



مجلة البحوث المالية والتجارية

المجلد (24) – العدد الثاني – إبريل 2023



أثر الملكية الأجنبية في العلاقة بين إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي
في الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية

The impact of foreign ownership on the relationship between earnings management and financial failure risks in the Egyptian listed companies

د.كوثر محمد عبدالحافظ محمد

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة – جامعة سوهاج

د.أبوالمحمّد مصطفى صالح عثمان

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة – جامعة جنوب الوادي

د.محمد عزام عبدالمجيد أحمد

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة – جامعة جنوب الوادي

2023-03-04	تاريخ الإرسال
2023-03-09	تاريخ القبول
رابط المجلة: https://jsst.journals.ekb.eg/	

ملخص

تعد حوكمة الشركات أكثر القضايا التي نالت اهتمام المنظمين والمستثمرين والباحثين وغيرهم من المهتمين بسوق الأوراق المالية بعد الإخفاقات المحاسبية، وفشل كثير من كبرى الشركات خلال الفترة القليلة الماضية نتيجة السلوك الانتهازي للإدارة. ويهدف هذا البحث إلى فحص أثر الملكية الأجنبية في العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي، وتمت الدراسة التطبيقية على عينة تتكون من ٧٤ شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية موزعة بين القطاعات الاقتصادية المختلفة خلال عامي ٢٠١٧ و ٢٠١٨. وتوصل البحث إلى وجود علاقة طردية ومعنوية بين ممارسات إدارة الأرباح باستخدام الأنشطة الحقيقية ومخاطر الفشل المالي، بينما لا توجد علاقة معنوية بين ممارسات إدارة الأرباح باستخدام المستحقات المحاسبية ومخاطر الفشل المالي، كما توصل البحث إلى وجود تأثير معنوي للملكية الأجنبية في العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية ومخاطر الفشل المالي، بمعنى أن الملكية الأجنبية تسهم في الحد من تأثير هذه الممارسات في مخاطر الفشل المالي. وتوفر هذه النتائج أدلة للمنظمين والشركات فيما يتعلق بدور الملكية الأجنبية في تخفيض مخاطر فشل الشركات وتعزيز استقرار أسواق رأس المال.

الكلمات المفتاحية: الملكية الأجنبية، ممارسات إدارة الأرباح، مخاطر الفشل المالي.



Abstract

Corporate governance is the most important issue that has attracted the interest of regulators, investors, researchers and others interested in the stock market after accounting scandals and the failure of many large companies during the past few years as a result of the opportunistic behavior of management. This study aims to test the effect of foreign ownership in the relationship between earnings management practices and financial failure risks. The empirical study was conducted on a sample of 74 companies listed in the Egyptian stock market distributed among the various economic sectors during the period from 2017 to 2018. The study concluded that there is a positive and significant relationship between earnings management practices using real activities and financial failure risks, while there is no significant relationship between earnings management practices using accounting accruals and failure risks. The study also found that foreign ownership has a significant effect in the relationship between real earnings management practices and financial failure risks, which mean that foreign ownership contributes to reducing the impact of these practices on financial failure risks. These findings provide evidence to regulators and companies regarding the role of foreign ownership in reducing corporate failure risks and enhancing the stability of capital markets.

Keywords: Foreign Ownership, Earnings Management Practices, Financial Failure Risks.

(١) الإطار العام للبحث

١/١ مقدمة ومشكلة البحث:

تعد التقارير المالية أهم مصادر الحصول على المعلومات المرتبطة بالشركة، وقد أشار مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي إلى أن الهدف الرئيس للتقارير المالية يتمثل في توفير معلومات مفيدة للمستثمرين والدائنين وغيرهم من مستخدمي هذه التقارير؛ لاتخاذ القرارات المرتبطة بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأسهم وتقديم أو تسوية القروض وغيرها من القرارات المرتبطة بالائتمان (FASB, 2010).

كما تعد المعلومات المرتبطة بالربح المحاسبي من أهم المعلومات التي توفرها التقارير المالية، حيث تؤدي الأرباح دوراً مهماً في التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية، كما أن غالبية نماذج التقييم وقرارات الإدارة تعتمد على الأرباح (Lev, 1989). لذا فإن أي تدخل لتشويه هذه المعلومات يكون له تأثير سلبي في قرارات المستثمرين والدائنين وغيرهم من الأطراف ذات العلاقة بالشركة (Tran & Dang, 2021).

وطبقاً لنظرية الوكالة يتوقع الملاك من الإدارة كوكيل عنهم استخدام موارد الشركة واتخاذ القرارات التي تحقق مصالحهم، إلا أن الواقع يشير إلى خلاف ذلك، حيث ينتج عن عدم تماثل المعلومات ظهور مشكلات الوكالة بين الإدارة والملاك (Annither et al., 2020). فالإدارة تتوافر لديها الفرصة والدافع لاستخدام موارد الشركة في تحقيق مصالحها الخاصة، وقد تلجأ في ذلك إلى المبالغة في الأداء وحجب الأخبار غير السارة عن الأطراف الخارجية (Lee, 2022).

ورغم أن معايير المحاسبة تسمح للإدارة باستخدام السلطة التقديرية في كثير من المواقف بهدف زيادة منفعة المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في التقارير المالية، وإرسال إشارات مفيدة للسوق حول المعلومات الخاصة المتاحة لديها، إلا أن السلطة التقديرية التي تهدف إلى حماية المستثمرين والدائنين وغيرهم من أصحاب المصالح في الشركة قد تستخدم ضدهم (Lel, 2019; Ronen & Yaari, 2008). بمعنى أن الإدارة قد تستخدم المرونة المتاحة لها في اختيار السياسات المحاسبية بطريقة انتهازية، مما يكون له أثر سلبي في استمرار الشركة (Nwaobia et al., 2019). لذا يوجد اعتقاد سائد بأن إدارة الأرباح انتهازية



بطبيعتها، وخاصة بعد الإخفاقات المحاسبية وانهيار كثير من الشركات منذ نهاية القرن السابق ومطلع القرن الحالي (Jiraporn et al., 2008). وقد أظهرت الأدلة الميدانية خلال الفترة القليلة الماضية أن السلوك الانتهازي للإدارة والممارسات المحاسبية المضللة تعد ظاهرة دولية طالت كثير من الشركات التي تعرضت للفشل مثل شركتي Enron, Worldcom وغيرها من الشركات (Ongore, 2011). مما كان له تأثير سلبي في ثقة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية بشكل عام (Tran & Dang, 2021).

وفي هذا السياق أشارت دراسة (Agustia et al., 2020) إلى أن ممارسات إدارة الأرباح تؤثر بالسلب في أداء الشركة والقدرة على تقييم مخاطر الإفلاس. وافترضت دراسة (Potharla, 2022) أن الممارسات الانتهازية لزيادة أرباح الفترة الحالية قد ينتج عنها تدمير قيمة الشركة في المستقبل. ودعمت نتائج كثير من الدراسات السابقة العلاقة الطردية بين إدارة الأرباح وكل من فشل الشركة (Azim & Sharif, 2021; Okoye & Nwobi, 2020). ومخاطر انهيار أسعار الأسهم (Fatima et al., 2020; Francis et al., 2016).

كما أظهر البحث المستمر في هذا المجال أن الحوكمة الفعالة تعد أهم الأدوات ذات التأثير الكبير في أداء الشركة (Annither et al., 2020). حيث تسهم الحوكمة في مواءمة مصالح الملاك ومصالح المديرين وتخفيض السلوك الانتهازي للإدارة وتحسين شفافية الشركة (Tran & Dang, 2021). بمعنى أنها توفر دوافع لدى المديرين لتبني السياسات المحاسبية التي تعظم قيمة الشركة بدلاً من التركيز على مصالحهم الخاصة. ورغم ذلك إلا أن النموذج التقليدي لحوكمة الشركات ركز على دور مجلس الإدارة في تدعيم أداء الشركة، وتجاهل أثر هيكل الملكية في قرارات المديرين (Ongore, 2011). وفي هذا السياق أشارت دراسة (Rashid, 2016) إلى أن مشكلات الوكالة قد تختلف طبقاً لهيكل ملكية الشركة.

وقدمت الدراسات المرتبطة بهذا المجال الملكية الأجنبية كأحد أنماط هيكل الملكية التي تؤثر في قرارات الإدارة ومخاطر الفشل، حيث يفترض أن المستثمرين الأجانب تتوافر لديهم الخبرة والموارد الكافية لتحليل وتقييم المعلومات المرتبطة بالشركات المحلية مقارنة بالمستثمرين

المحليين (Kim et al., 2020). كما يسهم المستثمرون الأجانب في نقل معايير الحوكمة والممارسات الإدارية المقبولة إلى الشركات التي يستثمرون فيها (Shrivastav & Kalsie, 2017; Li et al., 2021)؛ مما يسهم في تقييد قدرة الإدارة على المبالغة في الأداء وتخفيض المخاطر التي تواجه الشركة (Alp et al., 2022).

وفي هذا السياق أشارت دراسة (Aggarwal et al., 2011) إلى أن المستثمرين المؤسسيين الأجانب يستطيعون التأثير في الرقابة على الشركة إما بطريقة مباشرة من خلال حقوق التصويت، أو بطريقة غير مباشرة من خلال التهديد ببيع أسهمهم. وفي السياق نفسه أشارت دراسة (Yeh, 2020) إلى أن المستثمرين الأجانب وخاصة الذين يملكون نسبة كبيرة في أسهم الشركة عادة تكون وجهة نظرهم محل اهتمام من قبل الإدارة.

وقد توصلت الدراسات السابقة إلى أن الملكية الأجنبية تسهم في تدعيم أداء الشركة (Naufa & Lantara, 2018)، وتعزيز العلاقة الطردية بين إدارة المخاطر وأداء الشركة في الأجل الطويل (Jun, 2021)، وتخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تقييد قدرة المديرين على حجب الأخبار غير السارة (Kim et al., 2020).

ورغم ما سبق، هناك اتجاه آخر يفترض أن الملكية الأجنبية قد تسهم في زيادة عدم تماثل المعلومات ومشكلات الوكالة بين الإدارة والمستثمرين الأجانب من ناحية، وبين المستثمرين الأجانب والمستثمرين المحليين من ناحية أخرى، مما يوفر فرصة للإدارة لاتخاذ القرارات التي يكون لها تأثير سلبي في أداء الشركة وزيادة مخاطر الفشل.

ويستند الاتجاه السابق إلى أن المستثمرين الأجانب لا تتوافر لديهم معرفة كافية حول الشركات التي يستثمرون فيها مقارنة بالمستثمرين المحليين، لذا فإنهم يتحملون تكاليف إضافية لتجميع وتحليل المعلومات المرتبطة بهذه الشركات، ومن ثم تنخفض قدرتهم على تحقيق الرقابة الفعالة وتخفيض عدم تماثل المعلومات (Kim et al., 2020). وفي هذا الإطار أشارت دراسة (Kazemian & Sanusi, 2015) إلى أن صعوبة ملاحظة أنشطة الإدارة من قبل الأطراف الخارجية يوفر دوافع قوية لدى المديرين للتلاعب في التقارير المالية. هذا بالإضافة إلى أن بعض المستثمرين الأجانب قد لا تتوافر لديهم القدرة أو الدافع للتأثير في الممارسات المرتبطة بالتقارير المالية (Fang et al., 2015).



وقدمت دراسة (Viet, 2014) تفسيراً للعلاقة غير الخطية بين الملكية الأجنبية وأداء الشركة يستند إلى أن المستثمرين الأجانب يؤدون دوراً فعالاً في الرقابة على الشركة في ظل مستويات الملكية المنخفضة، وعلى العكس من ذلك فإنه مع زيادة ملكية المستثمرين الأجانب تزيد دوافعهم لتحويل الثروة لصالحهم مما يكون له أثر سلبي في أداء الشركة.

وفي ضوء ما سبق؛ يتضح أن الملكية الأجنبية قد يكون لها تأثير سلبي أو إيجابي في العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر فشل الشركة، فالمستثمرين الأجانب قد يكون لهم دور فعال في تقييد الممارسات التي يكون لها تأثير سلبي في أداء الشركة في المستقبل، ومن ناحية أخرى فإن عدم تماثل المعلومات قد يقيد قدرتهم على تحقيق الرقابة الفعالة، مما يوفر فرصة للإدارة لاتخاذ القرارات التي تحقق مصالحها الخاصة، ومن ثم ينخفض أداء الشركة وتزيد مخاطر الفشل. وفي هذا السياق أشارت دراسة (Bamiatzi et al., 2016) إلى أن تأثير الملكية الأجنبية في أداء الشركات رغم أنه نال اهتمام الباحثين لفترة طويلة إلا أن النتائج ما زالت غير واضحة. كما أشارت دراسة (Satrio, 2022) إلى أن الملكية الأجنبية قد يكون لها تأثير سلبي أو إيجابي فيما يتعلق بالرقابة على سلوك الإدارة.

لذا تتمثل مشكلة البحث في اختبار أثر الملكية الأجنبية في العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي في الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية، ويمكن إعادة صياغة مشكلة البحث على النحو التالي:

- هل توجد علاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي في الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية؟

- ما أثر الملكية الأجنبية في العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي في الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية؟

٢/١ أهداف البحث:

يهدف البحث إلى تحقيق ما يلي:

- اختبار العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي في الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية؟

- اختبار أثر الملكية الأجنبية في العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي في الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية؟

٣/١ أهمية البحث:

تم تصنيف أهمية البحث في مستويين على النحو التالي:

المستوى النظري:

رغم أهمية دراسة العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر فشل الشركة بصفة عامة، والعوامل التي تؤثر في هذه العلاقة بصفة خاصة، فإن هذا الموضوع لم ينل اهتمام كافٍ من قبل الباحثين في مجال المحاسبة، كما أن غالبية الدراسات التي تناولت هذا الموضوع تمت في الدول المتقدمة، ونظراً لأن الملكية الأجنبية تعد أهم أنماط هياكل الملكية التي تؤثر في قرارات الإدارة، ومن ثم تظهر أهمية دراسة أثر الملكية الأجنبية في العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي.

المستوى التطبيقي:

- دعمت الأدلة الميدانية الدور الإيجابي للاستثمار الأجنبي في النمو الاقتصادي، وتطوير أسواق الأوراق المالية، وتخفيض تكلفة رأس المال؛ من خلال مشاركة المستثمرين المحليين في المخاطر (Li et al., 2011b). ويوفر البحث الحالي أدلة مفيدة للمنظمين فيما يتعلق بدور الملكية الأجنبية في دعم استقرار أسواق رأس المال من خلال زيادة فعالية الرقابة على أداء الإدارة وتخفيض مخاطر فشل الشركات.

- ركزت غالبية الدراسات المرتبطة بهذا المجال على فحص أثر الأزمات المالية ومخاطر الفشل المالي في ممارسات إدارة الأرباح، بينما يسعى البحث الحالي إلى اختبار أثر ممارسات إدارة الأرباح في مخاطر الفشل المالي، كما أن اختبار الدور السلبي أو الإيجابي للملكية الأجنبية في هذا الشأن يسهم في إضافة بعد جديد لهذه الدراسات.

- قدمت الدراسات السابقة أدلة متباينة فيما يتعلق بتأثير الملكية الأجنبية في ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي، حيث توصلت بعض الدراسات إلى وجود تأثير سلبي للملكية الأجنبية في ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل (Bena et al., 2017; Santoso &)



(Nugrahanti, 2022; Han et al., 2022)، بينما دعمت نتائج دراسات أخرى التأثير الموجب للملكية الأجنبية في ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل (Kim, 2020; Tran & Dang, 2021).

- يوفر البحث الحالي أدلة مفيدة لإدارة الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية حول دور الملكية الأجنبية في تحسين أداء الشركة وتخفيض مخاطر الفشل المالي، مما يساعد على اتخاذ التدابير التي تسهم في جذب المستثمرين الأجانب مثل: تخفيض عدم تماثل المعلومات وتحسين فعالية الحوكمة.

- يسهم البحث الحالي في توفير أدلة تساعد المستثمرين والدائنين على فهم العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر فشل الشركة ودور الملكية الأجنبية في هذه العلاقة.

٤/١ تنظيم البحث:

لتحقيق أهداف البحث فقد تم تنظيمه على النحو التالي:

- ١- الإطار العام للبحث.
- ٢- الإطار النظري وصياغة فروض البحث.
- ٣- منهجية الدراسة التطبيقية.
- ٤- تحليل البيانات واختبار فروض البحث.

(٢) الإطار النظري وصياغة فروض البحث

١/٢ إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي:

يفترض المنظور الانتهازي لإدارة الأرباح أن الإدارة تستخدم كل من الأنشطة الحقيقية والمرونة المتاحة لها في اختيار السياسات المحاسبية لحجب الأداء الحقيقي للشركة عن الأطراف الخارجية، حيث تلجأ الإدارة إلى تضخيم الأرباح في الفترة الحالية للتأثير في تصورات المشاركين في السوق فيما يتعلق بأداء الشركة وزيادة مكافآتها التي تعتمد على الأداء، أو التأثير في تعاقدات الديون أو غيرها من الدوافع. كما تسعى الإدارة في بعض الأحيان إلى تخفيض الأرباح أو تضخيم الخسائر في الفترة الحالية بهدف التخلص من الخسائر التي نتجت

عن القرارات الخاطئة في الفترات السابقة، ومن ثم إمكانية الإفصاح عن أرباح مرتفعة في المستقبل.

ورغم أن هذه الممارسات تساعد الإدارة على الإفصاح عن أرباح مرتفعة مقارنة بالأرباح الحقيقية للشركة، إلا أنها تسهم في تخفيض الأداء في المستقبل ومن ثم زيادة مخاطر الفشل. حيث كشفت الإخفاقات المحاسبية وانهيار الشركات خلال الفترات السابقة كثير من الحالات التي تعكس السلوك الانتهازي للإدارة (Goel, 2018).

ويرجع السبب في ذلك إلى أن ممارسات إدارة الأرباح توفر مؤشراً على أن الإدارة تتبنى الأهداف قصيرة الأجل بدلاً من التركيز على تعظيم قيمة الشركة في الأجل الطويل، مما يؤثر بالسلب في قدرتها على الاستمرار، هذا بالإضافة إلى أن حجب انخفاض الأداء عن الأطراف الخارجية من خلال إدارة الأرباح يعيق التشخيص المبكر للمشكلات، ومن ثم تنخفض قدرة الشركة على المنافسة في السوق (Agustia et al., 2020).

وفي السياق نفسه أشارت دراسة (Azim & Sharif, 2021) إلى أن إدارة الأرباح تعد أحد الأسباب الرئيسة لانخفاض أداء الشركة وزيادة مخاطر الفشل. كما افترضت دراسة (Durana et al., 2021) أن زيادة ممارسات إدارة الأرباح خلال المراحل الحساسة من دورة حياة الشركة يؤدي إلى زيادة مخاطر التخلف عن السداد والإفلاس.

كما أن الكشف عن حالات الغش والاحتيال في التقارير المالية يعرض الشركة لعقوبات كبيرة من قبل المنظمين، وقد يترتب على هذه العقوبات زيادة مخاطر الإفلاس مثل حالة Enron وغيرها من الشركات (Ghazal et al., 2015). وقد تواجه الشركة دعاوى قضائية من قبل المستثمرين والدائنين وغيرهم من أصحاب المصالح مما يضر بسمعتها في السوق، ومن ثم تنخفض التدفقات النقدية نتيجة زيادة التكاليف وانخفاض المبيعات. وفي هذا الإطار أشارت دراسة (Turetsky & McEwen, 2001) إلى أن انخفاض التدفقات النقدية من الأنشطة الرئيسة يعد أول مؤشرات الفشل المالي، ثم تبدأ المراحل التالية للفشل من خلال انخفاض التوزيعات ثم الفشل الفني أو عدم قدرة الشركة على سداد التزاماتها أو إعادة هيكلة الديون.

وبالإضافة إلى ما سبق فإن إدارة الأرباح تقيد قدرة الشركة على الوصول إلى التمويل الخارجي بتكلفة منخفضة مما يؤثر بالسلب في أنشطة التشغيل والاستثمار. حيث أكدت دراسة



(Baryeh et al., 2012) على أن السوق عادة يعاقب الشركات التي تلجأ إلى التلاعب في الأرباح. وتوصلت دراسة (Kim & Sohn, 2013) إلى أن إدارة الأرباح تسهم في تخفيض جودة المعلومات التي تعتمد عليها الأطراف الخارجية عند اتخاذ قراراتها المرتبطة بالشركة ومن ثم يطلبون علاوة خطر إضافية.

وقد افترضت الدراسات السابقة أن عدم تماثل المعلومات يخفض قدرة الأطراف الخارجية على التمييز بين القرارات الانتهازية والقرارات التي تتم بحسن نية، مما يوفر فرصة للإدارة لحجب المعلومات المرتبطة بالأخبار غير السارة لتحقيق مصالحها الخاصة، إلا أنه بمرور الوقت يتم الإفصاح عن هذه المعلومات مما يؤدي إلى انهيار أسعار الأسهم في السوق (Fatima et al., 2016; Francis et al., 2020). كما أن حجب الأخبار غير السارة يؤدي إلى عدم قدرة المستثمرين على حث الإدارة للتخلي عن المشروعات التي تحقق أداء منخفض في وقت مبكر بدلاً من زيادة الخسائر (Li et al., 2022).

وقدمت دراسة (Ge & Kim, 2014) عدة تفسيرات للتأثير السلبي لإدارة الأرباح الحقيقية في أداء الشركة في الأجل الطويل؛ وذلك على النحو التالي:

- إن زيادة المبيعات في الفترة الحالية من خلال زيادة كل من خصومات السعر وفترة السداد؛ يؤدي إلى انخفاض التدفقات النقدية لهذا المستوى من المبيعات، ويعرض الشركة لمخاطر الديون المعدومة.
- إن المبالغة في الإنتاج بهدف تخفيض تكلفة المبيعات ومن ثم زيادة أرباح الفترة الحالية يعني أن هناك جزءاً من تكاليف الإنتاج يتضمنها المخزون؛ مما يؤثر بالسلب في استمرار الأرباح، كما أن الإنتاج الزائد قد يتحول إلى مخزون متقادم ومن ثم تزيد الخسائر المستقبلية.
- إن تخفيض النفقات الاختيارية من أجل تخفيض التدفقات النقدية الخارجة في الفترة الحالية قد يؤدي إلى انخفاض التدفقات النقدية المستقبلية، فعلى سبيل المثال: تخفيض مصروفات الإعلان في الفترة الحالية ينتج عنه انخفاض المبيعات في الفترة التالية، كما أن تخفيض مصروفات تدريب العاملين قد يضر بالميزة التنافسية للشركة في الأجل الطويل.

وعلى المستوى التطبيقي، توصلت دراسة (Campa & Camacho-Minano, 2013) إلى ارتفاع ممارسات التلاعب في المبيعات وتكاليف الإنتاج في الشركات المفلسة مقارنة

بالشركات الأخرى، كما توصلت إلى أن هذه الممارسات تبدأ قبل أربع سنوات على الأقل من بداية إجراءات الإفلاس. وفحصت دراسة (Ge & Kim, 2014) العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح وتكلفة الديون، وتوصلت إلى أن إدارة الأرباح من خلال الإفراط في الإنتاج تسهم في تخفيض التصنيف الائتماني للشركة، كما أن التلاعب في المبيعات والإفراط في الإنتاج يرتبط بارتفاع تكلفة الديون، مما يعني أن هذه الممارسات تؤثر في تصورات وكالات التصنيف وحملة السندات فيما يتعلق بمخاطر الائتمان.

وفحصت دراسة (Lin et al., 2016) أثر إدارة الأرباح في دقة التنبؤ بالفشل المالي باستخدام نموذج Altman، وتوصلت إلى أن عدم تضمين متغير إدارة الأرباح في النموذج قد ينتج عنه تخفيض احتمال الفشل للشركات التي يكون لديها ممارسات مرتفعة لإدارة الأرباح، وزيادة احتمال الفشل في الشركات التي تنخفض فيها ممارسات إدارة الأرباح، مما يعني أن إدارة الأرباح تسهم في زيادة احتمال فشل الشركات. كما توصلت دراسة (Nagar & Sen, 2018) إلى تخفيض الشركة للمصروفات الاختيارية بهدف إدارة الأرباح في بداية مراحل العسر المالي، إلا أنه مع زيادة حدة العسر المالي تلجأ الشركة إلى تخفيض الإنتاج وتضخيم الأرباح من خلال المستحقات.

واختبرت دراسة (Nwaobia et al., 2019) أثر إدارة الأرباح في فشل الشركة، وتوصلت إلى أن إدارة الأرباح باستخدام المستحقات لها تأثير موجب وغير معنوي في استمرار الشركة. ورغم ذلك توصلت دراسة (Agustia et al., 2020) إلى عدم وجود تأثير معنوي لإدارة الأرباح في مخاطر الإفلاس. كما فحصت دراسة (Okoye & Nwobi, 2020) أثر إدارة الأرباح في التنبؤ بمخاطر الإفلاس، وتوصلت إلى وجود تأثير معنوي لإدارة الأرباح في مخاطر الإفلاس، وأن حجم الشركة يسهم في تخفيض هذا التأثير.

وفي السياق نفسه توصلت دراسة (Azim & Sharif, 2021) إلى زيادة ممارسات إدارة الأرباح في الشركات التي تواجه عسراً مالياً. بينما توصلت دراسة (Durana et al., 2021) إلى وجود علاقة غير خطية بين إدارة الأرباح ومخاطر الإفلاس. وتوصلت دراسة (Rakshit et al., 2021) إلى ارتفاع ممارسات إدارة الأرباح في الشركات التي لا تواجه مخاطر الفشل المالي مقارنة بالشركات الأخرى، كما أن الشركات التي تواجه مخاطر الفشل المالي عادة تستخدم



الممارسات التي تهدف إلى تضخيم الأرباح. وفي السياق نفسه توصلت دراسة (Kamau et al., 2022) إلى عدم وجود تأثير معنوي لإدارة الأرباح في العسر المالي. كما دعمت نتائج بعض الدراسات السابقة الأثر السلبي لممارسات إدارة الأرباح في الأداء المستقبلي للشركة، فعلى سبيل المثال: توصلت دراسة (Tabassum et al., 2015; Vorst, 2019; Al-Zahrani, 2016) إلى أن الشركات التي تستخدم إدارة الأرباح الحقيقية للمبالغة في الأرباح عادة تواجه انخفاض الأداء في الأجل الطويل، مما يعني أن إدارة الأرباح التي تبدو مفيدة بالنسبة لأداء الشركة في الفترة الحالية ينتج عنها مشكلات كبيرة في المستقبل. وتناولت دراسة (شرف، ٢٠١٩) العلاقة بين إدارة الأرباح وكفاءة الاستثمار، وتوصلت إلى أن اتجاه الشركات نحو ممارسة إدارة الأرباح يخفض جودة المعلومات ويشوه قرارات الاستثمار، مما يعني أن إدارة الأرباح تؤدي إلى تخفيض كفاءة الاستثمار. وتعرضت دراسة (Potharla, 2022) لأثر إدارة الأرباح الحقيقية في أداء الشركة، وتوصلت إلى أن التلاعب في المبيعات وتكاليف الإنتاج له تأثير سلبي في أداء الشركة في المستقبل، بينما التلاعب في المصروفات الاختيارية له تأثير موجب في أداء الشركة. وافترضت بعض الدراسات أن إدارة الأرباح تسهم في زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم نتيجة تخزين الأخبار غير السارة، حيث دعمت نتائج دراسة (Francis et al., 2016; Fatima et al., 2020) العلاقة الطردية بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، مما يعني أن المديرين يستخدمون إدارة الأرباح الحقيقية لحجب المعلومات السلبية عن المشاركين في السوق.

وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة الفرض الأول من فروض البحث على النحو التالي:

H_{01} : لا توجد علاقة معنوية بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي في الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية.

٢/٢ أثر الملكية الأجنبية في العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل:

قد تسهم الملكية الأجنبية في زيادة أو تخفيض العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي، بمعنى أن المستثمرين الأجانب قد يكون لهم تأثير موجب أو تأثير سلبي في هذه

العلاقة طبقاً لدوافع الاستثمار الخاصة بهم وقدرتهم على تحقيق الرقابة الفعالة على سلوك الإدارة في الشركات التي يستثمرون فيها.

لذا يمكن التمييز بين اتجاهين فيما يتعلق بأثر الملكية الأجنبية في العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي وذلك على النحو التالي:

١/٢/٢ الاتجاه الأول:

يستند هذا الاتجاه إلى أن المستثمرين الأجانب يستطيعون نشر ممارسات الحوكمة الفعالة في الشركات التي يستثمرون فيها (Liang et al., 2022). كما أن غالبية المستثمرين الأجانب يمثلون مؤسسات تتوافر لديها خبرة دولية وعادة تكون مستقلة عن إدارة الشركة مقارنة بالمستثمرين المحليين، ومن ثم تكون لديها فرصة أكبر لتقييد الممارسات الانتهازية التي تؤثر بالسلب في نمو الشركة (Lee, 2022).

ونتيجة لانخفاض ملكية المستثمرين الأجانب، فإن التكاليف المرتبطة ببيع أسهمهم تكون منخفضة مقارنة بالمستثمرين الذين يملكون حصصاً مرتفعة، ومن ثم فإن التهديد بالانسحاب من الشركة قد يكون أكثر مصداقية مما يوفر دوافع لدى الإدارة للاستجابة لمخاوفهم (Ahmed & Iwasaki, 2021). وفي السياق نفسه أشارت دراسة (Kansil, 2021) إلى أن المستثمرين الأجانب يستطيعون التأثير في قرارات الإدارة بعدة طرق مثل: حقوق التصويت، والتهديد بالانسحاب من الشركة. كما أن المستثمرين الأجانب عادة يكون لهم رد فعل كبير في حالة التلاعب في التقارير المالية (Han et al., 2022).

ونظراً لأن المستثمرين الأجانب قد يواجهون عدم تماثل المعلومات، لذا فإنهم يولون اهتماماً كبيراً للقضايا المرتبطة بالحوكمة والشفافية (Li et al., 2022). كما يسهم المستثمرون الأجانب في زيادة دوافع المستثمرين المحليين والمحللين الماليين وغيرهم من المشاركين في السوق للبحث عن المعلومات، مما يساعد على تحسين بيئة المعلومات (Huang et al., 2020).

وفي هذا السياق افترضت دراسة (Ongore, 2011) أن العلاقة الطردية بين الملكية الأجنبية وأداء الشركة تنتج بسبب مساهمة المستثمرين الأجانب في نقل التكنولوجيا المتطورة والممارسات الإدارية المميزة إلى الشركات التي يستثمرون فيها، مما يساعد على تخفيض



التكاليف وتحقيق وفورات للشركة. كما افترضت دراسة (Shrivastav & Shikha, 2017) أن المستثمرين الأجانب تتوافر لديهم استراتيجيات استثمار متنوعة مما يساهم في تدعيم أداء الشركة.

وعلى عكس إدارة الأرباح باستخدام المستحقات؛ فإن المستثمرين المؤسسيين الأجانب يكون لهم دوراً كبيراً في تقييد ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، نظراً لأن هدف الاستثمار طويل الأجل يوفر دوافع قوية لديهم لتقييد الممارسات التي تضر بقيمة الشركة في الأجل الطويل، كما أن الرقابة على هذه الممارسات لا تتطلب معرفة عميقة بمعايير المحاسبة في الدول التي يستثمرون فيها، إلا أنها تتطلب المعرفة بالممارسات المقبولة في بيئة ممارسة الأعمال على مستوى الصناعة والدولة، وعادة يتوافر لدى المستثمرين المؤسسيين الأجانب معرفة كبيرة بظروف الصناعة والممارسات المرتبطة بها على المستوى الدولي (Gu et al., 2022).

وفي السياق نفسه توصلت دراسة (Harford et al., 2018) إلى أن المستثمرين الذين يسعون إلى الاستثمار طويل الأجل يساهمون في تقييد ممارسات إدارة الأرباح والتقارير المالية الاحتمالية. كما يساهم المستثمرون المؤسسيين الأجانب في تعزيز الاستثمار طويل الأجل في كل من رأس المال المادي والبشري وزيادة الابتكار نتيجة زيادة قدرتهم على تحمل المخاطر (Bena et al., 2017).

وقد افترضت الدراسات السابقة أن المستثمرين الأجانب يمارسون ضغوطاً على الإدارة للإفصاح عن المعلومات في الوقت الملائم، مما يجعل حجب المعلومات المرتبطة بالأخبار غير السارة مكلفاً بالنسبة لهم، ومن ثم تنخفض مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Huang et al., 2020).

وفي ضوء ما سبق يمكن القول أن الملكية الأجنبية تساهم في تخفيض العلاقة الطردية بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي، وذلك من خلال تحسين الشفافية وتقييد التأثير السلبي للممارسات الانتهازية في أداء الشركة في المستقبل، كما أن تحسين أداء الشركة يساهم بدوره في تخفيض دوافع التلاعب في الأرباح.

وعلى المستوى التطبيقي؛ توصلت الدراسات السابقة إلى أن المستثمرين الأجانب يساهمون في تحسين الحوكمة، وخاصة المستثمرين من الدول التي توفر حماية قوية للمستثمرين

(Aggarwal et al., 2011)، أو عندما يتم الاستثمار في الشركات التي تتسم بانخفاض أداء الإدارة (Li et al., 2022). كما حاولت بعض الدراسات اختبار العلاقة بين الملكية الأجنبية وأداء الشركة، وقدمت هذه الدراسات أدلة ميدانية على الدور الإيجابي للملكية الأجنبية في تحسين أداء الشركة (Mishra, 2014; Naufa & Lantara, 2018; Iwasaki et al., 2022).

وفيما يتعلق بأثر الملكية الأجنبية في المخاطر المرتبطة بالشركة، فقد توصلت دراسة (Bamiatzi et al., 2016) إلى أن الاستحواذ على الشركة من قبل المستثمرين الأجانب يسهم في تخفيض المخاطر الكلية المرتبطة بها مقارنة بالمستثمرين المحليين. وتوصلت دراسة (Kim et al., 2020) إلى أن المستثمرين الأجانب يسهمون في تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تقييد قدرة الإدارة على حجب الأخبار غير السارة، كما توصلت إلى أن دور المستثمرين الأجانب في هذا المجال يظهر بشكل أكثر وضوحاً مع زيادة دوافع الرقابة.

وتعرضت بعض الدراسات السابقة لدور الملكية الأجنبية في تقييد ممارسات إدارة الأرباح وتحسين جودة التقارير المالية، حيث فحصت دراسة (Ben-Nasr et al., 2015) أثر الملكية الأجنبية في جودة الأرباح المحاسبية، وتوصلت إلى أن الملكية الأجنبية ترتبط بكل من انخفاض المستحقات غير العادية، وزيادة المحتوى الإعلامي للأرباح، وزيادة استمرار الأرباح، مما يعني أن المستثمرين الأجانب يطلبون معلومات عالية الجودة.

ودعمت دراسة (Alzoubi, 2016) النتيجة السابقة حيث توصلت إلى أن الملكية الأجنبية تسهم في تحسين جودة التقارير المالية من خلال تقييد ممارسات إدارة الأرباح. وتوصلت دراسة (Beuselinck et al., 2017) إلى أن دور الملكية الأجنبية في تحسين جودة المعلومات المحاسبية يكون أكثر وضوحاً بالنسبة للمستثمرين المؤسسيين الأجانب. وفي الإطار نفسه توصلت دراسة (محروس، ٢٠١٨) إلى انخفاض ممارسات إدارة الأرباح في ظل المستويات المرتفعة للملكية الأجنبية. كما توصلت دراسة (Tiffany & Wijaya, 2020; Gu et al., 2022) إلى أن الملكية الأجنبية لها تأثير سلبي في إدارة الأرباح الحقيقية، وليس لها تأثير في إدارة الأرباح المبنية على المستحقات.



وتناولت بعض الدراسات دور الملكية الأجنبية في العلاقة بين أداء الشركة وبعض المتغيرات الأخرى، حيث تعرضت دراسة (Pengeran, 2020) لأثر الملكية الأجنبية في العلاقة بين الرقابة العائلية وأداء الشركة، وتوصلت إلى أن الملكية الأجنبية تسهم في تخفيض التأثير السلبي للرقابة العائلية في أداء الشركة، وفسرت ذلك بأن المستثمرين الأجانب تتوافر لديهم القدرة على التأثير في قرارات الإدارة. وفحصت دراسة (Wang & Yen, 2020) دور الملكية الأجنبية في العلاقة بين أداء الشركة في الأجل الطويل والأجل القصير، وتوصلت إلى أن الملكية الأجنبية تسهم في تدعيم العلاقة الطردية بين أداء الشركة في الأجل الطويل والأجل القصير.

وتعرضت دراسة (الجوهري، سليمان، ٢٠٢١) لأثر الملكية الأجنبية في العلاقة بين تنوع مجلس الإدارة وجودة الأرباح المحاسبية، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير موجب للملكية الأجنبية في هذه العلاقة. وتوصلت دراسة (عبدالمنعم، ٢٠٢١) إلى أن ارتفاع نسبة الملكية الأجنبية يسهم في تخفيض العلاقة العكسية بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة. كما تعرضت دراسة (Jun, 2021) لأثر الملكية الأجنبية في العلاقة بين إدارة المخاطر وأداء الشركة، وتوصلت إلى أن الملكية الأجنبية تساعد على تدعيم العلاقة الطردية بين إدارة المخاطر وأداء الشركة في الأجل الطويل، إلا أنها لا تؤثر في العلاقة بين إدارة المخاطر وأداء الشركة في الأجل القصير، وفسرت ذلك بأن المستثمرين الأجانب يسهمون في تحسين إدارة المخاطر ومن ثم تدعيم أداء الشركة. وتوصلت دراسة (Lee, 2022) إلى انخفاض تأثير التوزيعات في جودة الأرباح مع زيادة الملكية الأجنبية.

٢/٢/٢ الاتجاه الثاني:

يفترض هذا الاتجاه إلى أن المحافظ الاستثمارية الأجنبية تهتم بالبحث عن الأرباح في الأجل القصير وتعطي اهتماماً أقل للأفاق المستقبلية للشركة، ومن ثم فإن المستثمرين الأجانب قد يضغطون على الإدارة للتركيز على الأرباح في الأجل القصير على حساب النمو في الأجل الطويل، كما أن قلق المديرين بشأن مستقبلهم الوظيفي؛ قد يولد لديهم دوافع قوية للاستجابة لهذه الضغوط لتجنب المخاطرة بدلاً من السعي نحو النمو والابتكار (Bena et al., 2017). وقد يواجه المستثمرون الأجانب ارتفاع تكاليف تجميع وتحليل المعلومات المرتبطة بالشركة مما يقيد قدرتهم على تحقيق الرقابة الفعالة (Alzoubi, 2016; Han et al., 2022). حتى

في ظل توافر المعلومات فلا يوجد ضمان بأن المستثمرين الأجانب سوف يتصرفون طبقاً لهذه المعلومات (Satrio, 2022). كما أن عدم توافر معرفة كافية بمعايير المحاسبة في الدول التي يستثمرون فيها يسهم في زيادة صعوبة تقييد ممارسات إدارة الأرباح، حيث يستطيع المديرون تبرير الممارسات المرتبطة بالتقارير المالية بأنهم أكثر معرفة بالمعايير المحلية (Gu et al., 2022).

وقدمت دراسة (Vo, 2020) عدة تفسيرات للعلاقة الطردية بين الملكية الأجنبية وممارسات إدارة الأرباح، حيث يعتقد المديرون أن المستثمرين الأجانب يكون لديهم رد فعل سلبي قوي للإفصاح عن المعلومات المرتبطة بالأخبار غير السارة؛ مما يوفر لديهم دوافع قوية لحجب هذه المعلومات، كما أن انسحاب المستثمرين الأجانب من الشركة قد يوفر إشارات سلبية للمشاركين في السوق؛ ومن ثم قد تلجأ الإدارة إلى حجب الأخبار غير السارة للحد من انخفاض أسعار الأسهم.

وافترضت دراسة (Viet, 2014) أنه في ظل المستويات المنخفضة للملكية الأجنبية تتحقق الفوائد المرتبطة بالرقابة؛ مما يساعد على تحسين أداء الشركة، إلا أنه في ظل المستويات المرتفعة للملكية الأجنبية تنشأ مشكلات الوكالة ومصادرة الثروة من صغار المستثمرين والتحصين الإداري، ومن ثم ينخفض أداء الشركة. كما افترضت دراسة (Kabir et al., 2020) أن الملكية الأجنبية تؤثر في سلوك الشركة المرتبط بالمخاطر؛ مما يؤدي إلى زيادة احتمال الفشل.

وتوصلت بعض الدراسات السابقة إلى عدم وجود تأثير معنوي للملكية الأجنبية في أداء الشركات والتلاعب في الأرباح، كما دعمت نتائج دراسات أخرى التأثير السلبي للملكية الأجنبية في مؤشرات الأداء، فعلى سبيل المثال: توصلت دراسة (Mihai, 2012) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الملكية الأجنبية وكل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، وفسرت ذلك باحتمال تأثير الركود الاقتصادي خلال فترة الدراسة في هذه النتائج. في حين توصلت دراسة (Tran & Dang, 2021) إلى أن الملكية الأجنبية لها تأثير موجب في ممارسات إدارة الأرباح. كما توصلت دراسة (Satrio, 2022) إلى أن سلوك التداول من قبل المستثمرين الأجانب يعد سبب رئيس في انخفاض قيمة الشركة.



ودعمت نتائج بعض الدراسات السابقة العلاقة غير الخطية بين الملكية الأجنبية وأداء الشركة، حيث تسهم الملكية الأجنبية في تدعيم أداء الشركة في ظل مستويات الملكية المنخفضة، إلا أنه مع زيادة الملكية الأجنبية ينخفض أداء الشركة، فعلى سبيل المثال: توصلت دراسة (Duong et al., 2021) إلى وجود تأثير موجب للملكية الأجنبية في أداء الشركة في ظل مستويات الملكية التي تقل عن 36.26%، إلا أن زيادة الملكية الأجنبية بعد هذا المستوى يسهم في تخفيض أداء الشركة. كما توصلت دراسة (Naidu et al., 2022) إلى وجود تأثير موجب للملكية الأجنبية في معدل العائد على الأصول في ظل مستويات الملكية التي تقل عن 41.1%، كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي للملكية الأجنبية في قيمة Tobin's Q كمؤشر للأداء.

وفيما يتعلق بتأثير الملكية الأجنبية في المخاطر المرتبطة بالشركة، فقد فحصت دراسة (Huang et al., 2020) تأثير الملكية الأجنبية في مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتوصلت إلى أن الملكية الأجنبية تسهم في زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ وخاصة في الشركات التي يزيد فيها عدم تماثل المعلومات. وقدمت دراسة (Vo, 2020) تفسيراً لهذه العلاقة يستند إلى ميزة المعلومات المتاحة لدى المستثمرين المحليين مقارنة بالمستثمرين الأجانب، حيث يواجه المستثمرون الأجانب مشكلات الوكالة التي تقيد قدرتهم على تحقيق رقابة فعالة.

وفحصت دراسة (Kabir et al., 2020) العلاقة بين هيكل الملكية ومخاطر التخلف عن السداد، وتوصلت الدراسة إلى أن الملكية الأجنبية ترتبط بعلاقة طردية مع مخاطر التخلف عن السداد، كما أن هذه العلاقة تتأثر بعدة عوامل مثل: استقرار الملكية وسيولة الأسهم. كما قدمت دراسة (Kim, 2020) تفسيراً للعلاقة الطردية بين الملكية الأجنبية ومخاطر الإفلاس؛ يستند إلى أن المستثمرين الأجانب يقومون بتخفيض أو بيع أسهمهم عندما تواجه الشركة أزمات مالية مما يسهم في زيادة حدة الأزمة.

وحاولت دراسة (Alrabba et al., 2018) فحص أثر الملكية الأجنبية في العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والإفصاح الاختياري، وتوصلت إلى عدم وجود تأثير معنوي للملكية الأجنبية في هذه العلاقة، ورغم ذلك توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ومعنوية بين الملكية الأجنبية ومستوى الإفصاح الاختياري. وتعرضت دراسة (Park et al., 2021) لأثر

الملكية الأجنبية في العلاقة بين انبعاثات الكربون ومخاطر التخلف عن السداد، وتوصلت إلى أن الملكية الأجنبية تسهم في زيادة تأثير انبعاثات الكربون على مخاطر التخلف عن السداد، مما يعني أن المستثمرين الأجانب يعطون اهتماماً كبيراً للقضايا البيئية. كما فحصت دراسة (Raza et al., 2021) أثر الملكية الأجنبية في العلاقة بين مخاطر التخلف عن السداد ومعامل استجابة الريح، وتوصلت إلى أن الملكية الأجنبية ليس لها دور في تخفيض تأثير مخاطر التخلف عن السداد على معامل استجابة الريح.

وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة الفرض الثاني من فروض البحث على النحو التالي:
H₀₂: لا يوجد تأثير معنوي للملكية الأجنبية في العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي في الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية.

(٣) منهجية الدراسة التطبيقية

١/٣ عينة الدراسة:

تم اختيار عينة تتكون من ٩٠ شركة وفقاً للقواعد التالية:

- أن تكون الشركة مقيدة أسهمها في سوق الأوراق المالية المصرية.
- توافر البيانات المطلوبة خلال فترة الدراسة^١.

وقد تم استبعاد البنوك وشركات التأمين لاختلاف طبيعة نشاطها عن باقي الشركات، كما تم استبعاد الشركات التي لا تتوفر عنها بيانات كاملة أو التي تتضمن قيماً منطرفة، ومن ثم أصبح حجم العينة النهائي ٧٤ شركة.

٢/٣ متغيرات الدراسة:

١/٢/٣ مخاطر الفشل المالي:

استخدمت بعض الدراسات السابقة عدة مؤشرات كنائب عن الفشل المالي للشركة مثل عجز رأس المال العامل (Nagar & Sen, 2018) وتحقيق خسائر لمدة عامين متتاليين

^١ - تم الحصول على البيانات اللازمة للدراسة من موقع معلومات مباشر مصر <http://www.mubasher.info/countries/EG> ومواقع الشركات على شبكة الإنترنت.

^٢ - يتطلب قياس بعض المتغيرات بيانات سنة سابقة على فترة التحليل.



(Youn & Gu, 2010; Sun et al., 2017)، وانخفاض التدفقات النقدية التشغيلية وصافي الربح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك عن التكاليف المالية (Gupta & Chaudhry, 2018). كما قدم الباحثون كثيراً من النماذج للتنبؤ بالفشل المالي مثل نموذج (Altman, 1968)، ونموذج (Kida, 1980)، ونموذج (Ohlson, 1980)، ونموذج (Fulmer et al., 1984). ويعد نموذج (Altman, 1968) من أهم النماذج التي اعتمدت عليها الدراسات السابقة للتنبؤ بالفشل المالي، ويطلق على هذا النموذج Z Score. حيث اعتمد Altman على ٢٢ نسبة مالية مستمدة من بيانات القوائم المالية لعينة تتكون من ٣٣ شركة فاشلة، ٣٣ شركة غير فاشلة، وتوصل إلى نموذج يتكون من خمس متغيرات على النحو التالي:

$$Z = 1.2 X_1 + 1.4 X_2 + 3.3 X_3 + 0.6 X_4 + 0.999 X_5$$

حيث إن:

Z تشير إلى مؤشر الفشل المالي.

X₁ تشير إلى رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول.

X₂ تشير إلى الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول.

X₃ تشير إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى إجمالي الأصول.

X₄ تشير إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى إجمالي الالتزامات.

X₅ تشير إلى المبيعات إلى إجمالي الأصول.

وطبقاً للنموذج السابق تكون الشركة أكثر عرضة لمخاطر الفشل إذا كانت قيمة Z أقل من ١.٨١، بينما تكون الشركة بعيدة عن منطقة الخطر إذا كانت قيمة Z أكبر من ٢.٩٩، أما إذا كانت قيمة Z تقع بين ١.٨١، ٢.٩٩ فإنه يصعب الحكم على وضع الشركة وتسمى المنطقة الرمادية.

وقد استخدم البحث الحالي نموذج (Altman, 1968) لقياس مخاطر الفشل المالي، حيث تم استخدام معلمات النموذج السابق لحساب قيمة Z للشركات التي تتضمنها العينة خلال كل فترة من فترات الدراسة.

٢/٢/٣ إدارة الأرباح:

قد تستخدم إدارة الشركة كل من المستحقات المحاسبية أو الأنشطة الحقيقية للتلاعب في الأرباح، لذا فقد تم قياس كل من إدارة الأرباح باستخدام الأنشطة الحقيقية وإدارة الأرباح باستخدام المستحقات على النحو التالي:

١- إدارة الأرباح الحقيقية:

افتترضت دراسة (Roychowdhury, 2006) أن الإدارة قد تلجأ إلى إدارة الأرباح من خلال التلاعب في المبيعات مثل: زيادة خصومات السعر وزيادة فترة الائتمان، ورغم أن هذه الإجراءات تسهم في زيادة الأرباح في الفترة الحالية إلا أنها تؤثر بالسلب في التدفقات النقدية في الفترات التالية.

لذا فقد تم قياس إدارة الأرباح الحقيقية من خلال التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية طبقاً للنموذج الذي قدمته دراسة (Roychowdhury, 2006) والذي يأخذ الصورة التالية:

$$\frac{CFO_{it}}{A_{it-1}} = a_0 + a_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{S_{it}}{A_{it-1}} \right) + \left(\frac{\Delta S_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

حيث إن:

CFO_{it} تشير إلى التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i في الفترة t .

S_{it} تشير إلى مبيعات الشركة i في الفترة t .

ΔS_{it} تشير إلى التغير في مبيعات الشركة i في الفترة t .

ε_{it} تشير إلى بواقي نموذج الانحدار للشركة i في الفترة t .

وتم قياس التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية (ABCFO) من خلال بواقي نموذج الانحدار السابق، حيث تم ضرب هذه البواقي $\times -1$ ، وبالتالي فإن القيم الموجبة توفر مؤشراً على تضخيم الأرباح بينما القيم السالبة توفر مؤشراً على تخفيض الأرباح.

٢- إدارة الأرباح باستخدام المستحقات:

تعد المستحقات من أكثر الطرق التي تلجأ إليها الإدارة للتلاعب في الأرباح، وقد تم استخدام نموذج (Defond & Park, 2001) لتقدير المستحقات غير العادية لرأس المال العامل، ويأخذ هذا النموذج الصورة التالية:



$$AWCA_t = WC_t - \left[\left(\frac{WC_{t-1}}{S_{t-1}} \right) \times S_t \right]$$

حيث إن:

$AWCA_t$ تشير إلى المستحقات غير العادية لرأس المال العامل في الفترة t .

WC_t تشير إلى رأس المال العامل غير النقدي في الفترة t ويحسب كما يلي: (الأصول المتداولة

- النقدية والاستثمارات قصيرة الأجل) - (الالتزامات المتداولة - الديون قصيرة الأجل).

WC_{t-1} تشير إلى رأس المال العامل غير النقدي في الفترة $t-1$.

S_t تشير إلى المبيعات في الفترة t .

S_{t-1} تشير إلى المبيعات في الفترة $t-1$.

وطبقاً للنموذج السابق فإن القيم الموجبة تعني أن مستحقات السنة الحالية أكبر من المستحقات المتوقعة، أما القيم السالبة فإنها تعني أن مستحقات السنة الحالية أقل من المستحقات المتوقعة، وقد تم قسمة المستحقات غير العادية على إجمالي الأصول في نهاية الفترة السابقة.

٣/٢/٣ الملكية الأجنبية:

تستخدم بعض الدراسات السابقة نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب إلى إجمالي

أسهم الشركة لقياس الملكية الأجنبية (Li et al., 2022; Naufa & Lantara, 2018;)

Annither et al., 2020; Jun, 2021; Ahmed & Iwasaki, 2021; Naidu et al.,

2019, An, 2022). واستخدمت بعض الدراسات متغير ثنائي يأخذ القيمة ١ عندما يتضمن

هيكل ملكية الشركة مستثمرين أجانب، ويأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك (Kim et al., 2020;)

(Kabir et al., 2020).

ونظراً لأن قدرة المستثمرين الأجانب على تحقيق الرقابة الفعالة والتأثير في قرارات الإدارة

تزيد مع زيادة ملكيتهم في الأسهم، كما أنه مع زيادة نسبة الملكية يزيد احتمال تمثيلهم في

مجلس الإدارة، لذا فقد تم قياس الملكية الأجنبية من خلال متغير ثنائي يأخذ القيمة ١ إذا كانت

نسبة الملكية الأجنبية تزيد عن ٥%، ويأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك (Li et al., 2011a;)

(Lee, 2022).

٤/٢/٣ متغيرات الرقابة:

يوجد كثير من المتغيرات التي قد تؤثر في مخاطر الفشل المالي بخلاف ممارسات التلاعب في الأرباح، حيث يفترض أن الشركات كبيرة الحجم تكون أكثر استقراراً مقارنة بالشركات الأخرى مما يسهم في تخفيض مخاطر الفشل (Kabir et al., 2020; Dirman, 2020)، بمعنى أن حجم الشركة يرتبط بعلاقة طردية مع قيمة Z (Agustia et al., 2020).

وعلى العكس من ذلك فإن زيادة الرافعة المالية يجعل الشركة تواجه صعوبات مالية كبيرة؛ وخاصة خلال فترات الانكماش (González, 2013). مما يعني أن زيادة مستوى الديون يسهم في زيادة مخاطر فشل الشركة (John, 2022).

وتعد الربحية مؤشراً مهماً لأداء الشركة، فالشركات التي تتسم بانخفاض الربحية وتراكم الخسائر عادة تواجه مخاطر الفشل (Lukason et al., 2016)، لذا يفترض زيادة احتمال الفشل مع زيادة الخسائر وانخفاض الأداء.

وتوفر السيولة مؤشراً على قدرة الشركة على سداد التزاماتها عندما تكون مستحقة، كما أنها تساعد على استغلال فرص الاستثمار المتاحة ومن ثم تخفيض مخاطر الفشل، وقد توصلت دراسة (Costa et al., 2022) إلى انخفاض مخاطر التخلف عن السداد مع زيادة السيولة.

كما توصلت دراسة (Darrat et al., 2016) إلى انخفاض مخاطر الفشل مع زيادة حجم مجلس الإدارة وخاصة مع ارتفاع درجة التعقيد المرتبطة بالشركة. كما يفترض أن ارتفاع مخاطر التقاضي وفقد السمعة يسهم في زيادة دوافع مكاتب المراجعة الكبيرة لتحسين جودة خدماتها مقارنة بمكاتب المراجعة الأخرى (Huguet & Gandia, 2019) مما يعني انخفاض احتمال فشل الشركة مع زيادة حجم مكتب المراجعة.

يوضح الجدول التالي متغيرات الرقابة المستخدمة في الدراسة وكيفية قياسها.

جدول رقم (١) متغيرات الرقابة وطريقة قياسها

متغيرات الرقابة	رمز المتغير	طريقة قياس المتغير
حجم الشركة	FSIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (Kabir et al., 2020; Wang & Yen, 2020; Naidu et al.,



(2022)		
إجمالي الالتزامات إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية Zulaecha & Murtanto, 2019; Jun, 2021;) (Santoso & Nugrahanti, 2022	LEV	الرافعة المالية
متغير ثنائي يأخذ القيمة (1) إذا حققت الشركة خسائر ويأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك (Li et al., 2021; An,) (2019; Agustia et al., 2020	Loss	الخسائر
(القيمة الدفترية لإجمالي الأصول + القيمة السوقية لحقوق الملكية - القيمة الدفترية لحقوق الملكية) / القيمة الدفترية لإجمالي الأصول (Mishra, 2014; Bena et) (al., 2017; Mian & Nagata, 2015	Q	Tobin's Q
الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول (Santoso &) Nugrahanti, 2022; Chauhan & Kumar, (2017	LIQ	السيولة
اللوغاريتم الطبيعي لعدد أعضاء مجلس الإدارة (Liang et) (al., 2022	BFSIZE	حجم مجلس الإدارة
متغير ثنائي يأخذ القيمة (1) إذا كانت الشركة تستخدم أحد مكاتب المراجعة الأربعة الكبيرة، ويأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك (Abu Haija et al., 2022; Alzoubi, 2016;) (Li et al., 2021	ASIZE	حجم مكتب المراجعة

٣/٣ النماذج المستخدمة في الدراسة:

١/٣/٣ النموذج الأول:

يهدف هذا النموذج إلى اختبار العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي

ويأخذ الصورة التالية:

$$Z_{it} = a_0 + a_1 EM_{it} + a_2 FSIZE_{it} + a_3 LEV_{it} + a_4 LOSS_{it} + a_5 Q_{it} + a_6 LIQ_{it} + a_7 BSIZE_{it} + a_8 ASIZE_{it} + e_{it}$$

حيث إن:

Z_{it} تشير إلى مخاطر الفشل المالي للشركة i في الفترة t .

EM_{it} تشير إلى إدارة الأرباح للشركة i في الفترة t .

$FSIZE_{it}$ تشير إلى حجم الشركة i في الفترة t .

LEV_{it} تشير إلى الرافعة المالية للشركة i في الفترة t .

$LOSS_{it}$ تشير إلى مدى تحقيق خسائر في الشركة i في الفترة t .

Q_{it} تشير إلى نسبة Tobin's Q للشركة i في الفترة t .

LIQ_{it} تشير إلى نسبة السيولة في الشركة i في الفترة t .

$BSIZE_{it}$ تشير إلى حجم مجلس الإدارة في الشركة i في الفترة t .

$ASIZE_{it}$ تشير إلى حجم مكتب المراجعة للشركة i في الفترة t .

e_{it} تشير إلى بواقي نموذج الانحدار للشركة i في الفترة t .

٢/٣/٣ النموذج الثاني:

يهدف هذا النموذج إلى اختبار أثر الملكية الأجنبية في العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح

ومخاطر الفشل المالي ويأخذ الصورة التالية:

$$Z_{it} = a_0 + a_1 EM_{it} + a_2 FO_{it} + a_3 EM_{it} \times FO_{it} + a_4 FSIZE_{it} + a_5 LEV_{it} + a_6 LOSS_{it} + a_7 Q_{it} + a_8 LIQ_{it} + a_9 BSIZE_{it} + a_{10} ASIZE_{it} + e_{it}$$

حيث إن:

FO_{it} تشير إلى الملكية الأجنبية للشركة i في الفترة t .



ويتم قياس أثر الملكية الأجنبية على العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل من خلال معامل الانحدار a_3 ، فإذا كان معامل الانحدار السابق معنوي فهذا يوفر مؤشراً على أن الملكية الأجنبية لها تأثير معنوي في هذه العلاقة.

٤/٣ الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة:

١/٤/٣ الإحصاءات الوصفية:

تم استخدام كل من الوسط الحسابي والانحراف المعياري لوصف البيانات وإجراء المقارنات فيما بينها.

٢/٤/٣ تحليل الانحدار:

تم استخدام الأدوات المرتبطة بتحليل الانحدار مثل R^2 واختبار F واختبار T لاختبار العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي وأثر الملكية الأجنبية في هذه العلاقة.

(٤) تحليل البيانات واختبار فروض البحث

١/٤ نتائج الإحصاءات الوصفية:

في مجال التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة فقد تم تقسيم شركات العينة إلى مجموعتين طبقاً لقيمة Z وذلك على النحو التالي:

- المجموعة الأولى: وتشمل الشركات التي انخفضت فيها قيمة Z عن ١,٨١.

- المجموعة الثانية: وتشمل الشركات التي بلغت فيها قيمة Z ١,٨١ أو أكبر.

وقد تم حساب الإحصاءات الوصفية على مستوى مجموعتي العينة وعلى مستوى العينة

ككل كما في الجدول رقم (٢):

جدول رقم (٢) نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

العينة ككل		المجموعة الثانية		المجموعة الأولى		المتغيرات
الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	
٢,٥٨٧	٢,٩٥٨	٢,٣٣٥	٤,٣٧٥	٠,٩٨٢	٠,٨٢٢	مخاطر الفشل
٠,١٥٩	٠,٠٠٠	٠,١٧٣	٠,٠٤٦-	٠,١٠٣	٠,٠٧٠	التدفقات النقدية غير العادية
٠,١٢٨	٠,٠٠٢	٠,١٤٣	٠,٠٠٦-	٠,١٠١	٠,٠١٤	المستحقات غير العادية
٠,٥٠١	٠,٥٢٧	٠,٥٠٢	٠,٥٢٨	٠,٥٠٤	٠,٥٢٥	الملكية الأجنبية
١,٧٨٧	٢١,٠٩١	١,٥٦٦	٢٠,٥٩٨	١,٨٥٢	٢١,٨٣٦	حجم الشركة
٠,٣٢٨	٠,١٢٢	٠,٢٣٢	٠,٠٥٦	٠,٤١٨	٠,٢٢٠	الخسائر
٠,٩٢٥	١,٤٥١	١,٠٦٤	١,٧٠٨	٠,٤٤٧	١,٠٦٤	قيمة Tobin's Q
١,٢١٥	١,١٣٤	٠,٧٧٠	٠,٧٢٢	١,٤٨٠	١,٧٥٥	الرافعة المالية
٠,٢٤٣	٠,٦٠٠	٠,٢٤١	٠,٦٢١	٠,٢٤٦	٠,٥٦٨	السيولة
٠,٣٠٤	٢,١١٤	٠,٢٧٩	٢,١٧١	٠,٣٢٢	٢,٠٢٨	حجم مجلس الإدارة
٠,٤٩٥	٠,٤١٩	٠,٤٧٥	٠,٣٣٧	٠,٥٠٣	٠,٥٤٢	حجم مكتب المراجعة

يتضح من الجدول السابق أن متوسط قيمة Z كنائب عن مخاطر الفشل بلغت ٢,٩٥٨ على مستوى العينة ككل، وهي تعد قيمة مرتفعة عند مقارنتها بالقيمة التي حددتها دراسة Altman وهي ١,٨١ كحد فاصل لمدى تعرض الشركة لمخاطر الفشل، كما يتضح من الجدول السابق أن متوسط المستحقات غير العادية لرأس المال العامل بلغت ٠,٠٠٢ وهي قيمة موجبة مما يعني أن الشركات عادة تميل إلى استخدام المستحقات غير العادية لتضخيم الأرباح، وبلغ متوسط مؤشر الملكية الأجنبية ٠,٥٢٧ مما يعني أن نصف شركات العينة تقريباً يتضمن هيكل ملكيتها مستثمرين أجانب يملكون أكثر من ٥% من الأسهم.

ويوضح الجدول السابق أن متوسط اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول كنائب عن حجم الشركة بلغ ٢١,٠٩١، ومتوسط مؤشر الخسائر ٠,١٢٢ مما يعني أن ١٢,٢% فقط من شركات العينة حققت خسائر خلال فترة الدراسة، كما بلغ متوسط قيمة (Tobin's Q) ١,١٤٥، ومتوسط الرافعة المالية ١,١٣٤ مما يعني أن إجمالي الالتزامات تتجاوز القيمة الدفترية لحقوق



الملكية، وبلغ متوسط نسبة السيولة ٠,٦٠٠، مما يعني أن الأصول المتداولة تبلغ ٦٠% من إجمالي الأصول على مستوى العينة.

ويظهر الجدول السابق أن متوسط لوغاريتم عدد أعضاء مجلس الإدارة بلغ ٢,١١٤، ومتوسط حجم مكتب المراجعة بلغ ٠,٤١٩، مما يعني أن ٤١,٩% من شركات العينة يستخدم مكاتب المراجعة الكبيرة، كما توفر قيم الانحراف المعياري مؤشر على وجود تجانس نسبي في قيم المتغيرات المستخدمة في الدراسة بين شركات العينة.

وفيما يتعلق بالإحصاءات الوصفية على مستوى مجموعتي عينة الدراسة، يتضح من الجدول السابق أن متوسط قيمة Z بلغت ٠,٨٢٢، ٤,٣٧٥ في المجموعة الأولى والمجموعة الثانية على الترتيب، كما بلغ كل من متوسط التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية ومتوسط المستحقات غير العادية في المجموعة الأولى ٠,٠٧٠، ٠,٠١٤ على الترتيب، بينما بلغ متوسط هذين المتغيرين في المجموعة الثانية -٠,٠٤٦، ٠,٠٠٦ على الترتيب، مما يعني أن الشركات المعرضة لمخاطر الفشل عادة تميل إلى استخدام التلاعب في المبيعات والمستحقات المحاسبية لتضخيم الأرباح، بينما تميل الشركات الأخرى إلى استخدام التلاعب في المبيعات والمستحقات المحاسبية لتخفيض الأرباح.

ويوضح الجدول السابق أن المجموعة الأولى من الشركات حققت متوسطات أعلى من المجموعة الثانية فيما يتعلق بكل من حجم الشركة، والخسائر، والرافعة المالية، وحجم مكتب المراجعة، حيث بلغ متوسط هذه المتغيرات في المجموعة الأولى ٢١,٨٣٦، ٠,٢٢٠، ١,٧٥٥، ٠,٥٤٢ على الترتيب، بينما بلغ متوسط هذه المتغيرات في المجموعة الثانية ٢٠,٥٩٨، ٠,٠٥٦، ٠,٧٢٢، ٠,٣٣٧ على الترتيب، مما يوفر مؤشر على زيادة مخاطر الفشل في الشركات الكبيرة، والشركات الخاسرة، والشركات التي تعتمد بدرجة كبيرة على الديون كمصدر للتمويل، والشركات التي تستخدم أحد مكاتب المراجعة الكبيرة مقارنة بالشركات الأخرى.

ويظهر الجدول السابق أن المجموعة الثانية حققت متوسطات أعلى من المجموعة الأولى فيما يتعلق بكل من الملكية الأجنبية، وقيمة Tobin's Q، والسيولة، وحجم مجلس الإدارة، حيث بلغ متوسط هذه المتغيرات في المجموعة الأولى ٠,٥٢٥، ١,٠٦٤، ٠,٥٦٨، ٢,٠٢٨ على الترتيب، بينما بلغ متوسط المتغيرات السابقة في المجموعة الثانية ٠,٥٢٨، ١,٧٠٨،

٠,٦٢١, ٢,١٧١ على الترتيب، مما يعني انخفاض مخاطر الفشل مع ارتفاع كل من الملكية الأجنبية، وأداء الشركة، والسيولة، وزيادة حجم مجلس الإدارة.

كما يتضح من الجدول السابق أن المجموعة الأولى حققت انحراف معياري أعلى من المجموعة الثانية فيما يتعلق بكل من الملكية الأجنبية، وحجم الشركة، والخسائر، والرافعة المالية، والسيولة، وحجم مكتب المراجعة مما يعني انخفاض تجانس قيم هذه المتغيرات في المجموعة الأولى مقارنة بالمجموعة الثانية، بينما حققت المجموعة الثانية انحراف معياري أعلى من المجموعة الأولى فيما يتعلق بباقي المتغيرات.

٢/٤ مصفوفة معاملات الارتباط:

تم التحقق من عدم وجود علاقات ارتباط عالية بين المتغيرات المفسرة من خلال حساب مصفوفة معاملات الارتباط بين هذه المتغيرات كما في الجدول رقم (٣):

جدول رقم (٣) مصفوفة معاملات الارتباط

ASIZE	BSIZE	LIQ	LEV	Q	LOSS	FSIZE	FO	AWCA	ABCFO	رمز المتغير
٠,٠٦٢	٠,٠٠٦	٠,٠٥٢	٠,٢١٣	٠,٢٩٣-	٠,١٩٣	٠,٠٨٣	٠,٠٤٠-	٠,٢٦٣	١	ABCFO
٠,٠٤٢-	٠,٠١٢	٠,٠٠٧-	٠,٠١٣	٠,٠٣٣-	٠,٠١٦	٠,٠٣٩-	٠,٠٧٥-	١	٠,٢٦٣	AWCA
٠,٠٦٤	٠,٠٦٦-	٠,٠٠٧	٠,٠٠٠	٠,٠٨٠	٠,٠٢٠-	٠,١٠٦-	١	٠,٠٧٥-	٠,٠٤٠-	FO
٠,٠٤٢٨	٠,٢٣٠	٠,٠٣٨-	٠,٠٥٤٢	٠,٠٣٢	٠,٠٥٧-	١	٠,١٠٦-	٠,٠٣٩-	٠,٠٨٣	FSIZE
٠,٠٦١	٠,١١١-	٠,١٠٢-	٠,٠١٠	٠,٠٤٢-	١	٠,٠٥٧-	٠,٠٢٠-	٠,٠١٦	٠,١٩٣	LOSS
٠,٠٦٠	٠,٠٦٧	٠,١٢٤	٠,١٢٦-	١	٠,٠٤٢-	٠,٠٣٢	٠,٠٨٠	٠,٠٣٣-	٠,٢٩٣-	Q
٠,٣٨٦	٠,١٣٨-	٠,٠٨٣	١	٠,١٢٦-	٠,٠١٠	٠,٠٥٢٤	٠,٠٠٠	٠,٠١٣	٠,٢١٣	LEV
٠,٠٧٢	٠,٠١٧	١	٠,٠٨٣	٠,١٢٤	٠,١٠٢-	٠,٠٣٨-	٠,٠٠٧	٠,٠٠٧-	٠,٠٥٢	LIQ
٠,٠٩١	١	٠,٠١٧	٠,١٣٨-	٠,٠٦٧	٠,١١١-	٠,٢٣٠	٠,٠٦٦-	٠,٠١٢	٠,٠٠٦	BSIZE
١	٠,٠٩١	٠,٠٧٢	٠,٣٨٦	٠,٠٦٠	٠,٠٦١	٠,٤٢٨	٠,٠٦٤	٠,٠٤٢-	٠,٠٦٢	ASIZE

يتضح من الجدول السابق عدم وجود علاقات ارتباط عالية بين المتغيرات حيث إن أعلى معامل ارتباط بلغ ٠,٥٤٢ بين حجم الشركة والرافعة المالية.

٣/٤ الارتباطات الخطية المتداخلة:

تم اختبار مدى وجود ارتباطات خطية متداخلة بين المتغيرات المفسرة لمخاطر الفشل المالي من خلال حساب معامل تضخم التباين VIF كما في الجدول رقم (٤):



جدول رقم (٤) نتائج اختبار الارتباطات المتداخلة بين المتغيرات

المتغيرات		التدفقات النقدية غير العادية		المستحقات غير العادية	
		Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
مؤشر إدارة الأرباح	٣,٤٩٩	٠,٢٨٦	٢,٣٦٥	٠,٤٢٣	
الملكية الأجنبية	١,٠٤١	٠,٩٦١	١,٠٤٧	٠,٩٥٥	
متغير التفاعل	٣,١٢٩	٠,٣٢٠	٢,٣٦٠	٠,٤٢٤	
حجم الشركة	١,٨٤٤	٠,٥٤٢	١,٨٦٣	٠,٥٣٧	
الخسائر	١,١٠٣	٠,٩٠٧	١,٠٤٠	٠,٩٦٢	
قيمة Tobin's Q	١,١٦٩	٠,٨٥٥	١,٠٧١	٠,٩٣٤	
الرافعة المالية	١,٨٠٦	٠,٥٥٤	١,٧٥٤	٠,٥٧٠	
السيولة	١,٠٧٣	٠,٩٣٢	١,٠٦٥	٠,٩٣٩	
حجم مجلس الإدارة	١,٢٠٦	٠,٨٢٩	١,٢٠٦	٠,٨٢٩	
حجم مكتب المراجعة	١,٣٣١	٠,٧٥١	١,٣٣٥	٠,٧٤٩	

يتضح من الجدول السابق أن قيمة معامل تضخم التباين VIF المقابلة لجميع المتغيرات المفسرة أقل من ١٠ حيث بلغت أدنى قيمة ١,٠٤٠ بينما بلغت أعلى قيمة ٣,٤٩٩، مما يعني عدم وجود مشكلة الارتباطات الخطية المتداخلة بين المتغيرات.

٤/٤ نتائج اختبار الفرض الأول:

في مجال اختبار الفرض الأول من فروض البحث فقد تم استخدام نموذجي انحدار، حيث تم انحدار متغير مخاطر الفشل المالي على متغير التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية ومتغير المستحقات غير العادية لرأس المال العامل كل في نموذج مستقل بالإضافة إلى متغيرات الرقابة كما في الجدول رقم (٥):

جدول رقم (٥) نتائج اختبار العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل

المتغيرات		التدفقات النقدية غير العادية		المستحقات غير العادية	
معاملات الانحدار	قيمة t	معاملات الانحدار	قيمة t	معاملات الانحدار	قيمة t
٤,٠٧٦	٢,١٩٠	٠,٠٣٠	٢,١٣٩	٤,٤٧٤	٠,٠٣٤
٥,١٨٣-	٦,٠٤٣-	٠,٠٠٠	٠,١٢٦-	٠,١١٤-	٠,٩١٠

حجم الشركة	٠,٢٧٠-	٢,٨٨٠-	٠,٠٠٥	٠,٢٦٨-	٢,٥٤١-	٠,٠١٢
الخسائر	١,٦٧٩-	٤,٢٣٢-	٠,٠٠٠	٢,١٧٧-	٤,٩٩٠-	٠,٠٠٠
Tobin's Q	١,٥٨٤	١٠,٩٢١	٠,٠٠٠	١,٨٣٠	١١,٦٩٤	٠,٠٠٠
الرافعة المالية	٠,٠١٤-	٠,١٠٠-	٠,٩٢٠	٠,١٤١-	٠,٩٢١-	٠,٣٥٩
السيولة	٠,٥١٧-	٩٧٢,-	٠,٣٣٣	٠,٨٢٦-	١,٣٨٩-	٠,١٦٧
حجم مجلس الإدارة	١,٣٤٩	٢,٩٩١	٠,٠٠٣	١,١٥٢	٢,٢٧٦	٠,٠٢٤
حجم مكتب المراجعة	٠,٠٩٦-	٠,٣٣٢-	٠,٧٤١	٠,٠٧٠-	٠,٢١٤-	٠,٨٣١
النموذج ككل	٠,٦٥٧ :Adj.R ²	٠,٦٥٧ :Adj.R ²	٠,٦٥٧ :Adj.R ²	٠,٦٥٧ :Adj.R ²	٠,٦٥٧ :Adj.R ²	٠,٦٥٧ :Adj.R ²
	٣٦,١٢١ :F	٣٦,١٢١ :F	٣٦,١٢١ :F	٣٦,١٢١ :F	٣٦,١٢١ :F	٣٦,١٢١ :F
	المعنوية: ٠,٠٠٠	المعنوية: ٠,٠٠٠	المعنوية: ٠,٠٠٠	المعنوية: ٠,٠٠٠	المعنوية: ٠,٠٠٠	المعنوية: ٠,٠٠٠

يتضح من الجدول السابق أن معامل التحديد المعدل بلغ ٠,٦٥٧ ، ٠,٥٦٦ في نموذج التدفقات النقدية غير العادية ونموذج المستحقات غير العادية على الترتيب، مما يعني أن المتغيرات المستخدمة في نموذج التدفقات النقدية غير العادية تفسر ٦٥,٧% من التباين في مخاطر الفشل، بينما تفسر المتغيرات المستخدمة في نموذج المستحقات غير العادية ٥٦,٦% من التباين في مخاطر الفشل، كما يتضح من خلال قيمة F ومستوى المعنوية في كلا النموذجين أن المتغيرات المفسرة لها تأثير معنوي في مخاطر الفشل.

ويظهر الجدول السابق أن معامل انحدار التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية كئيب عن إدارة الأرباح الحقيقية سالب ومعنوي، مما يعني انخفاض قيمة Z مع زيادة التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية، بمعنى أن مخاطر الفشل تزيد مع زيادة ممارسات إدارة الأرباح باستخدام الأنشطة الحقيقية، ورغم ذلك إلا أن معامل انحدار المستحقات غير العادية لرأس المال العامل كئيب عن إدارة الأرباح باستخدام المستحقات سالب وغير معنوي، مما يعني أن ممارسات إدارة الأرباح باستخدام المستحقات لا ترتبط بعلاقة معنوية مع مخاطر الفشل.

كما يتضح من الجدول السابق أن معامل انحدار كل من حجم الشركة والخسائر سالب ومعنوية في كلا النموذجين، مما يعني انخفاض قيمة Z مع زيادة حجم الشركة والخسائر، وعلى العكس من ذلك فإن معاملات انحدار كل من متغير Tobin's Q وحجم مجلس الإدارة موجبة ومعنوية في كلا النموذجين، مما يعني أن ارتفاع أداء الشركة، وزيادة عدد أعضاء مجلس



الإدارة يسهم في تخفيض مخاطر الفشل، كما يظهر الجدول السابق أن كل من الرافعة المالية، والسيولة، وحجم مكتب المراجعة ليس لها تأثير معنوي في مخاطر الفشل، حيث إن معاملات انحدار هذه المتغيرات غير معنوية.

النتيجة: توجد علاقة طردية ومعنوية بين إدارة الأرباح باستخدام الأنشطة الحقيقية ومخاطر الفشل، بينما لا توجد علاقة معنوية بين إدارة الأرباح باستخدام المستحقات ومخاطر الفشل، لذا يتم رفض فرض عدم الأول الذي يشير إلى "لا توجد علاقة معنوية بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي في الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية"، وقبول الفرض البديل.

وتدعم تلك النتيجة الاتجاه الذي يفترض أن ممارسات إدارة الأرباح يكون لها تأثير سلبي في أداء الشركة في الأجل الطويل مما يؤدي إلى زيادة مخاطر الفشل، كما تتفق تلك النتيجة مع النتائج التي توصلت إليها بعض الدراسات السابقة مثل (Ahmadpour & Shahsavari, 2016; Potharla, 2022; Francis et al., 2016).

٤/٥ نتائج اختبار الفرض الثاني:

في مجال اختبار الفرض الثاني من فروض البحث فقد تم إضافة متغير الملكية الأجنبية ومتغير التفاعل بين الملكية الأجنبية وكل من التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية ومتغير المستحقات غير العادية لرأس المال العامل إلى النموذج الأصلي كما في الجدول رقم (٦):

جدول رقم (٦) نتائج اختبار أثر الملكية الأجنبية في العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل

المستحقات غير العادية			التدفقات النقدية غير العادية			المتغيرات
مستوى المعنوية	قيمة t	معاملات الانحدار	مستوى المعنوية	قيمة t	معاملات الانحدار	
٠,٠٥٧	١,٩٢٢	٤,١٤٩	٠,٠٢٩	٢,٢٠٩	٤,١٤٩	ثابت النموذج
٠,٥٠٥	٠,٦٦٨	١,١٣٣	٠,٠٠٠	٥,٧٠٩-	٨,٢٣٦-	مؤشر إدارة الأرباح
٠,٦٦٥	٠,٤٣٣	٠,١٢٥	٠,٧٤٩	٠,٣٢١	٠,٠٨٠	الملكية الأجنبية
٠,٣٤١	٠,٩٥٥-	٢,١٥٧-	٠,٠١٠	٢,٦١١	٤,٣٦٠	متغير التفاعل
٠,٠٢١	٢,٣٣٠-	٠,٢٥١-	٠,٠٠٣	٣,٠١١-	٠,٢٨١-	حجم الشركة

الخسائر	١,٥٤٣-	٣,٩٢٤-	٠,٠٠٠	٢,١٨٥-	٤,٩٨٦-	٠,٠٠٠
Tobin's Q	١,٥٤٧	١٠,٧٧٨	٠,٠٠٠	١,٨٢٤	١١,٥٦٨	٠,٠٠٠
الرافعة المالية	٠,٠٢٠	٠,١٤٥	٠,٨٨٥	٠,١٥١-	٠,٩٨٤-	٠,٣٢٧
السيولة	٠,٤٨١-	٠,٩٢٠-	٠,٣٥٩	٠,٨٤٤-	١,٤١٢-	٠,١٦٠
حجم مجلس الإدارة	١,٤٠٧	٣,١٧١	٠,٠٠٢	١,١٢٠	٢,١٩٩	٠,٠٣٠
حجم مكتب المراجعة	٠,١٥٣-	٠,٥٣٥-	٠,٥٩٣	٠,١٠٧	٠,٣٢٧-	٠,٧٤٤
النموذج ككل	٠,٦٦٨ :Adj.R ² قيمة F: ٣٠,٦٢٩ المعنوية: ٠,٠٠٠	٠,٥٦٣ :Adj.R ² قيمة F: ١٩,٩٧٠ المعنوية: ٠,٠٠٠				

يتضح من الجدول السابق أن معامل التحديد المعدل بلغ ٠,٦٦٨ ، ٠,٥٦٣ في نموذج التدفقات النقدية غير العادية، مما يعني أن إضافة متغير الملكية الأجنبية ومتغير التفاعل بين الملكية الأجنبية والتدفقات النقدية التشغيلية أسهم في زيادة القدرة التفسيرية للنموذج، ورغم ذلك فإن إضافة متغير الملكية الأجنبية ومتغير التفاعل بين الملكية الأجنبية والمستحقات غير العادية لم يسهم في زيادة القدرة التفسيرية لنموذج المستحقات غير العادية، كما يتضح من الجدول السابق أن مستوى المعنوية أقل من ٠,٠٥ في كلا النموذجين.

ويظهر الجدول السابق أن معامل انحدار التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية ما زال سالباً ومعنوياً بعد إضافة متغير الملكية الأجنبية ومتغير التفاعل بين الملكية الأجنبية والتدفقات النقدية التشغيلية، كما أن متغير المستحقات غير العادية ما زال غير معنوي بعد إضافة متغير الملكية الأجنبية ومتغير التفاعل بين الملكية الأجنبية والمستحقات غير العادية.

ورغم أن معامل انحدار متغير الملكية الأجنبية غير معنوي في كلا النموذجين، إلا أن متغير التفاعل بين الملكية الأجنبية والتدفقات النقدية التشغيلية غير العادية موجب ومعنوي مما يعني أن الملكية الأجنبية تسهم في تعديل العلاقة العكسية بين إدارة الأرباح الحقيقية وقيمة Z، وبمعنى آخر فإن الملكية الأجنبية تسهم في تعديل العلاقة الطردية بين ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية ومخاطر الفشل، ورغم ذلك فإن الملكية الأجنبية ليس لها تأثير معنوي في العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح باستخدام المستحقات ومخاطر الفشل، حيث إن معامل انحدار متغير التفاعل بين الملكية الأجنبية والمستحقات غير العادية غير معنوي.



كما يوضح الجدول السابق أن معنوية معاملات انحدار متغيرات الرقابة لم تتغير بعد إضافة متغير الملكية الأجنبية ومتغيرات التفاعل في كلا النموذجين، حيث إن معاملات انحدار حجم الشركة والخسائر مازالت سالبة ومعنوية في كلا النموذجين، كما أن معاملات انحدار Tobin's Q وحجم مجلس الإدارة مازالت موجبة ومعنوية، أما معاملات انحدار باقي المتغيرات فقد ظلت غير معنوية.

النتيجة: يوجد تأثير معنوي للملكية الأجنبية في العلاقة بين إدارة الأرباح الحقيقية ومخاطر الفشل، بينما لا يوجد تأثير معنوي للملكية الأجنبية في العلاقة بين إدارة الأرباح باستخدام المستحقات ومخاطر الفشل، لذا يتم رفض فرض عدم الأول الذي يشير إلى "لا يوجد تأثير معنوي للملكية الأجنبية في العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي في الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية"، وقبول الفرض البديل.

وتدعم تلك النتيجة الدور الإيجابي للملكية الأجنبية في تحسين الأداء وتقييد الممارسات الانتهازية التي يكون لها تأثير سلبي في استمرار الشركة في الأجل الطويل، كما تتفق تلك النتيجة مع النتائج التي توصلت إليها بعض الدراسات السابقة مثل (Pengeran, 2018; Wang & Yen, 2020; Jun, 2021; Tiffany & Wijaya, 2020; Gu et al., 2022).

(٥) الخلاصة والنتائج والتوصيات

هدف البحث إلى اختبار العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الفشل المالي في الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية وأثر الملكية الأجنبية في هذه العلاقة، ولتحقيق ذلك فقد تم استعراض نتائج الدراسات السابقة التي تناولت موضوع البحث، كما تم صياغة فروض البحث في صورة فرض العدم. ثم تعرض البحث لمنهجية الدراسة التطبيقية، حيث تمت الدراسة التطبيقية على عينة تتكون من ٧٤ شركة من الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية موزعة بين القطاعات الاقتصادية المختلفة خلال الفترة من ٢٠١٧ إلى ٢٠١٨، واستخدمت الدراسة التطبيقية كل من الوسط الحسابي والانحراف المعياري لوصف البيانات وإجراء المقارنات فيما بينها، كما تم استخدام أدوات التحليل الإحصائي لمعادلة الانحدار لاختبار الفروض.

وتوصل البحث إلى عدة نتائج أهمها ما يلي:

- ١- أظهرت الإحصاءات الوصفية أن متوسط قيمة Z على مستوى شركات العينة بلغ ٢,٩٥٨ وهي أعلى من الحد الفاصل الذي حددته دراسة Altman كمعيار للحكم على مدى تعرض الشركة لمخاطر الفشل المالي، كما أظهرت نتائج هذه الإحصاءات أن نصف شركات العينة تقريباً يتضمن هيكل ملكيتها مستثمرين أجانب يملكون أكثر من ٥% من الأسهم.
- ٢- إن الشركات المعرضة لمخاطر الفشل عادة تميل إلى استخدام التلاعب في المبيعات والمستحقات المحاسبية لتضخيم الأرباح، بينما تميل الشركات الأخرى إلى استخدام التلاعب في المبيعات والمستحقات المحاسبية لتخفيض الأرباح.
- ٣- توجد علاقة طردية ومعنوية بين إدارة الأرباح باستخدام الأنشطة الحقيقية ومخاطر الفشل المالي، مما يعني زيادة مخاطر الفشل المالي مع زيادة ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية، ورغم ذلك أظهرت نتائج نموذج الانحدار عدم وجود علاقة معنوية بين ممارسات إدارة الأرباح باستخدام المستحقات ومخاطر الفشل المالي.
- ٤- إن مخاطر الفشل المالي تزيد مع زيادة كل من حجم الشركة والخسائر، بينما تنخفض مخاطر الفشل المالي مع زيادة كل من قيمة Tobin's Q وحجم مجلس الإدارة.



٥- يوجد تأثير معنوي للملكية الأجنبية في العلاقة بين إدارة الأرباح الحقيقية ومخاطر الفشل المالي، بينما لا يوجد تأثير معنوي للملكية الأجنبية في العلاقة بين إدارة الأرباح باستخدام المستحقات ومخاطر الفشل المالي.

وفي ضوء نتائج البحث يوصى الباحثون بما يلي:

١- ينبغي على المنظمين والمراجعين توجيه مزيد من الاهتمام للممارسات المرتبطة بالتلاعب في التقارير المالية من خلال الأنشطة الحقيقية.

٢- ينبغي على المنظمين والشركات المقيدة أسهمها في سوق الأوراق المالية العمل على تشجيع الملكية الأجنبية من خلال تحسين الحوكمة وتخفيض عدم تماثل المعلومات بين المشاركين في السوق.

٣- إجراء مزيد من البحوث المحاسبية المرتبطة بتأثير الملكية الأجنبية في الممارسات المرتبطة بالتقارير المالية مثل:

- دور الملكية الأجنبية في تعزيز التوقيت الملائم للتقارير المالية.

- أثر الملكية الأجنبية في العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار.

- العلاقة بين الملكية الأجنبية وجودة التقارير المالية خلال أزمة كورونا.

(٦) المراجع

أولاً: مراجع باللغة العربية:

الجوهري، إبراهيم السيد محمد إبراهيم، سليمان، حامد نبيل حامد (٢٠٢١). أثر هيكل الملكية على العلاقة بين تنوع مجلس الإدارة وجودة الأرباح: بالتطبيق على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية. المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، كلية التجارة ودارة الأعمال، جامعة حلوان، ٣٥(٤)، ١٩٥-٢٦٣.

شرف، إبراهيم أحمد إبراهيم (٢٠١٩). أثر ممارسات إدارة الأرباح على كفاءة الاستثمار بالشركات - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٣(٢)، ٢٢٧-٢٨٥.

عبدالمنعم، ريم محمد محمود. (٢٠٢١). تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، ٣(١)، ١٦٦-٢٧٢.

محروس، رمضان عارف رمضان (٢٠١٨). دور الملكية الأجنبية في الحد من إدارة الأرباح: دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. الإدارة العامة، معهد الإدارة العامة، ٥٨(٤)، ٨٣٩-٨٨٣.

ثانياً: مراجع باللغة الإنجليزية:

Abu Haija, A., Al-Qudah, A. Azzam, M. & Atwa, R. (2022). Determinants of foreign investment in listed firms at the Amman stock exchange. *Information Sciences Letters*, 11(3), 979-987.

Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M. & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? *Journal of Financial Economics*, 100, 154-181.

Agustia, D., Muhammad, N. P. A. & Permatasari, Y. (2020). Earnings management, business strategy, and bankruptcy risk: evidence from Indonesia. *Heliyon*, 6, e03317.



- Ahmadpour, A. & Shahsavari, M. (2016). Earnings management and the effect of earnings quality in relation to bankruptcy level (Firms listed at the Tehran stock exchange). *Iranian Journal of Management Studies*, 9(1), 77-99.
- Ahmed, A. S. & Iwasaki, T. (2021). Foreign ownership, appointment of independent directors, and firm value: Evidence from Japanese firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 43, 100401.
- Alp, O. S. & Canbaloglu, B. & Gurgun, G. (2022). Stock liquidity, stock price crash risk, and foreign ownership. *Borsa Istanbul Review*, 22-3, 477e486.
- Alrabba, H. M. & Abu Haija, A. A. & AlQudah, A. M. & Azzam, M. J. (2018). The mediating role of foreign ownership in the relationship between board characteristics and voluntary disclosures of Jordanian banks. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(6). 1-16.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 5890-609.
- Alzoubi, E. S. S. (2016). Ownership structure and earnings management: evidence from Jourdan. *International Journal of Accounting & Information Management*, 24(2), 135-161.
- Annither, A., Johann, M. K., Hidayat, A. A., & Farhana, S. (2020). The impact of ownership structure on the indicator of financial distress in Indonesian companies. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 20(2), 223-236.
- Azim, M. & Sharif, M. J. (2021). Impacts of earnings management on corporate failure: a case study of wirecard. *International Journal of Accounting & Finance Review*, 8(1), 37-49.
- Bamiatzi, V., Efthyvoulou, G. & Jabbour, L. (2016). Foreign vs domestic acquisitions on financial risk reduction. *Sheffield Economic Research Paper Series*, The University of Sheffield.

- Baryeh, L., Yaari, V. & Dadalt, P. (2012). Insider trading and earnings management's influence on seasoned equity offerings (SEOs)? *Journal of Finance and Accountancy*, 10 (1), 1-14.
- Bena, J., Ferreira, M. A., Matos, P. & Pires, P. (2017). Are foreign investors locusts? The long-term effects of foreign institutional ownership. *Journal of Financial Economics*, 126, 122–146.
- Ben-Nasr, H., Boubakri, N. & Cosset, J. (2015). Earnings quality in privatized firms: The role of state and foreign owners. *J. Account. Public Policy*, 34, 392-416.
- Beuselinck, C., Blanco, B., & García-Lara, J. M. (2017). The role of foreign shareholders in disciplining financial reporting. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(5-6), 558-592.
- Campa, D., & Miñano, M. D. M. C. (2013). Opportunistic earnings manipulation among bankrupt unlisted firms-How and when they do that. Universidad Complutense de Madrid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, <https://eprints.ucm.es/id/eprint/17292/1/1305.pdf>.
- Chauhan, Y. & Kumar, S. (2017). Does founder ownership affect foreign investments? Evidence from India. *Emerging Markets Review*, 32, 116-129.
- Costa, M., Lisboa, I. & Gameiro, A. (2022). Is the financial report quality important in the default prediction? SME Portuguese construction sector evidence. *Risks*, 10, 98, 1-24.
- Darrat, A. F., Gray, S., Park, J. C., & Wu, Y. (2016). Corporate governance and bankruptcy risk. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(2), 163–202.
- Defond, M. L. & Park, Chul W. (2001). The reversal of abnormal accruals and the market valuation of earnings surprises. *The Accounting Review*, 76(3), 375-404
- Dirman, A. (2020). Financial distress: The impacts of profitability, liquidity, leverage, firm size, and free cash flow. *International Journal of Business, Economics and Law*, 22(1), 17-25.



- Duong, Q. N., Vu, T. B., Vo, T., Nguyen-Le, N. H. & Nguyen, V. D. (2021). The impact of foreign ownership on firm performance: An empirical study of listed firms in Vietnam, *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(6), 879-888.
- Durana, P., Michalkova, L., Privara, A., Marousek, J., & Tumpach. M. (2021). Does the life cycle affect earnings management and bankruptcy? *Oeconomia Copernicana*, 12(2), 425-461.
- Fang, V., Maffett, M. & Zhang. B. (2015). Foreign institutional ownership and the global convergence of financial reporting Practices. *Journal of Accounting Research*, 53(3), 593-631.
- FASB (2010). *Statement of financial accounting concept No.8, conceptual framework for financial reporting*. Financial Accounting Standards Board.
- Fatima, H., Haque, A. & Usman, M. (2020). Is there any association between real earnings management and crash risk of stock price during uncertainty? An evidence from family- owned firms in an emerging economy. *Fatima et al. Futur Bus J.*, 6(1), 1-12.
- Francis, B., Hasan, I., & Li, L. (2016). Abnormal real operations, real earnings management, and subsequent crashes in stock prices. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 46(2), 217-260.
- Fulmer, J. G. Jr., Moon, J. E., & Gavin, T. A. & Erwin, M. J., (1984). A bankruptcy classification model for small firms. *Journal of Commercial Bank Lending*, July, 25-37.
- Ge, W., & Kim, J. B. (2014). Real earnings management and the cost of new corporate bonds. *Journal of Business Research*, 67(4), 641–647.
- Goel, S. (2018). Earnings management in corporate enterprises in India A test for multi-nationality, reputation and related variables. *International Journal of Emerging Markets*, 13(6), 1820-1834.
- González, V. M. (2013). Leverage and corporate performance: International evidence. *International Review of Economics and Finance*, 25, 169-184.
- Gu, X. & An, Z., Chen, C. & Li, D. (2022). Do foreign institutional investors monitor opportunistic managerial behaviour? Evidence

- from real earnings management. *Accounting & Finance*, DOI: 10.1111/acfi.13015.
- Gupta, J. & Chaudhry, S. (2018). Financial distress and tail risk. <https://ssrn.com/abstract=2847422>.
- Han, M., Ding, A. & Zhang, H. (2022). Foreign ownership and earnings management. *International Review of Economics and Finance*, 80, 114-133.
- Harford, J., Kecskes, A. & Mansi, S. (2018). Do long-term investors improve corporate decision making? *Journal of Corporate Finance*, 50, 424-452.
- Huang, Z., Tang, Q. & Huang, S. (2020). Foreign investors and stock price crash risk: Evidence from China. *Economic Analysis and Policy*, 68, 210-223.
- Huguet, D. & Gandia, J. L. (2019). Audit and earnings management in Spanish SMEs. *BRQ Business Research Quarterly*, 19, 171-187.
- Iwasaki, I., Ma, X. & Mizobata, S. (2022). Ownership structure and firm performance in emerging markets: A comparative meta-analysis of East European EU member states, Russia and China. *Economic Systems* 46, 100945.
- Jiraporn, P., Miller, G.A., Yoon, S. S. & Kim, Y. S. (2008). Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 17, 622-634.
- John, T. K. (2022). Do Firm size and leverage determine distance to corporate bankruptcy? Evidence from listed firms in Kenya. *African Journal of Education, Science and Technology*, 7(1), 219-227.
- Jun, Z. L. (2021). The moderating roles of ownership concentration and foreign ownership on enterprise risk management and firm performance. Master Thesis, faculty of Business and accountancy, University of Malaya, Kuala Lumpur. <http://studentsrepo.um.edu.my/12431/>.
- Kabir, M. N., Miah, M. D. & Ali, S. & Sharma, P. (2020). Institutional and foreign ownership vis-a-vis default risk: Evidence from



- Japanese firms. *International Review of Economics and Finance*, 69,469-493.
- Kamau, C., Banafa, A. & Kariuki, S. (2022). Correlation between Earnings Management and Financial Distress among Selected Firms in Kenya. 10.21203/rs.3.rs-1643310/v3.
- Kansil, R. (2021). Relation between foreign ownership and firm value- Fixed-effect panel threshold regression analysis. *World Journal of Science, Technology and Sustainable Development*, 18(2), 109-129.
- Kazemian, S., & Sanusi, Z. M. (2015). Earnings management and ownership structure. *Procedia Economics and Finance*, 31, 618-624.
- Kida, T. (1980). An investigation into auditors' continuity and related qualification judgments. *Journal of Accounting Research*, 18(2), 506-523.
- 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. (2020). Determinants of corporate bankruptcy: Evidence from chaebol and non-chaebol firms in Korea. *Asian Economic Journal*, 34(3), 275-300.
- Kim, J., Li, X., Luo, Y. & Wang, K. (2020). Foreign investors, external monitoring, and stock price crash risk. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 35(4) 829-853.
- Lee, J. H. (2022). Earnings quality, foreign investor and dividends. *Journal of Derivatives and Quantitative Studies*, 30(1), 58-72.
- Lel, U. (2019). The role of foreign institutional investors in restraining earnings management activities across countries. *Journal of International Business Studies*, 50, 895-922.
- Lev, B. (1989). on the usefulness of earnings and earnings research: lessons and directions from two decades of empirical research. *Journal of Accounting Research*, 27, 153-192.
- Li, D., Nguyen, Q. N., Pham, P. K., & Wei, S. X. (2011a). Large foreign ownership and firm-level stock return volatility in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46, 1127-1155.

- Li, F., Abeysekera, I. & Ma, S. (2011b). Earnings management and the effect of earnings quality in relation to stress level and bankruptcy level of Chinese listed firms. *Corporate Ownership & Control*, 9(1), 366-390.
- Li, Z., Wang, B., Wu, T. & Zhou, D. (2021). The influence of qualified foreign institutional investors on internal control quality: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 78, 101916.
- Liang, Q., Gao, W. & Xie, H. (2022). Do foreign investors deter corporate fraud? Evidence from China. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 84, 92-111.
- Lin, H. W. & Lo, H. & Wu, R. (2016). Modeling default prediction with earnings management. *Pacific Basin Finance Journal*, 40, 306-22.
- Lukason, O., Laitinen, E. K., Suvas, A. (2016). Failure processes of young manufacturing micro firms in Europe. *Management Decision*, 5(8) 1966-1985.
- Mian, R. & Nagata, K. (2015). Foreign institutional ownership and the valuation effect of investment and payout decisions. *Journal of Finance and Economics*, 3(5), 97-104.
- Mihai, I. O. (2012). Foreign-owned companies and financial performance. A case study on companies listed on Bucharest Stock Exchange. *Economics and Applied Informatics*, 18(1), 13-20.
- Mishra, A. V. (2014). Foreign Ownership and Firm Value: Evidence from Australian Firms. *Asia-Pacific Finan Markets*, 21, 67-96.
- Nagar, N. & Sen. K. (2018). Earnings Management Strategies During Financial Distress. *The IUP Journal of Accounting Research and Audit Practices*, 17, 52-79.
- Naidu, D., Charteris, A. & Moores-Pitt, P. (2022). The impact of foreign ownership on the performance of Johannesburg Stock Exchange-listed firms: A blessing or a curse? *African Journal of Economic Review*, 90, 75-92.
- Naufa, A. M. & Lantara, I. W. N. (2018). The role of agency theory in the relationship between foreign ownership and performance-risk of stock in Indonesia: Is one or two-way interaction? *Diponegoro International Journal of Business*, 1(2), 71-85.



- Nwaobia, A. N., Kwarbai, J. D. & Fregene, O. O. (2019). Earnings management and corporate survival of listed manufacturing companies in Nigeria. *International Journal of Development and Sustainability*, 8(2). 97-115.
- Ohlson, J. A. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109-131.
- Okoye, I. E. & Nwobi, E. G. (2020). Effect of earnings management on bankruptcy predicting model: Evidence from Nigerian banks. *International Journal of Trend in Scientific Research and Development*, 4(2), 2456-6470.
- Ongore, V. O. (2011). The relationship between ownership structure and firm performance: An empirical analysis of listed companies in Kenya. *African Journal of Business Management*, 5(6), 2120-2128.
- Park, D., Kang, Y. J. & Lee, J. (2021). Carbon intensity, default risk, and investors' attention to environment: Evidence from South Korea. *Economic Modeling*, 103(1), 105617.
- Pengeran, P. (2020). family control and firm financial performance listed on Indonesia stock exchange: The moderating role of foreign ownership. *Jurnal Jurnal Manajemen Bisnis*, 11(2), 31-46.
- Potharla, S. (2022). Impact of real earnings management on earnings persistence – evidence from India. *International Journal of Emerging Markets*, DOI 10.1108/IJOEM-05-2020-0576.
- Rakshit, D., Chatterjee, C. & Paul, A. (2021). Financial distress, the severity of financial distress and direction of earnings management: Evidence from Indian economy. *FIIB Business Review*, 1-16.
- Rashid, A. (2016). Managerial ownership and agency cost: Evidence from Bangladesh. *Journal of Business Ethics*, 137, 609-621.
- Raza, W., Hayat, K., Rahman, A., Haider, A. & Mehmood, W. (2021). Mitigating effect of foreign ownership in the relationship between Default Risk and Earning Response Coefficient (ERC). *Elementary Education Online*, 20(5), 7440-7450.
- Ronen, J. & Yaari, V. (2008). *Earnings management: Emerging insights in theory, practice, and research*. Springer, New York.

- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370.
- Santoso, L. & Nugrahanti, Y. W. (2022). The effect of ownership structure on financial distress: Evidence in Indonesian manufacturing companies. *Jurnal Riset Akuntansi Kontemporer*, 14(1), 55-64
- Satrio, Arif Budi (2022). Firm Value in Indonesia: Will foreigners be the determinant? *Jurnal Dinamika Manajemen*, 13(1), 134-145.
- Shrivastav, S. M. & Kalsie, A. (2017). The relationship between foreign ownership and firm performance in India: An empirical analysis. *Artha Vijnana*, 59(2), 152-162.
- Sun, J., Fujita, H., Chen, P. & Li, H. (2017). Dynamic financial distress prediction with concept drift based on time weighting combined with Adaboost support vector machine ensemble. *Knowledge-Based Systems*, 120, 4-14.
- Tabassum, N., Kaleem, A., Nazir, M. S. (2015). Real earnings management and future performance. *Global Business. Review*. 16(1), 21-34.
- Tiffany, D. & Wijaya, H. (2020). The effect of corporate governance on earnings management. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 23(1), 72-85.
- Tran, M. D. & Dang, N. H. (2021). The impact of ownership structure on earnings management: The case of Vietnam. *SAGE Open*, 11(3), 1-14.
- Turetsky, H. F. & McEwen, R. A. (2001). An empirical investigation of firm longevity: a model of the ex-ante predictors of financial distress. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 16(4), 323-343.
- Viet, P. H. (2014). Foreign ownership and performance of listed firms: Evidence from an emerging economy. <https://ssrn.com/abstract=2373508>.
- VO, X. V. (2020). Foreign investors and stock price crash risk: evidence from Vietnam. *International Review of Finance*, 20(4), 993-1004.
- Vorst, P. (2016). Real earnings management and long-term operating performance: The role of reversals in discretionary investment cuts. *The Accounting Review*, 91(4), 1219-1256.



- Wang, D. H. & Yen, D. T. H. (2020). The roles of foreign ownership and growth opportunity amid the trade war: Evidence from an emerging country. *International Research Journal of Applied Finance*, 11(1), 1-9.
- Yeh, C. M. (2020). The influence of foreign institutional investors, institutional directors, and the share pledge ratio of directors on financial performance of tourism firms. *Tourism Economics*, 26(1) 179-201.
- Youn, H. & Gu, Z. (2010). Predicting Korea lodging firm failures: an artificial neural network model along with a logistic regression model. *International Journal of Hospitality Management*, 29,120-127.
- Zulaecha, H. E., & Murtanto (2019). Foreign ownership and sustainability performance in Indonesia. *International Journal of Financial, Accounting, and Management*, 1(1), 1-15.

(٧) ملاحق الدراسة

قائمة بأسماء شركات العينة

العز الدخيلة للصلب - الإسكندرية	١
حديد عز	٢
سيدي كرير للبتروكيماويات	٣
المالية والصناعية المصرية	٤
كفر الزيات للمبيدات والكيماويات "K.Z"	٥
مصر للألومنيوم	٦
أبوقير للأسمدة والكيماويات	٧
ابن سينا فارما	٨
الإسكندرية للخدمات الطبية "المركز الطبي الجديد - الإسكندرية"	٩
مستشفى النزهة الدولي	١٠
مستشفى كليوباترا	١١
أكتوبر فارما	١٢
المصرية الدولية للصناعات الدوائية - إبيكو	١٣

العربية للأدوية والصناعات الكيماوية	١٤
جى بى أوتو	١٥
السويدى اليكتريك	١٦
دلنا للطباعة والتغليف	١٧
المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	١٨
أوراسكوم للتنمية مصر	١٩
مجموعة عامر القابضة (عامر جروب)	٢٠
مجموعة طلعت مصطفى القابضة TMG Holding	٢١
السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار "سوديك"	٢٢
مدينة نصر للإسكان والتعمير	٢٣
المتحدة للإسكان والتعمير	٢٤
زهراء المعادي للاستثمار والتعمير	٢٥
دلنا للإنشاء والتعمير	٢٦
الشمس للإسكان والتعمير	٢٧
إعمار مصر للتنمية	٢٨
الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري SCCD	٢٩
الإسماعلية الجديدة للتطوير والتنمية العمرانية	٣٠
ميناء للاستثمار السياحي والعقاري	٣١
رواد السياحة "الرواد"	٣٢
رمكو لإنشاء القرى السياحية	٣٣
عبر المحيطات للسياحة	٣٤
المصرية للمنتجات السياحية	٣٥
الوادي العالمية للاستثمار والتنمية	٣٦
المصرية للاتصالات	٣٧



المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي	٣٨
راية لخدمات مراكز الاتصالات	٣٩
القاهرة للدواجن	٤٠
أجواء للصناعات الغذائية- مصر	٤١
العربية لمنتجات الألبان "آراب ديرى- باندا"	٤٢
الدلتا للسكر	٤٣
الإسماعلية - مصر للدواجن	٤٤
عبور لاند للصناعات الغذائية	٤٥
الصناعات الغذائية العربية (دومتي)	٤٦
إيديتا للصناعات الغذائية	٤٧
إم إم جروب للصناعة والتجارة العالمية	٤٨
الدولية للمحاصيل الزراعية	٤٩
مجموعة جي أم سي للاستثمارات الصناعية والتجارة المالية	٥٠
المصرية لخدمات النقل والتجارة (إيجيترانس)	٥١
القناة للتوكيلات الملاحية	٥٢
العربية المتحدة للشحن والتفريغ	٥٣
أكرو مصر للشدات والسقالات المعدنية	٥٤
الجيزة العامة للمقاولات	٥٥
المصرية لتطوير صناعة البناء	٥٦
شركة النصر للأعمال المدنية (ليفيت سلاب مصر)	٥٧
المصريين للاستثمار والتنمية العمرانية	٥٨
النساجون الشرقيون للسجاد	٥٩
دايس للملابس الجاهزة	٦٠
العربية وبولفار للغزل والنسيج (يونيراب)	٦١

الإسكندرية للغزل والنسيج (سبينالكس)	٦٢
جولدن تكس للأصواف	٦٣
جنوب الوادي للأسمنت	٦٤
العز للسيراميك والبورسلين (الجوهرة)	٦٥
العربية للأسمنت	٦٦
ليسيكو مصر	٦٧
العربية للخزف "سيراميك ريماس"	٦٨
مصر بنى سويف للأسمنت	٦٩
مصر للأسمنت (قنا)	٧٠
الإسكندرية لأسمنت بورتلاند	٧١
يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة والتغليف والورق (يونيباك)	٧٢
الأهرام للطباعة والتغليف	٧٣
العامية لصناعة الورق - راكتا	٧٤