرض تجنب مخالفة هذه الاتفاقات (مجد سعيد، 2004)، كما قدمت دراسة (Beatty & Waber, 2003) دليلاً على تأثير عقود الدين على سياسات المقترضين المحاسبية، حيث تقوم الشركات المقترضة باستخدام الممارسات التي من شأنها زيادة الأرباح وذلك بصورة أكثر من تلك التي من شأنها العمل على تخفيض الأرباح.

3. عقود العمل Employment Contracts: تعد المعلومات المحاسبية المعلنة في القوائم المالية ذات أهمية كبيرة للعاملين والنقابات العمالية لمعرفة مستوى ربحية الشركة بهدف تحديد مستوى الأجور وقدرتها على دفعها، وتحسين المستوى الوظيفي للعاملين، ودفع مكافآت لهم، وجدير بالذكر إن الإدارة تميل إلى تخفيض النقابات بالأرباح للحفاظ على استقرارها؛ وذلك لمواجهة طلبات الموظفين المتمثلة في زيادة الأجور في حالة ارتفاع الدخل، أو تميل إدارة الشركة بتخفيض الدخل إلى مستويات متدنية إلا أن ذلك قد يؤدي إلى آثار سلبية تتمثل في انخفاض معنويات العاملين نتيجة زيادة احتمالات قيام الشركة بالاستغناء عنهم و/ أو تخفيض أجورهم بحجة الوضع الاقتصادي المتدهور للشركة؛ لذلك فإن الإدارة تهتم بالآثار المحتملة الناجمة عن ارتفاع أو انخفاض الدخل على العاملين (DeAngelo et al., 1994)، وفي سياق متصل توصلت دراسة (Mora & Sabater, 2008) إلى أن مديري الشركات يميلون أكثر إلى تخفيض الأرباح قبل الدخول في مفاوضات عقود أجور العمال لنقادي المطالبة بالزيادة في الأجور.

2-5-2 دوافع سوق المال Money Market Motives

يعتمد كلاً من المستثمر الحالي والمحتمل والمحلل المالي على صافي الربح المحاسبي والذي يعتبر مقياساً للأداء الاقتصادي للشركة واتخاذ القرارات الاستثمارية، والحكم على كفاءة هذه الاستثمارات من خلال قدرة تلك الأرباح في التنبؤ باستمرارها في المستقبل، وتفهم الإدارة لذلك يعتبر دافع لموائمة السياسات المحاسبية للحصول على مستويات أرباح لضمان مستوى مرتفع عن الأداء الاقتصادي (هشام سعيد، 2019)، ويمكن حصر هذه الدوافع في الآتي:

1. مقابلة توقعات المحللين الماليين Meet Financial Analysts Expectations: تسعى الإدارة للحفاظ على مستويات معينة للأرباح للحفاظ على الوضع السوقي للشركة، وذلك من خلال التأثير على سعر السهم في الأجل القصير، ومقابلة تنبؤات المحللين الماليين والمستثمرين الخاصة بالأرباح أو

التدفقات النقدية، للتأثير على أسعار الأسهم، والمحافظة على استقرار الدخل حيث يكون للسوق رد فعل سلبي تجاه تقلبات الأرباح (فاتن سيد، 2018).

2. التأثير على الأرباح قبل إصدار الأسهم: Impact on Earnings Before Issuing Shares

توصلت نتائج دراسة (Cohen & Zarowin, 2010) إلى قيام الشركات بإدارة الأرباح لزيادة الأرباح قبل القيام بإصدار أسهم جديدة (الثانوي) (Seasoned Equity Offerings (SEO)، وفي هذا الصدد أوضحت دراسة (DuCharme et al., 2001) أن الشركات التي تقوم بإصدار أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة (Initial Public Offering (IPO) يكون لديها فرصة جيدة لإدارة الأرباح؛ حيث لا يكون هناك سعر سوقي سابق للأسهم، وبالتالي تقوم بممارسات إدارة الأرباح لزيادة السعر الأولي للأسهم، كما يوجد نقص في المعلومات عن هذه الشركة، فيعتمد المستثمرون بشكل كبير على معلومات القوائم المالية، وبالتالي توجد فرصة لإدارة الأرباح لتعظيم عائد بيع الأسهم.

3. عروض حقوق الملكية الأولية Initial Equity Offers: تشكل عروض حقوق الملكية الأولية

دافعاً قوياً لإدارة الشركة لممارسة إدارة الأرباح، حيث تهدف الإدارة إلى التأثير على سعر السوقي للسهم عند حدوث عروض الأسهم من أجل رفع الأسعار السوقية لهذه الأسهم، فقد أشارت بعض الدراسات إلى أن هيكل رأس المال بالشركة يمكن أن يؤثر على اختيار الطرق المحاسبية بها، فعلى سبيل المثال الشركة التي لديها نسبة ديون على حق ملكية عالي تكون أكثر تقيداً بشروط الديون، بمعنى أن الشركة قد يكون لديها شروط ديون تمنعها من سداد أية توزيعات إذا انخفضت الأرباح المحتجزة بها عن مستوى معين (Teoh et al., 1998; Watts & Zimmerman, 1990).

2-5-3 دوافع التشريعات التنظيمية أو التكاليف السياسية & Regulatory Requirements

Political Costs

عرفت دراسة (علاء على، 2015) التكاليف السياسية بأنها كافة التكاليف التي تتحملها الشركات نتيجة التدخل الخارجي من الدولة بموجب قرارات سيادية أو إجراءات تنظيمية والتي من شأنها أن تؤثر سلباً على قيمة الشركة، كما أوضحت دراسة (صفوت مصطفى، 2012) أن الإجراءات التنظيمية أو القانونية التي تصدرها الجهات المنظمة بنشاط الشركة من العوامل التي لها علاقة بالتأثير المتعمد على ممارسة إدارة الأرباح بهدف تجنب مخالفة القوانين واللوائح والقواعد المنظمة بالنشاط، هذا وقد أشارت دراسة (Watts & Zimmerman, 1978) إلى أن الفرضية الثالثة لتفسير إدارة الأرباح هي التشريعات التنظيمية أو التكاليف السياسية، ووفقاً لهذه الفرضية فإن الوحدات الاقتصادية كبيرة الحجم تستخدم السياسات المحاسبية التي تؤدي إلى تخفيض صافي الربح حيث أن المزايا الناتجة عنه في شكل ووفورات ضريبية تزيد عن التكاليف

الإضافية التي تنتج من تعديل خطط المكافآت وتكاليف إنتاج المعلومات؛ كما أوضحت دراسة (محمد رضا، 2006) أن إدارة الشركة قد تستخدم إدارة الأرباح بهدف تخفيض الأرباح لتحمل عبء ضريبي أقل، أو تعظيم الأرباح في فترة الإعفاء الضريبي؛ وذلك لتحقيق استعادة من مزايا الإعفاء، أو تعظيم الخسائر، طالما كانت نتيجة النشاط خسارة يصعب تحويلها إلى أرباح، وذلك للاستفادة من مبدأ ترحيل خسائر في التشريع الضريبي.

2-6 مداخل إدارة الأرباح

يتم ممارسة إدارة الأرباح من خلال استغلال المرونة المتاحة في المعايير المحاسبية والأساليب المطبقة لمعالجة البيانات المالية، أو باستخدام قرارات مؤثرة من خلال المديرين تتعلق بزيادة وتعجيل عمليات البيع أو تخفيض النفقات الاختيارية من خلال توقيت الاعتراف بها، أو الإنتاج بمعدلات تزيد عن المستويات الإنتاجية المتوقعة والتلاعب بتكلفة الإنتاج خلال الفترة الحالية وتتمثل الأساليب المستخدمة لإدارة الأرباح في أسلوبين (هشام سعيد، 2019):

2-6-1 إدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات (AEM) Accruals Earnings Management

تحدث إدارة الأرباح على أساس الاستحقاقات داخل حدود المعايير المحاسبية المتعارف عليها؛ وذلك من خلال الاختيارات المسموح بها من بين الطرق المحاسبية والتقديرات المحاسبية (سماح طارق، 2021)، وترى دراسة (فاتن سيد، 2018) أن إدارة الأرباح بالاستحقاقات تعني: استغلال السلطة التقديرية الممكنة في المعايير المحاسبية وتوظيف الاختيارات المحاسبية لخدمة أهداف إدارية محددة، ويتم التأثير على صافي الربح المحاسبي على أساس الاستحقاق من خلال قيام الإدارة باستخدام الأساليب والتقديرات المحاسبية التي تسمح بها المعايير المحاسبية أو إمكانية الإدارة في المفاضلة والاختيار بين البدائل المحاسبية، وفي نفس السياق أشارت دراسة (Tulcanaza-Prieto, A., 2020) بأن إدارة الأرباح على أساس الاستحقاق تحدث عندما يقرر المديرين اختيار بين الطرق محاسبية و/أو تعديل في المعاملات المالية للقوائم المالية؛ لتحقيق الأرباح المطلوبة وأهداف إدارة الشركة، وبالتالي تتخذ هذه الممارسات في إدارة الأرباح عدة صور تتمثل في التقديرات المحاسبية، فيتجه المديرين إلى تقدير العديد من البنود في القوائم المالية والتي يكون لها تأثير جوهري، مثل تقدير الديون المشكوك فيها وتقدير المخصصات المختلفة وتقدير العمر الإنتاجي للأصول الثابتة، كما تسمح المعايير المحاسبية للإدارة بحرية اختيار الطرق والسياسات المحاسبية، مثل اختيار طريقة احتساب إهلاك الأصول الثابتة واختيار طريقة تسعير المخزون (سماح طارق، 2021).

وعلى الرغم من القبول التام لأساس الاستحقاق في إعداد البيانات المالية المنشورة كونه أكثر عدالة من الأساس النقدي في تحديد نتائج أعمال الشركة إلا أن ذلك لا يحول دون إساءة استخدام هذا الأساس من المديرين بقصد التلاعب في الأرقام المعلنة (فانتن سيد، 2018).

2-6-2 إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية (REM) Real Earnings Management

تعتمد إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية على رقم الربح من خلال التأثير على التدفقات النقدية خلال الفترة المالية، وذلك من خلال التحكم في هيكلية القرارات التشغيلية والتمويلية والاستثمارية لتحقيق رقم الربح المستهدف، فعدم إمكانية التلاعب في الربح المحصل بداخل التدفقات النقدية التشغيلية من خلال الممارسات المحاسبية لا يعني عدم إمكانية التأثير على الربح المحصل بداخل التدفقات النقدية التشغيلية، حيث يمكن تحقيق ذلك من خلال القرارات التشغيلية والتمويلية والاستثمارية وهو ما يعرف بإدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية، فهي لا تركز على التلاعب بالحسابات المالية، ولكن بدلاً عن ذلك تقوم بتغيير توقيت وهيكلية الصفقات التجارية الحقيقية وبالتالي التغيير في النتائج المالية (Ewert et al., 2005)، وقد عرفت دراسة (Roychowdhury, 2006) إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية بأنها "خروج أو انحراف الإدارة عن سير الأعمال العادية، بهدف تضليل بعض الأطراف أصحاب المصالح؛ وذلك بإظهار تقارير مالية تحقق أهدافهم، وهذا الخروج أو الانحراف لا يساهم بالضرورة في زيادة قيمة الشركة حتى وإن كانت أهداف الإدارة محققة في ضوء التقارير المالية"، هذا وقد أوضحت دراسة (Gunny, 2010) "إن إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية تحدث عندما يسيطر المديرون على الأحداث التي تؤثر على توقيت أو هيكلية القرارات التشغيلية أو الاستثمارية أو التمويلية في محاولة للتأثير على مخرجات النظام المحاسبي"، في حين عرفها أحد الباحثين بأنها "التغيير المتعمد من الإدارة في رقم الربح بشكل موضوعي من خلال ممارسات على الأنشطة داخل الشركة، سواء كانت المتعلقة بعمليات التشغيل أو الاستثمار دراسة (أحمد على، 2016).

استناداً إلى ما سبق يرى الباحث أن إدارة الأرباح الحقيقية هو تعديل في قرارات الأنشطة الحقيقية المتاحة لتحقيق توقعات الربحية والمحافظة على نمو واستقرار الشركة.

ويعرض الباحث فيما يلي أهم وسائل القيام بإدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية:

أولاً: الأنشطة التشغيلية Operational Activities: تتمثل الأنشطة التشغيلية التي يمكن للإدارة استخدامها لممارسة إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية فيما يلي:

1. **التأثير على المبيعات Sales Manipulation**: عرفت دراسة (Roychowdhury, 2006) المقصود بالتأثير على المبيعات بأنها "عبارة عن محاولة المديرين تحقيق زيادة مؤقتة في قيمة المبيعات عن طريق تقديم تخفيض وخصم على سعر البيع أو تقديم تسهيل في الشروط الائتمانية، وذلك خلال الفترة الحالية"، وتأسيساً على ذلك يعتبر التلاعب بالمبيعات إحدى الأدوات التي تستخدمها الإدارة لممارسة إدارة الأرباح، حيث أن الإدارة يمكنها اتخاذ العديد من القرارات التي تؤثر على حجم المبيعات الخاصة بالفترة، وذلك عن طريق مجموعة من الإجراءات التي تتخذها الإدارة للتحكم والتلاعب في عمليات البيع، وهي (دراسة (Cohen & Zarowin, 2010; Vorst, 2016): (أ) تقديم عروض تخفيضات الأسعار أو خصومات للأسعار Offering Price Discounts to Increase Sales، تمكن المديرين من رفع المبيعات إلى ذروتها أكثر قبل نهاية السنة المالية، حيث تقوم الشركة بتقديم تخفيضات في أسعار المنتجات، وتؤدي هذه التخفيضات إلى زيادة الإقبال على الشراء وبالتالي ارتفاع أو زيادة مبيعات الشركة نتيجة لهذه الخصومات، مما يزيد من مبيعات الفترة، ولن تقدر الشركة على تقديم مثل هذه الخصومات في السنة القادمة، وبالتالي تنخفض مبيعات السنة المقبلة، (ب) التساهل في شروط الائتمان More Lenient Credit Terms، حيث تقوم الشركة بإعطاء تسهيلات ائتمانية أكثر، مثل تخفيض أسعار الفائدة على المبيعات الآجلة، أو تقديم تخفيضات على عملية البيع العاجل، مما يزيد من المبيعات خلال هذه الفترة، كما أن الإدارة يمكنها تأجيل الاعتراف بالإيرادات التي تحققت في آخر الفترة للسنة الحالية إلى السنة التالية إذا أيقنت أن أرباح الفترة الحالية كافية للتقرير عنها، ويرى الباحث أن التلاعب بالمبيعات قد يؤدي إلى زيادة في ربح وإيرادات السنة الحالية بسبب زيادة قيمة المبيعات؛ إلا أن هذه الزيادة في المبيعات تُعد مؤقتة وتؤثر سلباً على الربح في الأجل الطويل للشركة.

2. **زيادة حجم الإنتاج Overproduction**: أشارت دراسة (Roychowdhury, 2006) إلى أنه يمكن لمديري الشركات إدارة الأرباح بزيادة حجم الأرباح من خلال زيادة حجم الإنتاج بدرجة قد تزيد عن حجم الوحدات المطلوبة؛ مع عدم زيادة التكاليف الثابتة، مما يترتب عليه انخفاض نصيب الوحدة من التكاليف الثابتة، وهذا الانخفاض لا يترتب عليه أي زيادة في هامش ربح الوحدة، وبالتالي انخفاض تكلفة البضاعة المباعة أو تكلفة المبيعات (Cost of Goods Sold–COGS)، وكذلك تحقيق مجمل ربح تشغيلي أفضل؛ لكن ذلك لا يتم بافتراض قيام المديرين بإدارة الأرباح من خلال زيادة الإنتاج في حالة ما إذا كان تخفيض تكلفة المبيعات يغطي تكاليف تخزين بضاعة آخر المدة التي سيتم الاعتراف بها خلال الفترة المالية، والتي تتضمن زيادة في حجم الإنتاج عن ما هو مطلوب أو متوقع.

وفي هذا المقام أوضحت دراسة (Roychowdhury, 2006) إلى أن استخدام تكاليف الإنتاج بدلاً من تكلفة البضاعة المباعة تساعد في اكتشاف التلاعب بالأنشطة الحقيقية من خلال:

أ. إن التلاعب بالاستحقاقات بتخفيض تكلفة البضاعة المباعة من خلال حساب البضاعة (مثل تأخير تخفيض بضاعة آخر المدة (Delaying write-offs of obsolete inventory) لا يؤثر على تكاليف الإنتاج، وبالتالي فإن تكاليف الإنتاج ستعكس بشكل أساسي الأنشطة الحقيقية للشركة.

ب. طريقة الوارد أولاً يصرف أولاً (First-In, First-Out) أو طريقة المتوسط المرجح تؤثر على تكلفة البضاعة المباعة لكن لا تؤثر على تكاليف الإنتاج.

ج. ويرى الباحث أن التلاعب باستخدام هذا الأسلوب قد يؤثر سلباً على ربحية الشركة في الأجل الطويل؛ ويرجع ذلك بسبب تأثير تكلفة المخزون في السنة التالية من سنة حدوث التلاعب.

1. زيادة أو تخفيض المصروفات الاختيارية **Discretionary Expenditures**: اعتبرت دراسة (Roychowdhury, 2006) المصروفات البيعية والإدارية (Selling, General & Administrative) مصروفات اختيارية لأنها غالباً تتضمن مصروفات اختيارية مثل تدريب الموظفين والصيانة والانتقالات وغيرها، كما أشارت الدراسة إلى أن المصروفات الاختيارية يتم دفعها خلال الفترة المالية التي تحدث خلالها، ويمكن للإدارة استخدامها في إدارة الأرباح من خلال تخفيضها في الفترة الحالية على أن تسد في الفترات التالية؛ خاصة وإن تأكد أنه لن يقابلها إيرادات مباشرة في الفترة الحالية.

ثانياً: الأنشطة الاستثمارية **Investing Activities**: يقوم المديرون بإدارة الأرباح بالأنشطة الاستثمارية بالتلاعب في توقيت بيع الأصول الثابتة أو الاستثمارات بما يحقق أهدافها ومصالحها، وتقدير الأرباح أو الخسائر المحققة من خلال الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية، كما يمكن للإدارة القيام بتأثيرات متعمدة على رقم صافي الربح من خلال التحكم في توقيت حدوث بعض الأنشطة الاستثمارية وتحقيق ربح عند انخفاض أرباح السنة الحالية عن أرباح السنوات السابقة، ويختار المديرون التلاعب في توقيت بيع الأصول طويلة الأجل للسيطرة على المكاسب الناتجة من عملية البيع والتأثير على الربح والتدفقات النقدية (هشام سعيد، 2019)، كما توصلت إحدى الدراسات إلى أن مديري الشركات اليابانية يلجئون إلى بيع الأصول الثابتة والأوراق المالية لزيادة الأرباح؛ وذلك عندما يكون الدخل الفعلي أقل من الدخل المتوقع (Herrmann et al., 2003)

ثالثاً: الأنشطة التمويلية **Financing Activities**: يمكن للمديرين استخدام أساليب إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية بالتلاعب في بعض الأنشطة التمويلية:

1. إعادة شراء الأسهم **Stock – Repurchases**: تتم عملية شراء الأسهم عن طريق تخفيض عدد الأسهم العادية (شراء أسهم خزينة) وثبات مجموع حقوق المساهمين وتخفيض عدد الأسهم المتداولة في البورصة؛ لزيادة نصيب السهم المتداول من العائد وتقوم الشركات بذلك عندما تواجه انخفاض السعر السوقي وربحية السهم وتلبية توقعات المحللين وللحفاظ على سمعتها في سوق رأس المال، وللحفاظ أيضاً على أسعار الأسهم أو زيادتها، ويتم ذلك في ظل الشركات التي لديها مرونة للسيطرة على الحجم والوقت (سمية باسم، 2012).

2. عقود مبادلة القروض بالأسهم **Debt – Equity Swaps**: تقوم الشركات باستخدام المشتقات المالية لحماية العمليات من التغيرات والتقلبات في أسعار العملات الأجنبية (المدينة والدائنة) وأسعار الفائدة، حيث تؤدي إلى تقلبات في التدفقات النقدية، وتقوم الشركة بعمل عقود مبادلة القروض المستحقة على الشركة بالأسهم العادية والتأثير على تكلفة خدمة الدين (فاتن سيد، 2018).

3. التوريق **Securitization**: تستخدم إدارة الشركة أرباح التوريق وتقدير الفوائد المحتجرة من العمليات واختيار توقيت عمليات التوريق كأنشطة تُستخدم لإدارة الأرباح الحقيقية، وكذلك من خلال توريق حسابات العملاء التي تم استبعادها من الدفاتر المحاسبية، ويتم الاعتراف بأرباح وخسائر التوريق في الدفاتر بما يحقق أهداف الإدارة، وكيفية تقييم الفوائد المحتجرة التي لا تنشأ من خلال تعاملات في أسواق حقيقية بل من خلال تقييم المديرين (فاتن سيد، 2018؛ مصطفى أحمد، 2017).

2-7 مبررات اعتماد المديرين على إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية

أشارت العديد من الدراسات إلى أنه يوجد العديد من الأسباب التي تزيد من رغبة المديرين في ممارسة إدارة الأرباح الحقيقية عن المستحقة وهي ما يلي: (Gunny, 2010; Cohen & Zarowin, 2010; Kim & Sohn, 2013; Alhadab et al., 2015)

1. إن بعض المديرين يفضلون إدارة الأرباح للأنشطة الحقيقية عن الاستحقاقات لأنهم يعتبرونها أقل تكلفة، علاوة على زيادة المخاطر المصاحبة لاستخدام الممارسات المحاسبية مما قد يعرض الشركة لتساؤلات من الجهات الرقابية، وتعرض الشركة لمخاطر قانونية تؤثر على سمعتها ونصيبيها السوقي (Caylor, 2010).

2. تحدث إدارة الأرباح على أساس الاستحقاق في نهاية الفترة المالية أو في نهاية كل ربع سنة، وفي المقابل يحدث التلاعب في الأنشطة الحقيقية في أي وقت خلال الفترة المالية، فعلى سبيل المثال إذا قرر المديرين إدارة الأرباح فقط باستخدام الاستحقاقات وكان المقدار الذي تم التلاعب به لم يصل إلى

الحد الذي يرغبون فيه، فقد يكون الوقت غير كافٍ خلال الفترة المتبقية من السنة للاستفادة من الإدارة الحقيقية للأرباح، ومن ثم عندما يكون العجز الموجود في نهاية الفترة أكبر من الاستحقاقات التي يمكن التلاعب بها، فهذا سوف يؤدي لاتجاه الأرباح إلى صفر مما يدفع المديرين لممارسة الإدارة الحقيقية للأرباح (Gunny, 2005).

3. تلجأ الإدارة إلى الإدارة الحقيقية للأرباح في حالة إحكام المعايير المحاسبية وانخفاض درجة مرونتها (Chi et al., 2011).

4. الإدارة الحقيقية للأرباح أقل عرضة للاكتشاف من قبل المراجعين، حين أن المستويات العالية من التلاعب في الاستحقاقات تكون أكثر عرضة لأن يتم اكتشافها من قبل المراجعين، ويرجع صعوبة اكتشاف ممارسات الإدارة الحقيقية للأرباح لعدة اعتبارات من

5. أهمها (Yu 2008; Baatour et al., 2017; Yang et al., 2010):

أ. أن الإدارة الحقيقية للأرباح تختص بالأنشطة نفسها وليس بطريقة تسجيلها، بينما إدارة الأرباح على أساس الاستحقاقات تتعلق بطرق تسجيل المعاملات وبالأساليب والطرق المحاسبية مما يسهل على المراجعين اكتشافها.

ب. تترك إدارة الأرباح الحقيقية تأثير مختلفاً على التدفقات النقدية، حيث نجد أن زيادة المبيعات الآجلة وزيادة الإنتاج يمكن أن تؤثر سلباً على التدفقات النقدية، وفي المقابل تخفيض النفقات الاختيارية يترك تأثيراً إيجابياً عليها.

ج. صعوبة التمييز بين قرارات الإدارة العليا بشأن الأحداث الاقتصادية وقراراتها بشأن إدارة الأرباح، فعلى سبيل المثال في حالة بيع جزء من معدات الشركة قد يكون السبب تحقيق مكاسب تؤدي إلى تعديل صافي الربح للوصول إلى الرقم المرغوب، وقد يكون السبب توفير التمويل اللازم لاستبدال هذا الجزء.

د. الإدارة الحقيقية للأرباح تقوم على أساس القرارات التشغيلية التي تخضع لرقابة الإدارة، بينما إدارة الأرباح على أساس الاستحقاقات تقوم على أساس المعالجات المحاسبية التي يقوم المراجع بفحصها؛ وبالتالي تخضع لرقابة المراجع الخارجي ومن ثم تكون نسبة اكتشافها أكبر من الإدارة الحقيقية للأرباح.

2-8 نماذج الكشف عن إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية

قدمت دراسة (Roychowdhury 2006) ثلاثة نماذج لتقدير المستويات العادية لكل من حساب التدفقات النقدية التشغيلية، وتكاليف الإنتاج، والمصروفات الاختيارية، وفيما يلي عرض لهذه النماذج:

2-8-1 نموذج التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية

قدمت دراسة (Roychowdhury, 2006) نموذج لتقدير مستوى التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية، وذلك من خلال معادلة خطية دالتها كلاً من المبيعات والتغير في المبيعات؛ حيث يفترض أن المبيعات تتحكم في أنشطة الأعمال الحقيقية، وكل متغيرات النموذج مرجحة بإجمالي الأصول في بداية العام، وفيما يلي النموذج:

$CFO_t / A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (I_t / A_{t-1}) + \beta_1 (S_t / A_{t-1}) + \beta_2 (\Delta S_t / A_{t-1}) + \varepsilon_t$	
CFO_t	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة في السنة (t).
A_{t-1}	حجم الأصول الثابتة في بداية الفترة.
S_t	مبيعات الشركة في السنة (t).
Δ S_t	التغير في مبيعات الشركة (i) في السنة (t).

وانتهت الدراسة إلى أن التأثير على المبيعات بالزيادة، وزيادة حجم الإنتاج، يؤثران بشكل سلبي على حجم التدفقات النقدية، وذلك لأن التأثير على المبيعات بالاتجاه نحو الزيادة، ليست زيادة وفقاً للمستويات الطبيعية، ولكنها نتيجة انخفاض سعر البيع دون وجود تخفيض مماثل في أسعار توريد الخامات، مما يؤثر بالسلب على حجم التدفقات النقدية التشغيلية، أما بالنسبة لزيادة حجم الإنتاج فيترتب عليه انخفاضاً في تكلفة الوحدة الكلية نتيجة انخفاض نصيب الوحدة من التكاليف الثابتة، إلا أنه مع زيادة حجم الإنتاج وزيادة التكاليف المتغيرة عن المستويات الطبيعية أو عن حجم الإنتاج المتوقع، ترتفع التكلفة الكلية للإنتاج مما ينعكس سلباً على حجم التدفقات النقدية التشغيلية، هذا وقد أشارت الدراسة أيضاً إلى أن تخفيض المصروفات الاختيارية يكون له تأثيراً إيجابياً على حجم التدفقات النقدية التشغيلية، وذلك على أساس أن سداد هذه المصروفات يتم في نفس سنة تحققها، وبالتالي فإن تخفيض هذه المصروفات سيؤثر بالإيجاب على التدفقات النقدية التشغيلية.

2-8-2 نموذج تكاليف الإنتاج غير العادية

قدمت الدراسة أيضاً نموذجاً لتقدير مستوى تكاليف الإنتاج غير العادية، وهو (Roychowdhury, 2006):

$PROD_t / A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (I_t / A_{t-1}) + \beta_1 (S_t / A_{t-1}) + \beta_2 (\Delta S_t / A_{t-1}) + \beta_3 (\Delta S_t / A_{t-1}) + \varepsilon_t$	
PROD_t	تكاليف الإنتاج يتم حسابها كالتالي: تكلفة البضاعة المباعة (COGS _t) في السنة (t) (+) التغير في المخزون (INV _t).

وتوصلت إلى أن الزيادة في الإنتاج تكون سبب في زيادة حجم الأرباح؛ على أساس أن الزيادة في حجم الإنتاج عن ما هو متوقع، يترتب عليها زيادة في رصيد المخزون عن المستويات العادية أو الطبيعية نتيجة عدم التصرف في كل الكمية المنتجة، مما يترتب عليه تخفيض تكلفة البضاعة المباعة، ومن ثم زيادة الأرباح.

2-8-3 نموذج المصروفات الاختيارية غير العادية

وأخيراً قدمت الدراسة نموذجاً لتقدير مستوى المصروفات الاختيارية غير العادية، وهو (Roychowdhury, 2006):

$$DISEXPt / At-1 = \alpha_0 + \alpha_1 (It / At-1) + \beta (St / At-1) + \epsilon t$$

تمثل المصروفات الاختيارية وهي: مجموع كل من مصروفات البحوث والتطوير ومصروفات الإعلان والمصروفات البيعية والإدارية.

DISEXPt

وخلصت الدراسة إلى أن المصروفات الاختيارية الفعلية أو المعلن عنها قيمتها أقل من قيمة المصروفات الاختيارية المقدرة، مما يعني زيادة الأرباح عن طريق تخفيض المصروفات الاختيارية.

2-9 نشأة ومفهوم ومؤشرات القيود المالية للشركات

يتناول هذا الجزء من الدراسة نشأة ومفهوم القيود المالية، والتعرف على المؤشرات الدالة على احتمالية وجود قيود مالية للشركات.

2-9-1 نشأة القيود المالية للشركات

ترجع نشأة القيود المالية للشركات إلى عدم واقعية الافتراض الذي نصت عليه نظرية (Miller & 1958) (Modigliani) بشأن مثالية أسواق رأس المال بالشكل الذي يمكن الشركات من الحصول على التمويل اللازم لها من مصادر التمويل الخارجي وقت الحاجة إليه، إلا أنه في ظل عدم واقعية ذلك الافتراض - بسبب ما قد تعاني منه أسواق رأس المال في الواقع العملي من معوقات تتمثل في وجود تكاليف للمعاملات وعمولات للوساطة وذلك إلى جانب عدم تماثل المعلومات - قد تنشأ القيود المالية للشركات (Opler et al., 1999).

وقد أشارت دراسة (Gautam et al., 2014) إلى أن القيود المالية للشركات قد تنشأ بشكل غير رئيسي بسبب حالة عدم تماثل المعلومات، وما قد يترتب عليها من ارتفاع من مشاكل الوكالة الخاصة بالاختيار العكسي والمخاطر الأخلاقية؛ حيث يتوقع أن تواجه الشركات في ظل مشاكل الوكالة ارتفاعاً في تكلفة التمويل الخارجي نظراً لعدم توافر معلومات كاملة لدى المستثمرين عن قيمة الشركة، بما قد يجعلهم غير

متأكدين من مدى قدرة الشركة على استغلال ما لديها من أموال، خاصة في حالة إقبال المدراء على تنفيذ المزيد من الاستثمارات ذات المخاطر المرتفعة كلما توفرت لديهم المزيد من التدفقات النقدية الداخلية بشكل الذي ينبئ عن تعرض تلك الشركات لقيود مالية كنتيجة منطقية لمطالبة المستثمرين الحصول على علاوة لشراء أسهم الشركة بهدف تعويضهم عن الخسائر المتوقعة والمرتبطة بتمويل تلك الشركات ذات المخاطر المرتفعة.

2-9-2 مفهوم القيود المالية للشركات

عرفت دراسة (Kaplan & Zingales, 1997) القيود المالية للشركات بأنها المعوقات الناشئة بسبب القيود التمويلية أو عدم القدرة على الحصول على التمويل اللازم لها من مصادر خارجية سواء من خلال الاقتراض أو إصدار أدوات حقوق ملكية ومن ثم قد تمتنع تلك المعوقات الشركات من تمويل الفرص الاستثمارية المربحة ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وبالتالي تعرف الشركات الأكثر تقييداً مالياً على أنها تلك الشركات التي يزداد بها الفرق بين تكلفة التمويل من المصادر الداخلية والمصادر الخارجية.

كما اتفقت دراسة كلا من (Alrashidi, et al., 2021; Benjamin, 2019; Matozza, et al., 2020) حول تعريف الشركات المقيدة مالياً على أنها مجموعة من العقبات التي تتعرض لها الشركة والتي تحد من قدرتها على الاقتراض وإصدار السندات، وتحد من قدرتها على توفير السيولة المالية اللازمة للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة لديها، وهو ما يؤدي إلى انخفاض معدلات الاستثمار والنمو ومعدلات الأداء التشغيلي لتلك الشركات؛ وبالتالي يزيد من إمكانية مواجهة تلك الشركات لأزمات ومخاطر مالية واقتصادية قد تؤدي إلى انخفاض مستويات الإنفاق المتعلقة بأنشطة البحث والتطوير والاستثمار في نظم تكنولوجيا المعلومات، فضلاً عن توافر الدافع لدى تلك الشركات للقيام بممارسات إدارة الأرباح كمحاولة لإخفاء الوضع المالي الحقيقي للشركة، وبالتالي يمكن النظر إلى القيود المالية على أنها بمثابة انحراف مستوى الاستثمار الفعلي للشركة عن المستوى الأمثل للاستثمار .

وفي نفس السياق قدمت دراسة (Pál et al., 2010) تصنيفاً مقترحاً لإمكانية التمييز بين الشركات غير المقيدة مالياً عن كل من الشركات المقيدة مالياً بشكل مطلق والشركات المقيدة مالياً بشكل نسبي، وتتلخص الفكرة الأساسية للتصنيف المقترح في أن الشركات إذا واجهت فجوات تمويلية* فإنها ستحتاج إلى البحث عن مصادر أخرى للتمويل إلى جانب التدفقات النقدية الحالية، وتعتبر الشركات غير المقيدة مالياً عندما

* تعرف الفجوة التمويلية: بأنها الفرق بين الاستثمار في الأصول الثابتة والتدفقات النقدية، كما ينبغي تبني مفهوم أوسع لفجوة التمويل وذلك من خلال مراعاة صافي الزيادة في رأس المال العامل وذلك باعتباره جزء من الاستثمار؛ حيث أن الشركات قد تستثمر أيضاً في المخزون وحسابات المدينين.

تواجه شروط تمويل خارجية مواتية أي يمكنها أن تزيد من الرافعة المالية كلما دعت الحاجة وذلك مع تحمل تكاليف تمويل منخفضة، ومن ثم يتوقع أن ينخفض الطلب على الديون المالية وذلك مع زيادة تكلفتها، بينما تميل الشركات التي يمكنها الحصول على ائتمان مرتفع التكلفة فقط إلى استخدام تمويل خارجي أقل مقارنة بالشركات غير المقيدة؛ لذا تصنف تلك الشركات على أنها مقيدة نسبياً، وأخيراً تعد الشركات مقيدة مالياً بشكل مطلق وذلك عندما لا يمكنها أن تحصل على أي ائتمان أو رأس مال إضافي من سوق الأسهم، وذلك على الرغم من وجود فجوة تمويلية لديها، ومن ثم تحتاج هذه الشركات إلى استخدام المدخرات النقدية من الفترات السابقة أو تصفية الأصول المتداولة كمصدر إضافي للتمويل.

وعلى الرغم من اتفاق معظم الدراسات السابقة حول مفهوم نظري محدد للقيود المالية للشركات إلا أنها اعتمدت على مقاييس إجرائية متعددة للتعبير عن تلك القيود المالية وذلك بحجة أن القيود المالية للشركات يصعب ملاحظاتها بشكل مباشر، ومن أهم هذه المؤشرات ما يلي:

أ. **حجم الشركة:** يمكن الاعتماد على حجم الشركة كمؤشر للشركات المقيدة مالياً، فالشركات صغيرة الحجم غالباً ما تكون أكثر عرضه لان تكون مقيدة مالياً والعكس صحيح في حالة الشركات كبيرة الحجم، ويمكن القول أن العلاقة بين حجم الشركة والقيود المالية التي تواجهها هي علاقة عكسية، فالشركات الكبيرة تتمتع بسهولة حصولها على التمويل الخارجي والداخلي أيضاً، وذلك مقارنة بالشركات الصغيرة ولذلك تزيد القيود المالية التي تواجهها، فالشركات الصغيرة غالباً ما تكون حديثة النشأة وخبرتها محدودة، كما أنها تملك ضمانات قليلة تجاه مقرضها مما يزيد من القيود المالية لها وصعوبة حصولها على التمويل الخارجي اللازم لها، لذلك يعتبر حجم الشركة متغيراً على قدر كبير من الأهمية لتحديد إذا كانت الشركة مقيدة مالياً أم لا، وعلى ذلك تم قياس القيود التي تواجه الشركة في الدراسة الحالية باستخدام حجم الشركة فإذا قل حجم الشركة مقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول عن متوسطه فإن الشركة تعتبر صغيرة وتعرض لقيود مالية وتعطي القيمة (1)، وتأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك et (Mansali al., 2019; Liu, 2018).

ب. **مؤشر (KZ-Index):** يعتمد هذا النموذج على مؤشر بمثابة مزيج خطي يتكون من خمسة نسب محاسبية وهي: (Boubaker et al., 2020; Alrashidi et al., 2021). ويمكن توضيح معادلة مؤشر (FC - KZ- index) من خلال التالي:

FC-KZ = -1,002 CF_{IT} / TA_{IT-1} - 39,638 DIV_{IT}/ TA_{IT-1} -1,315 CA_{IT} /TA_{IT-1} + 3,139 Lev_{i,t} + 0,283 Q_{it}.	
وتشير المعادلة السابقة إلى أنه كلما زادت قيمة FC-KZ فإن ذلك يعني أن الشركة مقيدة مالياً.	
نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة (i) في الفترة (t) إلى إجمالي الأصول للشركة (i) في الفترة السابقة (t-1)، وترتبط هذه النسبة عكسياً بالقيود المالية للشركة.	CF_{IT} / TA_{IT-1}
نسبة التوزيعات النقدية للشركة (i) في الفترة (t) إلى إجمالي الأصول للشركة (i) في الفترة السابقة (t-1)، وترتبط هذه النسبة عكسياً بالقيود المالية للشركة.	DIV_{IT}/ TA_{IT-1}
نسبة إجمالي رصيد النقدية وما في حكمها للشركة (i) في الفترة (t) إلى إجمالي الأصول للشركة (i) في الفترة السابقة (t-1)، وترتبط هذه النسبة عكسياً بالقيود المالية للشركة.	CA_{IT} /TA_{IT-1}
تعني درجة الرفع المالي، وهي نسبة إجمالي الالتزامات للشركة (i) في الفترة (t) إلى إجمالي الأصول للشركة (i) في الفترة (t)، وترتبط هذه النسبة طردياً بالقيود المالية للشركات.	Lev_{i,t}
وهي مقياس Tobins Q، وتمثل نسبة مجموع القيم السوقية للأسهم العادية والممتازة والقيمة العادلة لإجمالي الديون للشركة (i) في الفترة (t) مقسوماً على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول للشركة (i) في الفترة (t) وترتبط هذه النسبة طردياً بالقيود المالية للشركات.	Q_{it}

3- الدراسات السابقة وبناء الفروض

يتناول هذا الجزء من البحث الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الرافعة المالية وإدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية وأثر القيود المالية على هذه العلاقة، بما يمكن من اشتقاق الفروض، وعلى الرغم من وجود عدد كبير من الدراسات السابقة التي تناولت أثر الرافعة المالية على أسلوب إدارة الأرباح سواء إدارة الأرباح الحقيقية أو المستحقة (حميدة محمد 2020; Ardison; 2020; Park Vakilifard et al., 2021; Anagnostopoulou & Tsekrekos 2017; Hoang & Phung 2019; Tulcanaza- 2016; Prieto 2020; Mendoza et al., 2020; فإن الدراسات السابقة التي تناولت تأثير الرافعة المالية على إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات كانت محدودة للغاية.

هدفت دراسة (Ardison et al., 2012) إلى دراسة تحليل العلاقة بين نسبة الرافعة المالية وقرار المديرين لإدارة الأرباح في الشركات البرازيلية، وقد تم التطبيق على الشركات المسجلة في بورصة BM & FBovespa خلال الفترة من 1994م إلى 2011م، بإجمالي مشاهدات بلغت 3725 مشاهدة، ولتحديد العلاقة بين نسبة الرافعة المالية وقرار المديرين لإدارة الأرباح استخدمت الدراسة ثلاثة نماذج لإدارة الأرباح: (Sivaramakrishnan (1995), Sloan & Sweeney (1995), Jones (1991)، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين نسبة الرافعة المالية وإدارة الأرباح المستحقة والحقيقية.

وهدفت دراسة (Vakilifard et al., 2016) إلى دراسة ما إذا كانت الرافعة المالية تؤدي إلى اللجوء إلى إدارة الأرباح الحقيقية بدلاً من إدارة الأرباح المستحقة، وتم التطبيق على عينة مكونة من 118 شركة إيرانية خلال الفترة من 2008م إلى 2013م، بإجمالي مشاهدات بلغت 708 مشاهدة، واستخدمت الدراسة منهجية (Roychowdhury (2006) لقياس إدارة الأرباح الحقيقية، ونموذج Modified Jones model (1991) لقياس الأرباح المستحقة، وتوصلت إلى أن المديرين يميلون إلى الانخراط في إدارة الأرباح الحقيقية أكثر من إدارة الأرباح على أساس الاستحقاق بمجرد زيادة الرافعة المالية، كما أشارت النتائج إلى أن التركيز فقط على إدارة الأرباح على أساس الاستحقاق يقلل من إجمالي أنشطة إدارة الأرباح.

وهدفت دراسة (Park (2016) إلى دراسة أثر الديون قصيرة الأجل على كل من أسلوب إدارة الأرباح (الحقيقية والمستحقة)، مع قياس الديون قصيرة الأجل من خلال عدة متغيرات تمثلت في إجمالي الالتزامات المتداولة، والديون ضمن الالتزامات المتداولة، والقروض قصيرة الأجل، كما استخدمت الدراسة نموذج (Dechow et al., (1995) & Kothari et al., (2005) لقياس الأرباح المستحقة، ونموذج (Roychowdhury (2006) لقياس الأرباح الحقيقية، وتم التطبيق على عينة مكونة من 1146 مشاهدة من الشركات الأمريكية غير المالية خلال الفترة من 2004 حتى 2011، وتوصلت الدراسة إلى أن متغير الديون ضمن الالتزامات المتداولة هو الوحيد الذي له تأثير معنوي على إدارة الأرباح المستحقة، وإن متغير القروض قصيرة الأجل هو الوحيد الذي له تأثير معنوي على إدارة الأرباح الحقيقية.

وهدفت دراسة (Anagnostopoulou & Tsekrekos, (2017) إلى مناقشة أثر الرافعة المالية على عملية المفاضلة بين أسلوب إدارة الأرباح، وتم التطبيق على عينة مكونة من 9855 مشاهدة من الشركات الأمريكية التي يشتهر في ممارستها لإدارة الأرباح خلال الفترة من 1990 حتى 2009 والتي تم اختيارها من بين 95160 مشاهدة باستخدام منهجية (Hausman (1978)، وتوصلت الدراسة إلى أن مستويات الرافعة المالية (والزيادة في هذه المستويات) تؤثر إيجابياً وجوهرياً على إدارة الأرباح الحقيقية التي تزيد الدخل، وعدم وجود تأثير جوهري لها على إدارة الأرباح المستحقة، كما أشارت النتائج إلى أنه مع المستويات العالية جداً من الرافعة المالية تستخدم الشركات كلا الأسلوبين لتحقيق الأرباح المستهدفة.

وهدفت دراسة (Hoang & Phung (2019) إلى دراسة أثر الرافعة المالية على شكل ومدى إدارة الأرباح، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 241 شركة فيتنامية خلال الفترة من 2010م حتى 2016م بإجمالي مشاهدات بلغ 1687 مشاهدة، واستخدمت الدراسة نموذج (Jones, 1991) modified Jones model لقياس الأرباح المستحقة، ومنهجية (Roychowdhury (2006) لقياس الأرباح الحقيقية، وتوصلت الدراسة

إلى وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية وإدارة الأرباح بما يتفق مع فرض الرقابة، وكذلك تفضيل للتلاعب في الأنشطة الحقيقية عن إدارة الأرباح على أساس الاستحقاق عند ارتفاع الرافعة المالية.

واستهدفت دراسة (Tulcanaza–Prieto, (2020) قياس أثر الرافعة المالية على إدارة الأرباح الحقيقية في الشركات غير المالية الكورية من عام 2010م إلى عام 2018م، وبالتطبيق على عينة مكونة من 6207 مشاهدة، واستخدمت الدراسة نموذج (Roychowdhury (2006 لقياس التلاعب في أنشطة الأرباح الحقيقية، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة وجوهية بين الرافعة المالية وإدارة الأرباح الحقيقية في الشركات غير القانونية مقارنة بالشركات القانونية، كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات غير القانونية من المرجح أن تقوم بأنشطة إدارة أرباح حقيقية من خلال زيادة الخصومات على الأسعار وتخفيض المصروفات الاختيارية وزيادة في الإنتاج أو المخزون.

وهدفت دراسة (Mendoza et al., (2020 إلى قياس أثر هيكل التمويل ممثلاً بالرافعة المالية على ممارسات إدارة الأرباح في الشركات الأمريكية، باستخدام طريقة اللحظات المعممة^(*) ونموذج (Arellano & Bover (1995) وبالتطبيق على 983 شركة من عام 1995م وحتى 2017م، توصلت الدراسة إلى أن الرافعة المالية والديون قصيرة الأجل تؤثر سلبياً على ممارسات الأسواق الناشئة لإدارة الأرباح، وأن التطبيق الإلزامي للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية يقلل من ممارسات هذه الشركات لإدارة الأرباح.

وهدفت دراسة حميدة محمد، (2020) إلى قياس أثر الرافعة المالية على المفاضلة بين إدارة الأرباح الحقيقية وإدارة الأرباح المستحقة، وذلك بالتطبيق على بيانات 140 شركة سعودية غير مالية خلال الفترة من 2003م حتى 2019م، بإجمالي مشاهدات بلغ 1872 مشاهدة، وقد اعتمدت الدراسة على نموذج (Kothari et al. (2005 لقياس إدارة الأرباح على أساس الاستحقاق، ومنهجية دراسة (Roychowdhury (2006 لقياس إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية، وتوصلت إلى أن الرافعة المالية أدت إلى زيادة الاعتماد على إدارة الأرباح المستحقة وتقليل الاعتماد على إدارة الأرباح الحقيقية، كما أن الشركات السعودية تستخدم كلا الأسلوبين بشكل استبدالي.

* (Generalized Method of Moments) (GMM) طريقة عامة لتقدير المعلمات في النماذج الإحصائية، وعادة يتم تطبيقها في سياق نماذج شبه معلمة، حيث تكون معلمة الفائدة ذات أبعاد محدودة، في حين أن الشكل الكامل لوظيفة توزيع البيانات قد لا يكون معروفاً، وبالتالي أقصى تقدير احتمال لا يمكن تطبيقه، وتتطلب الطريقة أن عددًا معينًا من شروط اللحظة أن يكون محددًا للنموذج.

وهدفت دراسة (Hussain et al., 2022) إلى قياس أثر الرافعة المالية على العلاقة بين إدارة الأرباح الحقيقية وبين القيود المالية للشركات الصينية، وذلك بالتطبيق على 3250 شركة صينية غير مالية لفترة زمنية تمتد من عام 2009 إلى عام 2018، وقد قسمت الدراسة الرافعة المالية إلى رافعة مالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل وإجمالية، وقد اعتمدت الدراسة على نموذج (Roychowdhury 2006) لقياس إدارة الأرباح الحقيقية، كما استخدمت مؤشر (Kaplan & Zingal 1997) لتصنيف الشركات إلى شركات مقيدة ماليًا وغير مقيدة ماليًا، وتوصلت إلى أن الرافعة المالية الإجمالية تؤثر على إدارة الأرباح الحقيقية إيجابياً، وأن الرافعة المالية قصيرة الأجل لها تأثيراً أكثر وضوحاً بالمقارنة بالرافعة المالية طويلة الأجل على سلوك المديرين الانتهازي تجاه استخدام إدارة الأرباح الحقيقية، وأن الرافعة المالية الإجمالية أعلى (أقل) على ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية في الشركات غير المقيدة ماليًا (المقيدة ماليًا)، وأن الرافعة المالية قصيرة الأجل على ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية مقارنة بالرافعة المالية طويلة الأجل ضعيف أيضاً في الشركات المقيدة ماليًا.

في ضوء ما سبق يتضح أنه اتفقت كلاً من دراسة (حميدة، 2020; 2012; Ardison, 2020; Vakilifard, 2017; Anagnostopoulou, 2019; Hoang & Phung, 2016) على هدف مشترك وهو قياس أثر الرافعة المالية الإجمالية على عملية المفاضلة بين أسلوب إدارة الأرباح، بينما ركزت دراسة (Hussain et al., 2022) تفصيلاً على الجوانب المتعلقة بتقسيم الرافعة المالية إلى رافعة مالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل وإجمالية وأثرها على إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية، في حين اهتمت دراسة (Mendoza el al., 2020; Park, 2016) في قياس أثر الرافعة المالية قصيرة الأجل فقط على أسلوب إدارة الأرباح.

وفي نفس السياق هناك ندرة للدراسات السابقة التي ركزت على العلاقة التفاعلية بين الرافعة المالية وإدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية والقيود المالية للشركات، ويتوقع الباحث أن الرافعة المالية (الإجمالية و/أو قصيرة الأجل و/أو طويلة الأجل) سوف يكون لها دور في إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات، ومن ثم يمكن صياغة الفروض التالية للدراسة وهي:

الفرض الأول (H₁): توجد علاقة معنوية بين الرافعة المالية الإجمالية وبين إدارة الأرباح الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات.

الفرض الثاني (H₂): توجد علاقة معنوية بين الرافعة المالية طويلة الأجل وبين إدارة الأرباح الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات.

الفرض الثالث (H₃): توجد علاقة معنوية بين الرافعة المالية قصيرة الأجل وبين إدارة الأرباح الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات.

الفرض الرابع (H₄): توجد علاقة معنوية بين الرافعة المالية الإجمالية وبين إدارة الأرباح الحقيقية في ظل عدم وجود القيود المالية للشركات.

الفرض الخامس (H₅): توجد علاقة معنوية بين الرافعة المالية طويلة الأجل وبين إدارة الأرباح الحقيقية في ظل عدم وجود القيود المالية للشركات.

الفرض السادس (H₆): توجد علاقة معنوية بين الرافعة المالية قصيرة الأجل وبين إدارة الأرباح الحقيقية في ظل عدم وجود القيود المالية للشركات.

4- منهجية الدراسة

4-1 مجتمع وعينة الدراسة ومصادر البيانات

تمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة المسجلة في بورصة الأوراق المصرية، وذلك خلال الفترة من 2010م حتى عام 2021م، وهي سلسلة زمنية طويلة نوعاً ما بشكل يسهم في زيادة دقة النتائج التي يتم الوصول إليها، كما بلغ عدد الشركات المسجلة في البورصة عام 2021م عدد 197 شركة، وقد قام الباحث باستبعاد بعض الشركات وفقاً لبعض المحددات الآتية:

1. الشركات الموجودة في القطاعات المالية والبنوك لما لها من طبيعة خاصة، وقواعد خاصة بتنظيم رؤوس الأموال هذه الشركات (وقد بلغ عدد هذه الشركات 27 شركة في قطاع الخدمات المالية، 11 بنك في قطاع البنوك).

2. الشركات التي لا تتوافر لها البيانات اللازمة والكافية لإجراء الدراسة التطبيقية، وقد بلغ عدد هذه الشركات 28 شركة.

وبهذا تكون عينة الدراسة النهائية عبارة عن 131 شركة، ممثلة في 16 قطاع، وقد شملت العينة النهائية 1194 مشاهدة خلال فترة الدراسة، ويمكن توضيح ذلك في الجدول التالي:

جدول 1: عدد شركات عينة الدراسة

النسبة	عدد الشركات	بيان
100%	197	إجمالي عدد الشركات المقيمة في البورصة المصرية
19%	(38)	(-) عدد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية الأخرى بخلاف البنوك
14%	(28)	(-) عدد الشركات التي لم يتوافر لها بيانات
66%	131	عدد الشركات في العينة النهائية

المصدر: من إعداد الباحث

وقد تم الحصول على البيانات المالية من خلال الاعتماد على العديد من المصادر وهي:

1. القوائم المالية المنشورة للشركات محل الدراسة والمتاحة على موقع مباشر مصر⁽¹⁾، والموقع الرسمي للبورصة المصرية⁽²⁾، والموقع الرسمي للشركات محل الدراسة.
2. قاعدة بيانات طومسون رويترز (Thomson Reuters / Refinitiv) من أجل الوصول إلى بيانات القوائم المالية والبيانات الخاصة بأسعار الأسهم للشركات محل الدراسة.

ويوضح جدول التالي رقم (2) توزيع عينة الدراسة على أساس قطاعات السوق كما يلي:

جدول 2: عينة الدراسة على أساس قطاعات السوق

م	القطاعات	عدد الشركات	عدد المشاهدات	النسبة المئوية للقطاع داخل العينة
1	قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ	23	221	18.51%
2	قطاع الاتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات	3	30	2.51%
3	قطاع التجار والموزعون	4	37	3.1%
4	قطاع خدمات النقل والشحن	4	40	3.35%
5	قطاع الخدمات التعليمية	3	27	2.26%
6	قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	4	30	2.51%
7	قطاع الرعاية الصحية والأدوية	14	118	9.88%
8	قطاع السياحة والترفيه	14	119	9.97%

(1) الموقع الرسمي لمباشر مصر هو: www.mubasher.info.

(2) الموقع الرسمي للبورصة هو: www.egx.com.eg.

م	القطاعات	عدد الشركات	عدد المشاهدات	النسبة المئوية للقطاع داخل العينة
9	قطاع الطاقة والخدمات المساندة	2	20	1.68%
10	قطاع عقارات	27	237	19.85%
11	قطاع المرافق	1	10	0.84%
12	قطاع المقاولات والإنشاءات الهندسية	6	55	4.61%
13	قطاع المنسوجات والسلع المعمرة	6	60	5.03%
14	قطاع مواد بناء	5	50	4.19%
15	قطاع الموارد أساسية	11	110	9.21%
16	قطاع الورق والتعبئة والتغليف	4	30	2.51%
	الإجمالي	131	1194	100%

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على بيانات الدراسة.

4-2 مقاييس متغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة في ثلاث مجموعات أساسية، وهي:

4-2-1 المتغيرات التابعة

تتمثل المتغيرات التابعة في متغيرين هما إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية (REM)، والقيود المالية للشركات المصرية (FC).

أولاً: قياس التلاعب بالأنشطة الحقيقية

قدمت دراسة Roychowdhury (2006) ثلاث نماذج تُستخدم في قياس إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية، وتعتمد المنهجية المستخدمة في الدراسة الحالية على استخدام مؤشر مجمع يمثل إدارة الأرباح في الأنشطة الحقيقية، والذي يرمز له بالرمز RM، طبقاً للمعادلة الآتية:

$$RM_{it} = RM_CFO_{it} + RM_PRO_{it} + RM_DIS_{it} \dots\dots\dots ()$$

وتشير القيمة المرتفعة من هذا المتغير على ارتفاع عمليات إدارة الأرباح في الأنشطة الحقيقية بغرض زيادة الأرباح المعلنة.

ثانياً: القيود المالية للشركات المصرية (FC):

يتم حساب القيود المالية للشركات اعتماداً على مؤشر (KZ-Index) (Boubaker et al., 2020; Alrashidi et al., 2021)

$$FC-KZ = -1,002 CF_{it} / TA_{it-1} - 39,638 DIV_{it} / TA_{it-1} - 1,315 CA_{it} / TA_{it-1} + 3,139 Levi,t + 0,283 Qit$$

مؤشر (KZ-Index): إذا زادت قيمة المؤشر عن متوسطه فإن الشركة تتعرض لقيود مالية، وتعطي القيمة (1)، وتأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك.

4-2-2 المتغير المستقل

يتمثل المتغير المستقل في الرفعة المالية، وتتبع الدراسة الحالية منهجية دراسة كلا من (Hussain, Hoang et al., 2019; 2022; Pandey, 2004; Anh et al., 2018) في طريقة قياس درجة الرفع المالي كمقياس لنسبة الديون، حيث تم استخدام ثلاثة مقاييس لدرجة الرفع المالي على النحو التالي:

1. نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، ويأخذ هذا المتغير الرمز (Lo - Lev).
2. نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول، ويأخذ هذا المتغير الرمز (St - LEV).
3. نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، ويأخذ هذا المتغير الرمز (LEV).

4-2-3 المتغيرات الحاكمة (الرقابية)

المتغيرات الحاكمة هي تلك المتغيرات التي من المحتمل أن تؤثر في المتغيرات التابعة وفقاً للدراسات السابقة، ويضيف الباحث بعض المتغيرات إلى نموذج الدراسة؛ بهدف الرقابة على خطأ الانحدار، ولتجنب التأثير المتوقع لتلك المتغيرات على إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية فيما يلي تلك المتغيرات:

1. **التمويل الذاتي للشركات (SFR) Self-financing ratio:** نسبة التمويل الذاتي هي نسبة مالية تقيس قدرة الشركة على تمويل استثماراتها من تدفقاتها النقدية الخاصة ويتم حسابها من خلال قسمة التدفقات النقدية التشغيلية للشركة على صافي الأصول الثابتة، وتشير النسبة الأعلى إلى أن الشركة أكثر قدرة على تمويل نموها دون الاعتماد على التمويل الخارجي، ويأخذ هذا المتغير الرمز (SFR) (Lazzem et al., 2018).

2. صافي هامش الربح (Net Profit Margin (NPM): هو مؤشر يقيس ربحية الشركة عن طريق التعبير عن صافي ربحها كنسبة من إجمالي إيراداتها أو مبيعاتها، ويتم حسابه عن طريق قسمة الربح التشغيلي على حجم المبيعات، ويأخذ هذا المتغير رمز (NPM)، (Chen et al. 2010).

3. حجم الشركة Size: يشير حجم الشركة إلى أن الشركات الكبيرة قد تحد من إدارة الأرباح، وقد تم قياسها من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية العام (Anh et al., 2018; Hoang et al., 2019)، ويأخذ هذا المتغير الرمز (Size).

4. الأصول الملموسة Tang: تشير إلى نسبة "صافي الأصول الثابتة والمعدات إلى القيمة الدفترية للأصول، ويتم حسابه من خلال "قسمة (إجمالي الأصول الملموسة) على (إجمالي الأصول)، ويأخذ هذا المتغير رمز (Tang) (Pappas et al., 2019).

3-4 تحليل بيانات الدراسة واختبار الفروض

اعتمدت الدراسة على أساليب تحليل الانحدار لقياس العلاقة والتأثير بين المتغيرات، وفي هذه الدراسة استخدمت الأساليب الإحصائية المتمثلة في الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة وتحليل الارتباط بغرض قياس تأثير المتغيرات المستقلة (الرافعة المالية الإجمالية وطويلة الأجل وقصيرة الأجل) على المتغير التابع (إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية)، ولقياس تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، فإنه يمكن الاعتماد على أساليب التقدير الخاصة بنماذج (Panel Data) باستخدام برنامج الحزم الإحصائية (STATA V.11) والتي تتمثل فيما يلي:

3-4-1 التوصيف الإحصائي للمتغيرات المتصلة أو المستمرة

يقدم الجدول التالي رقم (3) ملخصاً للانحراف المعياري كأحد مقاييس التشتت لمتغيرات الدراسة المتصلة، وكذلك الوسط الحسابي كأحد مقاييس النزعة المركزية، وأعلى وأدنى قيمة لتلك المتغيرات.

جدول 3: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المتصلة

(الشركات المقيدة مالياً والشركات غير المقيدة المالية)

Variable	Financially constrained firms				Non- Financially constrained firms			
	Mean	Std. Dev	Min	Max	Mean	Std. Dev	Min	Max
REM	0.024	0.149	-0.331	0.196	0.012	0.099	-0.381	0.146
Total - Lev	0.128	0.146	0	0.528	0.138	0.156	0	0.538
Long -Lev	0.045	0.031	-0.02	0.13	0.035	0.021	-0.03	0.12
Short- Lev	0.063	0.095	-0.03	0.378	0.113	0.145	0.02	0.428
SIZE	11.56	-0.353	9.02	14.83	10.56	-1.353	8.02	13.83
SFR	0.27	0.51	-0.75	0.29	0.26	0.55	-0.60	0.28
NPM	0.1	0.62	0.08	0.62	0.14	0.66	0.12	0.66
Tang	0.24	0.2	0.22	0.22	0.1	0.1	0.3	0.12

المصدر: إعداد الباحث وفقاً لنتائج التحليل الإحصائي.

يتضح من خلال الجدول السابق رقم (3) ما يلي:

- أن متوسط قيم إدارة الأرباح الحقيقية يزيد عن (صفر) في كلاً من الشركات المقيدة وغير المقيدة مالياً، وهذا يشير إلى وجود إدارة أرباح في الشركات المصرية، ويُعزّز فكرة أن جودة المعلومات المحاسبية منخفضة للغاية، وتتوافق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Hussain et al., 2022).
- أن متوسط قيمة إدارة الأرباح الحقيقية أكبر في الشركات المقيدة مالياً مقارنةً بالشركات غير المقيدة، وهذا يشير إلى أن الشركات المقيدة مالياً قد تميل إلى ممارسة إدارة الأرباح الحقيقية بشكل أكبر، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Zang, 2012) التي وجدت أن الشركات ذات القيود المالية تميل إلى استخدام إدارة الأرباح الحقيقية بشكل أكبر.
- الشركات غير المقيدة مالياً لديها متوسط رافعة مالية إجمالية أعلى قليلاً (0.138) مقارنةً بالشركات المقيدة مالياً (0.128)، وهذا قد يشير إلى أن الشركات غير المقيدة مالياً لديها قدرة أكبر على الاقتراض، وتتوافق هذه النتيجة مع دراسة (Whited & Wu, 2006) التي وجدت أن الشركات غير المقيدة مالياً تتمتع بقدرة أكبر على الوصول إلى التمويل الخارجي.
- الشركات المقيدة مالياً لديها متوسط رافعة مالية طويلة الأجل أعلى (0.045) مقارنةً بالشركات غير المقيدة مالياً (0.035)، بينما الشركات غير المقيدة مالياً لديها متوسط رافعة مالية قصيرة الأجل أعلى (0.113) مقارنةً بالشركات المقيدة مالياً (0.063)، وهذا يشير إلى اختلاف في استراتيجيات التمويل بين النوعين من الشركات، وتتفق هذه النتائج جزئياً مع دراسة (Denis & Sibilkov, 2010) التي وجدت أن الشركات المقيدة مالياً تميل إلى الاعتماد أكثر على الديون طويلة الأجل.
- الشركات المقيدة مالياً لديها متوسط حجم أكبر (11.56) مقارنةً بالشركات غير المقيدة مالياً (10.56)، وتختلف هذه النتيجة عن دراسة (Hadlock & Pierce 2010) التي وجدت علاقة عكسية بين حجم الشركة والقيود المالية.
- هناك فرق ضعيف في متوسط التمويل الذاتي بين الشركات المقيدة (0.27) وغير المقيدة مالياً (0.26)، وهذا يشير إلى أن القدرة على توليد تدفقات نقدية قد لا تكون العامل الرئيسي في تحديد القيود المالية للشركة.
- الشركات غير المقيدة مالياً لديها متوسط هامش صافي الربح أعلى (0.14) مقارنةً بالشركات المقيدة مالياً (0.1)، وهذا يتفق مع الافتراض بأن الشركات ذات الربحية الأعلى تكون أقل تقييداً مالياً، وتتفق

هذه النتيجة مع دراسة (Fazzari et al., 1988) التي ربطت بين الربحية المرتفعة وانخفاض القيود المالية.

- الشركات المقيدة مالياً لديها نسبة أعلى من الأصول الملموسة (0.24) مقارنة بالشركات غير المقيدة مالياً (0.1)، وتختلف هذه النتيجة عن دراسة (Almeida & Campello, 2007) التي وجدت علاقة عكسية بين الأصول الملموسة والقيود المالية.

4-3-2 وصف المتغيرات المنفصلة

يظهر الجدول رقم (4) وصفاً أولياً لمتغير الدراسة المنفصل (Dummy Variables) وهو الشركات المقيدة مالياً وغير المقيدة مالياً.

جدول 4: عدد الشركات المقيدة مالياً وغير المقيدة مالياً

النسبة	تكرار	القيود المالية للشركات
60	716	0
40	478	1
100	1194	الإجمالي

المصدر: إعداد الباحث وفقاً للتحليل الإحصائي.

أشارت النتائج بأنه بلغ عدد المشاهدات للشركات المقيدة مالياً 716 مشاهدة بنسبة 60%، كما بلغ عدد المشاهدات للشركات غير المقيدة مالياً 478 مشاهدة أي بنسبة 40%.

4-3-3 الأساليب الإحصائية الاستدلالية

يعتمد الباحث في اختبار فروض الدراسة على أساليب الإحصاء التحليلي أو الاستدلالي والمتمثلة في الأساليب الإحصائية التالية:

أولاً: تحليل مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة

يتم استخدام تحليل ارتباط بيرسون (Pearson's Correlation) كأحد الاختبارات المعلمية لتحديد قوة واتجاه علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة، ويعرض الجدول التالي رقم (/) نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة:

جدول 5: تحليل مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة (للشركات المقيدة مالياً وغير المقيدة مالياً)

تحليل مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة على مستوى شركات المقيدة مالياً:

Tang	NPM	SFR	SIZE	short_LEV	Long Lev	Total - Lev	REM
							1
						1	0.357
					1	0.129	-0.480
				1	0.585	0.093	0.310
			1	0.236	0.217	0.007	0.016
		1	0.248	0.366	0.138	0.19	0.070
	1	-0.448	0.070	-0.07	0.139	-0.963	0.122
1	0.587	-0.683	0.127	-0.032	-0.189	-0.190	0.168

تابع جدول 5: تحليل مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة على مستوى الشركات غير المقيدة مالياً

Tang	NPM	SFR	SIZE	short_LEV	Long Lev	Total - Lev	REM
							1
						1	-0.322
					1	0.120	0.443
				1	0.452	0.072	-0.300
			1	0.221	0.212	0.002	-0.012
		1	0.221	0.335	0.122	0.13	0.061
	1	-0.312	0.048	-0.07	0.115	-0.787	0.120
1	0.543	-0.633	0.113	-0.031	-0.176	-0.167	0.155

بناءً على الجدول رقم (5)، يتضح أن هناك ارتباطاً معنوياً بين المتغيرات المستقلة، ولكن هذا الارتباط ليس قوياً جداً، حيث بلغ أعلى معامل ارتباط بين هذه المتغيرات (0.480)، وهو أقل من (0.7)، مما يعني عدم وجود مشكلة الأزواج الخطي بين هذه المتغيرات (Kervin, 1992)

ثانياً: نتائج التحليل الإحصائي واختبار فروض الدراسة

استخدمت الدراسة نماذج تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panal Data) باستخدام برنامج الحزم الإحصائية (Stata V.11) لتحليل بيانات الدراسة واختبار فروضها، وتضمنت هذه النماذج نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، ومن أهم مبررات اختيار هذه الأساليب الإحصائية لتحليل بيانات الدراسة واختبار فروضها كونها تعد أكثر فعالية في تحليل البيانات بشكل (قطاعي وزمني)، كما

تأخذ في الحسابات القضايا التي لا يمكن ملاحظاتها والمتعلقة بالحدث أو الزمن وتسهم أيضاً في حل بعض مشكلات الاقتصاد القياسي؛ وذلك من أجل تخفيض عدد الملاحظات، وتخفيض نسب الارتباط للمتغيرات التفسيرية للدراسة، وللمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية يستخدم اختبار Hausman Test ويكون نموذج التأثيرات الثابتة أكثر ملائمة من نموذج التأثيرات العشوائية إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أقل من أو تساوي (0.05) بينما إذا كانت أكبر من (0.05) فإن نموذج التأثيرات العشوائية سيكون هو أكثر ملائمة بغض النظر عن أي مؤشرات أخرى (Baltagi, 2008).

ثالثاً: بناء النماذج الإحصائية واختبار الفروض

تتمثل نماذج الدراسة فيما يلي:

$$REMi,t = \beta_0 + \beta_1 T_LEVi,t + \beta_2 SFRi,t + \beta_3 NPMi,t + \beta_4 Tangibilityi,t + \beta_5 Size\ i,t + ui,t \dots\dots\dots (1)$$

$$REMi,t = \beta_0 + \beta_1 ST_LEVi,t + \beta_2 SFRi,t + \beta_3 NPMi,t + \beta_4 Tangibilityi,t + \beta_5 Size\ i,t + ui,t \dots\dots\dots (2)$$

$$REMi,t = \beta_0 + \beta_1 LT_LEVi,t + \beta_2 SFRi,t + \beta_3 NPMi,t + \beta_4 Tangibilityi,t + \beta_5 Size\ i,t + ui,t \dots\dots\dots (3)$$

رابعاً: اختبار فروض الدراسة

يهدف هذا القسم إلى بيان نتائج تحليل بيانات الدراسة واختبار فروضها:

تشير نتائج اختبار Hausman طبقاً للجدول رقم (6)، (7)، (8)، (9)، (10)، (11) إلى أن درجة المعنوية تزيد عن (0.05) ($p\text{-value} > \alpha = 0.05$) وهذا يعني أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأكثر ملائمة ودقة لتحليل بيانات الدراسة واختبار فروضها:

1. اختبار الفرض الأول: "توجد علاقة معنوية بين الرافعة المالية الإجمالية وبين إدارة الأرباح الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات".

لقد توقع الفرض الأول بوجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية الإجمالية وبين استخدام المديرين أسلوب إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات؛ لأنه طبقاً لفرض الرقابة المقدم Jensen (1986) فإن الرافعة المالية تؤدي إلى درجة عالية من الرقابة من جانب الدائنين (مقدمي الديون) والمراقبة من كل من له مصلحة استثمارية في الشركة مما يقلل من حرية المديرين القيام بممارسة إدارة الأرباح،

ويوضح جدول التالي رقم (6) نتائج نموذج الانحدار المتعدد بين الرافعة المالية الإجمالية وبين إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية.

جدول 6: نموذج الانحدار المتعدد بين الرافعة المالية الإجمالية وبين إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية

<i>Financially Constrained Firms</i>									
<i>REM</i>									
<i>Variable</i>	<i>Expected sign</i>	<i>Fixed Effect Model</i>				<i>Random Effect Model</i>			
		<i>coefficients</i>		<i>t-test</i>		<i>coefficients</i>		<i>t-test</i>	
		<i>Coeff.</i>	<i>Robust Std. Err.</i>	<i>t</i>	<i>P-value</i>	<i>Coeff.</i>	<i>Robust Std. Err.</i>	<i>t</i>	<i>P-value</i>
<i>Total - Lev</i>	-	0.027	0.096	-2.057	0.029	-0.087	0.021	-2.719	0.003
<i>SIZE</i>	-	-0.002	0.027	-0.038	0.870	-0.003	0.025	-0.159	0.879
<i>SFR</i>	+	0.039	0.038	1.018	0.312	0.003	0.025	0.223	0.826
<i>NPM</i>	-	-0.009	0.029	-0.327	0.744	-0.005	0.008	-0.739	0.271
<i>Tang</i>	+	-0.083	0.019	-0.480	0.000	-0.086	0.019	-3.721	0.000
<i>Constant</i>		0.208	0.594	0.342	0.725	0.087	0.121	0.719	0.474
<i>R²</i>		0.687				0.167			
<i>Adjusted R²</i>		0.487				0.146			
<i>F-Test</i>		5,27				4,82			
<i>P- Value</i>		0.000				0.001			
<i>S.E</i>		0.077				0.079			
<i>P- Value Wald Chi2</i>		0.000				0.000			
<i>Hausman test P-value</i>		0.840							

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليلي الإحصائي.

يتضح من خلال الجدول رقم (6) أن نموذج الانحدار الذي تم بنائه دال إحصائياً حيث بلغت قيمة F (4,82) بمستوى معنوية (0.001) أي أقل من (0.005)، ويلاحظ أن المتغيرات المكونة للنموذج تستطيع أن تفسر (16.7%) من التغيرات التي قد تطرأ على ممارسات إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية، والباقي (83.3%) قد يرجع إلى الخطأ العشوائي أو إلى عوامل أخرى يمكن أن يكون لها تأثير على المتغير التابع ولم يتم تناولها بالدراسة الحالية.

وفي نفس السياق جاءت النتائج متفقة مع ما تم توقعه حيث كانت العلاقة سالبة (-0.087) عند مستوى معنوية أقل من 5% (<0.003) وعلى ذلك يمكن قبول الفرض الأول بأن تأثير الرافعة المالية الإجمالية أقل على ممارسات المديرين لإدارة الأرباح الحقيقية في الشركات المقيدة مالياً، وتتفق هذه النتائج

كليا مع نتائج دراسة (Hussain et al., 2022)، وتتفق أيضاً مع كلاً من دراسة (Zang 2012) التي وجدت أن الشركات ذات المستويات العالية من الديون تميل إلى الانخراط بشكل أقل في إدارة الأرباح الحقيقية، ودراسة (Roychowdhury, 2006) التي أشارت إلى أن الشركات ذات المديونية العالية قد تكون أقل قدرة على ممارسة إدارة الأرباح الحقيقية بسبب القيود المالية، ولكن اختلفت النتائج مع دراسة (Kim et al., 2011) التي وجدت علاقة إيجابية بين الرافعة المالية الإجمالية وإدارة الأرباح الحقيقية، ويرى الباحث أن هذا الاختلاف يرجع إلى اختلاف البيئة الاقتصادية.

2. اختبار الفرض الثاني (H₂): "توجد علاقة معنوية بين الرافعة المالية طويلة الأجل وبين إدارة الأرباح الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات":

لقد توقع الفرض الثاني بوجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية طويلة الأجل وبين استخدام المديرين أسلوب إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات؛ لان زيادة الرقابة من قبل الدائنين على الشركات ذات الديون طويلة الأجل يحد من قدرتها على التلاعب بالأنشطة الحقيقية، ويوضح جدول التالي رقم (7) نتائج نموذج الانحدار المتعدد بين الرافعة المالية الإجمالية وبين إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية.

جدول 7: نموذج الانحدار المتعدد بين كلاً من الرافعة المالية طويلة الأجل وبين إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية

Financially Constrained Firms									
REM									
Variable	Expected sign	Fixed Effect Model				Random Effect Model			
		coefficients		t-test		coefficients		t-test	
		Coeff.	Robust Std. Err.	t	P-value	Coeff.	Robust Std. Err.	t	P-value
Long - Lev	-	0.112	0.030	2.282	0.003	-0.005	0.007	-0.731	0.004
SIZE	-	-0.022	0.028	-0.138	0.002	-0.003	0.025	-0.159	0.005
SFR	+	0.040	0.039	0.089	0.20	0.003	0.025	0.223	0.006
NPM	+	-0.008	0.129	-0.337	0.001	-0.005	0.008	-0.739	0.02
Tang	-	-0.073	0.022	-0.470	0.000	-0.086	0.019	-3.721	0.000
Constant		0.108	0.496	0.332	0.070	0.087	0.121	0.719	0.008
R ²		0.586				0.176			
Adjusted R ²		0.477				0.156			
S.E		0.067				0.069			
F-Test		4,11				3,29			
P- Value		0.000				0.000			
P- Value		0.000				0.000			
Wald Chi2									
Hausman test		0.630							
P-value									

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليلي الإحصائي.

وفي جدول رقم (7) يتضح أن نموذج الانحدار الذي تم بنائه دال إحصائياً حيث بلغت قيمة F (3,29) بمستوى معنوية (0.000) أي أقل من (0.005)، ويلاحظ أن المتغيرات المكونة للنموذج تستطيع أن تفسر (17.6%) من التغيرات التي قد تطرأ على ممارسات إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية، والباقي (82.4%) قد يرجع إلى الخطأ العشوائي أو إلى عوامل أخرى يمكن أن يكون لها تأثير على المتغير التابع ولم يتم تناولها بالدراسة الحالية.

وجاءت نتائج الدراسة الحالية متفقة مع ما تم افتراضه حيث كانت العلاقة سالبة (-0.005) عند مستوى معنوية أقل من 5% ($0.004 > 5\%$)، وعلى ذلك يمكن قبول الفرض الثاني بأنه في ظل وجود القيود المالية للشركات يقل تأثير الرافعة المالية طويلة الأجل على ممارسات المديرين لإدارة الأرباح الحقيقية، وتتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه دراسة (Fung & Goodwin, 2013) التي وجدت علاقة سلبية بين الرافعة المالية طويلة الأجل وإدارة الأرباح الحقيقية، ولكن اختلفت مع ما توصلت إليه دراسة Zamri et al. (2013) التي وجدت علاقة إيجابية بين الرافعة المالية طويلة الأجل وإدارة الأرباح الحقيقية.

3. اختبار الفرض الثالث (H3): توجد علاقة معنوية بين الرافعة المالية قصيرة الأجل وبين إدارة الأرباح الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات:

لقد توقع الفرض الثالث بوجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية قصيرة الأجل وبين استخدام المديرين أسلوب إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات؛ لأن الاستحقاقات قصيرة الأجل قد تعمل كألية رقابة فعالة، مما يقلل من حرية المديرين القيام بممارسة إدارة الأرباح، ويوضح جدول التالي رقم (8) نتائج نموذج الانحدار المتعدد بين الرافعة المالية الإجمالية وبين إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية.

جدول 8: نموذج الانحدار المتعدد بين الرافعة المالية قصيرة الأجل وبين إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية

Financially Constrained Firms									
REM									
Variable	Expected sign	Fixed Effect Model				Random Effect Model			
		coefficients		t-test		coefficients		t-test	
		Coeff.	Robust Std. Err.	t	P-value	Coeff.	Robust Std. Err.	t	P-value
Short - Lev	-	-0.091	0.305	-0.753	0.006	-0.03	0.209	0.063	0.000
SIZE	-	-0.003	0.16	-0.181	0.030	0.111	0.092	0.928	0.035
SFR	-	0.071	0.027	4.160	0	0.006	0.006	4.490	0
NPM	+	0.02	0.017	0.751	0.009	-0.004	0.016	-0.351	0.040
Tang	+	0.03	0.025	0.89	0.007	-0.074	0.023	-0.422	0.031
Constant		0.002	0.591	0.003	1	0.008	0.122	0.554	0.004
R ²		0.727				0.197			
Adjusted R ²		0.437				0.166			
S.E		0.067				0.029			
F-Test		3,10				5,72			
P- Value		0.000				0.002			
P- Value Wald Chi2		0.000				0.000			
Hausman test P -value		0.540							

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليلي الإحصائي.

يتضح من خلال الجدول رقم (8) أن نموذج الانحدار الذي تم بنائه دال إحصائياً حيث بلغت قيمة F (5,72) بمستوى معنوية (0.002) أي أقل من (0.005)، ويلاحظ أن المتغيرات المكونة للنموذج تستطيع أن تفسر (19.7%) من التغيرات التي قد تطرأ على ممارسات إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية، والباقي (80.3%) قد يرجع إلى الخطأ العشوائي أو إلى عوامل أخرى يمكن أن يكون لها تأثير على المتغير التابع ولم يتم تناولها بالدراسة الحالية.

وجاءت نتائج الدراسة الحالية متفقة مع ما تم افتراضه حيث كانت العلاقة سالبة (-0.03) عند مستوى معنوية أقل من 5% ($0.000 > 5\%$)، وعلى ذلك يمكن قبول الفرض الثالث بأنه في ظل وجود قيود مالية للشركات يقل تأثير الرافعة المالية قصيرة الأجل على ممارسات المديرين لإدارة الأرباح الحقيقية، وتتفق هذه النتائج كلياً مع نتائج دراسة (Hussain et al., 2022)، ومع ما توصلت إليه دراسة (Gu et al., 2005) التي وجدت علاقة سلبية بين الرافعة المالية قصيرة الأجل وإدارة الأرباح، ولكن اختلفت مع

ما توصلت إليه دراسة (Kim et al., 2011) التي توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين الرافعة المالية قصيرة الأجل وإدارة الأرباح الحقيقية.

ويرى الباحث أن الشركات المصرية المقيدة مالياً ذات الرافعة المالية قصيرة الأجل قد تميل إلى الانخراط بشكل أقل في إدارة الأرباح الحقيقية؛ لأن زيادة الرقابة من قبل الدائنين قصيري الأجل يحد من قدرة الشركات على التلاعب بالأنشطة التشغيلية.

4. اختبار الفرض الرابع (H4): توجد علاقة معنوية بين الرافعة المالية الإجمالية وبين إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل عدم وجود قيود مالية للشركات:

لقد توقع الفرض الرابع بوجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية الإجمالية وبين استخدام المديرين أسلوب إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل عدم وجود قيود مالية للشركات؛ لأن المستويات العالية من الرافعة المالية قد تؤدي إلى زيادة خطر ائتمان الشركة، وكذلك ارتفاع احتمال وجود التزامات أو ديون مستقبلية غير مخدمة وبالتالي قيام المديرين بممارسة إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية، ويوضح جدول التالي رقم (9) نتائج نموذج الانحدار المتعدد بين الرافعة المالية الإجمالية وبين إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية.

جدول 9: نموذج الانحدار المتعدد بين الرافعة المالية الإجمالية وبين إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل عدم وجود قيود مالية للشركات المصرية

Non - Financially Constrained Firms									
REM									
Variable	Expected sign	Fixed Effect Model				Random Effect Model			
		coefficients		t-test		coefficients		t-test	
		Coeff.	Robust Std. Err.	t	P-value	Coeff.	Robust Std. Err.	t	P-value
Total - Lev	+	0.321	0.025	-1.684	0.009	0.261	0.015	3.081	0.004
SIZE	+	-0.201	0.528	-0.011	0.040	0.910	0.019	0.225	0.070
SFR	+	0.081	0.325	0.051	0.090	-0.003	0.203	-0.063	0.90
NPM	-	0.053	0.006	0.101	0.054	-0.101	0.002	-0.908	0.030
Tang	-	0.061	0.017	3.160	0.005	0.056	0.016	3.400	0.001
Constant		0.620	0.017	0.051	0.400	0.014	0.096	0.331	0.756
R ²		0.301				0.153			
Adjusted R ²		0.182				0.121			
S.E		0.096				0.067			
F-Test		4.19				3.98			
P- Value		0.000				0.000			
P- Value Wald Chi2		0.000				0.000			
Hausman test P- value		0.279							

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الإحصائي.

يتضح من خلال الجدول رقم (9) أن نموذج الانحدار الذي تم بنائه دال إحصائياً حيث بلغت قيمة F (3,98) بمستوى معنوية (0.000) أي أقل من (0.005)، ويلاحظ أن المتغيرات المكونة للنموذج تستطيع أن تفسر (15.3%) من التغيرات التي قد تطرأ على ممارسات إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية، والباقي (84.7%) قد يرجع إلى الخطأ العشوائي أو إلى عوامل أخرى يمكن أن يكون لها تأثير على المتغير التابع ولم يتم تناولها بالدراسة الحالية.

وفيما يخص النتائج فجاءت متفقة مع ما تم افتراضه حيث كانت العلاقة موجبة (0.261) عند مستوى معنوية أقل من 5% ($0.004 < 5\%$)، وعلى ذلك يمكن قبول الفرض الرابع بأنه في ظل عدم وجود قيود مالية للشركات يزداد تأثير الرافعة المالية الإجمالية على ممارسات المديرين لإدارة أرباح الأنشطة الحقيقية، وتتفق هذه النتائج مع كلاً من دراسة (Zang, 2012) التي وجدت علاقة إيجابية بين الرافعة المالية وإدارة الأرباح الحقيقية، ودراسة (Roychowdhury, 2006) التي أشارت إلى أن الشركات ذات الديون المرتفعة قد تلجأ إلى إدارة الأرباح الحقيقية لتجنب انتهاك شروط الديون.

5. اختبار الفرض الخامس (H₅): توجد علاقة معنوية بين الرافعة المالية طويلة الأجل وبين إدارة الأرباح الحقيقية في ظل عدم وجود القيود المالية للشركات:

لقد توقع الفرض الخامس بوجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية طويلة الأجل وبين استخدام المديرين أسلوب إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل عدم وجود قيود مالية للشركات؛ لأن الشركات التي لديها ديون طويلة الأجل عالية قد تواجه صعوبة في الحصول على تمويل إضافي مما يدفع المديرين إلى ممارسة إدارة الأرباح، ويوضح جدول التالي رقم (10) نتائج نموذج الانحدار المتعدد بين الرافعة المالية الإجمالية وبين إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية.

جدول 10: نموذج الانحدار المتعدد بين الرافعة المالية طويلة الأجل وبين إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل عدم وجود قيود مالية للشركات المصرية

Non - Financially Constrained Firms									
REM									
Variable	Expected sign	Fixed Effect Model				Random Effect Model			
		coefficients		t-test		coefficients		t-test	
		Coeff.	Robust Std. Err.	t	P-value	Coeff.	Robust Std. Err.	t	P-value
Long - Lev	+	-0.321	0.025	-1.684	0.003	-0.061	0.015	3.081	0.001
SIZE	+	-0.201	0.528	-0.011	0.42	-0.910	0.019	0.225	0.070
SFR	+	-0.081	0.325	0.051	0.090	-0.003	0.203	-0.063	0.082
NPM	-	-0.053	0.006	0.101	0.004	-0.101	0.002	-0.908	0.060
Tang	-	0.061	0.017	3.160	0.010	0.056	0.016	3.400	0.001
Constant		0.620	0.017	0.051	0.409	0.014	0.096	0.331	0.756
R ²		0.301				0.203			
Adjusted R ²		0.182				0.121			
S.E		0.096				0.067			
F-Test		3,91				4,22			
P- Value		0.000				0.003			
P- Value Wald Chi2		0.000				0.000			
Hausman test P -value		0.279							

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليلي الإحصائي.

يتضح من خلال الجدول رقم (10) أن نموذج الانحدار الذي تم بنائه دال إحصائياً حيث بلغت قيمة F (4,22) بمستوى معنوية (0.003) أي أقل من (0.005)، ويلاحظ أن المتغيرات المكونة للنموذج تستطيع أن تفسر (20.3%) من التغيرات التي قد تطرأ على ممارسات إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية، والباقي (79.7%) قد يرجع إلى الخطأ العشوائي أو إلى عوامل أخرى يمكن أن يكون لها تأثير على المتغير التابع ولم يتم تناولها بالدراسة الحالية.

كما جاءت نتائج الدراسة الحالية متفقة مع ما تم افتراضه حيث كانت العلاقة سالبة (0.061) عند مستوى معنوية أقل من 5% ($0.001 < 5\%$)، وعلى ذلك يمكن قبول الفرض الخامس بأنه في ظل عدم وجود قيود مالية للشركات يقل تأثير الرافعة المالية طويلة الأجل على ممارسات المديرين لإدارة أرباح الأنشطة الحقيقية، وتشير هذه النتيجة إلى أن الشركات غير المقيدة مالياً والتي لديها مستويات أعلى من الرافعة المالية طويلة الأجل تميل إلى الانخراط بشكل أقل في إدارة الأرباح الحقيقية.

وتتفق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Zamri et al., 2013) التي وجدت علاقة سلبية بين الرافعة المالية وإدارة الأرباح الحقيقية، واختلقت مع ما توصلت إليه دراسة (Zang, 2012) التي توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين الرافعة المالية وإدارة الأرباح الحقيقية.

6. اختبار الفرض السادس (H₆): توجد علاقة معنوية بين الرافعة المالية قصيرة الأجل وبين إدارة الأرباح الحقيقية في ظل عدم وجود القيود المالية للشركات:

لقد توقع الفرض السادس بوجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية قصيرة الأجل وبين استخدام المديرين أسلوب إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل عدم وجود قيود مالية للشركات؛ لأن قيود التمويل قد تعمل على إضعاف دور الرافعة المالية قصيرة الأجل تجاه ممارسات إدارة الأرباح مقارنة بالشركات غير المقيدة، ويوضح جدول التالي رقم (11) نتائج نموذج الانحدار المتعدد بين الرافعة المالية الإجمالية وبين إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية.

جدول 11: نموذج الانحدار المتعدد بين الرافعة المالية قصيرة الأجل وبين إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل عدم وجود قيود مالية للشركات المصرية

Non - Financially Constrained Firms									
REM									
Variable	Expected sign	Fixed Effect Model				Random Effect Model			
		coefficients		t-test		coefficients		t-test	
		Coeff.	Robust Std. Err.	t	P-value	Coeff.	Robust Std. Err.	t	P-value
Short - Lev	+	0.301	0.005	1.684	0.019	0.031	0.022	3.081	0.016
SIZE	+	0.211	0.108	0.091	0.012	0.719	0.025	0.225	0.080
SFR	-	-0.071	0.125	-0.010	0.024	0.703	0.003	0.063	0.002
NPM	-	-0.063	0.016	-0.191	0.014	-0.001	0.029	-0.908	0.036
Tang	-	0.001	0.007	0.160	0.017	0.056	0.019	0.400	0.071
Constant		0.590	0.017	0.011	0.109	0.019	0.097	0.137	0.509
R ²		0.901				0.303			
Adjusted R ²		0.102				0.191			
S.E		0.086				0.017			
F-Test		3,13				5,13			
P- Value		0.000				0.001			
P- Value Wald Chi2		0.000				0.000			
Hausman test P -value		0.209							

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليلي الإحصائي.

يتضح من خلال الجدول رقم (11) أن نموذج الانحدار الذي تم بنائه دال إحصائياً حيث بلغت قيمة F (5,13) بمستوى معنوية (0.001) أي أقل من (0.005)، ويلاحظ أن المتغيرات المكونة للنموذج تستطيع أن تفسر (30.4%) من التغيرات التي قد تطرأ على ممارسات إدارة أرباح الأنشطة الحقيقية في ظل وجود قيود مالية للشركات المصرية، والباقي (69.6%) قد يرجع إلى الخطأ العشوائي أو إلى عوامل أخرى يمكن أن يكون لها تأثير على المتغير التابع ولم يتم تناولها بالدراسة الحالية.

النتائج جاءت متفقة مع ما تم افتراضه حيث كانت العلاقة موجبة (0.031) عند مستوى معنوية أكبر من 5% ($0.016 < 5\%$)، وعلى ذلك يمكن قبول الفرض السادس بأنه في ظل عدم وجود قيود مالية للشركات يزداد تأثير الرافعة المالية قصيرة الأجل على ممارسات المديرين لإدارة أرباح الأنشطة الحقيقية، وتتفق تلك النتيجة مع كلاً من دراسة (Cohen et al., 2008) التي وجدت زيادة في استخدام إدارة الأرباح الحقيقية بعد تطبيق قانون Sarbanes-Oxley، مما يشير إلى أن الشركات قد تلجأ إلى هذه الممارسات عندما تكون تحت ضغط مالي، ودراسة (Ge & Kim, 2014; Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2017) التي أظهرت أن الشركات ذات المستويات العالية من الديون تميل إلى الانخراط في ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية لتحسين الأداء المالي.

5- نتائج وتوصيات الدراسة والدراسات المستقبلية

5-1 نتائج الدراسة

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية (الإجمالية- وطويلة الأجل - وقصيرة الأجل) على إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية في ظل وجود القيود المالية للشركات المصرية، وقد توصلت الدراسة إلى أن تأثير الرافعة المالية على ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية يختلف بين الشركات المقيدة مالياً وغير المقيدة مالياً، ففي الشركات المقيدة مالياً تؤدي زيادة الرافعة المالية (سواء كانت إجمالية أو طويلة الأجل أو قصيرة الأجل) إلى انخفاض ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، أما في الشركات غير المقيدة مالياً فإن تأثير الرافعة المالية يختلف حسب نوعها، حيث تؤدي زيادة الرافعة المالية الإجمالية والقصيرة الأجل إلى زيادة ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، بينما تؤدي زيادة الرافعة المالية طويلة الأجل إلى انخفاضها.

5-2 توصيات الدراسة

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة فإنه يمكن التوصية بما يلي:

- تعزيز الرقابة على الشركات غير المقيدة مالياً خاصة تلك التي لديها مستويات عالية من الرافعة المالية الإجمالية والقصيرة الأجل، حيث أنها أكثر عرضة لممارسة إدارة الأرباح الحقيقية.
- تشجيع الشركات على تحسين مستوى الإفصاح والشفافية في تقاريرها المالية، خاصة فيما يتعلق بهيكل رأس المال والقيود المالية التي تواجهها.
- ضرورة العمل على زيادة وعي المستثمرين بتأثير الرافعة المالية والقيود المالية على ممارسات إدارة الأرباح، مما يساعدهم في اتخاذ قرارات استثمارية أكثر وضوحاً.
- تطوير نماذج تقييم المخاطر بحيث تأخذ في الاعتبار العلاقة بين الرافعة المالية والقيود المالية وممارسات إدارة الأرباح.
- تطبيق مبادئ حوكمة الشركات بشكل أكثر صرامة، خاصة فيما يتعلق بالرقابة الداخلية وإدارة المخاطر.

5-3 الدراسات المستقبلية

يمكن أن تركز الدراسات المستقبلية على العديد من الجوانب التي لم تتناولها الدراسة الحالية، والتي منها ما يلي:

- تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين الرافعة المالية وإدارة الأرباح الحقيقية في الشركات المصرية (Zhong & Zheng, 2007; Kamran & Shah, 2014).
- دور حوكمة الشركات في تخفيف أثر القيود المالية على ممارسات إدارة الأرباح (Anagnostopoulou & Tsekrekos, A. E., 2017; Fan et al., 2021).
- أثر التغيرات في السياسات النقدية على العلاقة بين الرافعة المالية وإدارة الأرباح في ظل القيود المالية (Karim et al., 2013).
- مقارنة بين أساليب إدارة الأرباح الحقيقية والاستحقاقية في ظل مستويات مختلفة من الرافعة المالية في الشركات المصرية (Cohen & Zarowin, 2010).
- تأثير جودة المراجعة على العلاقة بين الرافعة المالية وإدارة الأرباح الحقيقية في الشركات المصرية (Roychowdhury, 2006; Chi et al., 2011; Alhadab & Clacher, 2018).

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- أحمد، على صقر (2016). أثر جودة عملية المراجعة على الإدارة الحقيقية للأرباح - دراسة تطبيقية، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، المجلد 38، العدد 1، ص ص 15-49.
- أسماء، محمد عبد الله (2020). العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي - دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية قطاع الاتصالات، المجلة الإلكترونية الشاملة متعددة التخصصات، كلية ابن رشد للعلوم الإدارية، المملكة العربية السعودية، العدد 3، ص ص 1-29.
- جميل، حسن النجار (2013). مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين - دراسة اختبارية، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة عدن، العدد 11، ص ص 151-199.
- حميدة، محمد عبد المجيد (2012). نموذج مقترح لقياس العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وإدارة الأرباح، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها، المجلد 32، العدد 1، ص ص 337-372.
- حميدة، محمد عبد المجيد (2020). قياس أثر الرافعة المالية على المفاضلة بين التلاعب في الأنشطة الحقيقية وإدارة الأرباح على أساس الاستحقاق: دراسة تطبيقية على الشركات السعودية، مجلة الفكر المحاسبي، جامعة عين شمس، العدد 4، مج 24، ص ص 90-140.
- سماح، طارق أحمد (2021). العلاقة بين الاستراتيجيات التفاوضية للمراجعة وممارسات إدارة الأرباح في الشركات المقيدة في البورصة المصرية - دراسة تجريبية، مجلة إسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد 5، العدد 1، ص ص 1-56.
- سمية، باسم صبحي (2012). أثر ممارسات إدارة الأرباح للأنشطة الحقيقية على التدفقات النقدية للمنشأة، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، كلية التجارة بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس، مجلد 3، عدد 1، ص ص 149-174.
- صفوت، مصطفى الدويري (2012). أثر تطبيق الإلزامي لقواعد الحوكمة ومعايير المحاسبة المصرية الجديدة على إدارة الأرباح - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 16، العدد 4، ص ص 635-744.

علاء، علي حسين (2015). قياس وتفسير العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح وجودة الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية للشركات المتداول أسهما في سوق الأوراق المالية المصرية - دراسة تطبيقية، **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 19، العدد 1، ص 237-313.

فاتن، سيد خميس عطية (2018). دور المراجعة الخارجية في الحد من ممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 22، العدد 2، ص 790-829.

محمد، رضا عبد السمیع (2006). أثر ممارسات إدارة الأرباح على قياس الوعاء الضريبي، **المؤتمر العلمي السادس: تعزيز القدرة التنافسية- الاستراتيجيات والسياسات والآليات**، كلية التجارة، جامعة إسكندرية 27-29 يوليو.

محمد، سعيد جنيدي (2004). أثر الدور التعاقدی للمعلومات المحاسبية على درجة التحفظ المحاسبي وانعكاس ذلك على إدارة الأرباح، **المجلة العلمية للتجارة والتمويل**، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد 2، ص 55-95.

مصطفى أحمد محمد أحمد، (2017)، أثر استخدام الأنشطة الحقيقية لإدارة الأرباح على الأداء التشغيلي اللاحق للشركات المصرية - دراسة تطبيقية، **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 21، العدد 1، ص 9-62.

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**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 23، العدد 3، ص 1-86.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Akben-Selcuk, E., & Altiok-Yilmaz, A. (2017). Determinants of corporate cash holdings: Firm-level evidence from emerging markets. In *Global Business Strategies in Crisis: Strategic Thinking and Development* (pp. 417-428).
- Alhadab, M., & Clacher, I. (2018). The impact of audit quality on real and accrual earnings management around IPOs. *The British Accounting Review*, 50(4), 442-461.
- Alhadab, M., Clacher, I., & Keasey, K. (2015). Real and accrual earnings management and IPO failure risk. *Accounting and Business Research*, 45(1), 55-92.
- Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1429-1460.
- Alrashidi, R., Baboukardos, D., & Arun, T. (2021). Audit fees, non-audit fees and access to finance: Evidence from India. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 43, 100397.
- Anagnostopoulou, S. C., & Tsekrekos, A. E. (2017). The effect of financial leverage on real and accrual-based earnings management. *Accounting and Business Research*, 47(2), 191-236.
- Anh, T., Tuan, Q., & Phuong, B. (2018). Impact of Ownership Structure on Capital Structure-Empirical Evidence From Listed Firms in Vietnam. *DLSU Business & Economics Review*, 28(1), 128-149.
- Ardison, K. M. M., Martinez, A. L., & Galdi, F. C. (2012). The effect of leverage on earnings management in Brazil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(3), 305-324.
- Baatour, K., Othman, H. B., & Hussainey, K. (2017). The effect of multiple directorships on real and accrual-based earnings management. *Accounting Research Journal*, 30(4), 395-412.

- Baltagi, B. H. (2008). *Econometric analysis of panel data* (Vol. 4). Chichester: Wiley.
- Beatty, A., & Weber, J. (2003). The effects of debt contracting on voluntary accounting method changes. *The Accounting Review*, 78(1), 119-142.
- Benjamin, S. J. (2019). The effect of financial constraints on audit fees. *Capital Markets Review*, 27(2), 59-87.
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 296-343.
- Bhundia, A. (2012). A comparative study between free cash flows and earnings management. *Business Intelligence Journal*, 5(1), 123-129.
- Boubaker, S., Cellier, A., Manita, R., & Saeed, A. (2020). Does corporate social responsibility reduce financial distress risk? *Economic Modelling*, 91, 835-851.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2017). *Financial management: Theory and practice* (15th ed.). Cengage Learning.
- Caylor, M. L. (2010). Strategic revenue recognition to achieve earnings benchmarks. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(1), 82-95.
- Chi, W., Lisic, L. L., & Pevzner, M. (2011). Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management? *Accounting Horizons*, 25(2), 315-335.
- Christodoulou, D., Ho, S., & Prokhorov, A. (2022). The evolution of financial constraints. *European Financial Management*, 28(1), 233-259.
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2-19.

- Cohen, D. A., Dey, A., & Lys, T. Z. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review*, 83(3), 757-787.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (1994). Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 113-143.
- Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *The Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269.
- DuCharme, L. L., Malatesta, P. H., & Sefcik, S. E. (2001). Earnings management: IPO valuation and subsequent performance. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 16(4), 369-396.
- Elkalla, T. (2017). An empirical investigation of earnings management in the MENA region (*Doctoral dissertation*). University of the West of England, Bristol, UK.
- Ewert, R., & Wagenhofer, A. (2005). Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management. *The Accounting Review*, 80(4), 1101-1124.
- Fan, Z., Radhakrishnan, S., & Zhang, Y. (2021). Corporate governance and earnings management: evidence from shareholder proposals. *Contemporary Accounting Research*, 38(2), 1434-1464.
- Farrell, K., Unlu, E., & Yu, J. (2014). Stock repurchases as an earnings management mechanism: The impact of financing constraints. *Journal of Corporate Finance*, 25, 1-15.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141-206.

- Fung, S. Y. K., & Goodwin, J. (2013). Short-term debt maturity, monitoring, and accruals-based earnings management. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 9(1), 67-82.
- Gautam, V., Singh, A., & Gaurav, S. (2014). Cash holdings and finance constraints in Indian manufacturing firms. *Research in Applied Economics*, 6(3), 56.
- Ge, W., & Kim, J. B. (2014). Boards, takeover protection, and real earnings management. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 43(4), 651-682.
- Gu, Z., Lee, C. W. J., & Rosett, J. G. (2005). What determines the variability of accounting accruals? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(3), 313-334.
- Gunny, K. A. (2005). What are the consequences of real earnings management? University of California, Berkeley, *Working paper*.
- Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855-888.
- Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2010). New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index. *The Review of Financial Studies*, 23(5), 1909-1940.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85-107.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Herrmann, D., Inoue, T., & Thomas, W. (2003). The sale of assets to manage earnings in Japan. *Journal of Accounting Research*, 41(1), 89-108.

- Hoang, K. M. T., & Phung, T. A. (2019). The effect of financial leverage on real and accrual-based earnings management in Vietnamese firms. *Economics & Sociology, 12*(4), 299-333.
- Hribar, P., & Nichols, D. C. (2007). The use of unsigned earnings quality measures in tests of earnings management. *Journal of Accounting Research, 45*(5), 1017-1053.
- Hussain, A., Akbar, M., Khan, M. K., Sokolová, M., & Akbar, A. (2022). The interplay of leverage, financing constraints, and real earnings management: A panel data approach. *Risks, 10*(6), 110.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics, 94*(1), 67-86.
- Jaggi, B., & Lee, P. (2002). Earnings management response to debt covenant violations and debt restructuring. *Journal of Accounting, Auditing & Finance, 17*(4), 295-324.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305-360.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research, 29*(2), 193-228.
- Kamran, K., & Shah, A. (2014). The impact of corporate governance and ownership structure on earnings management practices: Evidence from listed companies in Pakistan. *The Lahore Journal of Economics, 19*(2), 27-70.
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics, 112*(1), 169-215.

- Karim, Z. A., Zaidi, M. A. S., & Karim, B. A. (2013). Monetary Policy Shocks, Financial Constraints, and Firm-Level Equity Return: Panel Evidence. *Jurnal Pengurusan*, 39.
- Khan, M. K., He, Y., Akram, U., & Sarwar, S. (2017). The impact of ownership structure on dividend payout policy: Evidence from Pakistan. *Journal of Advanced Research in Business and Management Studies*, 6(2), 127-133.
- Khan, M., & Watts, R. L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 132-150.
- Khurshid, M. K., Sabir, H. M., Tahir, S. H., & Abrar, M. (2018). The impact of corporate governance on firm's financial performance: Evidence from Pakistan. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 10(1), 228-244.
- Kim, J. B., & Sohn, B. C. (2013). Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(6), 518-543.
- Kim, J. B., Liu, X., & Rhee, S. G. (2011). The relation between auditor quality and earnings management: Evidence from Korea. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 18(2), 95-120.
- Kurt, A. C. (2018). How do financial constraints relate to financial reporting quality? Evidence from seasoned equity offerings. *European Accounting Review*, 27, 527-557.
- 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, 350-358.
- Lee, H. A., & Chun, S. (2023). Earnings Management Behavior of Firms with Financial Constraints: Focusing on Firms that Issue Redeemable Convertible Preferred Stocks. *Global Business & Finance Review*, 28(1), 58.
- Lee, K. W., Lev, B., & Yeo, G. (2007). Organizational structure and earnings management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(2), 293-331.

- Linck, J. S., Netter, J., & Shu, T. (2013). Can managers use discretionary accruals to ease financial constraints? Evidence from discretionary accruals before investment. *The Accounting Review*, 88, 2117–2143.
- Liu, W. (2018). Determinants and marginal value of corporate cash holdings: Financial constraints versus corporate governance. *The International Journal of Business and Finance Research*, 12(1).
- Mansali, H., Derouiche, I., & Jemai, K. (2019). Accruals quality, financial constraints, and corporate cash holdings. *Managerial Finance*, 45(8), 1129–1145.
- Matozza, F., Biscotti, A. M., D’Amico, E., & Strologo, A. D. (2020). Abnormal audit fees and audit quality. The impact of business context on priorities. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 24(3), 1–16.
- Mendoza, J. A. M., Yelpeo, S. M. S., Ramos, C. L. V., & Fuentealba, C. L. D. (2020). Effects of capital structure and institutional–financial characteristics on earnings management practices. *International Journal of Emerging Markets*, 16(3), 580–603.
- Mora, A., & Sabater, A. (2008). Evidence of income–decreasing earnings management before labor negotiations within the firms. *Investigaciones Económicas*, 32(2), 201–230.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3–46.
- Pál, R., & Ferrando, A. (2010). Financing constraints and firms’ cash policy in the euro area. *The European Journal of Finance*, 16(2), 153–171.
- Pandey, I., & Chotigeat, T. (2004). Theories of capital structure: evidence from an emerging market. *Studies in Economics and Finance*, 22(2), 1–14.
- Pappas, K., Walsh, E., & Xu, A. L. (2019). Real earnings management and Loan Contract terms. *The British Accounting Review*, 51, 373–401.

- Park, S.-y. (2016). The effect of short-term debt on accrual-based earnings management and real earnings management. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 32(4), 1287-1300.
- Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB). (2000). The Panel on Audit Effectiveness Report & Recommendation. Stamford, CT: *Public Company Accounting Oversight Board*.
- Rao, K. V., & Thaker, K. (2018). The speed of adjustment of corporate cash holdings. *The Journal of Developing Areas*, 52(3), 139-151.
- Rodríguez-Pérez, G., & Van Hemmen, S. (2010). Debt, diversification, and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(2), 138-159.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974.
- Tulcanaza-Prieto, A. B., Lee, Y., & Koo, J. H. (2020). Effect of Leverage on Real Earnings Management: Evidence from Korea. *Sustainability*, 12(6), 2232.
- Vakilifard, H., & Mortazavi, M. S. (2016). The impact of financial leverage on accrual-based and real earnings management. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 6(2), 53-60.
- Vorst, P. (2016). Real earnings management and long-term operating performance: The role of reversals in discretionary investment cuts. *The Accounting Review*, 91(4), 1219-1256.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *Accounting Review*, 112-134.

- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: A ten-year perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156.
- Whited, T. M., & Wu, G. (2006). Financial constraints risk. *The Review of Financial Studies*, 19(2), 531-559.
- Yang, L., Rahman, A., & Bradbury, M. (2010). The trade-off between real earnings management and accruals management. *Working paper*.
- Yu, W. (2008). Accounting-based earnings management and real activities manipulation. *Ph.D., Georgia Institute of Technology*.
- Zamri, N., Rahman, R. A., & Isa, N. S. M. (2013). The impact of leverage on real earnings management. *Procedia Economics and Finance*, 7, 86-95.
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703.
- Zhong, K., Gribbin, D. W., & Zheng, X. (2007). The effect of monitoring by outside block holders on earnings management. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 37-60.