

أثر إدارة الأرباح في عوائد الأسهم – دراسة قياسية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية –

د. ريم محمود².

رنيم برهوم¹.

(الإيداع: 20 آب 2023، القبول: 1 تشرين الأول 2023)

الملخص:

يسعى البحث الحالي إلى اختبار وجود أثر لإدارة الأرباح (على أساس الاستحقاق المحاسبي) في عوائد الأسهم للشركات والبنوك الممارسة لإدارة الأرباح والمدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. شملت عينة الدراسة (17) شركة وبنك مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة الممتدة من الربع الأول للعام (2013) ولغاية الربع الرابع لعام (2019). ولتحقيق هدف الدراسة، بدايةً تم تطبيق نموذج Modified Jones 1995 لتحديد الشركات والبنوك الممارسة لإدارة الأرباح، والتي بلغ عددها (4) شركات وبنكين، واختبار أثر ممارسات إدارة الأرباح على عوائد أسهم الشركات الممارسة، تم الاعتماد على دراسة قياسية تستند إلى نموذج Augmented ARDL، لبيانات Panel ربعية، والتي توصلت نتائجها إلى عدم وجود أثر لإدارة الأرباح (على أساس الاستحقاق) في عوائد الأسهم في الأجلين القصير والطويل.

الكلمات مفتاحية: إدارة الأرباح، عوائد الأسهم، Modified Jones 1995، الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

¹ – طالبة ماجستير في قسم العلوم المالية والمصرفية في جامعة تشرين – اختصاص أسواق مالية،

² – مشرف علمي، أستاذ مساعد في قسم العلوم المالية والمصرفية في جامعة تشرين.

An econometric study of the impact of earnings management on the stock returns of companies and banks listed on the Damascus Stock Exchange

Raneem Barhoum¹

²Dr. Reem Mahmoud

(Received: 20 August 2023, Received: 1 October 2023)

Abstract:

The current research seeks to test the effect of earnings management (accounting accrual basis) on the stock returns of companies and banks that practice earnings management and are listed on the Damascus Stock Exchange. The study sample included (17) companies and banks listed on the Damascus Stock Exchange, during the period from the first quarter of the year (2013) to the fourth quarter of the year (2019). In order to achieve the objective of the study, the Modified Jones 1995 model was initially applied to identify companies and banks practicing earnings management, which numbered (4) companies and two banks, and to test the impact of earnings management practices on the returns of the shares of the practicing companies, a standard study based on the Augmented ARDL model was relied on for quarterly panel data, the results of which concluded that there is no effect of earnings management (on an accrual basis) on stock returns in the short and long terms.

Keywords: earnings management, stock returns, the modified Jones model (1995), Companies listed on Damascus Stock Exchange.

¹ - Master student in the Department of Economics at the University of Tishreen - the jurisdiction of Financing and banks

²- Associate Professor, Assistant Professor, Department of finance and banking, University of Tishreen

المقدمة:

تعدّ إدارة الأرباح تلاعب متعمّد في القوائم الماليّة، لإظهارها بشكل أفضل مما هي عليه، فبحسب هيئة الأوراق المالية الأمريكية (SEC) (2008) تُعتبر هذه الظاهرة "تحريف تطبيق المبادئ المحاسبية المتعارف عليها والمقبولة قبولاً عاماً" (SEC,2008). إذ تلجأ إدارة الشركات إلى تلك الممارسات لمقابلة التوقعات حول أداءها المالي المستقبلي، خاصةً فيما يتعلق بأرباحها (Dechow et al, 1995).

استحوذت العلاقة بين إدارة الأرباح وعوائد الأسهم على اهتمام الباحثين في هذا المجال، خاصةً فيما يتعلق بأثر تلك الممارسات في عوائد الأسهم، إذ تعود جذور الأدبيات النظرية حول ذلك الأثر إلى مجموعة من النظريات، فكانت البداية مع نظرية تمهيد الدخل Income Smoothing Hypothesis – (Gordon,1966)، والتي أثبت الأثر السلبي لإدارة الأرباح في عوائد الأسهم في الأجل الطويل، إذ أنّ تحقيق تدفقات نقدية مستقرة لفترة طويلة، يمكن أن يحقق الثقة من قبل المستثمرين حول الأداء المالي والاقتصادي للشركة، ولكن ومع سعي المستثمرين إجمالاً إلى زيادة أرباحهم، سيؤدي ذلك إلى انخفاض الطلب على سهم الشركة الممهدة لدخلها، وبالتالي سينخفض سعره وتباعاً عائدته المتحقق (Aflatooni & Nikbakht, 2009). وعلى خلاف ذلك أثبتت نظرية الإشارة Signaling Theory – (Ross,1977)، الأثر الإيجابي لممارسات إدارة الأرباح في عوائد الأسهم، وذلك من خلال إمكانية قيام الإدارة بممارسات إدارة الأرباح، لتحقيق رقم ربحي جاذب للمساهمين، وإرسال هذه الإشارة إلى السوق، والتي تعطي صورة عن الوضع المالي والاقتصادي للشركة بالنسبة للمساهمين، في ظل عدم قدرتهم الحصول على معلومات كافية عن الشركة إلا من خلال هذه النسب المالية المنشورة، نتيجة للتكاليف المرتفعة، إضافةً إلى أن الأطراف الخارجية، لا يستطيعون التمييز فيما إذا كانت هذه الشركات تتلاعب بأرباحها أم لا، لعدم درايتهم الكافية بهذه الممارسات. يتوافق مع كل هذه العوامل زيادة الطلب على سهم الشركات المرسل للإشارات، مما يؤدي إلى زيادة أسعارها السوقية، وتباعاً عوائدها (Pham et al,2017) (Ali & Chodhary,2021).

وفي سياق مغاير لما سبق، أثبتت نظرية كفاءة الأسواق المالية Efficient Markets Hypothesis – (Fama,1970) عدم وجود أثر لممارسات إدارة الأرباح في عوائد الأسهم، وذلك في ظل افتراض أنّ السوق عالي الكفاءة، وأنّ جميع المعلومات المتعلقة بواقع السوق المالي متوفرة ومتاحة لجميع المستثمرين دون أي احتكار، وبالتالي لن يستطيع أحد المتعاملين أن يحقق أرباح على حساب الآخرين، مما يعني أن ممارسات إدارة الأرباح من قبل الشركات في هذه الحالة، بغرض إظهار رقم ربح عالي وجذب المستثمرين لشراء أسهمها المتداولة في السوق المالي، لن يحقق الغاية المرجوة منها، بمعنى آخر لا يوجد علاقة بين كل من إدارة الأرباح وعوائد الأسهم (Chepkwony,2018).

من الناحية التجريبية تم تقديم العديد من الدراسات لاختبار هذا الأثر ومحاولة تحديد طبيعته، في بيئات اقتصادية مختلفة، إذ تباينت نتائجها من حيث وجود هذا الأثر وطبيعته، فبعضها من انققت نتائجها مع نظرية الإشارة، وتوصل إلى وجود أثر إيجابي لإدارة الأرباح في عوائد الأسهم أمثال (Kormendi and Lip (1987)، (Schipper (1989). في حين بيّن البعض الآخر توافق الرأي مع نظرية تمهيد الدخل، وبيّن الأثر السلبي لتلك الممارسات في عوائد الأسهم، لما يمكن أن تسببه من انهيار وإفلاس للشركة في ظل استمرارية تلك الممارسات، مثل (Sloan (1996)، (Ali, Hwang and Trombl (2000). في حين بيّنت كل من دراسة الأشقر (2010)، وعبّاس وآخرون (2016) عدم وجود ذلك الأثر وهو ما اتفق مع معطيات نظرية كفاءة الأسواق.

إنّ التباين في النتائج السابقة لتلك الدراسات، التي طبقت على شركات في بيئات اقتصادية مختلفة، وخلال فترات زمنية مختلفة، ونتيجةً للجدل القائم حول طبيعة أثر إدارة الأرباح في عوائد الأسهم، شكّل ذلك دافعاً للباحثة لاختبار أثر إدارة

الأرباح في عوائد الأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. وذلك بعد الكشف والقياس لإدارة الأرباح في تلك الشركات بتطبيق نموذج (Jones modified 1995)، باستخدام Panel Data ربعيّة خلال الفترة (2013-2019).

- أهداف البحث:

يهدف البحث إلى:

- الكشف عن ممارسات إدارة الأرباح في الشركات المدرجة (عينة الدراسة) في سوق دمشق للأوراق المالية من خلال تطبيق نموذج (Modified Jones (1995) خلال الفترة (2013-2019).
- اختبار وجود أثر لإدارة الأرباح في عوائد أسهم الشركات الممارسة لها والمدرجة (عينة الدراسة) في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2019).

مشكلة الدراسة:

تسعى الشركات إلى إظهار الأداء المالي لها، بأفضل مما هو عليه من خلال ممارسات إدارة الأرباح، التي تقوم على استغلال الإدارة للمرونة المتاحة في المعايير المحاسبية، للتأثير على أرقام الأرباح المعلنة والمنشورة في القوائم المالية للشركات؛ وعليه تتمثل مشكلة البحث بالسؤالين التاليين:

1. هل تمارس الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية إدارة الأرباح خلال الفترة (2013-2019)، وفق نموذج Modified Jones (1995)؟

2. هل يوجد أثر لممارسات إدارة الأرباح في عوائد أسهم الشركات الممارسة والمدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2019) في الأجلين القصير والطويل؟

أهمية البحث وأهدافه:

أهمية البحث:

تأتي أهمية هذه الدراسة، من أهمية العلاقة بين إدارة الأرباح وسوق الأسهم المالي، لا سيّما فيما يخص عوائد الأسهم، والجدل القائم حول طبيعة تلك العلاقة، إذ تمّ تناولها في العديد من الأدبيات النظرية، والدراسات التجريبية والتي تباينت في نتائجها، سواءً حول وجود أثر لإدارة الأرباح في عوائد الأسهم، أو عدم وجود هذا الأثر.

تعد هذه الدراسة امتداداً للدراسات القليلة التي تناولت هذا الموضوع في سورية، من خلال ما قد تقدّمه من دليل فيما إذا كانت الشركات والمصارف السوريّة (عينة الدراسة)، قد مارست إدارة الأرباح خلال الفترة (2013-2019)، من خلال الاعتماد على نموذج (Modified Jones (1995)، والذي لم يُعتمد في الدراسات الخاصة بسورية، لا سيما قطاع المصارف، إضافةً إلى اختبار أثر تلك الممارسات على عوائد أسهم الشركات التي تتلاعب بأرباحها، في ظل فترة زمنية حديثة نسبياً، عانت فيها سورية من الحرب عدم الاستقرار.

فرضيات البحث:

للإجابة على تساؤلات المشكلة البحثية تم صياغة الفرضيتين التاليين:

1. وجود ممارسات إدارة الأرباح في الشركات والبنوك (عينة الدراسة)، والمدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، خلال الفترة (2013-2019).

2. وجود أثر لإدارة الأرباح في عوائد أسهم الشركات والبنوك الممارسة والمدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2019) في الأجلين القصير والطويل.

الإطار النظري:

إدارة الأرباح:

مفهوم إدارة الأرباح:

في ظل عدم وجود تعريف موحد ومحدد في الأدبيات المحاسبية لمصطلح إدارة الأرباح، قدم الباحثون توصيفات مختلفة لها مع الاتفاق على أنها تلاعب في التقارير المالية لتحقيق المنافع الخاصة. عرّفها Shipper (1989) على أنها " تدخل هادف أو مقصود في عملية الإبلاغ المالي الخارجي بغية الحصول على بعض المكاسب الخاصة" (Shipper, 1989). كما أشار Healy & Wahlen (1999) في تعريفه إلى أن: " إدارة الأرباح تتحقق عندما يقوم المديرون باستخدام الحكم الشخصي في إعداد البيانات المالية، وإعادة هيكلة العمليات بهدف تعديل البيانات إما بتضليل المساهمين بشأن الأداء الاقتصادي للشركة، أو لإبرام تعاقدات باستخدام الأرقام المحاسبية" (Healy & Wahlen, 1999). وفي ذات السياق، بيّن Watts & Zimmerman (1999) في تعريفه أن: " إدارة الأرباح تظهر عندما تمارس الإدارة الاختيار عند إعدادها للأرقام المالية بدون قيود، بعض هذا الاختيار يمكن أن يكون لتعظيم قيمة الشركة أو لتحقيق أغراضها الانتهازية" (Watts & Zimmerman, 1999).

يرى Beneish (2001) أنه من الصعب جداً الحكم ما إذا كانت دوافع الإدارة، ترتبط بأحد السلوكين (انتهازي أو فعال) أو كليهما معاً (Beneish, 2001). فالشركات تتجه لممارسات إدارة أرباحها، انطلاقاً من مجموعة من الدوافع أو الحوافز التي تسعى لتحقيقها، والتي يمكن أن تكون لصالح تحسين واقع الشركة المالي والاقتصادي، أو لصالح المدراء، نذكر أهمها:

1. **دوافع سوق رأس المال Stock Market Incentives:** بغرض المنافسة وزيادة سعر السهم لجذب المستثمرين، تهتم الإدارة بالمركز المالي للشركة، إذ تسعى دائماً لإظهارها بوضع مالي مستقر وجيد. وبوجود علاقة بين الأرباح المعلنة، والقيمة السوقية للأسهم، يولد لدى الإدارة دافع قوي لممارسة إدارة الأرباح من أجل زيادة قيمة الأسهم المعلنة لها، مما يساعدها على إصدار أسهم جديدة بأسعار مرتفعة، فالتفاعل بين الأرقام المحاسبية وردة فعل السوق المالية، يخلق الحافز لدى إدارة الشركة لممارسات إدارة الأرباح (Scott, 2009).

2. **الدوافع المادية Material Incentives:** إذ تسعى الإدارة في الشركات التي تعتمد نظام الحوافز المادية فيها، من خلال الربح الصافي المحقق، إلى استخدام الأساليب والطرق المحاسبية للتلاعب بهذا الربح لتحقيق منافعهم الذاتية. إذ تتحول الثروة من الشركة إلى أنفسهم من خلال إما خطة الحوافز التي تعتمد على المكافآت والمرتبات، أو خطة الحوافز التي تعتمد على خيارات الأسهم والحصص (الهندي، 2015).

3. **الدوافع التعاقدية Contractual Incentives:** تظهر الدوافع التعاقدية، من خلال عقود المديونية المبرمة بين الشركة والجهة المقرضة، توضح من خلالها الطريقة التي تدير بها الشركة مواردها المالية. غالباً ما يتم تمثيل هذه العقود من الناحية المالية بنسب مالية ليتم اختبارها بشكل دوري من قبل الدائنين (Nia et al, 2015)، بحيث تفرض هذه العقود من خلال تلك النسب قيوداً على تصرفات الإدارة² (الهندي، 2015).

¹ النسب المالية هي: نسبة تغطية خدمة الدين DSCR، الأرباح قبل الفوائد، الضرائب، الاستهلاك، الدين/حقوق الملكية، الخ

² تتمثل القيود في: تحديد حد أعلى لكل من (توزيعات الأرباح، نسبة السيولة، ونسبة المديونية)، إضافة إلى تقييد الإدارة في الحد من عقد ديون جديدة إلا بتوافر ظروف معينة.

4. التكاليف السياسية **Political Costs**: إن تعرض الشركات الكبيرة إلى الضغوطات والتدخلات في شؤونها من قبل الدولة تدفع الإدارة إلى اختيار السياسات المحاسبية التي تؤدي إلى تقليل الربح المتوقع، وعليه تتبنى الشركات ممارسات إدارة الأرباح التي تؤدي إلى تخفيض الربح المتوقع لتجنب التدخلات الحكومية في أعمالها. لتجنب لفت انتباه هذه الجهات إلى حجم الأرباح التي تحققها الشركة، لما لذلك من تبعات مثل المطالبة بدفع أجور أعلى للعاملين، أو تحسين ظروف عملهم، أو ممارسة الرقابة السعرية على منتجات الشركة، أو زيادة الضرائب على القطاع الذي تعمل به الشركة (الشعلان، 2016).

5. دوافع تشريعية **Legislative Motives**: يحكم عمل الشركات العديد من التشريعات التي قد تولد لدى المدراء الدافع لإدارة الأرباح. حيث يقوم المدراء بالتلاعب بأرباح شركاتهم، إما بغرض تجنب التدخل الحكومي، أو للحصول على المنح والإعانات الحكومية (Nia et al,2015).

تقنيات إدارة الأرباح:

تلجأ إدارة الشركات لممارسة إدارة الأرباح عن طريق تطبيق عدد من التقنيات بهدف تحسين الوضع المالي للشركة، أو التهرب من المساءلة القانونية والضريبية، كونها تمتلك السلطة في اتخاذ القرارات، والتغيير في الطرق المحاسبية المتبعة. إذ تأخذ الإدارة من الطرق والأساليب المحاسبية منفعتها القصوى (Rahman et al,2012).

ومن أكثر الأساليب انتشاراً واستخداماً من قبل إدارة الشركات لاستهداف أرباحها:

1. الاحتياطات المؤقتة **Cookie Jar Reserve**.
2. التخلص من الخسائر دفعة واحدة (تنظيف القوائم المالية) **Big Bath**.
3. الرهان الكبير على المستقبل (مبدأ الاستحواذ) **Big Bet On the Future**.
4. المشكلات الصغيرة (التخلص من الشركات التابعة) **"Throw out problem child"**.
5. البيع/ وإعادة الاستئجار **Sale/Lease Back**.

وأياً كانت الدوافع خلف قيام الشركات بممارسات إدارة الأرباح، وانطلاقاً من الآثار المترتبة على تلك الممارسات والبعد الأخلاقي لها، حاول العديد من الباحثين والمحاسبين تطوير أساليب ونماذج رياضية، والتي من شأنها رصد هذه الظاهرة، وإيجاد قياس تقريبي لها. إذ ركزت معظم الأبحاث المحاسبية على اكتشاف أساليب إدارة الأرباح، من خلال الاعتماد على التسويات المحاسبية المطلوبة وفقاً لأساس الاستحقاق. حيث يتم تتبع رقم الأرباح المحاسبية على أنه ناتج عن تطبيق الأساس النقدي وأساس الاستحقاق¹، في حين أن الأساس النقدي لا يتيح للإدارة اختيار أكثر من بديل للاعتراف بالتدفقات النقدية فإن أساس الاستحقاق يمثل محور ممارسات وأساليب إدارة الأرباح (الهندي، 2015). ومع تطور الفكر المحاسبي، وبالاستناد إلى مبدأ المستحقات، صمم الباحثون في هذا المجال، العديد من النماذج التي اعتمدت لقياس إدارة الأرباح في شركة ما، أو مجموعة من الشركات، وذلك بناءً على قيمة المستحقات الاختيارية (DA)، منها: (نموذج (1985) Healy، نموذج De Angelo (1986)، نموذج Jones (1991)، نموذج جونز المعدل (1995) Modified Jones، نموذج Kothari، نموذج Leon & Wesley (2005)، نموذج (2007) Miller Ratio).

¹ أساس الاستحقاق: هو أسلوب قياس محاسبي يقوم على تحميل الفترة المالية بما يخصها من المصاريف (بغض النظر عن زمن دفعها) والإيرادات (بغض النظر عن زمن تحصيلها)، بالتالي فهو يقدم تقويم أفضل للأداء لكنه يتيح مرونة واسعة للغدارة للتلاعب في التقديرات المحاسبية. (الظاهر، 2010)

في هذه البحث، تم تطبيق نموذج جونز المعدل (1995) Modified Jones، والذي يعتبر من النماذج التي تتميز بالدقة والكفاءة، والأكثر شيوعاً واستخداماً في هذا المجال، للكشف عن ممارسات إدارة الأرباح في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2019)، وذلك تمهيداً لاختبار أثر تلك الممارسات على عوائد أسهم الشركات الممارسة. يستند نموذج (1995) Modified Jones، على الصيغة الرياضية التالية (Dechow et al,1995):

$$\frac{NDA_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

حيث:

$\Delta REV_{i,t}$: التغير في إيرادات الشركة أ خلال الفترة t. (The Change in represents revenues)

$\Delta REC_{i,t}$: التغير في حسابات تحت التحصيل للشركة أ خلال الفترة t. (The Change in accounts receivables)

$PPE_{i,t}$: العقارات والممتلكات والآلات للشركة أ خلال الفترة t. (Cross property, Planet, Equipment)

$A_{i,t-1}$: إجمالي أصول الشركة أ خلال الفترة t-1. (Total Assets)

$\varepsilon_{i,t}$: الخطأ العشوائي من قيمة المستحقات الاختيارية. (Random error)

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: معاملات الانحدار.

يتطلب إيجاد قيمة المستحقات الاختيارية (DA) وفق هذا النموذج، اتباع أربعة خطوات وهي (Dechow et al,1995) (Subermamyam,1996):

1. قياس المستحقات الكلية بطريقة التدفق النقدي التي تحتسب فيها المستحقات الكلية بالفرق بين صافي الدخل

وصافي التدفق النقدي من العمليات التشغيلية وفق المعادلة التالية: $TA_{i,t} = ONI_{i,t} - OCF_{i,t}$

2. تقدير معالم النموذج الذي سيتم من خلاله احتساب المستحقات غير الاختيارية NDA_{it} من خلال معادلة

الانحدار التالية والتي تتم لمجموعة شركات العينة في كل سنة على حده:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

حيث:

$TA_{i,t}$: المستحقات الكلية للشركة أ خلال الفترة t.

$\Delta REV_{i,t}$: التغير في إيرادات الشركة أ خلال الفترة t. (The Change in represents revenues)

$\Delta REC_{i,t}$: التغير في حسابات تحت التحصيل للشركة أ خلال الفترة t. (The Change in accounts receivables)

$PPE_{i,t}$: العقارات والممتلكات والآلات للشركة أ خلال الفترة t. (Cross property, Planet, Equipment)

$A_{i,t-1}$: إجمالي أصول الشركة أ خلال الفترة t-1. (Total Assets)

$\varepsilon_{i,t}$: الخطأ العشوائي من قيمة المستحقات الاختيارية. (Random error)

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: معاملات الانحدار.

3. تحديد المستحقات غير الاختيارية العادية (NDA) لكل شركة من شركات العينة على حده، وخلال كل سنة

من سنوات الدراسة من خلال معالم النموذج السنوية المقدره فيما تقدم ($\beta_1, \beta_2, \beta_3$) من خلال المعادلة التالية:

$$NDA_{it} = \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right)$$

4. يتم احتساب المستحقات الاختيارية (DA) لكل شركة خلال كل سنة، بالفرق بين المستحقات الكلية والمستحقات

غير الاختيارية.

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} - NDA_{i,t}$$

5. إذا زادت المستحقات الاختيارية عن متوسطها فإن الشركة قد مارست إدارة الأرباح خلال هذا العام وتعطي متغيراً وهمياً (1) وإلا فإنها لم تقم بممارسة إدارة الأرباح وتعطي الرقم (0).
إن كشف وقياس ممارسات إدارة الأرباح للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2019)، باستخدام نموذج جونز المعدل، يتيح للباحثة اختبار أثر هذه الممارسات في عوائد أسهم الشركات المدرجة.

عوائد الأسهم:

بشكل عام يعدّ موضوع عوائد الأسهم (Stock returns)، ونموها والعوامل المؤثرة بها، أحد أهم اهتمامات المستثمرين المتعاملين في الأسواق المالية، وصنّاع القرار على حد سواء، إذ تعد الأساس الذي يتم الاعتماد عليه في اتخاذ قرارهم الاستثماري بخصوص شراء أو بيع سهم ما. في هذا السياق، سعى العديد من الاقتصاديين كـ (Gartner (1995)، (Strong (1992)، (Gangadhar.V.&Ramesh Babu (2006)، و (Elton et al (2011) إلى تحديد مفهوم دقيق لمفهوم عوائد الأسهم:

يرى كل من (Gangadhar.V.&Ramesh Babu (2006) أنّ عائد السهم هو: "نسبة الأرباح المحققة أو المكافأة التي ينتظرها كل مستثمر نتيجةً لاستثماره، وهو عبارة قدرة الموجودات في تحقيق الدخل كنسبة عائد، وتكشف هذه النسبة ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية وغير التشغيلية، أو يعرف على أنه الربح أو الخسارة المترتبة على الاستثمار خلال مدة معينة" (Gangadhar.V.&Ramesh Babu, 2006).

تضمنت الأدبيات الخاصة بالأسواق المالية، أنواع عديدة للعوائد، حيث بيّن (Barnes & Biktimirov (2003 وجود مجموعتين أساسيتين من العوائد، يتم الاعتماد عليها من قبل المستفيدين منها، لاتخاذ قرار استثماري معين، وهي العوائد الفعلية (Actual Return) والعوائد المتوقعة (Expected returns) (Barnes & Biktimirov, 2003)، وأضاف (Nuramamn (2013) العوائد غير الطبيعية (Abnormal Returns) (Nuramamn, 2013).

أولاً: العائد الفعلي Actual Return:

عرفه (Nuramamn (2013 على أنه: "العائد الذي يحققه المستثمر فعلياً، الناجم عن شراء وبيع الأسهم، ويتكون هذا العائد من إما عوائد إيرادية أو عوائد رأسمالية أو كلاهما معاً" (Nuramamn, 2013). ويُقاس وفق المعادلة الآتية:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

حيث:

$R_{i,t}$: عائد السهم للشركة i خلال الفترة t .

$P_{i,t}$: سعر إغلاق سهم الشركة i خلال الفترة t .

$P_{i,t-1}$: سعر إغلاق سهم الشركة i خلال الفترة $t-1$.

ثانياً: العائد المتوقع للسهم (Expected Returns (EPS):

بيّن (Chordia et al (2018) العائد المتوقع على أنه: "العائد على الأصول المحفوفة بالمخاطر المتوقع الحصول عليها في المستقبل (Chordia et al, 2018). ويُقاس وفق المعادلة الآتية:

$$E(R_t) = IHS GT_t - IHS GT_{t-1}$$

حيث:

$E(R_t)$: العائد المتوقع على السهم خلال الفترة t .

IHSGT_t: مؤشر سعر السهم السوقي في اليوم t.

IHSGT_{t-1}: مؤشر سعر السهم السوقي في اليوم t-1.

1. العوائد غير الطبيعية Abnormal Returns:

عرّف (Nuryaman, 2013) العوائد غير الطبيعية على أنها: "الفائض أو الزيادة غير العادية عن العائد الفعلي المحقق للسهم، أو بأنه الفرق بين العائد المحقق (R_t) العائد المتوقع للسهم $E(R_t)$ وفق الصيغة التالية (Nuryaman, 2013):

$$AR_t = R_t - ER_t$$

في هذا البحث تم الاعتماد على اختبار أثر ممارسات إدارة الأرباح على العوائد المتحققة لأسهم الشركات الممارسة والمدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

يوجد العديد من الدراسات البحثية، التي اختبرت أثر إدارة الأرباح بأشكالها المختلفة والمتنوعة في أسعار وعوائد الأسهم، وفي أسواق مالية متنوعة، نستعرض منها:

الدراسات السابقة:

- دراسة (أبو طالب، 2022). بعنوان: (أثر ممارسات إدارة الأرباح على العائد السوقي للسهم مع دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المسجلة بالبورصة المصرية).

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر إدارة الأرباح بنوعها (الاستحقاق المحاسبي، إدارة الأرباح الحقيقية) على العوائد السوقية للأسهم، طُبقت الدراسة على بيانات Panel سنوية ل (59) شركة مسجلة في البورصة المصرية تنتمي إلى قطاعات اقتصادية مختلفة خلال الفترة (2012-2021). تم قياس إدارة الأرباح (الاستحقاق المحاسبي)، بتطبيق نموذج (Jones modified (1995)، كما تم قياس إدارة الأرباح الحقيقية باستخدام نموذج (Roychowdhury, 2006)، وتم قياس عوائد الأسهم

$$R = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS}{P_{t-1}} * 100$$

السوقية المتحققة (R) (المتغير التابع) بوساطة المعادلة الآتية:

لاختبار الأثر استخدمت الدراسة الاختبارات التالية: (ADF) لاستقرارية السلاسل الزمنية، طريقة (GLM) لتقدير معاملات النموذج وفق معادلتها انحدار بسيط ومعادلة انحدار متعدد. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي لإدارة الأرباح الإجمالية من خلال الاستحقاق الاختياري والأنشطة الحقيقية معاً على عوائد الأسهم السوقية للشركات عينة الدراسة.

- دراسة (عباس وآخرون، 2016) بعنوان: أثر إدارة الأرباح من خلال ممارسة تمهيد الدخل في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

هدفت هذه الدراسة لاختبار أثر ممارسات إدارة الأرباح بأسلوب تمهيد الدخل على العوائد السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. طبقت الدراسة على بيانات panel ربع سنوية ل (18) شركة مدرجة في سوق دمشق المالي، خلال الفترة (الربع الأول لعام 2011 لغاية الربع الرابع لعام 2015).

ولقياس إدارة الأرباح (المتغير المستقل) بأسلوب تمهيد الدخل تم تطبيق نموذج (Eckel (1981)، والذي نتج عن تطبيقه تقسيم الشركات عينة الدراسة إلى مجموعتين: (15) شركة ممهدة للدخل بلغت نسبتها (83.33% من شركات العينة، وهي (شركة AVOC، البنك العربي، بنك عودة، بنك بيمو السعودي الفرنسي، بنك سورية والمهجر، بنك سورية الدولي الإسلامي، المصرف الدولي للتجارة والتمويل، الشركة المتحدة للتأمين، الشركة الأهلية للنقل، بنك بيبولوس، شركة العقيلة للتأمين، بنك الأردن، الشركة السورية الوطنية للتأمين، بنك قطر، بنك الشرق)، و(3) شركات غير ممهدة للدخل، وهي (المجموعة المتحدة للنشر والإعلان، شركة AROP، بنك سورية والخليج)، كما تم قياس عوائد الأسهم المتحققة (المتغير التابع).

لاختبار الأثر استخدمت الدراسة الاختبارات الآتية: تم تطبيق اختبار (ADF) لاختبار استقرارية السلاسل الزمنية، والتي نتج عنها استقرار السلاسل الزمنية عند المستوى والنموذج المطبق هو نماذج panel الساكنة. ثم تم تقدير معاملات النموذج حيث توصلت النتائج إلى عدم وجود أثر لإدارة الأرباح في كلا المجموعتين من الشركات على عوائد أسهمها >

- دراسة (Tang & Alvita, 2021). بعنوان:

The Effect of Earnings Management to Stock Return on Company Listed in Indonesia

أثر إدارة الأرباح على عوائد أسهم الشركات المدرجة في أندونيسيا.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر ممارسات إدارة الأرباح على عوائد أسهم مجموعة شركات من مختلف القطاعات المدرجة في السوق المالية الإندونيسية، طبقت الدراسة على بيانات Panel Data سنوية ل (277) شركة خلال الفترة (2015-2019). لقياس إدارة الأرباح (المتغير المستقل)، تم تطبيق نموذج جونز المعدل (Jones modified 1995)، أما عوائد الأسهم (المتغير التابع)، تم قياسها من خلال معادلة الآتية: $R = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS}{P_{t-1}} * 100$ ، لاختبار الأثر استخدمت الدراسة الاختبارات التالية: اختبار Chow للمفاضلة بين نموذجي الآثار الثابتة والمشاركة، إضافة إلى إجراء اختبار (T-Test) لمعرفة الأثر الإيجابي أو السلبي للمتغير المستقل على المتغير التابع، كما توصلت الدراسة إلى الأثر الإيجابي لممارسات إدارة الأرباح على عوائد الأسهم.

- دراسة (Al Saedi, 2019). بعنوان:

Earnings Management and its Relationship with Stock Returns: An empirical study on a sample of Qatari listed Industrial Companies

إدارة الأرباح وعلاقتها مع عوائد الأسهم: دراسة تجريبية على عينة من الشركات الصناعية القطرية.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين كل من إدارة الأرباح وعوائد أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق قطر المالي، إذ طبقت على بيانات سنوية Panel لـ (7) شركات صناعية خلال الفترة (2009-2017). للكشف عن إدارة الأرباح (المتغير المستقل) تم تطبيق نموذج Modified Jones 1995، كما تم قياس عوائد الأسهم المتحققة (المتغير التابع) بموجب المعادلة: $R = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS}{P_{t-1}} * 100$. ومن أجل تقدير معاملات النموذج طبقت الدراسة نماذج Panel الساكنة (نموذج التأثيرات العشوائية)، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين كل من إدارة الأرباح وعوائد الأسهم، ذلك بسبب أنّ المستثمرين في السوق المالي القطري على دراية بأن الشركات القطرية لا تمارس إدارة الأرباح بشكل عام.

إنّ ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة تطبيقها لنموذج Modified Jones 1995 على كل من البنوك والشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، إضافة إلى اختبار أثر تلك الممارسات على عوائد أسهم الشركات والبنوك الممارسة، وذلك خلال فترة زمنية تتسم بالكثير من الصعوبات والتحديات نتيجة لاضطراب الأوضاع الأمنية والسياسية، وتمتد هذه الفترة بين عامي (2013-2019).

القسم العملي:

مواد وطرق البحث:

منهج البحث:

بعد التأصيل النظري لكل من إدارة الأرباح وعوائد الأسهم، والعلاقة بينهما وفق الأدبيات النظرية والمستندة إلى كتب وأبحاث منشورة حول هذا الموضوع، تم تطبيق نموذج Modified Jones 1995، للقياس والكشف عن ممارسات إدارة الأرباح على عينة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، بعد ذلك تم الاعتماد على دراسة قياسية تختبر أثر تلك الممارسات

في عوائد أسهم الشركات التي تتلاعب بأرباحها، وذلك بالاستناد إلى البيانات المالية (الميزانيات والتقارير المالية المرحلية للشركات والبنوك) المنشورة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك باستخدام برنامج (E- Views 12).
مجتمع البحث وعينه: يتكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات والمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وعددها (25) شركة وبنك حتى نهاية العام 2019، بينما اقتصرت عينة الدراسة على (17) شركة وبنك، عند تطبيق نموذج Jones Modified 1995، حيث تم استبعاد بقية الشركات نتيجة عدم توافر جميع البيانات المطلوبة خلال فترة الدراسة (2013-2019). ولاختبار الأثر اقتصرت عينة الدراسة على (6) شركات مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية من ضمنها بنكين، وذلك بناءً على نتائج نموذج جونز.

حدود البحث:

- الحدود المكانية: سوق دمشق للأوراق المالية.
- الحدود الزمانية: تمت الدراسة التطبيقية لهذا البحث خلال الفترة الزمنية الممتدة بين عامي (2013-2019).
- أدوات جمع البيانات: تم الاعتماد على البيانات المالية (الميزانيات والتقارير المالية المرحلية) للبنوك والشركات المنشورة في سوق دمشق للأوراق المالية.

متغيرات البحث:

المتغير المستقل:

إدارة الأرباح: تمّ قياس إدارة الأرباح (DA) في كل من الشركات والبنوك، بتطبيق نموذج Modified Jones 1995.

المتغير التابع:

$$R = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS}{P_{t-1}} * 100$$

عائد السهم: تمّ قياس عائد السهم الفعلي (R)، وفق المعادلة الآتية:

المتغير الضابط: تمّ إدخال الرافعة المالية (LEV) كمتغير ضابط وتمّ قياسها بنسبة الالتزامات المتداولة إلى الأصول المتداولة.

الإجابة عن الأسئلة البحثية واختبار الفرضيات:

- وجود ممارسات إدارة الأرباح في الشركات والبنوك (عينة الدراسة) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2019).
- وجود أثر إدارة الأرباح في عوائد أسهم الشركات والبنوك التي تتبع تلك الممارسات خلال الفترة (2013-2019) في الأجلين القصير والطويل.

للإجابة على السؤال البحثي الأول: وجود ممارسات إدارة الأرباح في الشركات والبنوك (عينة الدراسة) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2019).

تمّ تطبيق الصيغ الرياضية الخاصة بنموذج Modified Jones 1995، لتظهر النتائج وفق ما يبينها الجدول (1) أدناه.

الجدول رقم (1): تصنيف الشركات عينة الدراسة (ممارسة/غير ممارسة):

الرقم	الشركة	الفترات الربعية للممارسات	المتغير	الحالة
1	الشركة الأهلية للنقل AHT	(16) ربع ممارسة، (12) غ ممارسة	1	ممارسة
2	شركة AROP	(13) ربع ممارسة، (15) غ ممارسة	0	غير ممارسة
3	شركة AVOC	(5) ربع ممارسة، (23) غ ممارسة	0	غير ممارسة
4	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC	(16) ربع ممارسة، (12) غ ممارسة	1	ممارسة
5	المجموعة المتحدة للنشر UG	(18) ربع ممارسة، (10) غ ممارسة	1	ممارسة
6	الشركة الوطنية للتأمين NIC	(13) ربع ممارسة، (15) غ ممارسة	0	غير ممارسة
7	الشركة المتحدة للتأمين UIC	(17) ربع ممارسة، (11) غ ممارسة	1	ممارسة
8	شركة العقيلة للتأمين AHI	(9) ربع ممارسة، (19) غ ممارسة	0	غير ممارسة
9	بنك بيبيلوس BBS	(13) ربع ممارسة، (15) غ ممارسة	0	غير ممارس
10	بنك الأردن سورية BOJS	(13) ربع ممارسة، (15) غ ممارسة	0	غير ممارس
11	بنك قطر QNBS	(7) ربع ممارسة، (21) غ ممارسة	0	غير ممارس
12	بنك سورية والخليج SGB	(13) ربع ممارسة، (15) غ ممارسة	0	غير ممارس
13	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB	(12) ربع ممارسة، (16) غ ممارسة	0	غير ممارس
14	بنك الشرق SHRQ	(13) ربع ممارسة، (15) غ ممارسة	0	غير ممارس
15	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF	(17) ربع ممارسة، (11) غ ممارسة	1	ممارس
16	بنك سورية والمهجر BSO	(17) ربع ممارسة، (11) غ ممارسة	1	ممارس
17	بنك فرنسبنك FSBS	(12) ربع ممارسة، (16) غ ممارسة	0	غير ممارس

الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات المعادلات الرياضية لنموذج Modified Jones 1995.

يبين الجدول رقم (1) أعلاه، أنّ (35%) من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والبالغ عددها (6) من العدد الإجمالي للشركات عينة الدراسة والبالغة (17) شركة مارست إدارة الأرباح خلال الفترة (2013-2019)، حيث تمّ اختيار الشركات الممارسة بناءً على من تجوز فيها عدد الأرباح الممارسة نسبة (50%) من إجمالي الأرباح المدروسة. كما و اختلفت الشركات الممارسة لإدارة الأرباح في ممارساتها لإدارة الأرباح حسب الغاية المراد تحقيقها، فقد مارست كل من (الشركة الأهلية للنقل AHT، المجموعة المتحدة للنشر UG) إدارة الأرباح بمتوسط مستحقات اختيارية سالب (تخفيض أرباح)، وذلك إما لغرض تخفيض الضرائب أو تشكيل احتياطات من الأرباح لمواجهة الخسائر المستقبلية، في حين مارست كل من (الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC، الشركة المتحدة للتأمين UIC، بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF، بنك سورية والمهجر BSO) بمتوسط مستحقات اختيارية موجب (زيادة أرباح)، وذلك إما لغاية تقوية الوضع التنافسي للشركة في السوق، أو بغرض زيادة قيمتها السوقية وتقوية مركزها المالي من أجل جذب المستثمرين.

الإجابة عن السؤال البحثي الثاني: وجود أثر لممارسات لإدارة الأرباح في الشركات والبنوك (عينة الدراسة) المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2019) في الأجلين القصير والطويل.

قبل التحقق من صحة الفرضية الثانية واختبار وجود أثر لإدارة الأرباح في عوائد الأسهم، تم إجراء الخطوات التالية:

1. الإحصاء الوصفي للمتغيرات: يوضح الجدول التالي ملخصاً للإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في البحث:

الجدول رقم (2): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث:

R	LEV	DA	
5.50	3.90	-4.26	Mean
0.02	2.036	4781062.	Median
87.72	17.23	1.43	Maximum
-33.33	0.111	-3.96	Minimum
18.16	4.36	5.07	Std. Dev.
2.82	1.13	-3.69	Skewness
12.28	3.31	27.12	Kurtosis
828.21	37.05	4457.721	Jarque-Bera
0.000000	0.000000	0.000000	Probability
924.32	655.34	-7.14	Sum
55122.26	3174.675	4.29	Sum Sq. Dev.
168	168	168	Observations

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12.

يُلاحظ من الجدول (3-4) أن القيمة العليا، والدنيا لعائد السهم تبتعد عن الوسط الحسابي، والوسيط مما أدى إلى ارتفاع قيمة الانحراف المعياري للمتغير، على سبيل المثال، كانت أعلى قيمة لمعدل عائد السهم (87.7%) لبنك سورية والمهجر في الربع الأول من العام 2018، مقارنةً بالقيمة الدنيا (-33.33%) لشركة المتحدة للتأمين خلال الربع الثالث من العام 2019. في حين كانت بقية القيم الدنيا والعليا لكل من إدارة الأرباح، ونسبة الرافعة المالية قريبة جداً من المتوسط الحسابي والوسيط لها، إذ كانت قيم الانحراف المعياري لكل المتغيرات صغيرة، مع التنويه إلى أن قيمة الوسيط ل (DA) عالية. كما يشير مقياس الالتواء Skewness إلى مدى تمركز قيم المتغير، حيث كان معامل الالتواء ل (DA) سالب، أي أن الذيل أطول إلى اليسار في التوزيع، مما يدل على أن التكرارات تتمركز عند القيم الكبرى، في حين سجل معامل الالتواء لكل من (R, LEV) موجب، أي أن أيّ الذيل أطول نحو اليمين في التوزيع، مما يدل على أن التكرارات تتمركز عند القيم الصغرى. كانت قيم Kurtosis للمتغيرات أكبر من (3) أي أن منحني التوزيع الطبيعي يأخذ شكلاً مدبباً.

2. مصفوفة الارتباط:

يوضح الجدول (4-4) نتائج مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية (المستقلة):

الجدول رقم (3): مصفوفة الارتباط:

LEV	DA	Probability
	1.000000	DA

1.000000	0.059969	LEV
-----	0.0400	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews12

يُلاحظ من الجدول رقم (4-4) أنّ ارتباط المتغيرين المستقلين ضعيف فيما بينها، إذ كانت القيمة الاحتمالية لها أصغر من (5%) .

3. اختبار استقلالية الوحدات :Cross- Section Independent Test

الجدول رقم (4): مصفوفة الارتباط

Cross-sectional dependence test for panel data

Equation:

Null hypothesis: Cross-sectional independence

Prob.	d.f.	Statistic	Test
0.0529		1.935977	Pearson LM Normal
0.0513	27	39.99015	Friedman Chi-square

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews12

يُلاحظ من الجدول (4)، تشير نتائج اختبار الاستقلالية إلى رفض الفرضية العدم، وقبول الفرضية البديلة التي تنص على استقلالية الوحدات وعدم ارتباطها، نظراً لأنّ القيمة الاحتمالية Prop لجميع الاختبارات أكبر من (5%)، وعليه تم الاعتماد على (4) اختبارات لجذر الوحدة الجيل الأول، والقائمة على فرضية الاستقلالية بين الوحدات.

الجدول رقم (5): اختبارات جذر الوحدة – الاستقرارية:

PP		ADF		IPS		LLC		Level	Variable
prop	coef	prop	coef	prop	coef	Prop	coef		
Dependent Variable									
0.00	65.83	0.00	65.43	0.00	-6.08	0.00	-6.669	Individual intercept	R
0.00	56.55	0.00	56.84	0.00	-6.23	0.00	-6.083	Individual intercept and trend	
0.00	89.69	0.00	78.51	-	-	0.00	-7.744	None	
Independent Variables									
0.00	80.63	0.00	80.72	0.00	-8.24	0.00	-7.549	Individual intercept	DA
0.00	61.95	0.00	61.99	0.00	-6.93	0.00	-6.459	Individual intercept and trend	
0.00	62.32	0.00	44.99	-	-	0.00	-3.06	None	
Controlling Variable									
0.865	6.874	0.894	6.401	0.854	1.057	0.8702	1.12739	Individual intercept	LEV.
0.944	5.365	0.963	4.821	0.983	2.125	0.8875	1.213	Individual intercept and trend	
0.228	15.24	0.451	11.92	-	-	0.0479	-1.665	None	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج EViews 12

الجدول رقم (6): اختبارات جذر الوحدة – الاستقرارية:

PP		ADF		IPS		LLC		First difference	Variable
prop	coef	prop	coef	prop	coef	Prop	coef		
Controlling Variables									
0.00	98.51	0.00	95.69	0.00	9.78-	0.00	-7.656	Individual intercept	LEV
0.00	83.15	0.00	81.55	0.00	9.15-	0.00	-6.274	Individual intercept and trend	
0.00	140.5	0.00	137.4	-	-	0.00	-11.91	None	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج EViews 12

تبيّن من خلال النتائج في الجدولين رقم (5) و (6) أنّ كل من المتغيرين (DA, R) مستقرة عند المستوى، أما متغير (LEV) مستقر عند الفرق الأول ووفق هذه الحالة سيتم الاعتماد على نماذج Panel الديناميكية نموذج (Augmented ARDL)، لاختبار أثر إدارة الأرباح في عوائد الأسهم، كونها تعطي نتائج جيدة في هذه الحالة.

تقدير نموذج الانحدار:

يبين الجدول رقم (7) نتائج تطبيق نموذج Augmented ARDL لاختبار أثر إدارة الأرباح على عوائد أسهم الشركات الممارسة، في الأجلين الطويل والقصير، مع تحديد البرنامج بشكل أوتوماتيكي لـ (5) فترات إبطاء لمتغير (R)، و (4) فترات إبطاء لكل من (M/B، DA). وفق الجدول التالي:

الجدول رقم (7) : نتائج تقدير النموذج:

Dependent Variable: D(R) Method: Augmented ARDL Sample: 2014Q2 2019Q4 Included observations: 138 Maximum dependent lags: 5 (Automatic selection) Model selection method: Akaike info criterion (AIC) Dynamic regressors (5 lags, automatic): DA LEV				
Selected Model: ARDL(5, 4, 4)				
Prob.*	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
Long Run Equation				
0.0615	-1.896045	0.241332	-0.457577	DA
0.0000	-8.989013	0.005103	-0.045873	LEV
Short Run Equation				
0.0014	-3.307002	0.420566	-1.390814	COINTEQ01
0.6735	0.422898	0.350540	0.148242	D(R(-1))
0.6037	-0.521163	0.314953	-0.164142	D(R(-2))
0.0349	-2.144614	0.200421	-0.429826	D(R(-3))
0.0106	-2.614153	0.090618	-0.236890	D(R(-4))
0.6170	0.502068	0.691861	0.347362	D(DA)
0.4025	0.841613	1.673818	1.408706	D(DA(-1))
0.3358	0.968267	1.211909	1.173452	D(DA(-2))
0.7655	0.299301	0.829822	0.248367	D(DA(-3))
0.0011	3.382465	0.042683	0.144375	D(LEV)
0.0283	2.232656	0.055864	0.124725	D(LEV (-1))
0.0513	1.977628	0.059060	0.116798	D(LEV (-2))
0.0087	2.686995	0.035747	0.096052	D(LEV (-3))
0.8006	0.253330	3.572363	0.904987	C
22.39967	S.D. dependent var		-0.614130	Mean dependent var
6.584483	Akaike info criterion		10.72549	S.E. of regression
8.183655	Schwarz criterion		9432.968	Sum squared resid
7.233505	Hannan-Quinn criter.		-467.0966	Log likelihood

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج EViews 12

تُشير نتائج الجدول (7) إلى:

- إنّ قيمة معامل تصحيح الخطأ (COINTEQ01) سجّلت (-1.390814) وهي سالبة ومعنوية عند مستوى دلالة (1%)، إذ تمثّل هذه القيمة سرعة العودة إلى وضع التوازن، وبالتالي يدل ذلك على وجود علاقة تكامل مشترك وعلاقة توازن قصيرة الأجل بين المتغيرات المستخدمة باتجاه علاقة توازنية طويلة الأجل، مما يعني أنّ الانحرافات في عوائد

الأسهم في الأجل القصير يتم تصحيحها، وتحتاج يحتاج تقريباً إلى ثلاث فترات ربعية من السنة أي ما يقارب (9 أشهر).

- عدم وجود أثر معنوي لإدارة الأرباح على عوائد أسهم الشركات الممارسة لها، والمدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك في الأجلين الطويل والقصير، إذ ظهرت القيمة الاحتمالية prop بنسبة (0.06%) في الأجل الطويل، وسجلت قيمة prop نسبة (0.7%) في الأجل القصير، وهي أيضاً أكبر من (5%) وبالتالي لا يوجد أثر معنوي لإدارة الأرباح على عوائد الأسهم في الأجل القصير. كما أنه وعند فترة الإبطاء (3) و(4) تؤثر عوائد الأسهم السابقة بالعوائد الحالية، إذ ظهرت القيمة الاحتمالية لها (0.03%) و(0.01%) وهي أقل من (0.05%).
- وجود أثر معنوي موجب لمتغير الرافعة المالية (LEV) في عوائد أسهم الشركات الممارسة لإدارة الأرباح، إذ بلغت القيمة الاحتمالية (0.008%) وهي أقل من (0.05%).

جودة النموذج:

اختبار استقرارية البواقي:

الجدول رقم (8): نتائج اختبار استقرارية البواقي

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Panel unit root test: Summary Series: RESID01 Sample: 2013Q1 2019Q4 Exogenous variables: Individual effects User-specified lags: 1 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel Balanced observations for each test				
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
126	6	0.0000	-5.69588	Levin, Lin & Chu t*
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
126	6	0.0000	-5.31706	Im, Pesaran and Shin W-stat
126	6	0.0000	50.2429	ADF - Fisher Chi-square
132	6	0.0000	81.3046	PP - Fisher Chi-square
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.				

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج EViews 12

تُشير نتائج الجدول رقم (8) إلى أنّ جميع البواقي مستقرة، إذ ظهرت القيمة الاحتمالية (0.0%) وهي أصغر من (0.05%).

اختبار الارتباط الذاتي للبواقي:

الجدول رقم (10) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي

Cross-Section Dependence Test			
Series: RESID01			
Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation)			
Sample: 2013Q1 2019Q4			
Periods included: 23			
Cross-sections included: 6			
Total panel observations: 138			
Cross-section means were removed during computation of correlations			
Prob.	d.f.	Statistic	Test
0.0534	15	25.52190	Breusch-Pagan LM
0.0547		1.921028	Pesaran scaled LM
0.0743		1.784664	Bias-corrected scaled LM
0.2132		-1.244829	Pesaran CD

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج EViews 12

يبين الجدول أعلاه أنّ القيم الاحتمالية لغالبية الاختبارات أكبر من (5%)، وبذلك لا نستطيع رفض الفرضية العدم، أي عدم وجود ارتباط ذاتي لسلسلة البواقي عبر الزمن.

اختبار ثبات التباين:

الجدول رقم (9): نتائج اختبار ثبات التباين

VAR Residual Heteroskedasticity Tests (Levels and Squares)			
Sample: 2013Q1 2019Q4			
Included observations: 138			
Joint test:			
	Prob.	df	Chi-sq
	0.5115	36	35.09422

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج E Views

يلاحظ من الجدول (9) أنّ القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر (5%)، وبذلك نقبل الفرض العدم الذي ينص على ثبات التباين في البواقي.

النتائج:

في ضوء ما تقدم يمكن استخلاص النتائج الآتية:

- وجود ممارسات لإدارة الأرباح في (6) شركة وبنك مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وهي (شركة الأهلية للنقل، الشركة المتحدة للنشر والتوزيع) بمتوسط استحقاق سلبي، و(الشركة المتحدة للتأمين، الشركة السورية الكويتية للتأمين، بنك سورية والمهجر، بنك بيمو السعودي الفرنسي) بمتوسط استحقاق موجب، خلال الفترة (2013-2019).
- تُظهر نتائج نموذج Augmented ARDL لاختبار الأثر، عدم وجود أثر لإدارة الأرباح على عوائد أسهم الشركات الممارسة لإدارة الأرباح خلال الفترة (2013-2019)، إذ تتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة عباس وآخرون (2016)، يمكن أن يعلل عدم وجود أثر لتلك الممارسات على عوائد الأسهم بسبب:

1. عدم قدرة المتعاملين في الأسواق المالية وأهمهم المستثمرين، على تحديد ومعرفة فيما إذا كانت الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق قد تلاعب بأرباحها أم لا، وذلك نتيجة بعدهم عن المجال المحاسبي و المرونات المتاحة في المعايير المحاسبية التي تسمح للقائمين على إعداد القوائم المالية لأي شركة التلاعب بأرقام أرباحها.
2. إمكانية تأثر السوق المالي في سورية عموماً، وعوائد الأسهم المتداولة فيه على وجه الخصوص بعوامل عديدة أخرى، داخلية أو خارجية غير عامل إدارة الأرباح.

التوصيات:

في ضوء النتائج والتحليلات السابقة توصي الباحثة بالآتي:

- إمكانية توظيف نموذج Modified Jones 1995 للكشف عن ممارسات إدارة الأرباح في كل من الشركات والبنوك المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- ضرورة نشر الجهات الرقابية ذات الصلة تقارير دورية تقيّد بعدد الشركات التي تمارس إدارة الأرباح، لتصبح تلك التقارير بمتناول يد المستثمرين والتي يمكن أن تساعد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بشكل أفضل، بعيداً عن التضليل والاحتيال.

المراجع:

- أبو طالب، يحيى (2006). المحاسبة الدولية وفقاً لأحداث إصدارات معايير المحاسبية الضريبية المعدة وفقاً للمعايير الدولية للتقارير المالية في إطار نظرية المحاسبية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 205-215.
- الهندي، طارق (2015). استخدام نموذج جونز المعدل ونموذج مخصصات خسائر القروض لتقييم ممارسات إدارة الأرباح -دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة السورية، رسالة ماجستير، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين.
- شعلان، جبار (2016). دوافع ووسائل تبني الإدارة لممارسات إدارة الأرباح المحاسبية وسبل الحد منها -دراسة تطبيقية لعينة من الشركات العراقية-، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصادية، مجلد 6، ال عدد1.
- يوسف، علي؛ عباس، غادة؛ الموصلي، منال (2016). التنبؤ بعوائد الأسهم للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام معلومات أساس الاستحقاق، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد (37)، العدد (2).

1. Aflatooni, A; Nikbakht, Z. (2010). **Income Smoothing, Real Earnings Management and Long – Run Stock Returns**. Business Intelligence Journal. Vol. 3, no 1, pp 55–73.
2. Al Saedi. A. (2019). **Earnings Management and Relationship with Stock returns: An Empirical Study on a Sample of Qatari listed industrial Companies**. Article in academy of accounting and financial studies journal University of Basrah, Vol 22, Issue 5.
3. Ball, R; Brown, p. (1968). **An empirical evaluation of accounting income numbers**. Journal of Accounting Research, Vol.6, No 2, pp. 159–178.
4. Beneish. M; (2001). **Earnings Management: A perspective**. Indian university. Kelley school of Business, Department of Accounting. P 16.

5. Chepkwony. J. (2018). **Effect of earnings management on the stock returns of financial companies listed at the –Nairobi Swecurities Exchange–**. The Degree of Master of Science in Finance, school of Business University of Nairobi
6. Dechow. P. M, Sloan. R. G & Sweeny. P. (1995). **Detecting earnings management. The Accounting Review**, vo: 70, NO:2, P:193–225.
7. Fama, E. (1970). **Efficient Capital Markets a review of theory and empirical work.** Journal of Finance 2. 383–417.
8. Gangadhar. V; Ramesh. G (2006). **Investment Management.** P 475.
9. Goel. S. (2016). **The earnings management motivation :Accrual Accounting VS. Cash Accounting.** Australian Accounting, Business and Finance Journal, Volume 10, Issue3
10. Gordon. M.J. (1966). **Postulates, Principles and Research in Accounting.** The accounting review; Vol. 39; No 2; PP251–263
11. Healy, P.M and Wahlen, J.M. (1999). **Are View of the Earnings Management literature and its implications for standards selling.** Accounting Honizon, Vol 13; NO4; p,365–383.
12. Nia. M, Huang. C& Abidin. Z. (2015). **A Review of Motives and Techniques and Their Consequences in Earnings Management.** Accounting Research Inss.
13. Nuryaman (2013). **The Influence of Earnings Management on Stock return and the role of audit quality as a moderating variable.** International journal of trade. Economics and finance, Vol (4). No (2).
14. Rahman. M, Moniruzzaman. M& Sharif. J. (2012). **Techniques, Motives and Controls of Earnings Management.** International Journal of Information Technology and Business management; Vol 11; No.1.
15. Ronen.J; Yaari.V. (2008). **Earnings Management, Emerging in sights in Theory, Practice and research.** Springer science and Business media LLC. Newyork. USA. No (3). Vol (3). Pp: 57–65.
16. Ross,S. (1976). **The arbitrage theory of capital asset pricing.** Journal of Economic theory, 13(6). 341–360.
17. Scott W.S. (2009). **Financial Accounting Theory.** Third Edition, Toronto, Prontice Hall, Newjersey.
18. Strakova. L (2021). **Motives and Techniques of Earnings Management used in a global environment.** University of Zilina. Faculty of Operation and Economics of transport and communications. Department of economics. Vol (92).

19. Sugiyanto.; Nugraha; Disman; Waspada. (2020). **The effect of fundamental factors on stock returns: An empirical Study in financial institutions listed on Indonesia's Stock Exchange.** European Journal of Molecular & Clinical Medicine. ISSN 2515–8260. Vol.7, Issue.2.
20. Tang. S; Alvita. W (2021). **The Effect of Earnings Management to Stock returns on company listed in Indonesia.** Jurnal Ekonomi dan Bisnis Jagaditha. No (8). Vol (2). Pp: 194–201.
21. Thomas. E. M (2005). Earnings Management: An Executive Perspective. Indian University. P 205.
22. Watts, R–L& Zimmerman, J.L. (1999). **Positive accounting theory :A ten–year perspective.** Accounting Review; 6511, 131–156.