

تقييم الدور الرقابي لكبار المساهمين على العلاقة بين ملكية المساهم المسيطر وممارسات إدارة الأرباح: دليل تطبيقي من البيئة المصرية

د.حاتم عبدالفتاح الشعراوي*

د.مها محمد ربيع الشافعي**

د.السيد عيد محمد عيد***

(*) د. حاتم عبد الفتاح الشعراوي: مدرس بقسم المحاسبة - كلية التجارة - جامعة المنوفية

Email: sharawy1963@yahoo.com

(**) د. مها محمد ربيع الشافعي : مدرس بقسم المحاسبة - كلية التجارة - جامعة المنوفية

Email: s_eid85@yahoo.com

(***) د. السيد عيد محمد عيد : مدرس بقسم المحاسبة - كلية التجارة - جامعة المنوفية

Email: s_eid85@yahoo.com

ملخص الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في تقييم الدور الحوكمي المحتمل لكبار المساهمين على العلاقة بين ملكية المساهم المسيطر وممارسات إدارة الأرباح. ولتحقيق ذلك، إستنادًا إلى عينة من (٨٤) شركة غير مالية من إجمالي الشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٨ إلى ٢٠٢٠، بإجمالي (٢٥٢) مشاهدة، تم فحص تأثير ملكية المساهم المسيطر على ممارسات إدارة الأرباح، وكذلك إختبار أثر ملكية وعدد كبار المساهمين بخلاف المسيطر على ممارسات إدارة الأرباح، بالإضافة إلى تقييم أثر العلاقة التفاعلية بين كبار المساهمين وملكية المساهم المسيطر على ممارسات إدارة الأرباح. وتظهر النتائج التطبيقية أن؛ أولًا، ترتبط ممارسات إدارة الأرباح بشكل إيجابي مع حقوق التدفق النقدي للمساهم المسيطر، ويكون هذا الإرتباط أكثر وضوحًا مع وجود ضعف نسبي في جودة آليات الحوكمة الداخلية والخارجية للشركات. ثانيًا، تميل الشركات التي لديها العديد من كبار المساهمين إلى إدارة الأرباح بشكل أقل حدة من الشركات التي لديها مساهم مسيطر واحد، ويكون هذا التأثير السلبي أكثر وضوحًا عندما تكون ملكيتهم أعلى مقارنة بملكية المساهم المسيطر. ثالثًا، يلعب كبار المساهمين دورًا رقابيًا على مصادرة المساهم المسيطر لحقوق الأقلية وما ينعكس عن ذلك من ممارسات إدارة أرباح، وهذا ما أظهره التأثير السلبي للعلاقة التفاعلية بين ملكية كبار المساهمين وملكية المساهم المسيطر على ممارسات إدارة الأرباح. وتتفق هذه النتائج مع فرضية الرقابة، والتي تشير إلى أن وجود كبار المساهمين هو آلية حوكمة داخلية مهمة وفعالة، على وجه الخصوص، في بيئة الاسواق الناشئة حيث تكون حوكمة الشركات ضعيفة وغير كافية.

الكلمات المفتاحية: كبار المساهمين، المساهم المسيطر، إدارة الأرباح.

Abstract:

The study's main objective is to assess the potential governance role of large shareholders on the relationship between the controlling shareholder's ownership and earnings management practices. In doing so, a sample of (84) non-financial companies out of the total companies listed on the Egyptian Stock Exchange from 2018 to 2020, with a total of (252) observations, are used to examine the impact of the controlling shareholder's ownership on earnings management practices, as well as analyzing the effect of the interactive relationship between the large shareholders and the controlling shareholder's ownership on earnings management practices, along with testing the effect of ownership and number of large shareholders on earnings management practices.

The results reveal that: First, earnings management practices are positively related to the controlling shareholder's cash flow rights and this relationship is stronger when internal and external company governance procedures are of poor quality. Second, companies with a large number of large shareholders tend to manage earnings less aggressively than companies with a single controlling shareholder, and this effect is amplified when their ownership is greater than the controlling shareholders. Third, the controlling shareholder's expropriation of minority rights and the resulting earnings management practices are under the control of the large shareholders, as evidenced by the negative impact of the interactive relationship between the large shareholders' and the controlling shareholder's ownership on earning management practices.

These results are consistent with the control hypothesis, which indicates that the presence of large shareholders is an important and effective internal governance mechanism, in particular, in an emerging market environment where corporate governance is weak and inadequate.

Keywords: large shareholders, controlling shareholder, profit management.

أولاً: مقدمة الدراسة

تعد جودة حوكمة الشركات أمراً أساسياً للتشغيل السليم وضرورة لتحقيق والحفاظ على ثقة المستثمرين، حيث يساهم التطبيق الفعال لهذه الممارسات في؛ حماية الحقوق بشكل مطلق بما في ذلك حقوق المساهمين والعاملين وكذلك حقوق المتعاملين مع الشركة مثل العملاء والدائنين والموردين وأجهزة الدولة، تحقيق أفضل معدلات إستدامة ممكنة للشركات، تحسين كفاءة التشغيل ودعم الرقابة على الأداء، توفير التمويل وتخفيض تكلفة رأس المال، الحد من تأثير المخاطر والأزمات، العمل على تجنب تعارض المصالح عند تعاملات الداخلين والأطراف ذوي العلاقة، ومساعدة الشركات العائلية للتحويل للشكل المؤسسي (الدليل المصري لحوكمة الشركات. ٢٠١٦)، وبالتالي يمكن لنقاط الضعف في الحوكمة أن تحدد المشاكل ليس فقط لاستدامة الشركة ولكن أيضاً للاقتصاد ككل، لهذا السبب، وخاصة في أعقاب الأزمات المالية المتتالية، أولت الشركات والجهات الرقابية والتنظيمية اهتماماً كبيراً للإدارة السليمة للشركات من أجل تعزيز الممارسات التي تهدف إلى وجود آليات حوكمة أفضل (Soana et al. 2021).

في الوقت نفسه، تكشف الإهتمامات البحثية الأخيرة عن تركيز مكثف على حوكمة الشركات، وفي هذا الصدد ركز معظم الباحثين على أهمية مجلس الإدارة، لا سيما تكوينه واستقلاليتته وخصائصه ولجانه. وفي هذا السياق، يعتبر مجلس الإدارة عنصراً مركزياً في مراقبة الإدارة وتقليل النزاعات الناشئة عن تضارب المصالح الرئيسية بين المديرين وصغار المساهمين، وبالتالي تحسين أداء وقيمة الشركة والحد من الممارسات الإنتهازية لإدارة الأرباح، والمثير للدهشة أن مسألة القوة النسبية للمساهمين داخل هيكل الشركة لم يتم تحليلها بعمق حتى الآن إلا في عدد قليل من الدراسات (Crisóstomo & de Freitas Brandão. 2018; Boussaada & Hakimi, 2020).

وتؤكد الأدبيات السابقة على أن هوية وخصائص هيكل الملكية تعد أحد الجوانب المهمة التي تحدد خصائص وجودة حوكمة الشركة (Filatotchev & Wright. 2011; Courteau et al. 2017; Kumar & Zattoni. 2017; Utama et al. 2017; Freitas Brandão. 2018)، وتتبع هذه الأهمية من حقيقة أن هياكل الملكية المختلفة قد تخلق مشاكل مختلفة للوكالة - وقد تكون هذه المشاكل من النوع (١): الصراعات بين المساهمين

والمديرين، أو من النوع (٢): الصراعات بين المساهمين المسيطرين والأقلية (Li et al. 2015; Barroso Casado et al. 2016). مما يترتب على ذلك من آثار على مدى إدارة الأرباح. وقد ركزت الدراسات الحديثة حول حوكمة الشركات على تضارب المصالح بين المساهمين المسيطرين^١ Controlling Shareholders وحملة الأسهم الأقلية، وتعددت وجهات النظر بشأن "ما إذا كان تركيز ملكية الأسهم ستؤثر على امتثال الشركات لممارسات الحوكمة الجيدة، بالإضافة إلى شرح الدور الحوكمي المحتمل لتعدد من كبار المساهمين^٢ Multiple Large Shareholders في الحد من مصادرة المساهمين المسيطرين لملكية الأقلية. وتعتبر هذه الدراسة إمتداد لهذه الدراسات وبخاصة أن تركيز الملكية سواء على المستويين الفردي (حالة وجود المساهم المسيطر منفرد) أو التراكمي (حالة وجود العديد من كبار المساهمين) أصبح ممارسة شائعة في مشهد الشركات في جميع أنحاء العالم وخاصة في الأسواق الناشئة ومنها مصر وقد تم توثيقها من قبل مجموعة كبيرة من الباحثين.

ثانياً: مشكلة الدراسة

شهدت البيئة المصرية على مدار العقدین الأخيرين كنتيجة للعولمة، العديد من الإصلاحات والمبادرات المتعلقة بحوكمة الشركات والتي تدعو للخصخصة الجزئية وتحد من قيود تداول الأسهم، مما أدى إلى تحول في أنماط الاستثمار الأصلية التي كان يهيمن عليها الحكومة أو عدد قليل من المستثمرين المؤسسيين إلى نمو سريع في عدد الأسهم المملوكة من قبل كبار المساهمين، وبالرغم من ذلك فإنه نظراً للضعف النسبي للحماية القانونية للمستثمرين والنظام

^١ عرف الدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر عن مركز المديرين المصري التابع للهيئة العامة للرقابة المالية (الإصدار الثالث بتاريخ ٢٦ يوليو ٢٠١٦) السيطرة أو التحكم بأنها كل وضع أو إتفاق أو ملكية لأسهم أو حصص أياً كانت نسبتها تؤدي إلى التحكم في تعيين أغلبية أعضاء مجلس الإدارة أو تؤثر في القرارات الصادرة عنه أو عن الجمعية العامة للشركة، ووفقاً للأدبيات السابقة يعتبر المساهم المسيطر هو أكبر المساهمين ملكية لأسهم الشركة بشرط إمتلاكه ١٠% فأكثر من أسهمها إلا أنها لم تتفق على نسبة محددة لذلك. ونظراً لأن بعض كبار المساهمين في الشركة قد يكونوا أطرافاً مرتبطة بالمساهم المسيطر النهائي (على سبيل المثال، الأقارب أو الشركات المرتبطة)، لذلك يتم جمع هذه الحالات يدوياً ونضيف مساهماتهم معاً باستخدام إفصاحات البيانات المالية (Jiang et al. 2020).

^٢ يقصد بتعدد كبار المساهمين إجمالي ملكية وعدد كبار المساهمين بخلاف المساهم المسيطر (بشرط ملكيتهم ٥% فأكثر من أسهم الشركة) مقسوماً على ملكية المساهم المسيطر، كما أن البعض يعرفهم بأنهم مجموع الأسهم التي يملكها كبار المساهمين بخلاف المساهم المسيطر بشرط ملكيتهم ٥% فأكثر من أسهم الشركة (Jiang et al. 2020; Sun et al. 2021).

المؤسسي غير السليم وآليات الحوكمة الداخلية والخارجية غير الفعالة، مازالت الشركات بشكل عام لديها الدافع للتلاعب بالمعلومات المالية، وتقليل الشفافية الشاملة للسوق بالمقارنة مع سوق رأس المال الناضج، وهو ما ينعكس في تقلب حاد وسريع صعودا وهبوطا في أسعار الأسهم. وتُظهر الأدلة السابقة أن طبيعة ملكية الأسهم تؤثر على سياسات الشركة مثل الاستثمار، التمويل، توزيعات الأرباح، المسؤولية الاجتماعية، والرافعة المالية (Barnea & Rubin. 2010; Bøhren et al. 2012)، كما أن هوية المساهمين (حكومي، أفراد، مؤسسات خاصة) وفتاتهم (مساهم مسيطر، كبار مساهمين، ملكية مشتتة) تعد أحد الجوانب المهمة التي تحدد خصائص وجودة حوكمة الشركة، مما ينعكس ذلك على العديد من الجوانب الهامة مثل؛ تكاليف الوكالة، تكلفة رأس المال، إدارة الأرباح، جودة المراجعة، جودة التقارير المالية، وقيمة وأداء الشركات. وفي هذا السياق، فإنه وفقا للإطار المفاهيمي لنظرية الوكالة Agency Theory هناك ثلاثة سيناريوهات للرقابة على الشركات ترتبط بهيكل الملكية السائد، والصراعات ذات الصلة (Jensen & Meckling, 1976)؛ أولاً، في الشركات التي تتميز بتشتت ملكيتها على نطاق واسع، وهو النموذج السائد عادةً في الاقتصادات الأنجلوسكسونية، حيث يكون المديرون أقوى بصفتهم يتمتعون بوصول أفضل للمعلومات والإفصاح عنها، واتخاذ قرارات الشركة، وفي هذا السيناريو، يؤدي عدم تماثل المعلومات بين المديرين وحملة الأسهم إلى صراعات الوكالة بين المديرين وصغار المساهمين المشتتين (Dou et al. 2016, 2018)، ويتم تحفيز أنشطة إدارة الأرباح لأغراض الخدمة الذاتية للمديرين وبالتالي يحتاج المساهمون إلى آليات رقابة إدارية قوية ومناسبة.

ثانياً، توثق الأدبيات الحديثة انتشار سيطرة المساهمين في الشركات من خلال آليات مثل الهياكل الهرمية Pyramidal Structures، المساهمات المشتركة والملكيات المتقاطعة، إتفاقيات التصويت Voting Agreements للأسهم المرتبطة^٣، والأسهم متعددة أو مزدوجة الفئات Dual/ Multiple-class Shares (Gompers et al. 2010; Boubaker et al. 2014)، ووفقا لذلك يتمتع المساهمون المسيطرون بحقوق رقابة أو سيطرة Control Rights (حقوقهم في

^٣ عرف الدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر عن مركز المديرين المصري التابع للهيئة العامة للرقابة المالية (الإصدار الثالث بتاريخ ٢٦ يوليو ٢٠١٦) الأسهم المرتبطة أو الأطراف والمجموعات المرتبطة بأنهم كل مجموعة تكون خاضعة للسيطرة الفعلية من قبل الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين من مساهمي الشركة أو يجمع بينهم إتفاق على التنسيق عند التصويت في إجتماعات الجمعية العامة للشركة أو في مجلس إدارتها.

التصويت) تتجاوز حقوقهم في التدفق النقدي Cash Flow Rights (ملكيتهم في أسهم الشركة)، وهذا النموذج هو السائد عادةً في الاقتصادات الناشئة - مثل كوريا والهند والصين ومصر - والتي تمر بمراحل إنتقالية من خلال الخصخصة والإصلاحات المؤسسية ذات الصلة، وفي هذا السيناريو، يكون عدم تماثل المعلومات أقل بين الإدارة والمساهمين المسيطر وتوافق مصالحهم بسهولة، مما يقلل أو يلغي حوافز المديرين للتلاعب بالمعلومات المحاسبية. ومع ذلك تميل صراعات الوكالة بين المساهمين المسيطرين وحملة الأسهم الأقلية (Jiang & Kim. 2020) بسبب السلطة التقديرية للمساهمين المسيطرين بشأن إنتاج المعلومات المحاسبية والإفصاح عنها (Fan & Wong. 2002).

ويؤدي عدم تماثل المعلومات بين المسيطرين وصغار المساهمين وبخاصة في ظل البيئة القانونية والمؤسسية التي تفتقر للحماية الكافية للمستثمرين (Jiang & Peng. 2011)، إلى أن يكون المساهم المسيطر لديه الحافز والقدرة على تحويل أو الإستيلاء على موارد الشركة بشكل أكثر أهمية من مصلحته في تعظيم أرباحها (Lepore et al. 2018; Boubaker et al. 2021)، وهذا ما يدفعه أحياناً إلى التلاعب بمعلومات الأرباح بما يتوافق مع المنافع الخاصة للسيطرة (Fan & wong. 2002; Jiang & Kim. 2020) لإخفاء مثل هذه السلوكيات الانتهازية (Jiang et al. 2020)، والتي يشار إليها عمومًا باسم حفر الأنفاق Tunneling (Young et al. 2008).

وقد يتسبب إخفاء الأداء الحقيقي للشركة (Aharony et al. 2010) في سلسلة من العواقب الاقتصادية المدمرة للشركات، بما في ذلك؛ الإضرار بسمعتها، انخفاض ثقة المستثمرين فيها، زيادة تكاليف التمويل، خفض قيمة الشركة (Yu & Yu. 2011)، بالإضافة إلى أن هذه الشركات يكون لديها أداء تشغيلي مستقبلي أسوأ ومخاطر أعلى وتزيد فيها فرص حدوث ضائقة مالية (Poncet et al. 2010; Cull et al. 2015).

من ناحية أخرى، يجادل باحثون آخرون بأن هيكل الملكية الذي يشمل مساهمين مسيطرين يمكن أن يفيد مساهمي الأقلية من خلال تحسين الرقابة على المديرين (Enriques. 2015; Borisova et al. 2012)، علاوة على ذلك، يرى كل من (Sakawa & Watanabel. 2020) و (Utama et al. 2017) أن الشركات المملوكة للدولة (الحكومة هي المساهم المسيطر) يكون لها مسؤولية تجاه المجتمع ككل، لذلك فمن المتوقع أن يكون لديها مستوى أفضل من المساءلة

والحوكمة، غير أنه يمكن أن يؤدي التأثير السياسي الخبيث إلى مشاكل المخاطر الأخلاقية، وإضعاف نظام حوكمة الشركات وإمكانية مصادرة الملكية (Aguilera et al. 2012). ويشير كلا الرأيين إلى أن الشركات ذات الملكية شديدة التركيز والتي ترتبط عادةً بوجود المساهمين المسيطرين يعمل الدور الرقابي الذي يمارسه المساهم المسيطر كبديل لآليات الحوكمة فيها، وبالتالي يكون طبيعة حامل السهم المسيطر محدودًا لجودة حوكمة الشركات ويعكس النداعيات المحتملة لها (Lepore et al. 2017)، ومن ثم فإن هذه القضية الجدلية تمثل سؤالاً بحثيًا يجب إختباره لمعرفة ما إذا كان وجود المساهم المسيطر سيؤثر على مستوى إدارة الأرباح في الشركات المصرية محل الدراسة.

أخيرًا، قد يكون لدى الشركات مساهم مسيطر رئيسي بالإضافة لعدد من كبار المساهمين، وفي هذا السيناريو، تشير بعض الأدبيات إلى أنه بالمقارنة مع النموذج السابق (الشركات التي لديها مساهم مسيطر منفرد) هناك احتمالات أقل لإدارة الأرباح، حيث يكون لدى كبار المساهمين الدافع والقدرة للرقابة على الدوافع الإنتهازية التي قد يمارسها المساهم المسيطر (Zhao et al. 2021)، ويحقق هؤلاء المساهمون نتائج إيجابية، مثل تقليل المعاملات مع الأطراف ذات العلاقة (Jiang & Kim. 2015) وزيادة سيولة الأصول (Bharath et al. 2013)، الحد من ممارسات إدارة الأرباح (Dou et al. 2018)، تخفيض تكلفة رأس المال (Ben-Nasr et al. 2015; Boubaker et al. 2017, 2021)، وتعظيم قيمة الشركة (Attig et al. 2013; Boateng & Huang. 2017). وبالإضافة إلى ذلك، فإن وجود مساهمين كبار على المدى الطويل يميل إلى الحد من المخاطرة المالية ومخاطر السمعة، وبالتالي فإن الحفاظ على استقرار مشاركة الأسهم بمرور الوقت قد يساهم في تحديد استقرار واستدامة الأعمال (Soana et al. 2021)..

ويُظهر التحليل الإضافي أن كبار المساهمين يمكن أن يقللوا بشكل كبير من إدارة الأرباح لسببين رئيسيين؛ (١) يمكن للتحالفات بينهم مراقبة سلوكيات المصلحة الذاتية للمساهمين المسيطرين وتقليل إستيلائهم على رأس مال الشركة، والتخفيف من حدة الاحتيال fraud في الإفصاح عن المعلومات الناجم عن إخفاء مثل هذه السلوكيات (Zhao et al. 2021)، ويسمى ذلك بتهديدات الرقابة (Lin et al. 2020). (٢) يمكن للتغييرات في ملكية كبار المساهمين الناتجة عن بيع أسهمهم أن تنقل المعلومات إلى مستثمرين آخرين، مما يقلل من درجة عدم تماثل المعلومات (Edmans & Manso, Zhao et al. 2021)، وهذا ما يسمى بتهديدات الخروج

(2011)، وتمشيا مع هذا المنطق فإن كبار المساهمين الآخرين قد يلعبون دوراً قيماً في الحوكمة ويخففون من تكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومات وبالتالي يحدون من الدوافع الإنتهازية من قبل المساهم المسيطر لمصادرة ملكية الأقلية وإخفاء هذا السلوك عن طريق إدارتهم لأرباح الشركة. ومن وجهة نظر بديلة، يرى (Zhu et al. (2018 أن كبار المساهمين ليسوا أكثر كفاءة من وجود مساهم واحد مسيطر، حيث أنه وفقاً لفرضيتي التواطؤ وموامة المصالح فإن العديد من كبار المساهمين (MLS) قد يتواطئون معاً للحصول على منافع خاصة مع الإضرار بمصالح أصحاب المصلحة الآخرين وبخاصة عندما يكون هؤلاء أطرافاً مرتبطة، وهو ما قد يؤدي إلى تقليل مستوى حوكمة الشركات وتفاقم مشاكل الوكالة. (Crisóstomo & de Freitas Brandão. (2018) وينتج عن ذلك أن الشركات التي لديها كبار المساهمين يمكن أن تدير الأرباح بشكل أكثر حدة مقارنة بالشركات التي لديها مساهم واحد مسيطر (Jiang et al. 2020)، وبناءً على ذلك، فإن احتمالية وجود خطر تواطؤ للعديد من كبار المساهمين لا يزال قائماً.

بالإضافة لذلك، فإن وجود العديد من كبار المساهمين قد يقلل من كفاءة التأثير الرقابي للمساهم المسيطر على المديرين التنفيذيين، على سبيل المثال، سيؤدي التناقض في مصالح مختلف كبار المساهمين في الشركة إلى إرتفاع تكاليف الإتصال، وقد تستخدم الإدارة ميزة المعلومات الخاصة بها لتقديم معلومات مضللة (Cheng et al. 2015)، ومن وجهة نظر ثالثة، وجدت دراسة (Wati & Tamaris Gultom (2022) عدم وجود تأثير معنوي لأنواع هياكل الملكية على ممارسات إدارة الأرباح.

وفي ضوء العرض السابق تجد الدراسة الحالية وجود تباين واضح في نتائج الأبحاث السابقة فيما يتعلق بتأثير ملكية المساهم المسيطر على ممارسات إدارة الأرباح، وكذلك الدور الرقابي المحتمل لكبار المساهمين على العلاقة بين ملكية المساهم المسيطر وممارسات إدارة الأرباح، وهو ما يعتبر فجوة بحثية تحتاج لمزيد من الدراسة وبخاصة أن هذا الموضوع لم ينل القدر الكافي من الإهتمام والبحث في البيئة المصرية التي تتصف بتركز نسبي في الملكية سواء على المستوى الفردي -حالة وجود مساهم مسيطر واحد- أو على المستوى التراكمي -حالة وجود تحالفات من كبار المساهمين-، علاوة على الضعف النسبي في آليات الحوكمة الداخلية والخارجية فيها. لذلك جاءت هذه الدراسة لتجيب على التساؤلات التالية:

- ما مدى تأثير الرقابة من قبل المساهم المسيطر على ممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المصرية محل الدراسة؟
- هل يوجد تأثير لكبار المساهمين على ممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المصرية محل الدراسة؟
- ما مدى تأثير وجود العديد من كبار المساهمين على العلاقة بين ملكية المساهم المسيطر وإدارة الأرباح بالشركات المساهمة المصرية محل الدراسة؟

ثالثاً: أهداف الدراسة

- ركزت هذه الدراسة على تقييم الدور الرقابي المحتمل لكبار المساهمين على العلاقة بين ملكية المساهم المسيطر وممارسات إدارة الأرباح، من خلال:
- تحديد أثر ملكية المساهم المسيطر على ممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المدرجة في البورصة المصرية.
- إختبار تأثير ملكية وعدد كبار المساهمين على ممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المدرجة في البورصة المصرية.
- تقييم الدور الحوكمي المحتمل لكبار المساهمين في العلاقة بين ملكية المساهم المسيطر وإدارة الأرباح بالشركات المساهمة المدرجة في البورصة المصرية.

رابعاً: أهمية الدراسة

- تقدم الدراسة العديد من المساهمات المهمة في الأدبيات الموجودة، وتعد نتائجها مفيدة للأكاديميين والمستثمرين والجهات الرقابية حيث:
- ١. تسلط الدراسة الضوء على نزاعات الوكالة بين المساهمين الرئيسيين والأقلية وكذلك بين المساهم المسيطر وكبار المساهمين الآخرين في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري.
- ٢. تُظهر الدراسة أثر ترتيب الملكية الذي يشمل العديد من كبار المساهمين على جودة حوكمة الشركات المدرجة في السوق المصري، والأسباب الكامنة وراء هذا التأثير.
- ٣. تقدم الدراسة دليل تطبيقي لتأثير الدور الحوكمي (الرقابي) المحتمل لكبار المساهمين على إدارة الأرباح في البيئة المصرية، في ظل الضعف النسبي لآليات الحوكمة الداخلية والخارجية للشركات.

٤. تقوم الدراسة بدمج تأثير الخصائص المالية للشركات (حجم الشركة، الرافعة المالية)، وجودة آليات الحوكمة الداخلية والخارجية (استقلالية مجلس الإدارة، وجودة المراجعة) في إطار عمل الوكالة بين المساهمين المسيطرين والأقلية، وقياس تأثير ذلك في تعزيز أو الحد من ممارسات إدارة الأرباح.

خامساً: تنظيم الدراسة

بعد عرض الإطار العام للدراسة في القسم الأول والذي تناول مقدمة ومشكلة وأهداف وأهمية الدراسة، سوف يتم تنظيم ما تبقى من البحث على النحو التالي: يستعرض القسم الثاني مراجعة الأدبيات ذات الصلة وتطوير فروض الدراسة، ويناقش القسم الثالث منهجية الدراسة التطبيقية، أما القسم الرابع فقد تناول تحليل ومناقشة نتائج الدراسة، وقدم القسم الأخير نتائج الدراسة والتوصيات المقترحة ذات الصلة ومجالات البحث المستقبلية.

القسم الثاني: مراجعة الأدبيات ذات الصلة وتطوير فروض الدراسة

تحدث إدارة الأرباح في الشركات عندما يتخذ المساهمون المسيطرون أو مديرو الشركات إجراءات انتهائية للحصول على مزايا خاصة مع إخفاء هذا السلوك (Lei et al. 2020)، وقد وجدت الأدبيات الحديثة أن هيكل ملكية الشركة يؤثر على مستوى وطبيعة إدارة الأرباح، كما سيتم توضيحه فيما يلي:

أولاً: مفهوم ودوافع ومقاييس إدارة الأرباح

ترجع ممارسات إدارة الأرباح لبداية ثمانينيات القرن الماضي، عندما واجهت الشركات مشكلات في فترات الركود الإقتصادي، وحيث كانت إدارة الشركات مطالبة بتحقيق مستويات عالية من الأرباح تفوق إمكانات الشركة، لذلك لجأت لإستخدام المرونة المتاحة في المبادئ والمعايير المحاسبية للتأثير على الأداء الحقيقي للشركة وتعتمد اظهار نتيجة النشاط والمركز المالي بشكل محدد (إسماعيل. ٢٠١٥).

ورغم تعدد مفاهيم إدارة الأرباح، إلا أن هذه المفاهيم جميعها تحمل وجهات نظر مكمله، ووفقاً لذلك يمكن توضيح مفهوم شامل لإدارة الأرباح على أنها، تدخل هادف وتمعمد من قبل إدارة الشركات للتأثير أو تشويه أو التلاعب في الأرباح المحاسبية إما بالأنشطة الحقيقية أو بالإستحقاقات الإختيارية، كنتيجة طبيعية للمرونة في بدائل القياس والتقييم والتقدير المحاسبي وبحيث لا تعكس هذه المعلومات في النهاية الأداء الحقيقي للشركة. ولذلك فبعض من النمو أو

التخفيض الظاهري لأرباح الشركة قد يرجع الى ممارسات إدارة الأرباح وليس نتيجة لنمو أو تدهور اقتصادي حقيقي.

وقد تشمل إدارة الأرباح العديد من الممارسات الإدارية المتعمدة والهادفة منها؛ إختيار توقيت الاعتراف المحاسبي (Uwugbe. 2014)، الإختيار والتغيير في الطرق والسياسات والتقديرات المحاسبية، وإعادة تصنيف بنود الإيرادات والمصروفات، وتحديد هذه الممارسات في غالبية الأحوال عن السلوك المنضبط للإدارة والتزامها بالعرض العادل للقوائم المالية، وتعد انحراف عن الممارسات المحاسبية القياسية (اسماعيل. ٢٠١٥).

وتؤدي إدارة الأرباح إلى تضليل مستخدمي التقارير المالية فيما يتعلق بالأداء الإقتصادي الكامن للشركة، ويكون لها انعكاسات هامة على توجهات القرار الاستثماري وسلوك متخذي القرار، وتتعدد دوافع السلوك الإداري المتعمد للتلاعب في الأرباح (زيادة أو تخفيض) والتي تشمل على سبيل المثال؛ دوافع المنفعة الذاتية للمديرين مثل تحقيق الأمان الوظيفي وخطط المكافآت والحوافز الإدارية، دوافع تجنب المخالفات التعاقدية، الحوافز السوقية التي تشمل دافع التلاعب بأسعار الأسهم أو مقابلة تنبؤات وتوقعات المحللين الماليين، ودافع تحقيق وفورات ضريبية، بالإضافة لدوافع تخفيض التكاليف التنظيمية والشريعية والسياسية (Healy & Wahlen.1999).

وقدمت الأدبيات السابقة العديد من نماذج قياس ممارسات ادارة الأرباح سواء بالأنشطة الحقيقية أو بالإستحقاقات الإختيارية، ويعتبر قياس إدارة الأرباح بالقيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية المقدره وفقاً لـ Jones (1991); Dechow et al (1995) من أهم النماذج المستخدمة من قبل التوجهات البحثية ذات الصلة، وتدور فكرة النموذج فيما يلي:

أ. حساب الإستحقاقات الإجمالية بالفرق بين صافي الربح والتدفقات النقدية من العمليات التشغيلية

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

ب. حساب القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية كنسبة من إجمالي الأصول أول الفترة (الإستحقاقات التي تخضع لإختيار الإدارة) وذلك على ثلاث خطوات كما يلي:

١. بناء نموذج إنحدار علي مستوى كل قطاع، بحيث يكون المتغير التابع فيه إجمالي الإستحقاقات المحسوبة $TACC_{it}$ في (أ)، وتتمثل المتغيرات المفسرة في؛ (التغير في الإيرادات $\Delta REV_{it} -$ التغير في حسابات الذمم المدينة ΔREC_{it})، والأصول الثابتة القابلة للإهلاك PPE_{it} ، ويتم قسمة طرفي المعادلة على إجمالي الأصول أول الفترة A_{it-1} ، وننتهي في هذه الخطوة بتقدير معالم النموذج على مستوى قطاعي (معاملات الإنحدار α_2 & α_3 ، والثابت α_1).

$$TACC_{it} / A_{it-1} = \alpha_1 (1/A_{it-1}) + \alpha_2 [(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) / A_{it-1}] + \alpha_3 (PPE_{it} / A_{it-1})$$

٢. استخدام معالم النموذج على المستوى القطاعي المحسوبة في (١) لتقدير قيمة الإستحقاقات غير الإختيارية كنسبة من إجمالي الأصول أول الفترة NDACC_{it} على مستوى كل شركة

$$NDACC_{it} = \alpha_1 (1/A_{it-1}) + \alpha_2 [(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) / A_{it-1}] + \alpha_3 (PPE_{it} / A_{it-1})$$

٣. يتم حساب نسبة الإستحقاقات الإختيارية لكل شركة على إجمالي الأصول أول الفترة DACC_{it} بالفرق بين الإستحقاقات الإجمالية والإستحقاقات غير الإختيارية

$$DACC_{it} = (TACC_{it} / A_{it-1}) - NDACC_{it}$$

وتعتبر القيم المطلقة لنسبة لإستحقاقات الإختيارية إلى إجمالي أصول أول الفترة عن مدى إدارة الأرباح بحيث كلما زادت هذه القيمة دل ذلك على إنخراط الشركة بشكل أكبر في ممارسات إدارة الأرباح، والعكس بالعكس.

ثانياً: تقييم أثر ملكية المساهم المسيطر على ممارسات إدارة الأرباح

على نحو متزايد، أدرك الباحثون أن الشركات المدرجة في الأسواق الناشئة ليست مملوكة على نطاق واسع ولكنها تخضع لسيطرة المساهمين المهيمنين (Kumar & Zattoni. 2014)، وتؤدي الملكية شديدة التركيز إلى جانب عدم وجود آليات حوكمة داخلية وخارجية فعالة إلى صراعات وكالة بين المساهم المسيطر وضغار المساهمين (Luo et al. 2013; Jiang & Kim. 2020) حيث تحت حقوق الرقابة (السيطرة) الزائدة للمساهمين Excess Control Rights على الانخراط في أشكال مختلفة من الممارسات التجارية غير المشروعة لتعظيم منافعهم الخاصة ومصادرة حقوق الأقلية (Jiang et al. 2010; Liu & Tian. 2012; Paligorova & Xu. 2012; Buchuk et al. 2014; Qian & Yeung. 2015; Zhao et al. 2021) والتي يشار إليها عمومًا باسم حفر الأنفاق Tunneling.

وقد تشمل أنشطة الأنفاق العديد من أساليب المصادرة بما في ذلك؛ دفع رواتب عالية للمديرين (غالبًا يعمل المساهمون المسيطرون كمديرين في الشركات التي يسيطرون عليها)، والقروض المشتركة بين الشركات في شكل "نم مدينة أخرى" (Jiang et al. 2010; Peng et al. 2011; Zhao et al. 2021)، الإستيلاء على رأس مال الشركة بشكل غير قانوني، وبيع أصولها إلى الشركات التابعة بأقل من قيمتها السوقية (Su et al. 2008)، إلى جانب أشكال أخرى من المعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة (Bona-Sánchez et al. 2017; Supatmi et al. 2019). وهو ما يؤدي إلى دفع المساهم المسيطر على التلاعب بمعلومات الأرباح (Jiang

(Kim. 2020) & بما يتوافق مع المنافع الخاصة للسيطرة (Jiang et al. 2020)، لذلك عادة ما ترتبط جودة معلومات الأرباح بشكل سلبي مع حقوق السيطرة الزائدة، حيث أن المساهمين المسيطرين يكون لديهم حوافز أكبر لإخفاء البيانات المالية أو التلاعب فيها أو الإفصاح عنها في وقت غير مناسب لإخفاء أنشطة المصادرة لحقوق الأقلية (Boubaker & Sami. 2011).

وتؤدي مثل هذه السلوكيات الانتهازية لإدارة الأرباح إلى إخفاء الأداء الحقيقي للشركة (Aharony et al. 2010)، مما قد يتسبب في سلسلة من العواقب الاقتصادية المدمرة للشركات، بما في ذلك؛ الإضرار بسمعتها، انخفاض ثقة المستثمرين فيها، زيادة تكاليف التمويل، خفض قيمة الشركة (Yu & Yu. 2011)، بالإضافة إلى أن هذه الشركات يكون لديها أداء تشغيلي مستقبلي أسوأ ومن المرجح أن ترتبط الرفاعة المالية الأعلى فيها بمخاطر أعلى وتزيد من فرص حدوث ضائقة مالية (Poncet et al. 2010; Cull et al. 2015). ووفقا لذلك فإن التحليل الأساسي لألية ادارة الأرباح في الشركات له أهمية كبيرة لحماية مصالح المستثمرين وتعزيز التنمية الصحية لسوق رأس المال.

ومع ذلك، لا يمكن تحقيق إدارة الأرباح دون دعم المديرين بصفتهم يتمتعون بوصول أفضل لمعلومات الشركة ويتحكمون في قرارات الإفصاح عن تلك المعلومات ويكونون في النهاية مسؤولين عن نتائج اعمالها (Zhang et al. 2014; Dou et al. 2016, 2018)، ولا ينطبق هذا الافتراض الضمني إلا عندما يكون لدى المساهمين المسيطرين والمديرين مصالح مشتركة (Zhang et al. 2014).

وفي هذا الصدد تشير الأبحاث الحديثة لحوكمة الشركات في ظل الإطار النظري لصراعات الوكالة بين المساهمين المسيطرين والأقلية إلى ثلاثة آراء متناقضة؛ الرأي الأول، وفقاً لتأثير سيطرة الملكية يهتم مساهمو الأقلية بشدة بأنظمة حوكمة الشركات الفعالة. ورغم ذلك، قد تتعارض مصالحهم مع مصالح المساهمين المسيطرين الذين قد لا يولون نفس القدر من الأهمية لنظام حوكمة الشركات (Desender et al. 2013)، ونظراً لأن المساهمين المسيطرين قد يحاولون تشكيل حوكمة الشركات لصالح مصالحهم الخاصة، بالتالي يكون لديهم حوافز للحفاظ على نظام حوكمي ضعيف لتسهيل قدرتهم على مصادرة حقوق الأقلية (Young et al. 2008; Courteau et al. 2017; Utama et al. 2017).

وفي نفس السياق، تؤكد نتائج دراسة (Crisóstomo & de Freitas Brandão (2018) الأثر الإيجابي للملكية المشتتة على جودة حوكمة الشركات حيث ترتبط الرقابة المشتتة بممارسات حوكمة عالية الجودة. وعلى عكس ذلك، فإن وجود مساهم مسيطر واحد (عائلة، شركة أخرى، دولة)، أو مشاركة الأسهم بين عدد قليل من كبار المساهمين (تحالف أصحاب الاسهم المرتبطة)، يرتبط بانخفاض الامتثال لممارسات حوكمة الشركات الجيدة، حيث يتولى أصحاب الحصص المسيطرون نشاط مراقبة الإدارة بدلاً من آليات الحوكمة المكلفة.

من ناحية أخرى، يجادل باحثون آخرون بأن هيكل الملكية الذي يشمل مساهم مسيطر يمكن أن يفيد مساهمي الأقلية من خلال تحسين الرقابة على المديرين. ووفقاً لذلك، فإنه يمكن للمساهم المسيطر؛ أن يقلل قصر النظر الإداري وزيادة وعيهم بالإستثمارات التي تتميز بصافي قيمة حالية إيجابية على المدى الطويل مقارنة بالمشاريع قصيرة الأجل، المساعدة في التخفيف من مشاكل المعلومات غير المتكافئة، والتركيز على عمليات أكثر ربحية، مما ينعكس على تحسين قيمة وأداء الشركة وتخفيض تكاليف الوكالة (Enriques. 2015; Sakawa & Watanabel. 2020). علاوة على ذلك، يرى كلٍ من (Borisova et al. (2012); Utama et al. (2017) أن الشركات المملوكة للدولة (الحكومة هي المساهم المسيطر) يكون لها مسؤولية تجاه المجتمع ككل، لذلك فمن المتوقع أن يكون لديها مستوى أفضل من المساءلة والحوكمة، غير أنه يمكن أن يؤدي التأثير السياسي الخبيث إلى مشاكل المخاطر الأخلاقية، وإضعاف نظام حوكمة الشركات وإمكانية مصادرة الملكية (Aguilera et al. 2012).

ومن وجهة نظر ثالثة تشير دراسة (Wang & Xiao (2011) أنه وفقاً لفرضية تقاسم التكلفة Cost-sharing توجد علاقة غير خطية بين وجود المساهم المسيطر وممارسات إدارة الأرباح، حيث يعاني المديرين على عكس المساهمين المسيطرين من المخاطر والتكاليف بشكل أكبر من المنافع الناتجة عن أنشطة مصادرة حقوق الأقلية وما ينتج عنها من ممارسات إدارة الأرباح، فمن حيث المخاطر أو التكاليف، نظراً لأنه غالباً ما تؤدي هذه السلوكيات إلى تشويش في عمليات الشركة ونتائجها التشغيلية وينعكس ذلك في انخفاض أداء الشركة وقيمة حقوق الملكية، وبالتالي يصبح أداء الشركة نتيجة صاخبة ولا تعكس بشكل حيادي قرارات وجهود المديرين.

علاوة على ذلك، فإن انخفاض الأداء يحرم المديرين من فرصة الإشارة إلى أنفسهم كمديرين أكفاء ومهنيين في السوق التجاري، وقد يشك المستثمرون المحتملون -الذين هم في الغالب غير مدركين لأنشطة الأنفاق- في قدرتهم على إدارة الشركة، ووفقاً لذلك فإن المديرين سوف يعانون من مخاطر محتملة ويتحملون خسائر مالية وعوائد متناقصة على رأس مالهم البشري عندما تتقلب أجورهم أو يتم إقالتهم مع مثل هذا الأداء المتردي، ويترتب على ذلك أن المديرين العقلانيين الذين يكرهون المخاطرة يفضلون مقاومة أنشطة الأنفاق أو قد يكشفون عن معلومات الأنفاق للسوق في ظل ظروف إستثنائية (Zhang, et al. 2014). وبناءً عليه، تظهر بعض الأسئلة المنطقية بشكل طبيعي؛ هل يقاوم المديرين حفر الأنفاق وما ينتج عنها من ممارسات إدارة أرباح؟ إذا كان الأمر كذلك، فلماذا لا تزال ممارسات إدارة الأرباح تحدث عملياً؟ إذا لم يكن الأمر كذلك، فلماذا يقبل المديرين حفر الأنفاق وما زالوا يخرطون في أنشطة مختلفة لإدارة الأرباح؟ والإجابة المحتملة على الأسئلة المذكورة أعلاه هي أن حقوق السيطرة الزائدة الممنوحة للمساهمين المسيطرين تجعل لديهم القدرة والحافز على التواطؤ مع المديرين (Zhang et al. 2014)، حيث تمنحهم سيطرة مطلقة على الشركات في كثير من الأحيان، فيما يتعلق، بترشيح أعضاء مجلس الإدارة (Cullinan et al. 2012)، وتحديد المكافآت والتعويضات والإميازات الادارية وتعيين وفصل المديرين التنفيذيين (Conyon & He. 2011).

وحيث أن نظرية الوكالة المعيارية تقترح ضرورة ربط قرارات الراتب والفصل الإداري بأداء الشركات (Jensen & Meckling, 1976). لذلك يرى كل من Zhang et al. (2014); Chen et al. (2015) أن ضعف الحوافز العادية (المرتبات والمكافآت) وحساسية معدل الدوران المستدان إلى الأداء يحمي المديرين من المخاطر والتكاليف المحتملة، وبالتالي يقلل من مقاومتهم ويسهل أنشطة حفر الأنفاق. ووفقاً لذلك، عادة ما يميل المساهمون المسيطرون إلى إضعاف الحوافز القائمة على الأداء، مما قد ينشأ عنه علاقة تواطؤية بينهم وبين المديرين (Edmans et al. 2019; Qian & Tam. 2021). ومع ذلك، في عالم ديناميكي قد لا يرغب المساهمون المسيطرون في إضعاف الحوافز المستندة على الأداء، نظراً لأنه عندما تكون منافع المديرين أقل اعتماداً على الأداء فإنهم سيكونون أقل تحفيزاً لتحقيق الأرباح، وبالتالي فإن هذه المبادرة الإدارية سوف تقلل الموارد المتاحة للمصادرة في المستقبل مما يقلل من الأرباح المتوقعة للمساهمين المسيطرين (Zhang et al. 2014).

وفي ضوء العرض السابق، فإنه من شأن المساهم المسيطر أن يقارن بين التكلفة والعائد المحتملين لإدارة الأرباح، ومعنى ذلك أن التأثير الكلي لحقوق السيطرة الزائدة على إدارة الأرباح لاتزال قضية محل نقاش وتحتاج لمزيد من البحث. وبناءً عليه، سوف تقوم هذه الدراسة بإختبار الفرض الأول التالي:

"لا يوجد تأثير معنوي لرقابة المساهم المسيطر على ممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المصرية المقيدة في البورصة".

ثالثاً: تقييم تأثير كبار المساهمين على إدارة الأرباح

ركزت الجهود البحثية الأخيرة على الدور الحوكمي لكبار المساهمين المتعددين، وتناولت تلك الأدبيات وجهات نظر مختلفة حول الدور المرتقب لكبار المساهمين في سياق حوكمة الشركات وتأثير ذلك على ممارسات إدارة الأرباح، ووفقاً لذلك قدمت الدراسات منظورين مختلفين: أولاً: قدمت بعض الدراسات أدلة على أن العديد من كبار المساهمين يلعبون دوراً محورياً في الرقابة والحد من مصادرة حقوق الأقلية وتحسين جودة معلومات الأرباح، وعلى هذا النحو؛ أشارت دراسة (Dou et al. (2018 إلى أن الشركات التي لديها العديد من كبار المساهمين تدير الأرباح بشكل أقل حدة مقارنة بالشركات التي لديها مساهم واحد مسيطر، كما أكدت دراسة Jiang et al. (2018 على أنه فيما يتعلق بكفاءة الاستثمار في الشركات، يلعب كبار المساهمين الآخرين دوراً في الحوكمة ويقللون من تكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومات.

وفي نفس السياق، قدمت دراسة (Boubaker & Sami (2011 أدلة على أن التحالف بين كبار المساهمين قد يحد من الآثار السلبية المرتبطة بوجود مساهم مسيطر منفرد، مثل التلاعب بالأرباح ومصادرة حقوق الأقلية. وبشكل أكثر تحديداً، أظهرت النتائج أن جودة المعلومات عن الأرباح ترتبط بشكل إيجابي مع وجود العديد من كبار المساهمين، حيث تعمل ملكية الأسهم على موازنة مصالح الإدارة والمساهمين ومصالح كبار المساهمين مع مصالح مساهمي الأقلية، مما يشجع بدوره على الشفافية ويقلل من حوافز المديرين للتلاعب بالمعلومات المحاسبية، وبالإضافة إلى ذلك، فإن التنافس على السيطرة لكبار المساهمين قد يخفف من مشاكل عدم تماثل المعلومات وبالتالي يعزز البيئة المعلوماتية للشركة. وعلى هذا النحو، يعد وجود العديد من كبار المساهمين هو آلية حوكمة داخلية مهمة وفعالة تخفف من تكاليف الوكالة وتعزز الاستثمار الرأسمالي وتحد من سياسة الرافعة المالية المفرطة المدمرة للقيمة، على وجه الخصوص،

في بيئة الاسواق الناشئة حيث تكون حوكمة الشركات ضعيفة وغير كافية للحد من مشاكل المصادرة، غير أن الحكومة، بصفتها مساهماً مسيطراً قد تمارس تأثيراً كبيراً وتقلل من هذا الدور الرقابي (Boateng & Huang. 2017).

وقد قدمت الأدبيات السابقة أدلة كثيرة على الدور الرقابي (الحوكمي) للعديد من كبار المساهمين؛ مثل الحد من المعاملات مع الأطراف ذات العلاقة (Jiang & Kim. 2015)، تخفيف صراعات الوكالات وتقليل تكاليف ديون الشركات (Wang & Jiang. 2017)، وتقليل قيود التمويل (Jiang et al. 2017). علاوة على ذلك، يرتبط وجود العديد من كبار المساهمين بعدد أقل من حالات الاحتيال المؤسسي Corporate Fraud (Zhao et al. 2021)، توزيعات أرباح نقدية أعلى (Wei & Chen. 2020)، معلومات أرباح عالية الجودة (Boubaker & Sami. 2011)، رقابة داخلية فعالة (Ma et al. 2019)، مستوى أقل من إدارة أرباح (Lin et al. 2020)، بالإضافة إلى تحسين أداء الشركة من خلال تقليل تكاليف الوكالة وخفض تقلبات الربح (Ibrahimy & Ahmad. 2020)، وتخفيض تكلفة رأس المال وتعظيم قيمة الشركة (Ben-Nasr et al. 2015; Boateng & Huang. 2017; Boubaker et al. 2017, 2021).

من ناحية أخرى، تثير بعض الدراسات الشكوك حول دور الرقابة الفعال للعديد من كبار المساهمين، ويؤكد نموذجهم أن تركيز السيطرة في أيدي مستثمر مسيطر واحد يوفر حماية أفضل لمساهمي الأقلية. ووفقاً لذلك، أشارت دراسة (Luo et al. 2013) إلى أنه قد يؤدي العديد من كبار المساهمين إلى تقليل مستوى حوكمة الشركات وتفاقم مشاكل الوكالة، وزيادة حدة الاحتيال المؤسسي، حيث قد يتآمر العديد من كبار المساهمين للإضرار بمصالح مساهمي الأقلية، والإفصاح عن معلومات خاطئة لإخفاء سلوكهم.

كما توصلت دراسة (Jiang et al. 2020) إلى أن الشركات التي لديها العديد من block-holders (هم ملاك كتل كبيرة من الأسهم، وغالباً ما يكون هؤلاء الملاك قادرين على التأثير على الشركة بحقوق التصويت الممنوحة لمليكتهم) تميل إلى إدارة الأرباح بشكل أكبر من الشركات التي لديها مساهم مسيطر واحد، ويكون هذا التأثير الإيجابي أكثر وضوحاً عندما يكون كبار المساهمين من نفس النوع (حكومي أو خاص)، أو عندما تكون ملكيتهم أعلى مقارنة بملكية المساهم المسيطر، ومع ذلك تكون أقل وضوحاً في الشركات التي تتمتع بحوكمة داخلية أو خارجية أقوى. ووفقاً لفرضيتي التواطؤ ومواءمة المصالح، فإن العديد من كبار المساهمين ذوي الأسهم المرتبطة

قد يتواطئون للحصول على منافع خاصة مع الإضرار بمصالح أصحاب المصلحة الآخرين (Luo Crisóstomo & de Freitas Brandão et al. 2013; cheng et al. 2015) ويدلل (2018) أيضًا على أن التحالفات بين عدد قليل من كبار المساهمين قد تؤثر سلبيًا على جودة حوكمة الشركات.

وبناءً على ما سبق، ترى الدراسة الحالية عدم وجود توافق في نتائج الدراسات السابقة فيما يتعلق بالتأثير الرقابي المحتمل لكبار المساهمين على ممارسات إدارة الأرباح. وبناءً عليه، تقترح الفرض الثاني التالي:

"لا يوجد تأثير معنوي لكبار المساهمين على ممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية".

رابعًا: تأثير كبار المساهمين على العلاقة بين ملكية المساهم المسيطر وممارسات إدارة الأرباح:

تناولت الأدبيات الحديثة ذات الصلة فكرة " الدور الرقابي أو التواطئي المحتمل" لكبار المساهمين على مصادرة المساهم المسيطر لحقوق الأقلية وتأثير ذلك على ممارسات إدارة الأرباح"، ووفقًا لذلك، توصلت دراسة (Boateng & Huang 2017) إلى وجود تأثير إيجابي للعديد من كبار المساهمين غير المسيطرين على حوكمة الشركات حيث يمكنهم أن يشرفوا بشكل فعال على المساهمين المسيطرين ويقللوا من انتهاكهم لمصالح مساهمي الأقلية. وتمشيا مع هذا المنطق نجد أن كبار المساهمين الآخرين قد يلعبون دورًا قيمًا في الحوكمة، وتشمل الآثار الإيجابية لهم في؛ التخفيف من القيود المالية (Chen et al. 2012)، تحسين الأداء (Campello et al. 2014)، زيادة الإنتاج (Liao et al. 2014)، زيادة مستوى الإحتفاظ بالنقدية (Lin et al. 2016) والمزيد من الابتكار (Tan et al. 2020)، إلى جانب تخفيض تكاليف الوكالة والحد من عدم تماثل المعلومات والدوافع الإنتهازية من قبل المساهم المسيطر لمصادرة ملكية الأقلية. (Lin et al. 2016; Pombo & Taborda. 2017; Jiang et al. 2018; Chen et al. 2019; Qian & Tam. 2021)

ويُظهر التحليل الإضافي أن كبار المساهمين يمكن أن يقللوا بشكل كبير من إدارة الأرباح لسببين رئيسيين: (١) يمكن للتحالفات بينهم مراقبة سلوكيات المصلحة الذاتية للمساهمين المسيطرين وتقليل إستيلائهم لرأس مال الشركة، والتخفيف من حدة الاحتيال fraud في الإفصاح

عن المعلومات الناجم عن إخفاء مثل هذه السلوكيات (Zhao et al. 2021)، ويسمى ذلك بتهديدات الرقابة (Lin et al. 2020). (٢) يمكن للتغيرات في ملكية كبار المساهمين الناتجة عن بيع حصصهم في رأس المال أن تنقل المعلومات إلى مستثمرين آخرين، مما يقلل من درجة عدم تماثل المعلومات (Zhao et al. 2021)، وهو ما يسمى بتهديدات الخروج (Edmans & Manso, 2011). ومن ناحية أخرى، قد يقلل العديد من كبار المساهمين من كفاءة التأثير الرقابي للمساهم المسيطر على المديرين التنفيذيين. على سبيل المثال، سيؤدي التناقض في مصالح مختلف كبار المساهمين في الشركة إلى ارتفاع تكاليف الاتصال، وقد تستخدم الإدارة ميزة المعلومات الخاصة بها لتقديم معلومات مضللة (Cheng et al. 2015).

من جانب ثالث، جادلت دراسات أخرى (على سبيل المثال، Cai et al. 2016; Jiang et al. 2010, 2015, 2020) على أن السلوك الإنتهازي للمساهم المسيطر سيتوقف على تقييمه للتكلفة والعائد المحتمل من إدارة الأرباح، والتي تتأثر بوجود كبار المساهمين الآخرين. فمن ناحية المنافع، يستفيد كبار المساهمين والمساهم المسيطر على حدٍ سواء من إدارة الأرباح من خلال؛ ارتفاع القيمة السوقية للأسهم بما يلبي توقعات المحللين الماليين والمساهمين الخارجيين، والحفاظ على سعر مناسب للأسهم التي قد تستخدم كضمان للإقتراض الشخصي (Firth et al. 2006)، إلا أنهم لا يستطيعون مشاركة المزيد من فوائد أنشطة الأنفاق، والتي تعد بطبيعتها بمثابة فوائد خاصة للمساهم المسيطر وحده، حيث يصعب اكتشاف هذه الفوائد والتحقق منها، ومن ثم يصعب قياسها بطريقة موثوقة (Dyck & Zingales. 2004)، ووفقاً لذلك من غير المرجح أن يشارك كبار المساهمين الآخرون هذه المزايا.

أما من حيث التكلفة، فتشير الدراسات إلى أن التلاعب بالأرباح قد يزيد من احتمالية مخاطر التقاضي (DuCharme et al. 2004) والتي عادةً ما تكون مصحوبة بتكاليف وغرامات قانونية باهظة وتحذيرات من قبل سوق الأوراق المالية وانتقادات عامة (Dechow et al. 1996; Chen et al. 2005)، وتميل خسائر السمعة والخسائر المالية المحتملة إلى تقاسمها من قبل المساهم المسيطر وكبار المساهمين بشكل متناسب بعكس الشركات التي لديها مساهم مسيطر منفرد، نظراً لأن كبار المساهمين والمساهم المسيطر غالباً ما يعملون كأعضاء في مجلس الإدارة ويوقعون على التقارير المالية، وبالتالي فإن كلاهما يتحملان المسؤولية ويشتركون في العقوبة المحتملة عند اكتشاف إدارة الأرباح. ووفقاً لذلك يتحمل كبار المساهمين الآخرين تكاليف إدارة

أرباح بشكل أكبر وغير متناسب من منافعهم، بينما يتمتع المساهم المسيطر بمزايا إدارة أرباح أعلى بشكل غير متناسب من تكاليفه، ويسمى هذا الرأي بفرضية تقاسم التكلفة Cost-sharing وتعني أن الفوائد الصافية لإدارة الأرباح التي يتمتع بها المساهم المسيطر أكبر في الشركات التي لديها العديد من كبار المساهمين عنها في الشركات التي لديها مساهم واحد مسيطر، وعلى ذلك تظهر علاقة غير خطية بين حجم المساهمة النسبي لكبار المساهمين وإدارة الأرباح (Cai et al. 2015; Jiang et al. 2020).

وبناءً على ماسبق، يتبين وجود تعارض واضح في آراء الباحثين فيما يتعلق بالتأثير المحتمل لكبار المساهمين على العلاقة بين ملكية المساهم المسيطر وممارسات إدارة الأرباح، وهو ما يعد فجوة بحثية تحتاج للمزيد من الدراسة وبخاصة في البيئة المصرية باعتبارها سوق ناشئ يتصف بهيكل ملكية غير متوازن وآليات حوكمة داخلية وخارجية ضعيفة وتدابير حماية ضعيفة نسبياً للمستثمرين، وبالتالي، فإن خطر تواطؤ العديد من كبار المساهمين مع المساهم المسيطر لا يزال قائماً. وبناءً عليه تم إقترح الفرض الأخير وهو: "لا يوجد تأثير معنوي لكبار المساهمين على العلاقة بين ملكية المساهم المسيطر وممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية"، وسوف يتم إختبار هذا الفرض من خلال الفرضيتين الفرعيتين التاليتين:

- الفرض الفرعي الثالث (أ): "لا يوجد تأثير معنوي لملكية كبار المساهمين على العلاقة بين ملكية المساهم المسيطر وممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية".
- الفرض الفرعي الثالث (ب): "لا يوجد تأثير معنوي لعدد كبار المساهمين على العلاقة بين ملكية المساهم المسيطر وممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية".

خامساً: تحليل المحددات الأخرى المرتبطة بممارسات إدارة الأرباح

سوف تختبر الدراسة أيضاً ما إذا كانت العوامل الأخرى المرتبطة بمدى إدارة الأرباح، يمكن أن تفسر العلاقة المعقدة بين ملكية المساهم المسيطر وممارسات إدارة الربح، وتشمل هذه العوامل؛ الخصائص الأساسية للشركة بما في ذلك حجم الشركة (SIZE) ونسبة الرافعة المالية (LEV)، وكذلك جودة الحوكمة الداخلية (مقاسة بإستقلالية مجلس الإدارة IND) وجودة الحوكمة الخارجية (مقاسة بجودة المراجعة)، وفي هذا الصدد يمكن التأكيد على النقاط التالية:

أ. يعد حجم الشركة عامل مهم لسياسات الشركة، حيث تمتلك الشركات الأكبر حجماً مزيداً من الموارد لتنفيذ نظم حوكمة الشركات المكلفة والتي قد تحد من الممارسات الإحتيالية لإدارة الأرباح،

علاوة على ذلك من المرجح أن تجذب الشركات الكبيرة انتباه العديد من المستثمرين، مما يزيد من احتمالية اكتشاف الاحتيال (Lu & Li. 2016).

ب. تؤثر الخصائص المالية للشركة على مستوى إدارة الأرباح، ووفقاً لذلك ترتبط الضغوط المتعلقة بالرافعة المالية الزائدة بشكل إيجابي باحتمال سلوكيات الإفصاح غير القانوني، حيث أن الإدارة العليا للشركات غالباً سوف تلجأ إلى إخفاء الأداء الحقيقي للشركة عن طريق التلاعب بمعلومات الأرباح للتخفيف من حدة هذه الضغوط (Zhang & Jian 2008)، كما أن الشركات التي تواجه ضغوط الديون ستزيد لديها تكاليف التمويل، ولتجنب تدهور بيئة التمويل، ستحاول الشركات تجنب الإفصاح عن المعلومات مع الضغط المفرط لسداد الديون أو حتى الكشف عن معلومات كاذبة، مما يؤدي إلى سلوكيات احتيالية (Wu & Ma 2010).

ج. تؤثر خصائص حوكمة الشركات على ممارسات إدارة الأرباح، حيث تؤدي آليات الحوكمة الداخلية والخارجية الأقوى إلى زيادة احتمالية اكتشاف إدارة الأرباح من قبل مراقبي الحسابات أو الجهات الرقابية أو المستثمرين الخارجيين، مما يقلل من حافز المساهم المسيطر على إدارة الأرباح، فمن منظور الحوكمة الداخلية، يساهم المدراء المستقلون في تقييد السلوكيات غير القانونية للشركة مما يقلل من احتمالية وشدة إدارة الأرباح، ووفقاً لذلك توصلت دراسة Zhou & Liu (2017) أن نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وعدد اجتماعات مجلس الإدارة المنعقدة وفترة عمل الرئيس التنفيذي ترتبط سلباً باحتمال حدوث الاحتيال في الشركات. على وجه الخصوص، تحد من التلاعبات التصاعدية غير الطبيعية في الأرباح أثناء تنفيذ الأنشطة الاحتياطية (Peng & Röell 2008). كما تميل المجالس التي تحتوي على نسبة مئوية أعلى من المديرين المستقلين إلى أن تكون أكثر فاعلية لأن المديرين المستقلين يهتمون بسمعتهم أكثر من المديرين الداخليين، هذا وتعتبر المجالس التابعة للمساهمين المسيطرين أقل فعالية لأنها تمثل غالباً مصالح المساهمين المسيطرين. أما من منظور الحوكمة الخارجية، وجدت الدراسات أن جودة المراجعة الخارجية تقلل من ميل الشركات إلى انتهاك القوانين واللوائح والمعايير المحاسبية. وبالتالي فإنها تلعب دور حوكمي قيم وتقل بشكل كبير من ممارسات إدارة الأرباح في الشركات.

وفقاً لذلك، فمن المتوقع أن تكون العلاقة بين ملكية المساهم المسيطر وممارسات إدارة الأرباح أقل وضوحاً بالنسبة للشركات كبيرة الحجم والتي تتمتع، بجودة حوكمة داخلية أقوى والتي يتم قياسها

من خلال استقلالية مجلس الإدارة، وجودة حوكمة خارجية أفضل والتي تُقاس بجودة المراجعة، ومع ذلك ستزيد ممارسات إدارة الأرباح في الشركات ذات الرافعة المالية الزائدة.

القسم الثالث: منهجية الدراسة التطبيقية

أولاً: مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، والبالغ عددها (١٩٤) شركة مقسمة على (١٨) قطاع وفقاً للبيانات المعلنة في ٧ مارس ٢٠٢٢، ولتحقيق التجانس بين الشركات تم إختيار عينة هادفة في ضوء المعايير التالية:

١. تم إستبعاد شركات قطاعي البنوك، والخدمات المالية غير المصرفية ويشمل (٣٨) شركة، نظراً لإختلاف طبيعة أنشطتها والقواعد الرقابية والحوكومية فيها مقارنة بالشركات غير المالية.
 ٢. تم إستبعاد (٢٥) شركة تعد تقاريرها المالية في ٣٠ / ٦ من كل عام.
 ٣. تم إستبعاد (١٠) شركات لم يتوافر عنها بيانات كاملة سواء كانت تقارير مالية أو نماذج إفصاح عن هيكل المساهمين ومجلس الإدارة خلال فترة الدراسة.
 ٤. تم إستبعاد شركة تعد تقاريرها بالعملة الأجنبية.
 ٥. بعد تطبيق المعايير السابقة تم إستبعاد (٩) قطاعات والتي تتضمن أقل من (٦) شركات، وذلك ضمن متطلبات حساب الإستحقاقات الإختيارية على المستوى القطاعي.
- وبتطبيق المعايير السابقة، بلغت عينة الدراسة النهائية (٨٤) شركة غير مالية مقسمة على (٧) قطاعات بما يعادل (٤٣.٣%) من إجمالي الشركات المقيدة في البورصة المصرية وبالتالي بلغ عدد المشاهدات (٢٥٢) مشاهدة، ويوضح الجدول (١/١) مجتمع وعينة الدراسة وفقاً للتصنيف القطاعي.

جدول (١/١): مجتمع وعينة الدراسة وفقاً للتصنيف القطاعي

شركات العينة	القطاعات والشركات المستبعدة					شركات المجتمع	القطاع
	قطاعات لم تتوافر الشروط في (6) شركات على الأقل	تقارير بالعملة الأجنبية	عدم توافر بيانات كاملة	إفصاح ٦/٣٠	قطاعات مالية		
-	-					12	البنوك
80%	28			5	2		العقارات
62.5 %	10			1	5		موارد أساسية
91%	10				1		مواد البناء
-	-					26	خدمات مالية غير مصرفية
67%	6			1	2		مقاولات وإنشاءات هندسية
62.5 %	15				9		أغذية ومشروبات وتبغ
-	-	1					مرافق
-	-	6					اتصالات
-	-	3					طاقة وخدمات مساندة
-	-	7					خدمات صناعية وسيارات
75%	6		1		1		سياحة وترفيه
-	-	4					تجارة وموزعون
-	-	4					خدمات نقل
-	-	2					خدمات تعليمية
-	-	7					المنسوجات
-	-	2					ورق مواد
53%	9			3	5		الرعاية الصحية والأدوية
43.3 %	84	36	1	10	25	38	إجمالي

ثانياً: متغيرات الدراسة وطرق قياسها

يوضح الجدول (٢/١) طرق قياس متغيرات الدراسة

جدول (٢/١): طرق قياس متغيرات الدراسة

المرجع	القياس	اسم المتغير	
		المتغير التابع	
Jones (1991)	Ems	إدارة الأرباح	
Dechow et al (1995)		المتغير المستقل	
(Jiang et al. 2020)	CS	المساهم المسيطر	
		ملكية أكبر المساهمين بشرط أن يمتلك ١٠٪ أو أكثر من الأسهم القائمة، ونظرًا لأن بعض كبار المساهمين في شركة معينة قد يكونوا أطرافاً مرتبطة بالمساهم المسيطر النهائي (على سبيل المثال، الأقارب أو الشركات المرتبطة)، لذلك يتم جمع هذه الحالات يدويًا ونضيف مساهماتهم معًا باستخدام إفصاحات البيانات المالية.	
		المتغير المعدل	
(Jiang et al. 2020; Sun et al. 2021)	LS	إجمالي ملكية كبار المساهمين بخلاف المساهم المسيطر (بشرط ملكيتهم ٥% فأكثر من أسهم الشركة) مقسومًا على ملكية المساهم المسيطر.	
	LS ₂	مجموع الأسهم التي يملكها كبار المساهمين بخلاف المساهم المسيطر (بشرط ملكيتهم ٥% فأكثر من أسهم الشركة)	
	MLS	عدد LS ₂	
		المتغيرات الحاكمة	
(Boateng & Huang, 2017; Jiang et al. 2020; Xu & Huang, 2021)	Size	حجم الشركة	
	LEV	الرافعة المالية	
	Big-4	جودة المراجعة	جودة حوكمة الشركات
	Fees		
	IND	إستقلالية مجلس الإدارة	
		نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة، وتساوي عدد الأعضاء المستقلين/ حجم مجلس الإدارة	

القسم الرابع: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

أولاً: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول التالي رقم (٣/١) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

جدول (٣/١): الإحصاء الوصفي للمتغيرات بالشركات محل الدراسة

Mean	Std. Dev.	Min	Max	Obs	المتغيرات
0.112	0.089	0.0002	0.431	252	إدارة الأرباح Ems
38.88	22.85	0	93.54	252	ملكية المساهم المسيطر CS
22.13	16.31	0	67.43	252	ملكية كبار المساهمين LS ₂
0.81	0.75	0	3.17	237 ⁴	LS = (LS ₂ / CS)
2.07	1.54	0	7	252	عدد كبار المساهمين MLS
61.01	21.34	5.244	97.09	252	(CS + LS ₂)
0.40	0.49	0	1	252	حجم مكتب المراجعة BIG4
0.22	0.16	0	0.84	252	نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين IND
20.71	1.78	17.30	25.29	252	اللوغاريتم الطبيعي لحجم الشركة SIZE
11.78	1.01	9.62	13.99	252	اللوغاريتم الطبيعي لأتعاب المراجعة FEES
0.47	0.29	0.0006	⁵ 1.99	252	الرافعة المالية LEV

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

وتظهر نتائج الإحصاء الوصفي كما هو موضح في الجدول (٣/١) أن:

- بلغ متوسط نسبة القيمة المطلقة للإستحقاقات الإختيارية إلى إجمالي الأصول أول الفترة على مستوى شركات العينة (0.112)، ويمدى يتراوح بين (0.0002) و (0.431)، وإنحراف معياري (0.089)، مما يدل على أن هناك تباين كبير في الإستحقاقات الإختيارية بين تلك الشركات.
- تنصف شركات العينة بتركز شديد في الملكية سواء على المستوى الفردي (ملكية المساهم المسيطر)، أو على المستوى الجماعي (ملكية كبار المساهمين بخلاف المسيطر)، أو على المستوى الإجمالي (مجموع ملكية المساهم المسيطر وملكية كبار المساهمين)، حيث بلغت متوسطاتهم (38.88، 22.13، 61.01) علر التوالي، كما أن ملكية كبار المساهمين بخلاف

^٤ يوجد (١٥) مشاهدة ملكية المساهم المسيطر فيهم (صفر)، وبالتالي فإن نسبة ملكية كبار المساهمين إلى ملكية المساهم المسيطر رقم لا نهائي غير معرف

^٥ يوجد شركتين تزيد فيهم الإلتزامات عن أصول الشركة (حقوق الملكية بالسالب)، ولذلك فنسبة الرافعة المالية تزيد عن الواحد الصحيح.

المساهم المسيطر تتركز في عدد محدود من المساهمين حيث بلغ متوسط عدد كبار المساهمين (2.07)، بالإضافة لوجود تباين كبير بين تلك الشركات فيما يتعلق بتركز الملكية وهذا ما يظهره الحد الأدنى والأعلى للمتغيرات السابقة.

- وجود ضعف نسبي في جودة الحوكمة الداخلية في شركات العينة، حيث بلغ متوسط نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين (0.22)، ويمدى يتراوح بين (0) و (0.84)، وانحراف معياري (0.16)، مما يدل على أن هناك تباين كبير في جودة آليات الحوكمة الداخلية بين تلك الشركات

- وجود ضعف نسبي في جودة الحوكمة الخارجية، حيث بلغ متوسط حجم مكاتب المراجعة الكبرى في شركات العينة (0.40)، وانحراف معياري (0.49)، بمعنى أن ضمن ال (252) مشاهدة يوجد (101) مشاهدة تراجع من قبل مكاتب BIG4، مما يدل على أن هناك تباين كبير في جودة آليات الحوكمة الداخلية بين تلك الشركات

- بلغ متوسط الرافعة المالية مقاسة بنسبة إجمالي الديون مقسومة على إجمالي الأصول آخر الفترة (0.47)، ويمدى يتراوح بين (0.0006) و (1.99)، وانحراف معياري (0.29)، وتشير الرافعة المالية الزائدة إلى أن شركات العينة تعتمد على الديون بنسبة كبيرة نسبياً في التمويل وبالتالي ارتفاع تكلفة التمويل في هذه الشركات، كما أن هناك تباين كبير بين شركات العينة فيما يتعلق بالرافعة المالية وهذا ما يظهره الحد الأدنى والأعلى للرافعة المالية، هذا ويشير ارتفاع الحد الأعلى للرافعة المالية عن الواحد الصحيح أن بعض الشركات لديها حقوق ملكية بالسالب.

ثانياً: تحليل مصفوفة إرتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة

للتحقق من وجود مشكلة الإزدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة تم حساب معاملات الإرتباط بين متغيرات الدراسة، والذي يدل أن هناك إرتباط خطي بين المتغيرات المستقلة إذا كان معامل الإرتباط يساوي (80%) أو أكثر. ويوضح الجدول التالي رقم (٤/١) نتائج تحليل الارتباط ومستوى المعنوية للمتغيرات في الشركات محل الدراسة.

جدول (٤/١) نتائج تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة

LEV	SIZE	IND	FEES	Big4	MLS	LS	CS	Y	المتغيرات
								1.00	Ems
							1.00	0.81 0.00	CS
						1.00	-0.71 0.00	-0.62 0.00	LS
					1.00	0.78 0.00	-0.51 0.00	-0.44 0.00	MLS
				1.00	-0.09 0.11	-0.11 0.09	0.24 0.00	-0.11 0.08	BIG4
			1.00	0.69 0.00	-0.06 0.37	-0.12 0.06	0.32 0.00	0.23 0.24	FEES
		1.00	0.14 0.02	0.05 0.47	0.03 0.63	-0.01 0.93	0.06 0.34	-0.13 0.04	IND
	1.00	0.05 0.40	0.69 0.00	0.59 0.00	0.01 0.76	-0.07 0.28	0.34 0.00	0.28 0.00	SIZE
1.00	0.48 0.00	0.08 0.18	0.46 0.00	0.33 0.00	0.04 0.53	-0.03 0.67	0.26 0.00	0.28 0.00	LEV

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

ويتضح من الجدول (٤/١) ما يلي:

- عدم وجود مشكلة ارتباط خطي بين المتغيرات المستقلة حيث أن القيم المطلقة لمعاملات الارتباط (R) أقل من ٨٠% ويدل ذلك على سلامة النموذج من مشكلة الارتباط الخطي
- وجود ارتباط طردي ومعنوي ($P\text{-Value} < 0.05$) بين إدارة الأرباح EMs وكل من؛ ملكية المساهم المسيطر CS وحجم الشركة SIZE والرافعة المالية LEV حيث بلغت معاملات الارتباط (0.81، 0.28، 0.28) على التوالي. مما يوفر دعماً أولياً للفرض الأول، بمعنى أن الشركات التي لديها مساهم مسيطر تزيد فيها ممارسات إدارة الأرباح.
- وجود ارتباط عكسي ومعنوي ($P\text{-Value} < 0.05$) بين إدارة الأرباح EMs وكل من، نسبة ملكية كبار المساهمين مقسومة على ملكية المساهم المسيطر LS وعدد كبار المساهمين MLS وحجم مكتب المراجعة BIG4 وإستقلالية مجلس الإدارة IND حيث بلغت معاملات الارتباط (-0.62، -0.11، 0.44) على التوالي، مما يوفر دعماً أولياً للفرض الثاني، ومعنى ذلك أن

الشركات التي تزيد فيها ملكية وعدد كبار المساهمين بخلاف المساهم المسيطر تتخفف فيها ممارسات إدارة الأرباح.

- عدم وجود ارتباط معنوي ($P\text{-Value} > 0.05$) بين إدارة الأرباح EMs وأتباع عملية المراجعة FEES.

ثالثاً: التحليل الإحصائي لإختبار فروض الدراسة

إعتمدت الدراسة في إختبار فروضها على النماذج الإحصائية الملاءمة لتحليل البيانات الزمنية المتقطعة Panel Data بإستخدام البرنامج الإحصائي Stata/IC 15، والتي تجمع بين أسلوب البيانات القطاعية Cross sectional Data وأسلوب بيانات السلاسل الزمنية Time Series Data ويتم ذلك من خلال تطبيق ثلاث خطوات رئيسية:

(١) تطبيق ثلاثة نماذج مختلفة لتحديد التأثير المقدر:

تتمثل النماذج الثلاثة المستخدمة لتحليل ال Panel Data في؛ (١) نموذج الإنحدار التجميعي Pooled Regression Model والذي ينظر للبيانات على أنها مشاهدات شركة واحدة دون الأخذ في الإعتبار الإختلافات بين الوحدات (الشركات) والإختلافات عبر السلسلة الزمنية للبيانات، (٢) نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Model والذي يأخذ في الإعتبار الفروق بين الشركات لكنه لا يأخذ الإختلافات عبر الزمن في الحسبان، (٣) نموذج التأثيرات العشوائية Random Effect Model وهذا النموذج يأخذ في إعتباره الإختلافات بين الشركات وكذلك الإختلافات عبر الزمن.

(٢) إختيار النموذج الأمثل لتمثيل البيانات

لتحديد النموذج الأمثل لتمثيل البيانات يتم تطبيق الإختبارات الإحصائية التالية؛ (١) إختبار Wald Test للمقارنة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة حيث يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل إذا كانت ($P\text{-Value} < 0.05$) والعكس صحيح، (٢) يتم تطبيق إختبار Breusch & pagan Lagrange Multiplier للمقارنة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية ووفقاً لذلك يكون نموذج التأثيرات العشوائية هو الأمثل إذا كانت ($P\text{-Value} < 0.05$) والعكس صحيح، (٣) إذا تبين من الإختبارات السابقة أن كل من نمودي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية أفضل من النموذج التجميعي يتم تطبيق إختبار Hausman Test

للمقارنة بين النموذجين فإذا كانت ($P\text{-Value} < 0.05$) دل ذلك أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل للإعتماد عليه في تمثيل البيانات والعكس صحيح.

(٣) تحديد جودة وصلاحية النموذج المقدر:

لتحديد مدى جودة النموذج المقدر؛ يتم إجراء العديد من اختبارات الصلاحية للتأكد من موثوقية النتائج. أولاً، يتم استخدام إختبار معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) للتأكد من أن المتغيرات المستقلة للدراسة لا تعاني من مشكلة الإزدواج الخطي المتعدد Multicollinearity، بحيث إذا زادت VIF لمتغير مستقل معين عن القيمة (10) يعني ذلك تسبب هذا المتغير في مشكلة إزدواج خطي. ثانياً، يتم أخذ العوامل المؤثرة الأخرى في الاعتبار التي قد تؤثر على النتائج (المتغيرات الحاكمة). ثالثاً، يتم إجراء إختبار Durbin Watson (DW) للتأكد من عدم وجود مشكلة الإرتباط الذاتي للبيانات Autocorrelation، حيث تقع القيمة المحسوبة للإختبار بين (0) و (4) ويتم تحديد قرار وجود إرتباط ذاتي من عدمه وفقاً لما يلي:

يوجد إرتباط ذاتي موجب	عدم القدرة على إتخاذ قرار بوجود أو عدم وجود إرتباط ذاتي	لا يوجد إرتباط ذاتي	عدم القدرة على إتخاذ قرار بوجود أو عدم وجود إرتباط ذاتي	يوجد إرتباط ذاتي سالب
0	dl	du	2 4-du	4-dl 4

وفيما يلي التحليلات الإحصائية لإختبارات فروض الدراسة وفقاً لنماذج أسلوب Panel Data:

(أ) التحليلات الإحصائية لإختبار الفرض الأول:

لإختبار مدى صحة الفرض الأول القائل بأنه: "لا يوجد تأثير معنوي لرقابة المساهم المسيطر على ممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المصرية المقيدة في البورصة"، تم إجراء التحليلات الإحصائية التالية:

(١) تطبيق النماذج الثلاثة الملاءمة وفقاً للـ Panel Data:

يوضح الجدول (٥/١) نتائج التحليل الإحصائي وفقاً لنموذج الإنحدار التجميعي Pooled Regression Model، نموذج التأثيرات الثابتة Fixed-effects Model، ونموذج التأثيرات العشوائية Random Effect Model.

جدول (٥/١): نتائج اختبار الفرض الأول إحصائياً

النموذج	T-test		الخطأ المعياري	معامل الإنحدار	المتغيرات التفسيرية	المتغير التابع	Model Summary	
	P	T						
Pooled Regression Model	0.000	20.89	0.000	0.003	CS	إدارة الأرباح Ems	0.684	R ²
	0.003	-2.96	0.009	-0.026	BIG4		0.676	Adj R ²
	0.946	0.07	0.005	0.001	FEES		88.4	F-Test
	0.022	-2.30	0.020	-0.046	IND		0.000	P-value
	0.344	0.95	0.003	0.003	SIZE			
	0.016	2.43	0.011	0.023	LEV			
				-0.066	_cons			
Fixed-effects Model	0.000	20.77	0.000	0.002	CS	إدارة الأرباح Ems	Model Summary	
	0.005	-2.82	0.014	-0.011	BIG4		0.551	R ²
	0.313	0.862	0.17	0.009	FEES		7.74	F-Test
	0.023	-2.33	0.020	-0.083	IND		0.000	P-value
	0.322	0.321	0.99	0.008	SIZE			
	0.036	2.11	0.013	0.010	LEV			
			-0.323.	Cons				
Random Effect Model	P> Z	Z	الخطأ المعياري	معامل الإنحدار	المتغيرات التفسيرية	إدارة الأرباح EMs	Model Summary	
	0.000	14.44	0.000	0.003	CS		0.681	R ²
	0.009	-2.69	0.010	-0.017	BIG4		246.63	Wald
	0.918	-0.10	0.006	-0.001	FEES		0.000	P-value
	0.017	-2.39	0.024	-0.058	IND			
	0.561	0.58	0.004	0.002	SIZE			
	0.150	1.15	0.010	0.012	LEV			
			-0.021	Cons				

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

(٢) تحديد النموذج الأمثل:

يوضح الجدول (٦/١) نتائج التحليل إحصائي لإختبارات (Wald Test & Lagrange Multiplier & Hausman Test) للمفاضلة بين النماذج الثلاثة الموضحة في الجدول (٥/١).

جدول (٦/١): نتائج إختبارات (Wald Test & Lagrange Multiplier & Hausman Test)

Hausman Test		Lagrange Multiplier		Wald Test	
χ^2	P-Value	Breusch & pagan	P-Value	χ^2	P-Value
11.84	0.0371	96.16	0.000	531.25	0.000

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

ويتضح من الجدول (٦/١) أن:

- وفقا لإختبار Wald Test للمقارنة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل حيث أن $(P\text{-Value} < 0.05)$.
- وفقا لإختبار Lagrange Multiplier للمقارنة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية يكون نموذج التأثيرات العشوائية هو الأمثل حيث أن $(P\text{-Value} < 0.05)$.
- ونظرًا لأنه تبين من الإختبارات السابقة أن كل من نموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية أفضل من النموذج التجميعي تم تطبيق إختبار Hausman Test للمقارنة بين النموذجين، ووفقًا لذلك فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل للإعتماد عليه في تمثيل البيانات حيث كانت $(P\text{-Value} < 0.05)$.

وفي ضوء ماسبق فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل للإعتماد عليه في تمثيل بيانات الفرض الأول للدراسة، ويظهر النموذج كما هو موضح بالجدول (٥/١) نتائج تحليل الإنحدار المتعدد لتأثير ملكية المساهم المسيطر CS على ممارسات إدارة الأرباح بالشركات محل الدراسة، ووفقًا لذلك يتضح ما يلي:

- معنوية النموذج المستخدم ككل في اختبار العلاقة التأثيرية، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة (7.74) وهى أكبر من قيمة (F) الجدولية (2.6) عند مستوى ثقة (95%) وذات دلالة معنوية P-value أقل من (0.05) وهذا يعنى أن نموذج الانحدار الخاص بهذا الفرض يتمتع بملاءمة عالية، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد تساوي (0.551) مما يعنى أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته (55.1%) من التغيرات في ممارسات إدارة الأرباح.
- وجود تأثير إيجابي ومعنوي (مستوى معنوية ٥% فأقل) لكل من (ملكية المساهم المسيطر CS، الرافعة المالية LEV) على ممارسات إدارة الأرباح، بينما يوجد تأثير سلبي ومعنوي (مستوى معنوية ٥% فأقل) لكل من (جودة حوكمة الشركات مقاسة بحجم مكتب المراجعة BIG4، وجودة الحوكمة الداخلية مقاسة بنسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين IND) على ممارسات إدارة الأرباح، هذا ولا يوجد تأثير لكل من (أتعاب المراجعة FEES، وحجم الشركة SIZE) على ممارسات إدارة الأرباح وعليه تكون معادلة خط الإنحدار وفقا لنموذج التأثيرات الثابتة كما يلي:

$$EMs = - 0.323 + (0.002) CS - (0.011) BIG4 + (0.009) FEES - (0.083) IND + (0.008) SIZE + (0.010) LEV$$

ووفقاً لذلك، يتم رفض الفرض الأول وهو "لا يوجد تأثير معنوي لرقابة المساهم المسيطر على ممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المصرية المقيدة في البورصة"، حيث ترتبط ممارسات إدارة الأرباح بشكل إيجابي مع ملكية المساهم المسيطر، ويكون هذا الارتباط أكثر وضوحاً في الشركات التي ذات الرافعة المالية الزائدة ووجود ضعف نسبي في جودة آليات الحوكمة الداخلية والخارجية، ويرجع ذلك إلى أن حقوق السيطرة الزائدة تحت المساهم المسيطر على الانخراط في أشكال مختلفة من الممارسات التجارية غير المشروعة لتعظيم منافعه الخاصة ومصادرة حقوق الأقلية (Jiang et al. 2010; Liu & Tian. 2012; Paligorova & Xu. 2012; Buchuk et al. 2014; Qian & Yeung. 2015; Zhao et al. 2021) وهو ما يدفعه على التلاعب بمعلومات الأرباح (Jiang & Kim. 2020) بما يتوافق مع المنافع الخاصة للسيطرة (Jiang et al. 2020) وبخاصة في ظل وجود ضعف نسبي في جودة آليات الحوكمة، لذلك عادة ما ترتبط جودة معلومات الأرباح بشكل سلبي مع حقوق السيطرة الزائدة، حيث أن المساهمين المسيطرين يكون لديهم حوافز أكبر لإخفاء البيانات المالية أو التلاعب فيها أو الإفصاح عنها في وقت غير مناسب لإخفاء أنشطة المصادرة لحقوق الأقلية (Boubaker & Sami. 2011). كما يتفق ذلك مع فرضية التواطؤ بين المديرين والمساهم المسيطر.

٣) تحديد جودة وصلاحيّة النموذج المقدر:

لتحديد جودة وصلاحيّة النموذج المقدر تم إجراء إختبار معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) للتأكد من أن المتغيرات المستقلة للدراسة لا تعاني من مشكلة الإزدواج الخطي المتعدد Multicollinearity. (٢) إجراء إختبار Durbin Watson (DW) للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للبقاى Autocorrelation، كما هو موضح بالجدول (٧/١).

جدول رقم (٧/١): نتائج إختباري (VIF & DW)

المتغير	VIF
FEES	2.7
SIZE	2.21
BIG4	2.02
LEV	1.37
CS	1.16
IND	1.03
Durbin Watson (DW)	1.591

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

ويتضح من نتائج التحليل الإحصائي الموضحة في الجدول (٧/١) أن:

- المتغيرات المستقلة للدراسة لا تعاني من مشكلة الإزدواج الخطى المتعدد، حيث أن (VIF) لكل متغير من هذه المتغيرات أقل من (10).
- عدم القدرة على إتخاذ قرار بوجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للبواقي وفقاً لإختبار (DW)، حيث أن القيمة المحسوبة للإختبار (1.591) وتقع هذه القيمة بين الحد الأدنى (dl = 1.53) والحد الأقصى (du = 1.83) بالإعتماد على عدد المشاهدات (252) وعدد المتغيرات المستقلة (6) متغيرات.

(ب) التحليلات الإحصائية لإختبار الفرض الثاني:

إختبار مدى صحة الفرض الثاني القائل بأنه: "لا يوجد تأثير معنوي لكبار المساهمين على ممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية"، تم إجراء التحليلات الإحصائية التالية:

(١) تطبيق النماذج الثلاثة المستخدمة وفقاً لل Panel Data:

يوضح الجدول (٨/١) نتائج التحليل الإحصائي وفقاً لنموذج الإنحدار التجميعي Pooled Regression Model، نموذج التأثيرات الثابتة Fixed-effects Model، ونموذج التأثيرات العشوائية Random Effect Model.

جدول (٨/١): نتائج إختبار الفرض الثاني إحصائياً

النموذج	t-test		الخطأ المعياري	معامل الإنحدار	المتغيرات التفسيرية	المتغير التابع	Model Summary	
	P	T					R ²	Adj R ²
Pooled Regression Model	0.000	-7.64	0.011	-0.082	LS	إدارة الأرباح EMs	0.461	R ²
	0.343	0.95	0.005	0.005	MLS		7	
	0.023	-2.29	0.012	-0.03	BIG4		0.445	Adj R ²
	0.831	-0.21	0.007	-0.001	FEES		2	
	0.578	-0.56	0.026	-0.016	IND		28.06	F-Test
	0.019	2.36	0.004	0.008	SIZE		0.000	P-value
	0.001	3.46	0.017	0.059	LEV			
			0.004		cons			
Fixed-effects	0.000	-7.31	0.010	-0.079	LS	إدارة الأرباح Ems	Model Summary	
	0.401	0.84	0.005	0.004	MLS		0.32	R ²
	0.037	-2.1	0.012	-0.026	BIG4		3.54	F-Test
	0.980	-0.03	0.007	-0.0001	FEES		0.001	P-value
	0.563	-0.58	0.026	-0.0153	IND		5	
	0.015	2.44	0.004	0.008	SIZE			
	0.006	2.77	0.014	0.039	LEV			
				0.011	Cons			

Random Effect Model	P> Z	Z	الخطأ المعياري	معامل الانحدار	المتغيرات التفسيرية	إدارة الأرباح Ems	Model Summary	
	0.000	-4.65	0.011	-0.051	LS		0.4517	R2
	0.915	0.11	0.006	0.001	MLS			
	0.183	-1.33	0.013	-0.017	BIG4		78.98	Wald
	0.854	-0.18	0.008	-0.001	FEES			
	0.191	-1.31	0.031	-0.04	IND		0.000	P-value
	0.022	2.55	0.005	0.007	SIZE			
	0.395	0.85	0.012	0.01	LEV			
			0.006	_cons				

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

(٢) تحديد النموذج الأمثل:

يوضح الجدول (٩/١) نتائج التحليل لإحصائي لإختبارات (Wald Test & Lagrange

Multiplier & Hausman Test) للمفاضلة بين النماذج الثلاثة الموضحة في الجدول (٨/١)

جدول (٩/١): نتائج إختبارات (Wald Test & Lagrange Multiplier & Hausman Test)

Hausman Test		Lagrange Multiplier		Wald Test	
χ^2	P-Value	Breusch & pagan	P-Value	χ^2	P-Value
23.63	0.0013	109.73	0.000	920.58	0.000

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

ويتضح من الجدول (٩/١) أن:

- وفقا لإختبار Wald Test للمقارنة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل حيث أن (P-Value < 0.05).
- وفقا لإختبار Lagrange Multiplier للمقارنة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية يكون نموذج التأثيرات العشوائية هو الأمثل حيث أن (P-Value < 0.05).
- ونظراً لأنه تبين من الإختبارات السابقة أن كل من نموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية أفضل من النموذج التجميعي تم تطبيق إختبار Hausman Test للمقارنة بين النموذجين، ووفقاً لذلك فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل للإعتماد عليه في تمثيل البيانات حيث كانت (P-Value < 0.05).

وفي ضوء ماسبق فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل للإعتماد عليه في تمثيل

بيانات الفرض الثاني، ويظهر النموذج كما هو موضح بالجدول رقم (٨/١) نتائج تحليل الإنحدار المتعدد لتأثير ملكية وعدد كبار المساهمين (LS & MLS) على ممارسات إدارة الأرباح بالشركات محل الدراسة، ووفقاً لذلك يتضح ما يلي:

- معنوية النموذج المستخدم ككل في اختبار العلاقة التأثيرية، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة (3.54) وهي أكبر من قيمة (F) الجدولية (2.6) عند مستوى ثقة (95%) وذات دلالة معنوية P-value أقل من (0.05) وهذا يعني أن نموذج الانحدار الخاص بهذا الفرض يتمتع بملاءمة عالية، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد تساوي (0.32) مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته (32%) من التغيرات في ممارسات إدارة الأرباح.

- وجود تأثير سلبي ومعنوي (مستوى معنوية 5% فأقل) لكل من (نسبة ملكية كبار المساهمين إلى ملكية المساهم المسيطر LS، وجودة الحوكمة الخارجية مقاسة بحجم مكتب المراجعة BIG4) على ممارسات إدارة الأرباح، بينما يوجد تأثير إيجابي ومعنوي (مستوى معنوية 5% فأقل) لكل من (حجم الشركة SIZE، الرافعة المالية LEV) على ممارسات إدارة الأرباح، هذا ولا يوجد تأثير لكل من (أتعاب المراجعة FEES، وجودة الحوكمة الداخلية مقاسة بنسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين IND) على ممارسات إدارة الأرباح، وعليه تكون معادلة خط الانحدار وفقا لنموذج التأثيرات الثابتة كما يلي:

$$EMs = 0.11 - (0.079) LS + (0.004) MLS - (0.026) BIG4 + (0.0001) FEES - (0.0153) IND + (0.008) SIZE + (0.039) LEV$$

ووفقاً لذلك، يتم رفض الفرض الثاني وهو "لا يوجد تأثير معنوي لكبار المساهمين على ممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية"، حيث تميل الشركات التي لديها العديد من كبار المساهمين إلى إدارة الأرباح بشكل أقل، ويكون هذا التأثير السلبي أكثر وضوحاً عندما تكون ملكيتهم أعلى مقارنة بملكية المساهم المسيطر، وعلى هذا النحو، يعد وجود العديد من كبار المساهمين هو آلية حوكمة داخلية مهمة وفعالة تحسن من جودة معلومات الأرباح، على وجه الخصوص، في بيئة الاسواق الناشئة حيث تكون حوكمة الشركات ضعيفة وغير كافية. وتتفق هذه النتائج مع الأدلة التي قدمتها دراسة كل من Boubaker & Sami. (2011); Dou et al. (2018) والتي أشارت إلى أن الشركات التي لديها العديد من كبار المساهمين تدير الأرباح بشكل أقل حدة مقارنة بالشركات التي لديها مساهم واحد المسيطر، ومع ذلك، تتعارض مع نتائج دراسة كل من Luo et al. (2013); Jiang et al. (2020) حيث أكدت هذه الدراسات على أنه وفقاً لفرضية التواطؤ قد يتأمر العديد من كبار المساهمين للإضرار بمصالح مساهمي الأقلية، والإفصاح عن معلومات خاطئة لإخفاء سلوكهم، وبالتالي يؤدي العديد من كبار المساهمين إلى تقليل مستوى حوكمة الشركات وتفاقم مشاكل الوكالة، وزيادة حدة الاحتيايل المؤسسي.

٣) تحديد جودة وصلاحيّة النموذج المقدر:

ولتحديد جودة وصلاحيّة النموذج المقدر تم إجراء اختبار معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) للتأكد من أن المتغيرات المستقلة للدراسة لا تعاني من مشكلة الإزدواج الخطي المتعدد Multicollinearity. (٢) إجراء اختبار Durbin Watson (DW) للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للبقاى Autocorrelation، ويتضح من نتائج التحليل الإحصائي الموضحة في الجدول (١٠/١) أن:

- المتغيرات المستقلة للدراسة لا تعاني من مشكلة الإزدواج الخطي المتعدد، حيث أن VIF لكل متغير من هذه المتغيرات أقل من (10).

- عدم القدرة على إتخاذ قرار بوجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للبقاى، وفقاً لإختبار (DW) حيث تقع القيمة المحسوبة للإختبار (1.711) بين الحد الأدنى (dl = 1.63) والحد الأقصى (du = 1.78) بالإعتماد على عدد المشاهدات (252) وعدد المتغيرات المستقلة (7) متغيرات.

جدول رقم (١٠/١): نتائج إختباري (VIF & DW)

VIF	المتغير
3.62	MLS
3.55	LS
2.55	FEES
2.11	SIZE
1.98	BIG4
1.13	LEV
1.06	IND
1.711	Durbin Watson (DW)

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

(ج) التحليلات الإحصائية لإختبار الفرض الثالث (أ):

لإختبار مدى صحة الفرض الثالث (أ) القائل بأنه: "لا يوجد تأثير معنوي لملكية كبار المساهمين على العلاقة بين ملكية المساهم المسيطر وممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية"، تم إجراء التحليلات الإحصائية التالية:

(١) تطبيق النماذج الثلاثة المستخدمة وفقاً لـ Panel Data:

يوضح الجدول (١١/١) نتائج التحليل الإحصائي وفقاً لنموذج الإنحدار التجميعي Regression Model Pooled، نموذج التأثيرات الثابتة Fixed-effects Model، ونموذج التأثيرات العشوائية Random Effect Model.

جدول (١١/١): نتائج إختبار الفرض الثالث إحصائياً

النموذج	t-test		الخطأ المعياري	معامل الإنحدار	المتغيرات التفسيرية	المتغير التابع	Model Summary	
	P	T						
Pooled Regression Model	0.05	-1.99	0.000	-0.001	LS*CS	إدارة الأرباح EMs	Model Summary	
	0.000	14.53	0.000	0.002	CS			
	0.011	-2.55	0.003	-0.008	MLS		0.6925	R ²
	0.001	-3.43	0.009	-0.032	BIG4		0.6823	Adj R ²
	0.751	0.32	0.005	0.002	FEES		68.39	F-Test
	0.05	-1.99	0.019	-0.038	IND		0.000	P-value
	0.175	1.36	0.003	0.004	SIZE			
	0.024	2.27	0.013	0.029	LEV			
			-0.078	Cons				
Fixed-effects	0.024	-2.030	0.000	-0.001	LS*CS	إدارة الأرباح EMs	Model Summary	
	0.000	14.440	0.000	0.003	CS			
	0.011	-2.570	0.003	-0.008	MLS		0.5139	R ²
	0.001	-3.300	0.009	-0.031	BIG4		6.29	F-Test
	0.668	0.430	0.005	0.002	FEES		0.000	P-value
	0.054	-1.94	0.020	-0.039	IND			
	0.164	1.400	0.003	0.004	SIZE			
	0.050	1.99	0.011	0.022	LEV			
			-0.084	_cons				
Random Effect Model	P> Z	Z	الخطأ المعياري	معامل الإنحدار	المتغيرات التفسيرية	إدارة الأرباح EMs	Model Summary	
	0.760	-0.310	0.000	-0.001	LS*CS			
	0.000	10.870	0.000	0.003	CS		0.682	R ²
	0.681	-0.410	0.004	-0.002	MLS		250.39	Wald
	0.05	-1.970	0.010	-0.019	BIG4		0.000	P-value
	0.942	0.070	0.006	0.001	FEES			
	0.019	-2.350	0.024	-0.057	IND			
	0.490	0.690	0.004	0.002	SIZE			
0.226	1.210	0.010	0.012	LEV				
			-0.025	_cons				

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

(٢) تحديد النموذج الأمثل:

يوضح الجدول (١٢/١) نتائج التحليل لإحصائي لإختبارات (Wald Test & Lagrange Multiplier & Hausman Test) للمفاضلة بين النماذج الثلاثة الموضحة في الجدول (١١/١)

جدول (١/١٢): نتائج إختبارات (Wald Test & Lagrange Multiplier & Hausman Test)

Hausman Test		Lagrange Multiplier		Wald Test	
χ^2	P-Value	Breusch & pagan	P-Value	χ^2	P-Value
20.78	0.0008	86.63	0.000	611.82	0.000

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

ويتضح من الجدول (١٢/١) أن:

- وفقا لإختبار Wald Test للمقارنة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل حيث أن (P-Value < 0.05).
- وفقا لإختبار Lagrange Multiplier للمقارنة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية يكون نموذج التأثيرات العشوائية هو الأمثل حيث أن (P-Value < 0.05).
- ونظراً لأنه تبين من الإختبارات السابقة أن كل من نموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية أفضل من النموذج التجميعي تم تطبيق إختبار Hausman Test للمقارنة بين النموذجين، ووفقاً لذلك فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل للإعتماد عليه في تمثيل البيانات حيث كانت (P-Value < 0.05).

وفي ضوء ماسبق فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل للإعتماد عليه في تمثيل

البيانات، ويظهر النموذج كما هو موضح بالجدول رقم (١١/١) نتائج تحليل الإنحدار المتعدد لتأثير العلاقة التفاعلية بين ملكية كبار المساهمين وملكية المساهم المسيطر LS*CS على ممارسات إدارة الأرباح بالشركات محل الدراسة، ووفقاً لذلك يتضح ما يلي:

- معنوية النموذج المستخدم ككل في اختبار العلاقة التأثيرية، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة (6.29) وهي أكبر من قيمة (F) الجدولية (2.6) عند مستوى ثقة (95%) وذات دلالة معنوية P-value أقل من (0.05) وهذا يعني أن نموذج الانحدار الخاص بهذا الفرض يتمتع بملاءمة عالية، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد تساوي (0.5139) مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته (51.39%) من التغيرات في ممارسات إدارة الأرباح.

- وجود تأثير سلبي ومعنوي (مستوى معنوية ٥% فأقل) لكلٍ من (العلاقة التفاعلية بين ملكية كبار المساهمين وملكية المساهم المسيطر LSCS، عدد كبار المساهمين MLS، وجودة الحوكمة الخارجية مقاسة بحجم مكتب المراجعة BIG4) على ممارسات إدارة الأرباح، بينما يوجد تأثير إيجابي ومعنوي (مستوى معنوية ٥% فأقل) لكلٍ من (ملكية المساهم المسيطر CS، الرافعة المالية LEV) على ممارسات إدارة الأرباح، هذا ولا يوجد تأثير لكل من (أتعاب المراجعة FEES، وجودة الحوكمة الداخلية مقاسة بنسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين IND، حجم الشركة SIZE) على ممارسات إدارة الأرباح، وعليه تكون معادلة خط الإنحدار وفقا لنموذج التأثيرات الثابتة كما يلي:

$$EMs = (-0.084) - (0.001) LS*CS + (0.003) CS - (0.008) MLS - (0.031) BIG4 + (0.002) FEES - (0.039) IND + (0.004) SIZE + (0.022) LEV$$

ووفقاً لذلك، يتم رفض الفرض الثالث (أ) وهو "لا يوجد تأثير معنوي لملكية كبار المساهمين على العلاقة بين ملكية المساهم المسيطر وممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية"، وبالتالي يلعب كبار المساهمين دور رقابياً على مصادرة المساهم المسيطر لحقوق الأقلية وما ينعكس عن ذلك من ممارسات إدارة أرباح لإخفاء سلوكهم، وهو ما أظهره التأثير السلبي للعلاقة التفاعلية بين ملكية كبار المساهمين وملكية المساهم المسيطر على ممارسات إدارة الأرباح. وتتفق هذه النتائج مع فرضية الرقابة، والتي تشير إلى أن التحالفات بين عدد من كبار المساهمين يلعب دور هاماً في مراقبة سلوكيات المصلحة الذاتية للمساهمين المسيطرين وتقليل إستيلاتهم لرأس مال الشركة، والتخفيف من حدة الاحتيال fraud في الإفصاح عن المعلومات الناتج عن إخفاء مثل هذه السلوكيات (Zhao et al. 2021)، ومع ذلك تتعارض مع نتائج دراسة Cheng et al. (2015)، التي ترى أنه قد يقلل العديد من كبار المساهمين من كفاءة التأثير الرقابي للمساهم المسيطر على المديرين التنفيذيين، على وجه الخصوص، سيؤدي التناقض في مصالح مختلف كبار المساهمين في الشركة إلى ارتفاع تكاليف الاتصال، وقد تستخدم الإدارة ميزة المعلومات الخاصة بها لتقديم معلومات مضللة.

(٣) تحديد جودة وصلاحيّة النموذج المقدر:

لتحديد جودة وصلاحيّة النموذج المقدر (١) تم إجراء إختبار معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) للتأكد من أن المتغيرات المستقلة للدراسة لا تعاني من مشكلة الإزدواج الخطي المتعدد Multicollinearity. (٢) إجراء إختبار Durbin Watson (DW)

للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي Autocorrelation، كما هو موضح في الجدول (١٣/١)

جدول رقم (١٣/١): نتائج إختباري (VIF & DW)

VIF	المتغير
2.74	FEES
2.52	MLS
2.30	SIZE
2.10	BIG4
1.97	CS
1.85	LS*CS
1.44	LEV
1.05	IND
1.725	Durbin Watson (DW)

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

ويتضح من نتائج التحليل الإحصائي الموضحة في الجدول (١٣/١) أن:

- المتغيرات المستقلة للدراسة لا تعاني من مشكلة الإزدواج الخطى المتعدد، حيث أن (VIF) لكل متغير من هذه المتغيرات أقل من (١٠).
- عدم القدرة على إتخاذ قرار بوجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للبواقي، وفقاً لإختبار (DW) حيث تقع القيمة المحسوبة للإختبار (1.725) بين الحد الأدنى (dl = 1.62) والحد الأقصى (du = 1.79) بالإعتماد على عدد المشاهدات (٢٥٢) وعدد المتغيرات المستقلة (٨) متغيرات.

(د) التحليلات الإحصائية لإختبار الفرض الثالث (ب):

لإختبار مدى صحة الفرض الثالث (ب) الفائل بأنه: "لا يوجد تأثير معنوي لتعدد كبار المساهمين على العلاقة بين ملكية المساهم المسيطر وممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية"، تم إجراء التحليلات الإحصائية التالية:

(١) تطبيق النماذج الثلاثة المستخدمة وفقاً لل Panel Data:

يوضح الجدول (١٤/١) نتائج التحليل الإحصائي وفقاً لنموذج الإنحدار التجميعي Regression Model Pooled، نموذج التأثيرات الثابتة Fixed-effects Model، ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect Model).

جدول (١٤/١): نتائج اختبار الفرض الرابع إحصائياً

النموذج	t-test		الخطأ المعياري	معامل الإنحدار	المتغيرات التفسيرية	المتغير التابع	Model Summary	
	P	T						
Pooled Regression Model	0.133	1.51	0.000	0.001	MLS*CS	إدارة الأرباح Ems	R ² 0.669 Adj R ² 0.657 7 F-Test 57.69 P-value 0.000	
	0.000	11.55	0.000	0.003	CS			
	0.003	-2.99	0.006	-0.020	LS			
	0.002	-3.11	0.009	-0.029	BIG4			
	0.851	0.19	0.005	0.001	FEES			
	0.024	-2.27	0.020	-0.046	IND			
	0.205	1.27	0.003	0.004	SIZE			
	0.014	2.49	0.0134	0.033	LEV			
				-0.065	_cons			
Fixed-effects	0.120	1.560	0.000	0.0006	MLS*CS	إدارة الأرباح Ems	R ² 0.483 8 F-Test 5.46 P-value 0.000	
	0.000	11.62 0	0.000	0.003	CS			
	0.005	-2.830	0.007	-0.020	LS			
	0.003	-2.960	0.009	-0.028	BIG4			
	0.729	0.350	0.005	0.002	FEES			
	0.023	-2.300	0.021	-0.048	IND			
	0.189	1.320	0.003	0.004	SIZE			
	0.020	2.38	0.011	0.021	LEV			
				-0.075	_cons			
Random Effect Model	P> Z	Z	الخطأ المعياري	معامل الإنحدار	المتغيرات التفسيرية	إدارة الأرباح Ems	R ² 0.660 Wald 221.72 P-value 0.000	
	0.754	0.310	0.000	0.001	MLS*CS			
	0.000	9.170	0.000	0.003	CS			
	0.424	-0.800	0.008	-0.006	LS			
	0.033	-2.130	0.011	-0.019	BIG4			
	0.946	0.070	0.006	0.001	FEES			
	0.030	-2.180	0.026	-0.056	IND			
	0.428	0.790	0.004	0.003	SIZE			
	0.062	1.87	0.011	0.012	LEV			
			-0.033	_cons				

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

(٢) تحديد النموذج الأمثل:

يوضح الجدول (١٥/١) نتائج التحليل إحصائي لإختبارات (Wald Test & Lagrange

Multiplier & Hausman Test) للمفاضلة بين النماذج الثلاثة الموضحة في الجدول (١٤/١)

جدول (١٥/١): نتائج إختبارات (Wald Test & Lagrange Multiplier & Hausman Test)

Hausman Test		Lagrange Multiplier		Wald Test	
χ^2	P-Value	Breusch & pagan	P-Value	χ^2	P-Value
18.70	0.0166	78.36	0.000	719.75	0.000

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

ويتضح من الجدول (١٥/١) أن:

- وفقا لإختبار Wald Test للمقارنة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل حيث أن $(P-Value < 0.05)$.
- وفقا لإختبار Lagrange Multiplier للمقارنة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية يكون نموذج التأثيرات العشوائية هو الأمثل حيث أن $(P-Value < 0.05)$.
- ونظراً لأنه تبين من الإختبارات السابقة أن كل من نموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية أفضل من النموذج التجميعي تم تطبيق إختبار Hausman Test للمقارنة بين النموذجين، ووفقاً لذلك فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل للإعتماد عليه في تمثيل البيانات حيث كانت $(P-Value < 0.05)$.

وفي ضوء ماسبق فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل للإعتماد عليه في تمثيل البيانات، ويظهر النموذج كما هو موضح بالجدول رقم (١٤/١) نتائج تحليل الإنحدار المتعدد لتأثير العلاقة التفاعلية بين عدد كبار المساهمين $MLS*CS$ وملكية المساهم المسيطر على ممارسات إدارة الأرباح بالشركات محل الدراسة، ووفقاً لذلك يتضح ما يلي:

- معنوية النموذج المستخدم ككل في اختبار العلاقة التأثيرية، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة (5.46) وهى أكبر من قيمة (F) الجدولية (2.6) عند مستوى ثقة (95%) وذات دلالة معنوية $P-value$ أقل من (0.05) وهذا يعنى أن نموذج الانحدار الخاص بهذا الفرض يتمتع بملاءمة عالية، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد تساوي (0.4838) مما يعنى أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته (48.38%) من التغيرات في ممارسات إدارة الأرباح.
- وجود تأثير سلبي ومعنوي (مستوى معنوية ٥% فأقل) لكل من (نسبة ملكية كبار المساهمين إلى ملكية المساهم المسيطر LS، وجودة الحوكمة الخارجية مقاسة بحجم مكتب المراجعة BIG4، جودة الحوكمة الداخلية مقاسة بإستقلالية مجلس الإدارة IND) على ممارسات إدارة الأرباح، بينما يوجد تأثير إيجابي ومعنوي (مستوى معنوية ٥% فأقل) لكل من (ملكية المساهم المسيطر CS، والرافعة المالية LEV) على ممارسات إدارة الأرباح، هذا ولا يوجد تأثير لكل من (العلاقة التفاعلية بين عدد كبار المساهمين وملكية المساهم المسيطر MISCs، وأتعاب المراجعة FEES، حجم الشركة IND) على ممارسات إدارة الأرباح، وعليه تكون معادلة خط الإنحدار وفقاً لنموذج التأثيرات الثابتة كما يلي:

$$EMs = (-0.075) + (0.006) MLSCS + (0.003) CS - (0.020) LS - (0.028) BIG4 + (0.002) FEES - (0.048) IND + (0.004) SIZE + (0.021) LEV$$

ووفقاً لذلك، يتم قبول الفرض الثالث (ب) وهو "لا يوجد تأثير معنوي لتعدد كبار المساهمين على العلاقة بين ملكية المساهم المسيطر وممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية"، وهذا ما أظهره التأثير غير المعنوي للعلاقة التفاعلية بين تعدد كبار المساهمين وملكية المساهم المسيطر على ممارسات إدارة الأرباح.

٣) تحديد جودة وصلاحية النموذج المقدر:

لتحديد جودة وصلاحية النموذج المقدر؛ (١) تم إجراء إختبار معامل تضخم التباين Variance inflation factor (VIF) للتأكد من أن المتغيرات المستقلة للدراسة لا تعاني من مشكلة الإزدواج الخطي المتعدد Multicollinearity. (٢) إجراء إختبار Durbin Watson (DW) للتأكد من عدم وجود مشكلة الإرتباط الذاتي للبوافي Autocorrelation، ويتضح من نتائج التحليل الإحصائي الموضحة في الجدول (١٦/١) أن:

المتغيرات المستقلة للدراسة لا تعاني من مشكلة الإزدواج الخطي المتعدد، حيث أن (VIF) لكل متغير من هذه المتغيرات أقل من (١٠).

عدم القدرة على إتخاذ قرار بوجود أو عدم وجود إرتباط ذاتي للبوافي، وفقاً لإختبار (DW) حيث تقع القيمة المحسوبة للإختبار (1.732) بين الحد الأدنى (1.62) والحد الأقصى (1.79) (du = 1.79) بالإعتماد على عدد المشاهدات (٢٥٢) وعدد المتغيرات المستقلة (٨) متغيرات

جدول رقم (١٦/١): نتائج إختباري (VIF & DW)

المتغير	VIF
FEES	2.56
LS	2.43
CS	2.32
SIZE	2.09
BIG4	1.95
LEV	1.63
MLS*CS	1.26
IND	1.07
Durbin Watson (DW)	1.732

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

القسم الخامس: نتائج الدراسة والتوصيات المقترحة ومجالات البحث المستقبلية

أولاً: نتائج الدراسة

١. ترتبط ممارسات إدارة الأرباح بشكل إيجابي مع حقوق التدفق النقدي شديدة التركيز (ملكية المساهم المسيطر)، ويكون هذا الارتباط أكثر وضوحاً في الشركات كبيرة الحجم أو ذات الرافعة المالية الزائدة وبخاصة مع وجود ضعف نسبي في جودة آليات الحوكمة الداخلية والخارجية، حيث توصلت نتائج الدراسة التطبيقية إلى، وجود تأثير إيجابي ومعنوي لرقابة المساهم المسيطر على ممارسات إدارة الأرباح بالشركات المساهمة المصرية المقيدة في البورصة"، ويرجع ذلك إلى أن حقوق السيطرة الزائدة تحت المساهم المسيطر على الاتخراط في أشكال مختلفة من الممارسات التجارية غير المشروعة لتعظيم منافعه الخاصة ومصادرة حقوق الأقلية (Jiang et al. 2010; Liu & Tian. 2012; Paligorova & Xu. 2012; Buchuk et al. 2014; Qian & Yeung. 2015; Zhao et al. 2021)، وهو ما يدفعه على التلاعب بمعلومات الأرباح (Jiang et al. 2020) وبما يتوافق مع المنافع الخاصة للسيطرة (Jiang et al. 2020) وبخاصة في ظل وجود ضعف نسبي في جودة آليات الحوكمة، لذلك عادة ما ترتبط جودة معلومات الأرباح بشكل سلبي مع حقوق السيطرة الزائدة، حيث أن المساهمين المسيطرين يكون لديهم حوافز أكبر لإخفاء البيانات المالية أو التلاعب فيها أو الإفصاح عنها في وقت غير مناسب لإخفاء أنشطة المصادرة لحقوق الأقلية (Boubaker & Sami. 2011). كما يتفق ذلك مع فرضية التواطؤ بين المديرين والمساهم المسيطر.

٢. تميل الشركات التي لديها العديد من كبار المساهمين إلى إدارة الأرباح بشكل أقل من الشركات التي لديها مساهم مسيطر واحد، ويكون هذا التأثير السلبي أكثر وضوحاً عندما تكون ملكيتهم أعلى مقارنة بملكية المساهم المسيطر، حيث توصلت نتائج الدراسة التطبيقية إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي لتعدد كبار المساهمين على ممارسات إدارة الأرباح، وعلى هذا النحو، يعد وجود العديد من كبار المساهمين هو آلية حوكمة داخلية مهمة وفعالة تحسن من جودة معلومات الأرباح، على وجه الخصوص، في بيئة الاسواق الناشئة حيث تكون حوكمة الشركات ضعيفة وغير كافية. وتتفق هذه النتائج مع الأدلة التي قدمتها دراسة كلٍ من Boubaker & Sami. (2018); Dou et al. (2011) والتي أشارت إلى أن الشركات التي لديها العديد من كبار المساهمين تدير الأرباح بشكل أقل حدة مقارنة بالشركات التي لديها مساهم واحد مسيطر، حيث

يعمل تشتت ملكية الأسهم بين عدد من كبار المساهمين على موازنة مصالح كبار المساهمين مع مصالح مساهمي الأقلية، مما يشجع بدوره على الشفافية ويقلل من حوافز المديرين للتلاعب بالمعلومات المحاسبية، وبالإضافة إلى ذلك، فإن التنافس على السيطرة لكبار المساهمين قد يخفف من مشاكل عدم تماثل المعلومات وبالتالي يعزز البيئة المعلوماتية للشركة. ومع ذلك، تتعارض مع نتائج دراسة كلٍ من Luo et al. (2013); Jiang et al. (2020) حيث أكدت هذه الدراسات على أنه وفقاً لفرضية التواطؤ قد قد يتأمر العديد من كبار المساهمين للإضرار بمصالح مساهمي الأقلية، والإفصاح عن معلومات خاطئة لإخفاء سلوكهم، وبالتالي يؤدي العديد من كبار المساهمين إلى تقليل مستوى حوكمة الشركات وتفاقم مشاكل الوكالة، وزيادة حدة الاحتيال المؤسسي.

٣. يلعب كبار المساهمين دور رقابياً على مصادرة المساهم المسيطر لحقوق الأقلية وما يعكس عن ذلك من ممارسات إدارة أرباح لإخفاء سلوكهم، حيث توصلت نتائج الدراسة التطبيقية إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي للعلاقة التفاعلية بين ملكية كبار المساهمين وملكية المساهم المسيطر على ممارسات إدارة الأرباح، غير أنه لا يوجد تأثير للعلاقة التفاعلية بين عدد كبار المساهمين وملكية المساهم المسيطر على ممارسات إدارة الأرباح. وتتفق هذه النتائج مع فرضية الرقابة، والتي تشير إلى أن التحالفات بين عدد من كبار المساهمين يلعب دور هاماً في مراقبة سلوكيات المصلحة الذاتية للمساهمين المسيطرين وتقليل إستيلائهم لرأس مال الشركة، والتخفيف من حدة الاحتيال fraud في الإفصاح عن المعلومات الناجم عن إخفاء مثل هذه السلوكيات (Zhao et al. 2021)، ومع ذلك تتعارض مع نتائج دراسة (Cheng et al. 2015)، التي ترى أنه قد يقلل العديد من كبار المساهمين من كفاءة التأثير الرقابي للمساهم المسيطر على المديرين التنفيذيين، على وجه الخصوص، سيؤدي التناقض في مصالح مختلف كبار المساهمين في الشركة إلى ارتفاع تكاليف الاتصال، وقد تستخدم الإدارة ميزة المعلومات الخاصة بها لتقديم معلومات مضللة.

ثانياً: التوصيات المقترحة للدراسة

وفي ضوء النتائج التطبيقية توصي الدراسة بمايلي:

١. ضرورة دمج المسائل المتعلقة بالحوكمة وهيكلكبار المساهمين في عملية صنع القرار الاستثماري، بإعتبار أن هذه المعلومات توفر أدلة مبدئية للثقة في التقارير المالية وجودة معلومات الأرباح، وتوضح إلى أي مدى تعبر هذه المعلومات عن الأداء الحقيقي للشركة، ويتطلب ذلك ضرورة قيام الشركات بربط وتكامل المعلومات الإستراتيجية المتعلقة بالحوكمة بغيرها من

- المعلومات المالية مع التركيز على "جوهرية الموضوعات" التي تحقق أهدافها وتُدير علاقتها بشكل أفضل مع أصحاب المصالح وتؤثر على تقييماهم وقراراتهم وتعكس الآثار الاقتصادية الهامة للشركة، وفي نفس الوقت، ذات صلة بأفاق القيمة الخاصة به.
٢. لضمان حماية كافة الأطراف ذات العلاقة بالشركة وتعزيز التنمية الصحية لسوق رأس المال، على الجهات الرقابية ضرورة أن تحرص على تبني ومواكبة أفضل الممارسات وفقاً لما هو معمول به في مجالات الحوكمة وتطبيقات الشفافية والإدارة الرشيدة سواء على المستوى الدولي أو الإقليمي، وبما يضمن ذلك؛ الحد من قيود التداول، والحفاظ على هيكل متوازن لرأس المال، ويعزز من إستقلالية مجلس الإدارة وجودة عملية المراجعة، بإعتبار أن هذه الممارسات ستحد نوعاً ما من السلوك الإنتهازي للمساهم المسيطر.
٣. لإعادة بناء الثقة في الأعمال التجارية، وبالتالي تحقيق الاستقرار الاقتصادي، فعلى مؤسسات الأعمال، ضرورة أن تعترف بأن لها هدفاً أشمل يمتد إلى ما بعد تحقيق النجاح المالي للمساهم المسيطر، وبالتالي على المديرين التنفيذيين التأكد من أن منظماتهم تخدم مصالح كافة أصحاب المصلحة الرئيسيين. بما في ذلك، صغار المساهمين والمستثمرين والموظفين والموردين والعملاء والدائنين والمجتمع، مع ضرورة التحول من التركيز على الممارسات التجارية التي تركز على خلق قيمة صافية لكبار المساهمين والتي هيمنت على عالم الشركات لفترة طويلة، إلى الممارسات التي تخلق قيمة على نطاق أوسع لكافة أصحاب المصالح والمجتمع بصفة عامة.
٤. ضرورة تشجيع الممارسات التي تنظم وتعزز عملية التطبيق والتقرير والافصاح عن معلومات الحوكمة مع الترويج لنهج متناسق لتحقيق قابلية المقارنة، وجعل الإلتزام بها ضمن متطلبات الإدراج أو إستمرار القيد في البورصة أو توضيح أسباب عدم القيام بذلك. وكذلك استعراض جزاءات عدم الامتثال، على أن يراعى في ذلك طبيعة الشركات (حكومي، خاص) وأحجامها المختلفة (كبيرة، متوسطة وصغيرة). بإعتبار أن التقرير عن جودة الحوكمة سوف يوضح تطور الدور الرقابي للمساهمين ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين عبر الزمن، ويوفر اللغة المشتركة التي تمكن الجهات المهنية والرقابية وقادة الأعمال وأصحاب المصالح للمشاركة في التحول إلى أسواق أكثر شفافية.
٥. ضرورة أن تطور الأسواق المالية و/أو الجهات التنظيمية والرقابية والتشريعية، الأدلة الإسترشادية لحوكمة الشركات طبقاً لأفضل الممارسات الدولية وبما يتماشى مع القوانين المنظمة لعمل

الشركات داخل جمهورية مصر العربية ويعود عليها وعلى كافة مساهميها والمتعاملين معها بالنفع ويسهم في تحقيق أعلى معدلات الكفاءة والإستدامة المرجوة لها.

٦. لدعم مصداقية التقارير عن الحوكمة يتطلب ذلك ضرورة؛ وجود نظام رقابة داخلية قوي؛ قيام طرف ثالث مستقل بتقديم "بيان توكيد" عن هذه التقارير، فضلا عن "التوكيد الداخلي" لها، وبالتالي على أسواق الأوراق المالية والجهات التنظيمية ضرورة القيام بوضع اشتراطات لتوكيد هذه التقارير، وكذلك وضع القواعد التي تحدد المسؤولية القانونية لمراقب الحسابات عن دقة بياناتها، بإعتبار أن ذلك يعد بمثابة الدليل الكافي لضمان صدق هذه التقارير.

ثالثاً: الدراسات المستقبلية المقترحة

تقترح الدراسة مزيد من البحث التطبيقي في النقاط التالية:

- تقييم أثر حقوق السيطرة الزائدة على موضوعات أخرى مثل؛ جودة حوكمة الشركات، تكلفة التمويل، إستدامة الأرباح، تكاليف البحث والتطوير، توزيعات الأرباح، والمسؤولية الإجتماعية للشركات.
- أثر خصائص المدير التنفيذي على العلاقة بين ملكية المساهم المسيطر والإحتيال المؤسسي.
- تقييم الدور الحوكمي المحتمل لجودة المراجعة على معاملات الأطراف ذوي العلاقة وإنعكاس ذلك على قيمة الشركة.

مراجع الدراسة:

- إسماعيل، عصام عبدالمنعم أحمد. (٢٠١٥). أثر حجم الشركة على ممارسات إدارة الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة البحوث المحاسبية، العدد (٢)، ٦٤٤-٦٨١
- الدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر عن مركز المديرين المصري بالهيئة العامة للرقابة المالية (الإصدار الثالث بتاريخ ٢٦ يوليو ٢٠١٦).
- Aguilera, R. V., Desender, K. A., & Kabbach de Castro, L. R. (2012). A bundle perspective to comparative corporate. *The SAGE handbook of corporate governance*, 379-405.
- Aharony, J., Wang, J., & Yuan, H. (2010). Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(1), 1-26.
- Attig, N., El Ghoul, S., Guedhami, O., & Rizeanu, S. (2013). The governance role of multiple large shareholders: Evidence from the valuation of cash holdings. *Journal of Management & Governance*, 17(2), 419-451.
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of business ethics*, 97(1), 71-86.
- Barroso Casado, R., Burkert, M., Dávila, A., & Oyon, D. (2016). Shareholder protection: The role of multiple large shareholders. *Corporate Governance: An International Review*, 24(2), 105-129.
- Ben-Nasr, H., Boubaker, S., & Rouatbi, W. (2015). Ownership structure, control contestability, and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 35, 265-285.
- Bharath, S. T., Jayaraman, S., & Nagar, V. (2013). Exit as governance: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 68(6), 2515-2547.
- Boateng, A., & Huang, W. (2017). Multiple large shareholders, excess leverage and tunneling: Evidence from an emerging market. *Corporate Governance: An International Review*, 25(1), 58-74..
- Bøhren, Ø., Josefsen, M. G., & Steen, P. E. (2012). Stakeholder conflicts and dividend policy. *Journal of Banking & Finance*, 36(10), 2852-2864.
- Bona-Sánchez, C., Fernández-Senra, C. L., & Pérez-Alemán, J. (2017). Related-party transactions, dominant owners and firm value. *BRQ Business Research Quarterly*, 20(1), 4-17.
- Borisova, G., Brockman, P., Salas, J. M., & Zagorchev, A. (2012). Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU. *Journal of Banking & Finance*, 36(11), 2917-2934.
- Boubaker, S., & Sami, H. (2011). Multiple large shareholders and earnings informativeness. *Review of Accounting and Finance*, 10(3), 246-266
- Boubaker, S., Cellier, A., & Rouatbi, W. (2014). The sources of shareholder wealth gains from going private transactions: The role of controlling shareholders. *Journal of Banking and Finance*, 43, 226-246.
- Boubaker, S., Manita, R., & Rouatbi, W. (2021). Large shareholders, control contestability and firm productive efficiency. *Annals of Operations Research*, 296(1), 591-614.
- Boubaker, S., Nguyen, P., & Rouatbi, W. (2016). Multiple large shareholders and corporate risk-taking: Evi- dence from French Family Firms. *European Financial Management*, 22, 697-745.
- Boubaker, S., Rouatbi, W., & Saffar, W. (2017). The role of multiple large shareholders in the choice of debt source. *Financial Management*, 46, 241-274.
- Boussaada, R., & Hakimi, A. (2020). How multiple large shareholders affect bank profitability under the dispersion and the coalition hypotheses? An insight from the MENA region. *International Journal of Managerial Finance*, 17, 1-24

- Buchuk, D., Larrain, B., Muñoz, F., & Urzúa, F. (2014). The internal capital markets of business groups: Evidence from intra-group loans. *Journal of Financial Economics*, 112(2), 190-212.
- Cai, C. X., Hillier, D., & Wang, J. (2016). The cost of multiple large shareholders. *Financial Management*, 45(2), 401-430.
- Campello, M., Ribas, R. P., & Wang, A. Y. (2014). Is the stock market just a side show? Evidence from a structural reform. *The Review of Corporate Finance Studies*, 3(1-2), 1-38.
- Chen, F., Huyghebaert, N., Lin, S., & Wang, L. (2019). Do multiple large shareholders reduce agency problems in state-controlled listed firms? Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, 101203.
- Chen, G., Firth, M., Gao, D. N., & Rui, O. M. (2005). Is China's securities regulatory agency a toothless tiger? Evidence from enforcement actions. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(6), 451-488.
- Chen, Q., Chen, X., Schipper, K., Xu, Y., & Xue, J. (2012). The sensitivity of corporate cash holdings to corporate governance. *The Review of Financial Studies*, 25(12), 3610-3644.
- Chen, S., Lin, B., Lu, R., & Zhang, T. (2015). Controlling shareholders' incentives and executive pay-for-performance sensitivity: Evidence from the split share structure reform in China. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 34, 147-160.
- Cheng, M., Lin, B., & Wei, M. (2015). Executive compensation in family firms: The effect of multiple family members. *Journal of Corporate Finance*, 32, 238-257.
- Conyon, M. J., & He, L. (2011). Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1158-1175.
- Courteau, L., Di Pietra, R., Giudici, P., & Melis, A. (2017). The role and effect of controlling shareholders in corporate governance. *Journal of Management & Governance*, 21(3), 561-572.
- Crisóstomo, V. L., & de Freitas Brandão, I. (2018). The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(1), 120-140.
- Cull R., Li, W., Sun, B., & Xu, L. C. (2015). Government connections and financial constraints: Evidence from a large representative sample of Chinese firms. *Journal of Corporate Finance*, 32, 271-294.
- Cullinan, C. P., Wang, F., Wang, P., & Zhang, J. (2012). Ownership structure and accounting conservatism in China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 21(1), 1-16.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary accounting research*, 13(1), 1-36.
- Desender, K. A., Aguilera, R. V., Crespi, R., & García-cestona, M. (2013). When does ownership matter? Board characteristics and behavior. *Strategic Management Journal*, 34(7), 823-842.
- Dou, Y., Hope, O. K., Thomas, W. B., & Zou, Y. (2016). Individual large shareholders, earnings management, and capital-market consequences. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(7-8), 872-902.
- Dou, Y., Hope, O. K., Thomas, W. B., & Zou, Y. (2018). Blockholder exit threats and financial reporting quality. *Contemporary Accounting Research*, 35(2), 1004-1028.
- DuCharme, L. L., Malatesta, P. H., & Sefcik, S. E. (2004). Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits. *Journal of financial economics*, 71(1), 27-49.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The journal of finance*, 59(2), 537-600.
- Edmans, A., & Manso, G. (2011). Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. *The Review of Financial Studies*, 24(7), 2395-2428.

- Edmans, A., Levit, D., & Reilly, D. (2019). Governance under common ownership. *The Review of Financial Studies*, 32(7), 2673-2719.
- Enriques, L. (2015). Related party transactions: Policy options and real-world challenges (with a critique of the European Commission proposal). *European Business Organization Law Review*, 16(1), 1-37.
- Fan, J. P., & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 401-425.
- Filatotchev, I., & Wright, M. (2011). Agency perspectives on corporate governance of multinational enterprises. *Journal of management studies*, 48(2), 471-486.
- Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2006). Corporate performance and CEO compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, 12(4), 693-714.
- Gompers, P. A., Ishii, J., & Metrick, A. (2010). Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States. *The Review of Financial Studies*, 23, 1051-1088.
- 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.
- Ibrahimy, A. I., & Ahmad, R. (2020). Blockholder ownership as governance mechanism on firm performance: Evidence from Malaysia. *International Journal of Business Administration*, 11(1), 27-34.
- 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.
- Jiang, F., & Kim, K. A. (2015). Corporate governance in China: A modern perspective. *Journal of Corporate Finance*, 32, 190-216.
- Jiang, F., & Kim, K. A. (2020). Corporate governance in China: A survey. *Review of Finance*, 24(4), 733-772.
- Jiang, F., Cai, W., Wang, X., & Zhu, B. (2018). Multiple large shareholders and corporate investment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 50, 66-83.
- Jiang, F., Ma, Y., & Wang, X. (2020). Multiple blockholders and earnings management. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101689.
- Jiang, F., Wang, Y., Tian, Y., & Wu, K. (2017). Multiple large shareholders and corporate financing constraints: empirical evidence based on text analysis. *Management World*, 12, 61-74.
- Jiang, G., Lee, C. M., & Yue, H. (2010). Tunneling through intercorporate loans: The China experience. *Journal of financial economics*, 98(1), 1-20.
- Jiang, G., Rao, P., & Yue, H. (2015). Tunneling through non-operational fund occupancy: An investigation based on officially identified activities. *Journal of Corporate Finance*, 32, 295-311.
- Jiang, Y., & Peng, M. W. (2011). Principal-principal conflicts during crisis. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(4), 683-695.
- Kumar, P., & Zattoni, A. (2014). Large shareholders and corporate governance outside the United States and United Kingdom. *Corporate Governance: An International Review*, 22: 294-295.
- Kumar, P., & Zattoni, A. (2017). Advancing the literature on ownership structure and corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 1(25), 2-3.
- Lei, X., Tang, X., & Jiang, X. (2020). Can directors' and officers' liability insurance suppress corporate violations? *Research on Economics and Management*, 41(2), 127-144.
- Lepore, L., Paolone, F., & Cambrea, D. R. (2018). Ownership structure, investors' protection and corporate valuation: The effect of judicial system efficiency in family and non-family firms. *Journal of Management and Governance*, 22(4), 829-862.
- Lepore, L., Paolone, F., Pisano, S., & Alvino, F. (2017). A cross-country comparison of the relationship between ownership concentration and firm performance: does judicial system efficiency matter?. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17 (2), 321-340

- Li, K., Lu, L., Mittoo, U. R., & Zhang, Z. (2015). Board independence, ownership concentration and corporate performance-Chinese evidence. *International Review of Financial Analysis*, 41, 162-175.
- Liao, L., Liu, B., & Wang, H. (2014). China 's secondary privatization: Perspectives from the split-share structure reform. *Journal of Financial Economics*, 113(3), 500-518.
- Lin, S., Chen, F., & Wang, L. (2020). Identity of multiple large shareholders and corporate governance: are state-owned entities efficient MLS? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 55(4), 1305-1340.
- Lin, T. J., Tsai, H. F., Imamah, N., & Hung, J. H. (2016). Does the identity of multiple large shareholders affect the value of excess cash? Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 40, 173-190.
- Liu, Q., & Tian, G. (2012). Controlling shareholder, expropriations and firm's leverage decision: Evidence from Chinese Non-tradable share reform. *Journal of Corporate finance*, 18(4), 782-803.
- Lu, Y., & Li, C. (2016). CEO influence over the board and corporate fraud. *Journal of Financial Research*, 1, 176-191.
- Luo, J. H., Wan, D. F., Cai, D., & Liu, H. (2013). Multiple large shareholder structure and governance: The role of shareholder numbers, contest for control, and formal institutions in Chinese family firms. *Management and Organization Review*, 9(2), 265-294.
- Ma, Y., Wang, M., Ma, Y., & Yu, H. (2019). Supervision or collusion: Multiple large shareholders and internal control quality. *The Theory and Practice of Finance and Economics*, 40(2), 83-90.
- Paligorova, T., & Xu, Z. (2012). Complex ownership and capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 701-716.
- Peng, L., & Röell, A. (2008). Executive pay and shareholder litigation. *Review of Finance*, 12(1), 141-184.
- Peng, W. Q., Wei, K. J., & Yang, Z. (2011). Tunneling or propping: Evidence from connected transactions in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 306-325.
- Pombo, C., & Tabora, R. (2017). Stock liquidity and second blockholder as drivers of corporate value: Evidence from Latin America. *International Review of Economics & Finance*, 51, 214-234.
- Poncet, S., Steingress, W., & Vandenbussche, H. (2010). Financial constraints in China: Firm-level evidence. *China Economic Review*, 21(3), 411-422.
- Qian, M., & Yeung, B. Y. (2015). Bank financing and corporate governance. *Journal of Corporate Finance*, 32, 258-270.
- Qian, X., & Tam, L. (2021). Blockholders and corporate governance: evidence from China's split-share-structure reform. *Review of Accounting and Finance*, 20(1), 53-83.
- Sakawa, H., & Watanabel, N. (2020). Institutional ownership and firm performance under stakeholder-oriented corporate governance *Sustainability*, 12(3), 1021.
- Soana, M. G., Barbieri, L., Lippi, A., & Rossi, S. (2021). The Effect of Multiple Large Shareholders on Banks' Profitability and Risk *Sustainability*, 13(4), 1888.
- Su, Y., Xu, D., & Phan, P. H. (2008). Principal-principal conflict in the governance of the Chinese public Corporation. *Management and organization review*, 4(1), 17-38.
- Sun, L., Phan, H. V., & Simpson, T. (2021). Blockholder exit threats and corporate cash holdings. *Financial Review*, 56(4), 821-843.
- Supatmi, S. T., Saraswati, E., & Purnomosidhi, B. (2019). The effect of related party transactions on firm performance: the moderating role of political connection in Indonesian banking. *Business: Theory and Practice*, 20(1), 81-92.
- Tan, Y., Tian, X., Zhang, X., & Zhao, H. (2020). The real effect of partial privatization on corporate innovation: Evidence from China's split share structure reform. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101661.

- Utama, C. A., Utama, S., & Amarullah, F. (2017). Corporate governance and ownership structure: Indonesia evidence. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 17(2), 165-191.
- Uwuigbe, U., Peter, D. S., & Oyeniyi, A. (2014). The effects of corporate governance mechanisms on earnings management of listed firms in Nigeria. *Accounting and Management Information Systems*, 13(1), 159-174.
- Wang, K., & Xiao, X. (2011). Controlling shareholders' tunneling and executive compensation: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(1), 89-100.
- Wang, Y., & Jiang, F. (2017). Do multiple blockholders reduce the cost of debt financing?. *The Journal of World Economy*, 40(10), 119-143.
- Wati, E., & Tamaris Gultom, O. R. (2022). The impact of ownership structure on earnings management: evidence from the Indonesian Stock Exchange. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 8(1), 152-175.
- Wei, F., & Chen, Y. (2020). Multiple large shareholders and cash dividends. *Journal of Chongqing University (Social Science Edition)*, 28(3), 23-37
- Wu, G., & Ma, S. (2010). An empirical research on financial pressure and illegal disclosures of listed companies. *The Theory and Practice of Finance and Economics*, 31(2), 59-63.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of management studies*, 45(1), 196-220.
- Yu, F., & Yu, X. (2011). Corporate lobbying and fraud detection. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(6), 1865-1891.
- Zhang, C., & Jian, J. (2008). A study on factors causing of deregulation of information disclosure by Chinese listed companies. *Auditing Research*, (1), 75-81.
- Zhang, M., Gao, S., Guan, X., & Jiang, F. (2014). Controlling Shareholder-Manager Collusion and Tunneling: Evidence from China. *Corporate Governance: An International Review*, 22(6), 440-459.
- Zhao, X., Yang, D., Li, Z., & Song, L. (2021). Multiple large shareholders and corporate fraud: evidence from China. *Frontiers of Business Research in China*, 15(1), 1-21.
- Zhou, Z., & Liu, Z. (2017). The influence of independent directors' local tenure on fraud of listed companies: empirical evidence based on political connection and property rights. *China Soft Science*, 314(7), 116-125.
- Zhu, B., Zhang, X., & Zheng, X. (2018). Multiple blockholders and firm innovation. *Management World*, 34(7), 151-165.

