



الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم المصارف والتأمين
ماجستير العلوم المالية والمصرفية

أثر جودة الأرقام المالية في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)

مرسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

إعداد الطالبة
زينب ماجد بدران

المشرف المشارك
أ.م.د. سليمان موصلي

المشرف
أ.د. رانيا الزرير

2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ

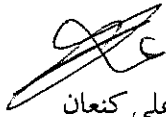
الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ

{ سورة البقرة: آية 32 }

إن الطالبة زينب ماجد بدران قامت بإجراء التعديلات المطلوبة على رسالة الماجستير المعنونة بأثر جودة

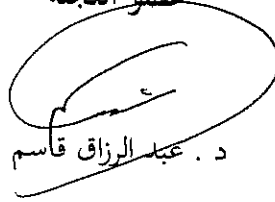
الأرقام المالية في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

عضو اللجنة



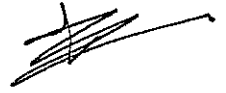
د . علي كنعان

عضو اللجنة



د . عبد الرزاق قاسم

المشرف الدكتور



د . رانية زهير



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

إقرار

أنا الموقعة أدناه: زينب ماجد بدران

أصرح بأن هذه الرسالة المقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية
بعنوان:

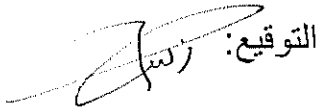
أثر جودة الأرقام المالية في عوائد أسهم الشركات المدرجة

في سوق دمشق للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)

هي من إنجازي وغير مقتبسة أو منقولة أو محرفة من أي علمي آخر، وأنا أتحمّل
كامل المسؤولية عنها، وأية معلومات وردت في هذه الرسالة نسبت إلى مصادرها
ومؤلفيها بوضوح سواء في المتن أو في قائمة المراجع.

دمشق: 3 / 12 / 2020

زينب ماجد بدران

التوقيع: 

تصريحُ تدقيقٍ لغويّ

أنا الموقعُ أدناه علي عبد الرزّاق الكلش، دكتوراه في اللُّغة العربيّة من جامعة دمشق، أَصَرّحُ أنَّ البحثَ الموسومَ بـ "أثر جودة الأرقام الماليّة في عوائد أسهم الشَّرَكَاتِ المدرجة في سوق دمشق للأوراق الماليّة (دراسة تطبيقيّة)" الَّذي تقدّمت به الطّالبة زينب ماجد بدران لنيل درجة الماجستير في قسم المصارف والتّأمين في كَلِية الاقتصاد في جامعة دمشق؛ مدقّقٌ لغويّاً وجاهزٌ للمناقشة العلميّة، من حيث الصّيّاغة.

د. علي الكلش

٠٩٨٨٧٥٣٥٣٧

شكر وتقدير

الحمد والشكر لله سبحانه وتعالى على ما أنعم به عليّ، فأعانني على إنجاز هذه الرسالة التي أحسبها عبادة من العبادات جعلها الله خالصة لوجهه الكريم، وأسأل الله تعالى أن تكون في المستوى المطلوب.

وبعد حمد الله تعالى وشكره على إنهائي هذه الرسالة أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان لأساتذتي ومشرفي الأفاضل الدكتورة رانيا الزرير لتفضلها بقبول الإشراف على هذه الرسالة وإنارة الطريق لي في إتمامها والدكتور سليمان موصلي على جهوده الصادقة معي وعلى ما قدّمه لي من علم نافع وإرشاد مستمرّ وعطاء متميّز، فجزاهما الله عنّي خير الجزاء على ما بذلوه من جهد متواصل ونصح وتوجيه من بداية مرحلة البحث حتّى إتمام هذه الرسالة وجعل الله ذلك في موازين حسناتهما.

كما أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير للسادة أعضاء لجنة المناقشة الموقّرين الدكتور علي كنعان والدكتور عبد الرزاق قاسم لقبولهم قراءة هذه الرسالة ولما سيبدونه من مقترحات قيّمة عليها بغية تصويبها والارتقاء بها.

ولكلّ من مدّ لي يد العون، أو قدّم لي نصيحة، أو سهّل لي مهمّتي في إنجاز هذه الرسالة خالص الشكر والتقدير.

الباحثة

الإهداء

إلى مَنْ أفنوا عمرهم في تربيّتي ونصحي وتوجيهي .. إلى أطهر القلوب بحياتي ..

والديّ العزيزين .. أمي ماوية وأبي ماجد

إلى أمي الثانية الإنسانية المساندة والداعمة لي دوماً التي غمرتني من كرمها وحنانها

بالكثير .. خالتي اسعاف

هم من علموني حبّ العلم .. أطال لي الله عمرهم وأمدّهم بالصحة والعافية

إلى الإنسان الذي تزهو به الحياة وتحلو معه مرارة الأيام .. إلى رفيق دربي الذي لم

يتذمّر يوماً .. زوجي محمّد عبد الرزاق

إلى زينة حياتي .. أخواتي .. دعاء ونورهان وسدرة

إلى روحين رحلوا من عالمي وما زالت نصائحهم تدوّي بمسمعي جدّي أبو الخير

وخالي أبو شادي رحمهما الله

إلى كلّ مَنْ ساندوني بدعائهم وابتساماتهم ودعمهم جدتي الغالية وعائلة زوجي

وجموع أقاربي وأصدقائي

لهم جميعاً أهدي عملي

الباحثة

ملخص الدراسة

تهدف الدراسة إلى قياس جودة الأرقام المالية ممثلةً بجودة الأرباح للشركات المساهمة المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، بالإضافة إلى توضيح أثر هذه الجودة في عوائد أسهم الشركات المساهمة المالية المدرجة في السوق، ومن ثمَّ تحديد درجة اهتمام المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية بجودة الأرقام المالية ومن ثمَّ إقبالهم على شراء أسهم الشركات المدرجة ذات الجودة الأعلى.

ولتحقيق أهداف الدراسة تمَّ قياس جودة الأرباح عن طريق حساب قيمة المستحقات الاختيارية في هذه الأرباح، وذلك باستخدام نموذج جونز المعدل (Modified Jones Model, 1995)، وذلك لكلِّ من قطاعي البنوك والتأمين في سوق دمشق للأوراق المالية، ومن ثمَّ تشكيل مجموعة من المحافظ الاستثمارية لمستويي الجودة خلال فترة الدراسة كُلِّها، بالإضافة إلى مجموعة أخرى من المحافظ الاستثمارية التي تخدم المتغيرات الضابطة الموجودة في الدراسة، وهي محافظ الحجم ومحافظ القيمة.

وباستخدام برنامج Excel تمَّ تكوين المحافظ الاستثمارية وحساب عوائدها الشهرية، ومن ثمَّ اختبار تساوي العوائد الشهرية لتلك المحافظ بالاعتماد على البرنامج الإحصائي spss، بالإضافة إلى إجراء التحليل المقطعي باستخدام أسلوب فاما ماكبيث، وتحليل السلاسل الزمنية باستخدام نموذج العوامل الثلاث لفاما فرينش، وذلك بمساعدة البرامج الإحصائية Excel, Spss, Eviews.

أجريت هذه الدراسة على عوائد كلِّ من أسهم قطاع البنوك وقطاع التأمين المدرجة في السوق خلال الفترة 2011-2019، أمَّا فيما يخصُّ تشكيل المتغيرات الضابطة فقد شملت أسهم

جميع الشركات المدرجة في السوق، ولا سيما تشكيل عوامل الخطر التي ينبغي أن تغطي كامل الأسهم المدرجة في السوق خلال فترة الدراسة.

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج؛ أهمها :

1-إنَّ استراتيجية الاستثمار التي تتطوي على شراء أسهم الشركات المالية صغيرة الحجم وتبيع أسهم الشركات المالية كبيرة الحجم هي استراتيجية استثمارية مربحة، إذ إنَّها تحقِّق عوائد مهمَّة إحصائياً بنسبة 3,5% شهرياً في سوق دمشق للأوراق المالية.

2- إنَّ استراتيجية الاستثمار التي تتطوي على شراء أسهم الشركات المالية ذات جودة المستحقَّات المرتفعة، وتبيع أسهم الشركات المالية ذات جودة المستحقَّات المنخفضة هي استراتيجية مربحة؛ إذ إنَّها تحقِّق عوائد مهمَّة إحصائياً بنسبة 2% شهرياً في سوق دمشق للأوراق المالية.

3- تشير نتائج التحليل المقطعي المعتمد على أسلوب فاما ماكبيث إلى عدم وجود تأثير لجودة المستحقَّات في عوائد أسهم الشركات المساهمة المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، لكن يوجد تأثير معنوي عكسي ذو دلالة إحصائية لكلِّ من متغيَّري بيتا وحجم الشركة في عوائد أسهم الشركات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، أمَّا بالنسبة إلى المتغيَّر الثالث الذي يمثِّل نسبة القيمة الدفترية على القيمة السوقية للسهم، فلا يوجد تأثير له في عوائد الأسهم المالية المدرجة في السوق.

4- إنَّ العائد الإضافي لمحافظ الجودة المرتفعة عن محافظ الجودة المنخفضة يعود لحساسية الأسهم الداخلة في تكوين هذه المحافظ لعاملي السوق والحجم، إذ تحتوي محافظ الجودة المرتفعة

على شركات صغيرة الحجم، وتمتلك هذه المحافظ أسهماً لها حساسية أقل لمحظة السوق التي تتّصف بمتوسط عوائد سلبية.

الكلمات المفتاحية:

جودة الأرقام الماليّة - جودة الأرباح - جودة المستحقّات - المستحقّات الاختياريّة - المستحقّات غير الاختياريّة - نموذج جونز المعدّل - المحافظ الاستثماريّة - سوق دمشق للأوراق الماليّة.

Abstract

This study aims at measuring the quality of the financial figures represented by the earning quality of the financial corporations listed at Damascus Securities Exchange (DSE) in addition to clarifying the impact of this quality on stock returns of financial companies listed at DSE. Thus, it indicates the influence of such perceived investors' interest in the quality of the financial figures and their willing to buy the highest accruals quality listed stocks.

To achieve the objectives of this study, the quality of earnings was measured by calculating the amount of non-discretionary accruals, using the modified Jones Model 1995, for both the banking and insurance sectors at DSE, and then group them in two investment portfolios based on their accruals quality, in addition to other group of investment portfolios, size and value portfolios, that contribute towards constructing controlling variables.

Using Excel program, investment portfolios were formed and their monthly returns were calculated, and then the equal monthly returns of those portfolios were tested based on the SPSS statistical package in addition to performing a cross-sectional analysis using Fama-Macbeth (1973) method. Next, I analyse the time-series variation in portfolio returns using Fama- French three factor model to form portfolios with the help of statistical packages of SPSS and Eviews.

This study was conducted on the returns of stocks from both the banking and the insurance sectors which were listed at the market during the period 2011-2019. As for the formation of the controlling variables, it included the stocks of all companies listed at DSE during the study period.

This study documents a set of results, the most important of which are:

1- The investment strategy that buys stocks of small size financial companies and sells those of large size financial companies at DSE is profitable and achieves a statistically significant return of 3.5% on monthly basis, 2- The investment strategy that buys stocks of financial companies with high accruals quality and sells those with lower accruals quality at DSE, is profitable and achieves a statically significant monthly return of 2%, 3- The cross-sectional analysis using Fama-Macbeth method, suggests that there is no impact of accruals quality on the returns of financial companies' stocks listed at DSE, but there is an inverse significance impact of both beta and company size on the returns of those companies. As for the third variable, which represents the ratio of the book-to-market value of the stock, there is no effect of the variable on the cross-sectional returns of financial corporations listed at DSE. 4- The results also reached, according to the sectional analysis using Fama Macbeth's method, that there is no effect of the quality of accruals on the returns of the shares of financial companies listed at DSE, but there is an impact Inverse significance with statistical significance for both the beta variable and the company size variable in the returns of the shares of financial companies listed at DSE. As for the third variable, which represents the ratio of the book value to the market value of the share, there is no effect of the variable on the returns of the financial shares listed in the market. 5- The excess return of high quality portfolios over low quality portfolios is due to the sensitivity of the stocks involved in the formation of these portfolios for market and size factors, as high quality portfolios contain small-sized companies. These portfolios also have less sensitivity to the market portfolio that has average negative returns.

Key words:

Discretionary accruals, Non-Discretionary accruals, financial figures quality, Accruals quality, Modified Jones Model, Investment portfolios, Damascus Securities Exchange.

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
هـ	ملخص الدراسة باللغة العربية.
ح	ملخص الدراسة باللغة الأجنبية.
ك	فهرس المحتويات.
ن	فهرس الجداول.
س	فهرس الملحقات.
34-1	الفصل الأول - الإطار العام للدراسة
2	مقدمة
3	1-1-1- مشكلة الدراسة.
5	1-1-2- أهداف الدراسة.
6	1-1-3- أهمية الدراسة.
7	1-1-4- فرضيات الدراسة.
8	1-1-5- مجتمع وعينة الدراسة وحدودها.
9	1-1-6- محددات الدراسة.
10	1-1-7- متغيرات الدراسة.
18	1-1-8- منهجية الدراسة.
18	1-1-9- الدراسات السابقة.
73-35	الفصل الثاني - جودة الأرقام المالية وجودة الأرباح كممثل عنها
36	مقدمة.
37	المبحث الأول: مفهوم لعبة الأرقام المالية وأهمية جودتها.
37	2-1-1- لعبة الأرقام المالية.
42	2-1-2- مفهوم جودة الأرقام المالية وأهمية جودتها.
44	2-1-3- تأثير ممارسات المحاسبة الإبداعية السلبية على جودة الأرقام

	المالية.
46	المبحث الثاني: جودة الأرباح كممثل عن جودة الأرقام المالية.
46	2-2-1- جودة الأرباح كمؤشر لتمص لجودة الأرقام المالية.
48	2-2-2- مفهوم جودة الأرباح.
51	2-2-3- أهمية جودة الأرباح.
55	المبحث الثالث: سمات ومقاييس جودة الأرباح.
55	2-3-1- الاستمرارية Persistence
58	2-3-2- القدرة التنبؤية Predictability
62	2-3-3- التباين والتقلبات وتمهيد الدخل (Smoothness & Variability ; Volatility)
66	2-3-4- جودة المستحقات Accruals quality
101-74	الفصل الثالث - جودة الأرقام المالية وعوائد الأسهم
75	مقدمة.
76	المبحث الأول : العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم.
77	3-1-1- العوامل الاقتصادية.
78	3-1-2- العوامل المرتبطة بالسوق المالي.
82	3-1-3- العوامل المرتبطة بالصناعة.
83	3-1-4- العوامل المرتبطة بالشركة.
97	المبحث الثاني: أثر جودة المعلومات المالية في عوائد الأسهم.
97	3-2-1- جودة الإفصاح وأثره في عوائد الأسهم.
100	3-2-2- أثر جودة الأرقام المالية في عوائد الأسهم.
137-105	الفصل الرابع - اختبار الفرضيات وتحليل النتائج "الدراسة التطبيقية"
106	مقدمة
107	المبحث الأول : منهجية الدراسة.

107	أولاً: آلية تطبيق منهجية فاما ماكبيث.
109	ثانياً: منهجية فاما فرينش وتشكيل المحافظ.
114	ثالثاً: بناء متغير جودة المستحقات.
116	المبحث الثاني: التحليل الوصفي للبيانات واختبار متوسطات فروق عوائد المحافظ.
116	4-2-1- التحليل الوصفي للبيانات وتحليل الارتباط.
118	4-2-2- اختبار تساوي متوسطات عوائد المحافظ.
125	المبحث الثالث: التحليل المقطعي للبيانات وفق نموذج فاما ماكبيث.
129	المبحث الرابع: تحليل السلاسل المنية للبيانات وفق نموذج فاما فرينش.
132	المبحث الخامس: اختبار القدرة التفسيرية لعامل جودة المستحقات في المحافظ الست المكونة لعاملتي الحجم والقيمة.
134	المبحث السادس: النتائج والتوصيات.
134	أولاً: النتائج.
136	ثانياً: التوصيات.
138	المراجع.
158	الملاحق.

فهرس الجداول

الصفحة	الجدول
110	جدول 1 العائد على ودائع التوفير خلال فترة الدراسة.
116	جدول 2 مقاييس الإحصاء الوصفي.
117	جدول 3 نتائج تحليل معامل الارتباط بيرسون.
119	جدول 4 نتائج اختبارا t و f لعينتين مستقلتين للعوائد الشهرية لمحافظ الجودة المرجحة بالتساوي.
120	جدول 5 نتائج اختبارا t و f لعينتين مستقلتين للعوائد الشهرية لمحافظ الجودة المرجحة بالقيمة.
121	جدول 6 نتائج اختبارا t و f لعينتين مستقلتين لعوائد محافظ الحجم وعوائد محافظ القيمة.
123	جدول 7 توصيف المحافظ ذات جودة المستحقات المنخفضة والمحافظ ذات جودة المستحقات المرتفعة.
125	جدول 8 نتائج الانحدار الخطي المتعدد للمتغيرات المستقلة وفق منهجية فاما ماكبيث.
129	جدول 9 نتائج تحليل انحدار السلاسل الأمنية باستخدام أسلوب فاما فرينش.
132	جدول 10 نتائج تحليل انحدار عامل جودة المستحقات على المحافظ الست المكونة لعاملي الحجم والقيمة.

فهرس الملحقات

الصفحة	الملحق
158	ملحق 1 حساب إجمالي المستحقات للشركات عينة الدراسة خلال فترة الدراسة.
164	ملحق 2 حساب المتغيرات الخاصة بنموذج جونز المعدل للبنوك عينة الدراسة خلال فترة الدراسة.
169	ملحق 3 حساب المتغيرات الخاصة بنموذج جونز المعدل لشركات التأمين عينة الدراسة خلال فترة الدراسة.
172	ملحق 4 المحافظ المشككة وفقا للجودة المرتفعة والجودة المنخفضة للقطاع المالي عينة الدراسة خلال فترة الدراسة.
172	ملحق 5 المعاملات الخاصة بنموذج جونز المعدل للبنوك وشركات التأمين عينة الدراسة خلال فترة الدراسة.

الفصل الأول - الإطار العام للدراسة

مقدمة

1-1-1 مشكلة الدراسة

2-1-1 الدراسات السابقة

3-1-1 أهداف الدراسة

4-1-1 أهمية الدراسة

5-1-1 فرضيات الدراسة

6-1-1 مجتمع وعينة الدراسة

7-1-1 محددات الدراسة

8-1-1 متغيرات الدراسة

9-1-1 منهجية الدراسة

الفصل الأول - الإطار العام للدراسة

مقدمة:

تختلف الأسواق المالية في مدى انعكاس المعلومات في أسعار الأسهم وسرعته بحسب كفاءتها، وعندما تنعكس المعلومات في أسعار الأسهم فإنها تؤثر في عوائد هذه الأسهم، وتغطي تلك المعلومات عوامل خارجية كالوضع السياسي والاقتصادي العام للدولة والمخاطر المالية الخاصة بالأسواق المالية لها، كما تغطي العوامل الداخلية الخاصة بالسهم ذاته، سواء في محتوى القوائم المالية لهذه الأسهم الذي يعبر عن الأداء العام للشركة أو في السجلات التاريخية لأسعار هذه الأسهم في السنوات السابقة.

وتعد الأرقام المالية المتوفرة في القوائم والتقارير المالية للشركات إحدى أهم مصادر المعلومات نظراً لحاجة الأطراف المختلفة (مستثمرين ومحللين ماليين وغيرهم) إليها، إذ يتطلع المستثمرون على اختلاف أحجام استثماراتهم كبيرة كانت أم صغيرة إلى التقارير المالية المصدرة من قبل الشركات لاستخلاص ما استطاعوا من معلومات منها لتحقيق أعلى المكاسب المرجوة من الاستثمار (الحلو، 2010). ومن ثم يفترض أن تكون تلك المعلومات المحاسبية دقيقة وملائمة لحاجات المستخدمين، لذلك ينبغي أن تمثل قيمة حقيقية تعكس الوضع الاقتصادي للمنشأة؛ أي تخلص من التجميل المتعمد أو التلاعب، ومن ثم تكون ذات فائدة لمستخدميها في اتخاذ القرارات الرشيدة.

ومنه نفترض أن لجودة الأرقام المالية أهمية خاصة لدى المستثمرين، إذ تعد معلومات القوائم المالية المصدر الرئيسي لهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية القائمة على اعتبارين هما العائد المتوقع ومستوى المخاطرة المرتبطة بتحقيق هذا العائد.

وفي هذا الإطار استخدم مجموعة من الباحثين مفهوماً حديثاً كممثل عن جودة تلك الأرقام وهو جودة أرقام المستحقّات الماليّة للشركات، واختبروا أثره في تفسير تباين السلاسل المقطعية والزمنية لعوائد الأسهم في أسواق مختلفة، وإزاء تلك الأهمية التي يحظى بها هذا الموضوع من قبل المعنيين بالفكر المحاسبي في العالم وامتداداً لجهود الباحثين في هذا المضمار، يسعى هذا البحث إلى اختبار قدرة جودة أرقام المستحقّات الماليّة على تفسير التباين في العوائد السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق الماليّة، آملّة من هذا البحث تقييم جودة المستحقّات الماليّة للشركات المدرجة في سوق دمشق ومساهمتها في اتّخاذ القرار الاستثماري للمساهمين والمستثمرين في السوق المالي السورية، ولا سيّما في ظلّ الأزمة التي مرّت بها سورية، والتي قامت الدّراسة بتغطية كامل فترتها.

1-1-1 مشكلة الدّراسة:

وفقاً لمصطلح كفاءة الأسواق الماليّة يفترض أن تتغيّر أسعار الأوراق الماليّة ارتفاعاً وانخفاضاً مستجيبة لكلّ المعلومات الواردة إلى السوق، إذ تعكس القيمة السوقية للسهم جميع المعلومات المتاحة، وتعوّض المستثمر بعائد كافٍ عمّا ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، ممّا أدّى إلى توجّه الكثير من الدراسات للبحث بمجموعة العوامل المؤثّرة في عوائد الأسهم في الأسواق الماليّة.

درست مجموعة كبيرة من الباحثين أثر المعلومات الواردة في القوائم الماليّة في هذه العوائد، وذلك باستخدام متغيّرات عديدة وطرق مختلفة، وبما أنّ جودة هذه الأرقام الماليّة تؤثر بشكل مباشر في أداء الأسهم في السوق اتّجه بعض الباحثين إلى دراسة جودة الأرباح ممثّلة بجودة المستحقّات على اعتبار أنّ تغيّر أرقام المستحقّات من سنة لأخرى أمر طبيعيّ، لكن المشكلة تكمن في التغيّر الحاصل في المستحقّات زيادة أو نقصاناً دون تغيّر متناسب في المبيعات، وهذا ما يدعو إلى الشكّ باحتمال وجود تلاعب برقم المستحقّات لتغيير رقم الأرباح النهائي المعلن عنه، سواء بالزيادة أو النقصان

حسب أهداف الشركة، إذ يفترض بأن المديرين يعتمدون أساساً على حرية تصرفهم في جزء من المستحقّات الكليّة كوسيلة من وسائل إدارة الأرباح، ومن ثمّ من الضروري فصل المستحقّات الكليّة إلى مستحقّات اختياريّة، وهي التي تحدّد من قبل الإدارة وأخرى غير اختياريّة، وهي التي تحدّد اقتصادياً (شاهين، 2011).

تعبّر جودة أرقام المستحقّات الماليّة عن احتمال (إمكانية) وجود تلاعب بهذه الأرقام، ومن ثمّ من المفترض أنّه إذا توجّه المستثمر في السّوق الماليّة إلى البحث عن الشركات ذات جودة المستحقّات الأعلى فهو مستعدّ لدفع سعر أعلى لشراء هذه الأسهم، ومن ثمّ يقبل الحصول على عائد أقلّ مقابل الاستثمار فيها؛ لأنّ مخاطرتها أقلّ من تلك الأسهم ذات جودة المستحقّات الأدنى، ومن ثمّ نجد أنّ المستثمر الرشيد يعمد إلى توجيه مدّخراته نحو الاستثمارات التي تحقّق له العوائد المرجوة مع درجة المخاطرة التي تناسبه، إذ يبني قراراته بعد دراسة المعلومات وتحليلها التي يتمّ الإفصاح عنها من قبل الشركات المدرجة في السّوق المالي، ومن ثمّ يحتاج المستثمر في جميع الأسواق الماليّة، ولا سيّما في سوق ناشئ كسوق دمشق للأوراق الماليّة لمعرفة أهمّ العوامل المؤثّرة في عوائد الأسهم والنّابعة من تلك الإفصاحات، وذلك ليتمكّن من اتّخاذ قراره الاستثماري بشكل سليم.

وفي هذا الإطار تأتي هذه الدّراسة لتحديد مساهمة جودة الأرباح ممثّلة بجودة أرقام المستحقّات الماليّة في قرارات المستثمرين في سوق دمشق للأوراق الماليّة، ومن ثمّ في تفسير التباين المقطعي والزمني لعوائد أسهمها.

وفي ضوء ذلك يمكن صياغة مشكلة البحث من خلال التساؤل الرئيسيّ التّالي:

هل يوجد تأثير جوهريّ لجودة أرقام المستحقّات الماليّة في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق

دمشق للأوراق الماليّة؟ والذي تشتقّ منه مجموعة من التساؤلات الفرعيّة التّالية:

- هل تختلف عوائد المحافظ المشكّلة على أساس جودة الأرقام الماليّة اختلافاً جوهرياً؟

- هل يوجد تأثير جوهري لجودة أرقام المستحقّات الماليّة في متوسّط العوائد الشّهريّة لأسهم

الشّركات الماليّة المدرجة في سوق دمشق للأوراق الماليّة وفق تحليل فاما ماكبيث؟

- هل يستطيع نموذج فاما فرينش ثلاثي العوامل تفسير تباين السلاسل الزّمنيّة في عوائد المحافظ

المشكّلة على أساس الجودة؟

1-1-2 أهداف الدّراسة:

تتجلّى أهداف البحث فيما يأتي:

1- عرض الإطار المفاهيمي لجودة الأرقام الماليّة وتأثير ممارسات المحاسبة الإبداعيّة عليها، وتوضيح مفهوم جودة الأرباح كمؤشر مُلخّص لهذه الجودة، بالإضافة إلى استعراض مقاييس جودة الأرباح، وصولاً إلى مقياس جودة المستحقّات المستخدم في الدّراسة الحاليّة، بالإضافة إلى التعرّف على مستوى جودة الأرقام الماليّة في الشّركات الماليّة المدرجة في سوق دمشق للأوراق الماليّة ومدى انتشار المحاسبة الإبداعيّة فيها.

2- قياس حساسية عوائد الأسهم الماليّة للشّركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق الماليّة لعامل جودة الأرقام الماليّة، والتأكّد إحصائياً من إمكانية تحقيق عائد غير عادي إذا تمّ اتّباع استراتيجية تكوين المحافظ الاستثماريّة التي تشتري أسهم الشّركات ذات الجودة المنخفضة، وتبيع أسهم الشّركات ذات الجودة المرتفعة.

3- قياس حساسية عوائد أسهم الشّركات الماليّة المدرجة في سوق دمشق للأوراق الماليّة لكلّ من عاملي الحجم والقيمة، وذلك من خلال اختبار القدرة التفسيريّة لهذه العوامل.

4- تقديم النصح للمستثمر في سوق دمشق للأوراق المالية ولمكاتب الوساطة بخصوص تكوين محافظ استثمارية، بناء على هذه المتغيرات إذا ثبت تأثير إحداها أو جميعها في العوائد، فيتمّ تكوين محافظ استثمارية بدرجات مخاطرة مختلفة حسب رغبة المستثمرين.

5- الاهتمام بموضوع جودة أرقام المستحقّات الماليّة الذي يؤدي بدوره إلى تخفيف التباين في المعلومات، ومن ثمّ حتّ صانعي السياسات المحاسبية على تنظيم التقارير الماليّة عموماً بشكل أكثر جودة.

1-1-3 أهمية الدّراسة:

تتجلّى أهمية الدّراسة في النواحي التالية:

1- تعدّ هذه الدّراسة من الدّراسات الأوائل (على حدّ علم الباحثة) في سوق دمشق للأوراق الماليّة التي تناولت العلاقة بين جودة الأرباح (ممثّلة بجودة أرقام المستحقّات الماليّة) وعوائد الأسهم المدرجة في هذا السّوق، ولا سيّما أنّ سوق دمشق للأوراق الماليّة سوق ناشئة.

2- تغطّي هذه الدّراسة مرحلة غير مستقرّة سياسياً، تعرّضت فيه الشّركات المدرجة لضغوط اقتصادية ربّما تكون قد شكّلت حافزاً لها لتقوم بممارسات المحاسبة الإبداعية.

3- استخدام نموذج جونز المعدّل في الكشف عن درجة جودة أرقام المستحقّات الماليّة للشّركات الماليّة المدرجة في سوق دمشق للأوراق الماليّة.

4- إنّ اختبار العلاقة بين جودة أرقام المستحقّات الماليّة والعوائد السّوقية للأسهم في سوق دمشق للأوراق الماليّة يكتسب أهمية خاصّة للبحث؛ نظراً لتطبيق الاختبار على بيئة جديدة مختلفة لها خصائصها المميّزة، إذ توجد فروقات بين البيئة التي تمّت فيها الدراسات السابقة وسوق دمشق للأوراق

المالية، وذلك من حيث مستوى كفاءة السوق وحجم المعلومات المتاحة للمستثمرين ونوعيتها، ومستوى الإفصاح المحاسبي في التقارير السنوية للشركات.

5- استخدام منهجية تكوين المحافظ التي تعدُّ منهجية قلَّ تطبيقها في سوق دمشق للأوراق المالية.

6- تفيد نتائج هذا البحث مستخدمي التقارير المالية، وعلى وجه الخصوص المحللون الماليون، في معرفة قدرة متغير ما على تفسير التغير في أسعار الأسهم، ممَّا يمكِّنهم من الوصول إلى تقديرات أكثر دقة لأسعار الأسهم، ومن ثمَّ تقليل نسبة الخطأ في تقديراتهم لأسعار الأسهم.

7- إمكانية التأثير في قرارات المستثمرين، وذلك من خلال مساعدة هؤلاء المستثمرين على فهم سلوك أسعار الأسهم، ومن ثمَّ توقُّع الأسهم التي ستحقِّق عوائد أعلى لتضمينها في محافظهم الاستثمارية حسب سياساتهم المتبعة، وهو ما سيؤدِّي بدوره إلى تغير في أسعار الأسهم السوقية، ومن ثمَّ حجم التداول على مستوى نشاط السوق.

1-1-4 فرضيات الدراسة:

يسعى البحث إلى اختبار الفرضية الرئيسية التالية:

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين جودة أرقام المستحقَّات المالية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وبين عوائد أسهمها.

ويتفرَّع عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

الفرضية الأولى: إنَّ متوسط العوائد الشهرية لمحافظ أسهم الشركات ذات جودة المستحقَّات المنخفضة يساوي متوسط العوائد الشهرية لمحافظ أسهم الشركات ذات جودة المستحقَّات المرتفعة.

الفرضية الثانية: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لجودة المستحقات في عوائد أسهم الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الفرضية الثالثة: لا يستطيع نموذج فاما فرينش ثلاثي العوامل تفسير تباين السلاسل الزمنية في عوائد المحافظ المشكّلة على أساس الجودة.

1-1-5 مجتمع وعينة الدراسة وحدودها:

مجتمع الدراسة: يضم مجتمع الدراسة أسهم الشركات المساهمة المغفلة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، التي تم تداول أسهمها في الفترة ما بين 2010 وحتى 2019 م موزعة على خمسة قطاعات؛ وهي قطاع الخدمات وقطاع الصناعة وقطاع الزراعة وقطاع البنوك وقطاع التأمين.

عينة الدراسة: بما أن الدراسة تقوم على دراسة أثر متغير مستقل أساسي (متغير جودة المستحقات) وثلاث متغيرات أخرى ضابطة في عوائد الأسهم فإن عينة الدراسة لكل من المتغير التابع عائد الأسهم ومتغير جودة المستحقات تشمل أسهم القطاع المالي في سوق دمشق للأوراق المالية، وتتمثل في كل من قطاع البنوك (البنك العربي - سورية ARBS ، المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF ، بنك الأردن - سورية BOJS ، بنك البركة - سورية BBSY ، بنك الشام CHB ، بنك الشرق SHRQ ، بنك بيبيلوس سورية BBS ، بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF ، بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB ، بنك سورية والخليج SGB ، بنك سورية والمهجر BSO ، بنك عودة سورية BASY ، بنك قطر الوطني - سورية QNBS ، فرنسبنك سورية FSBS) وقطاع التأمين (الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC ، السورية الدولية للتأمين AROP ، الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC ، سورية الوطنية للتأمين NIC ، الشركة المتحدة للتأمين UIC ، العقيلة للتأمين التكافلي ATI).

أما بالنسبة إلى المتغيرات المستقلة الأخرى (عوامل فاما فرينش) فتشمل بالإضافة إلى أسهم كل من قطاعي البنوك والتأمين، قطاع الخدمات ويتضمن (الشركة الأهلية للنقل AHT - المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق UG) وقطاع الصناعة (الشركة الأهلية لصناعة الزيوت AVOC) وقطاع الزراعة (الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات NAMA)، ويستثنى من عينة الدراسة كل من شركة اسمنت البادية وقطاع الاتصالات؛ كونها أدرجت حديثاً (عام 2019) في السوق المالية.

الحدود الزمانية للدراسة: حصلت الباحثة على البيانات من موقع سوق دمشق للأوراق المالية على أساس شهري للسلسلة الممتدة من عام 2010 حتى نهاية عام 2019 والمتضمنة أسعار الأسهم في تلك الفترة بالإضافة إلى التقارير المالية للأسهم عينة الدراسة.

الحدود المكانية للدراسة: سوق دمشق للأوراق المالية.

1-1-6 محددات الدراسة:

1- قلة عدد الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بالمقارنة مع الأسواق المالية العالمية التي أجريت الدراسات السابقة فيها.

2- الأزمة السياسية التي مرت بها البلاد والتي أثرت في الوضع الاقتصادي عموماً بما فيها سوق دمشق للأوراق المالية، مما قد يؤدي إلى تشوهات في نتائج الدراسة باتجاه عوائد سلبية أو منخفضة.

3- قصر تطبيق الدراسة على القطاع المالي في السوق بسبب قلة عدد الشركات المدرجة في القطاعات الأخرى، الأمر الذي يشكل صعوبة عند تطبيق نموذج جونز المعدل في هذه القطاعات، ومن ثم سيكون هناك صعوبة بتعميم النتائج على القطاعات الأخرى في السوق.

1-1-7 متغيرات الدراسة:

أولاً: المتغيرات الخاصة بالتحليل المقطعي (منهج فاما ماكبيث):

أ- المتغير التابع الممثل بالعوائد الشهرية للأسهم:

تمّ حساب العوائد الشهرية لأسهم الشركات المالية المساهمة المغفلة عينة البحث المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عن الفترة الممتدة ما بين نهاية شهر تموز 2011 إلى نهاية شهر حزيران 2019، وذلك من خلال بيان تغيرات الأسعار على موقع سوق دمشق للأوراق المالية، إذ تمّ استخلاص أسعار الإغلاق اليومية لأسهم الشركات المدرجة في السوق مع التعديل للأخذ بعين الاعتبار عمليات تجزئة الأسهم، كما تمّ تجميع بيانات توزيع الأرباح من محاضر اجتماعات الهيئة العامة المتاحة على موقع السوق ذاته، وتمّ حساب العائد الشهري بموجب المعادلة التالية¹:

$$(1) \quad R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1} + Div_t}{P_{it-1}}$$

إذ إنّ: (R_{it} = عائد السهم للشركة i خلال الشهر t ، P_{it} = سعر إغلاق السهم للشركة i في نهاية الشهر t ، P_{it-1} = سعر إغلاق السهم للشركة i في نهاية الشهر $t-1$ ، Div_t = نصيب السهم الواحد من توزيعات الأرباح في الشهر t إن وجدت).

ب- المتغيرات المستقلة:

تمّ إجراء التحليل المقطعي بإسلوب فاما ماكبيث على مستوى الأوراق المالية منفردة، وذلك بأخذ المتغيرات المستقلة الأربعة (بيتا ومتغير الحجم ومتغير نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية

¹ أي تمّ إيجاد العائد الشهري لكل شركة في كل شهر عن الفترة المحددة.

ومتغير جودة المستحقات) لمعرفة اتجاه كل متغير مستقل وتأثيره في المتغير التابع الممثل بالعوائد الشهرية للأسهم.

1- المتغير المستقل الأول بيتا (Beta): تمثل بيتا مقياس المخاطر المنتظمة، ونظراً لأن بيتا

غير ثابتة إذ تتغير بيتا بمرور الزمن، وذلك تبعاً لتغير مخاطر الشركة وبناءً على ذلك تمّ حساب بيتا في كل شهر t عن طريق برنامج EXCEL باستخدام الدالة SLOPE لانحدار عائد السهم على عائد السوق ل 12 شهر سابق للشهر المراد حساب بيتا له (الشهر t) أي إنّ بيتا تتغير من شهر إلى آخر.

2- المتغير المستقل الثاني حجم الشركة (Size): يمثل اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية

للسهم i في الشهر t وتقاس القيمة السوقية بحاصل جداء سعر إغلاق السهم في شهر معين بعدد الأسهم المصدرة القائمة في نهاية هذا الشهر¹.

3- المتغير المستقل الثالث نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية (Book to

Market): يمثل اللوغاريتم الطبيعي للنسبة المحسوبة للسهم i في الشهر t وتقاس نسبة ال B/M بالقيمة الدفترية للأسهم (إجمالي حقوق المساهمين) في العام $t-1$ مقسومة على القيمة السوقية للشركة في الشهر t .

4- المتغير المستقل الرابع جودة المستحقات (Accruals quality): يمثل المستحقات

الاختيارية بالقيمة المطلقة المقاسة باستخدام نموذج جونز المعدل 1991.

ويعبر عن نموذج جونز المعدل من قبل (Dechow et al. 1995) من خلال سلسلة معادلات الانحدار التالية، إذ يتم أولاً حساب إجمالي المستحقات TA على الشكل التالي:

¹ تم أخذ عدد الأسهم في كل فترة زمنية من الإفصاحات السنوية للشركات آخذين بعين الاعتبار زيادات رأس المال وتوزيع الأسهم مجانية على المساهمين وتجزئة أسهم الشركات من 500 ل.س إلى 100 ل.س.

$$TA_{ij,t} = EBXI_{ij,t} - CFO_{ij,t}$$

حيث $TA_{ij,t}$ = إجمالي المستحقات الكلية المقاسة باستخدام قائمة التدفقات النقدية للشركة i في القطاع j في السنة t ، $EBXI_{ij,t}$ = صافي الأرباح قبل البنود غير العادية والعمليات المتوقعة للشركة i في القطاع j في السنة t ، $CFO_{ij,t}$ = صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة i في القطاع j في السنة t .

ومن ثمَّ يتمُّ تقدير معادلة الانحدار لبيانات مقطعية للشركات التي تنتمي إلى نفس القطاع في العام i على الشكل التالي:

$$\frac{TA_{ij,t}}{A_{ij,t-1}} = a_{1j} \left(\frac{1}{A_{ij,t-1}} \right) + a_{2j} \frac{(\Delta REV_{ij,t} - \Delta REC_{ij,t})}{A_{ij,t-1}} + a_{3j} \frac{PPE_{ij,t}}{A_{ij,t-1}} + \varepsilon_{ij,t}$$

حيث $TA_{ij,t}$ = إجمالي المستحقات الكلية للشركة i في القطاع j في السنة t ، $A_{ij,t-1}$ = إجمالي أصول الشركة i في القطاع j في السنة $t-1$ ، $\Delta REV_{ij,t}$ = التغير في إجمالي الإيرادات للشركة i في القطاع j بين السنة $t-1$ والسنة t ، $\Delta REC_{ij,t}$ = التغير في حسابات المدينين للشركة i بين السنة $t-1$ والسنة t ، $PPE_{ij,t}$ = إجمالي المعدات والتجهيزات والممتلكات في السنة t ، $\varepsilon_{ij,t}$ = الخطأ العشوائي للنموذج.

ومن ثمَّ يتمُّ استخدام المعلومات المقدرة في المعادلة السابقة a_{1j}, a_{2j}, a_{3j} لتقدير المستحقات غير الاختيارية المحددة للشركة، التي تدعى أيضاً المستحقات العادية (NA) (Normal Accruals) في القطاع j للعام i على الشكل التالي:

$$NA_{ij,t} = \hat{a}_{1j} \left(\frac{1}{A_{ij,t-1}} \right) + \hat{a}_{2j} \frac{(\Delta REV_{ij,t} - \Delta REC_{ij,t})}{A_{ij,t-1}} + \hat{a}_{3j} \frac{PPE_{ij,t}}{A_{ij,t-1}}$$

وأخيراً يتم حساب المستحقّات الاختيارية التي تدعى أيضاً المستحقّات غير العادية (AA) (Abnormal Accruals) للشركة i في القطاع j للسنة t على الشكل التالي:

$$AA_{ij,t} = \frac{TA_{ij,t}}{A_{ij,t-1}} - NA_{ij,t}$$

ويتمّ التركيز على القيمة المطلقة للمستحقّات الاختيارية (المستحقّات غير العادية) (| AA |) وكلّما ارتفعت قيمة | AA | دلّ ذلك على وجود إدارة أرباح، ومن ثمّ انخفاض جودة المستحقّات، ومن ثمّ انخفاض جودة الأرباح أيضاً (Schipper & Vincent, 2003).

ثانياً: المتغيّرات الخاصة بتحليل السلاسل الزمنية (نموذج فاما فرينش):

تمّ إجراء تحليل السلاسل الزمنية بأسلوب فاما فرينش من خلال معادلة انحدار للمتغيّر التابع/ وهو العوائد الإضافية للمحافظ المشكّلة على أساس الجودة مطروحاً من كلّ منها العائد الخالي من المخاطرة، والمتغيّرات المستقلّة هي عوامل فاما فرينش الثلاثة، وذلك للكشف فيما إذا كانت هذه المحافظ مقيّمة كما يجب أم إنّها مقيّمة بأقلّ أو أكثر ممّا يجب، ومن ثمّ معرفة قدرة عوامل فاما فرينش على تفسير عوائد محافظ جودة المستحقّات المنخفضة والمرتفعة.

أ- المتغيّر التابع:

تمّ إجراء تحليل السلاسل الزمنية بأسلوب فاما فرينش مرّتين، مرّة باستخدام المتغيّر التابع الأول وهو العائد الإضافي للمحافظ المشكّلة على أساس الجودة المنخفضة مطروحاً من كلّ منها العائد الخالي من المخاطرة $R_{ilow} - R_f$ والمرّة الثانية باستخدام المتغيّر التابع الثاني وهو العائد الإضافي للمحافظ المشكّلة على أساس الجودة المرتفعة مطروحاً من كلّ منها العائد الخالي من المخاطرة $R_{ihigh} - R_f$.

وتَمَّ حساب العائد الخالي من المخاطرة R_f من خلال استخدام العائد على ودائع التوفير كـممثِّل للعائد الخالي من المخاطر، وذلك بدلاً من العائد على أدونات الخزينة كما في دراسة (مشرقي والشهاب، 2014) إذ برَّروا ذلك بعدم توافر بيانات شهرية متواترة لعائد أدونات الخزينة.

ب- المتغيرات المستقلة:

1- العائد الإضافي للسوق $R_m - R_f$:

تَمَّ حساب العوائد الشهرية لمحفظـة السُّوق $R_{m,t}$ باستخدام قيم مؤشِّر سوق دمشق للأوراق المالية المتثقل بالقيمة السوقية (DWX) كعائد ممثِّل لعائد محفظـة السُّوق، وذلك من نهاية شهر تموز 2011 إلى نهاية شهر حزيران 2019 من خلال المعادلة التالية:

$$R_{mt} = \frac{DWX_t - DWX_{t-1}}{DWX_{t-1}}$$

حيث:

R_{mt} : العائد الشهري للسُّوق في الشهر t .

DWX_t : قيمة مؤشِّر سوق دمشق للأوراق المالية في نهاية الشهر t .

DWX_{t-1} : قيمة مؤشِّر سوق دمشق للأوراق المالية في نهاية الشهر $t-1$.

وتَمَّ حساب العائد الخالي من المخاطرة R_f من خلال استخدام العائد على ودائع التوفير كـممثِّل للعائد الخالي من المخاطر، وذلك لتشكيل المتغير $R_m - R_f$ المعبِّر عن العائد الإضافي للسوق.

2-متغير القيمة HML , متغير الحجم SMB , :

تمّ تشكيل محافظ استثمارية للمساعدة في بناء المتغيرات الضابطة HML, SMB, وذلك في منتصف كل عام في نهاية شهر حزيران نظراً لتأخر استكمال صدور التقارير المالية للشركات المدرجة في السوق حتى منتصف كل عام، بحيث تصبح بيانات القيمة الدفترية متاحة، وذلك لتجنب الوقوع في تحيز النظر المستقبلية (Look-ahead bias) وذلك بحيث يمكن تكوين المحافظ الاستثمارية اعتماداً على بيانات جميع الشركات المدرجة في السوق والمتاحة في تاريخ تشكيل كل محفظة¹، ومن ثمّ سيتمّ ذلك بدءاً من نهاية 2011/06 وهكذا حتى نهاية 2019/6² أي على نحو ثنائي سنوات وفق ما يلي:

المجموعة الأولى من المحافظ: تمّ اعتماد جداء عدد الأسهم في سعر إغلاق السهم في آخر يوم تداول لشهر حزيران في العام t مقياساً لحجم الشركة في الشهر t. وتمّ التمييز بين أسهم الشركات كبيرة الحجم وأسهم الشركات صغيرة الحجم من خلال الوسيط للقيم السوقية للأسهم الداخلة في تشكيل المحفظة، فتقسم الأسهم بنسبة 50% إذ تصنّف الشركات التي تمتلك قيمة سوقية أصغر من الوسيط في المحافظ الصغيرة الحجم Small بينما تصنّف الشركات التي تمتلك قيمة سوقية أكبر من الوسيط في المحافظ الكبيرة الحجم Big.

المجموعة الثانية من المحافظ: تمّ أخذ القيمة الدفترية والقيمة السوقية لكل شركة في نهاية العام t-1 وتمّ تشكيل المحافظ في شهر حزيران من العام t من خلال توزيع الشركات حسب نسبة ال Book to Market إلى ثلاثة محافظ 30% من الأسهم في المحفظة مرتفعة القيمة الدفترية إلى السوقية

¹ تم استبعاد الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات NAMA من تكوين محافظ حزيران 2014 وحزيران 2015 وحزيران 2016 لكونها كانت موقوفة عن التداول في تلك الفترة.

² لم نقم بتشكيل محفظة في 2019/6 لأن تشكيل المحفظة يستلزم حساب عوائدها من خلال عوائد الأشهر التالية لتشكيلها إذ إنّ فترة البحث تنتهي في 2019/6.

High المتضمّنة للقيم الأعلى من نسبة ال Book to market و 40% من الأسهم في المحفظة المتوسّطة Medium المتضمّنة للقيم الوسطيّة و 30% من الأسهم في المحفظة المنخفضة القيمة الدفترية إلى السّوقية Low.

ومن ثمّ تمّت مقاطعة مجموعتي المحافظ لينتج لدينا ستّ محافظ Size-B\M تمثّل (SL, SM, SH, BL, BM, BH) تمّ حساب العوائد الشّهريّة المرجّحة بالقيمة لهذه المحافظ.

يحسب عائد متغيّر (عامل) الحجم SMB (Small Minus Big) من خلال الفرق بين متوسّط العوائد الشّهريّة للمحافظ الثلاث صغيرة الحجم (SL, SM, SH) ومتوسّط العوائد الشّهريّة للمحافظ كبيرة الحجم (BL, BM, BH).

$$SMB = \frac{(SL + SM + SH)}{3} - \frac{(BL + BM + BH)}{3}$$

بينما تمّ حساب عائد متغيّر (عامل) القيمة HML (High minus Low) من خلال الفرق بين متوسّط العوائد الشّهريّة للمحافظ ذات النسبة المرتفعة من B\M (BH, SH) ومتوسّط العوائد الشّهريّة للمحافظ ذات النسبة المنخفضة من B\M (BL, SL).

$$HML = \frac{(BH + SH)}{2} - \frac{(BL + SL)}{2}$$

ثالثاً: محافظ جودة المستحقّات المنخفضة ومحافظ جودة المستحقّات المرتفعة:

تمّ تشكيل محافظ جودة المستحقّات بناء على ما قدّمه (Mouselli, Jaafar, & Goddard, 2013) في دراستهم وبما يتناسب مع خصوصية عدد الأسهم في سوق دمشق للأوراق الماليّة، إذ تمّ أخذ القيمة المطلقة للمستحقّات الاختيارية للأسهم عينة الدّراسة في كلّ عام¹ بدءاً من 2010 وتشكيل محافظ بناءً

¹ وفق الأسهم المدرجة في السوق في ذلك لتاريخ

عليها في نهاية شهر حزيران 2011، وذلك بترتيب الأسهم من الأصغر إلى الأكبر (حسب القيمة المطلقة للمستحقّات الاختيارية) وتقسيمها إلى فئتين بناءً على الوسيط، إذ تمّ وضع الفئة الأولى (فئة الأسهم التي تمتلك قيمة صغيرة من المستحقّات الاختيارية التي تشكّل 50% من مجموع الأسهم المدرجة في ذلك التاريخ) في المحفظة ذات الجودة المرتفعة، وتمّ وضع الفئة الثانية (فئة الأسهم التي تمتلك قيمة كبيرة من المستحقّات الاختيارية التي تشكّل 50% الباقية من مجموع الأسهم) في المحفظة ذات الجودة المنخفضة.

في نهاية شهر حزيران من العام (t)، يتمّ تشكيل المحافظ الاستثمارية وفق جودة المستحقّات المنخفضة وجودة المستحقّات المرتفعة وحساب العوائد الشهرية للمحافظ من نهاية شهر تموز في العام (t) وحتى شهر حزيران للعام التالي (t+1)، وذلك بطريقتي التوزيع المتساوي والتوزيع بالقيمة وفق ما يلي:

i. لقد تمّ حساب العوائد الشهرية المرجّحة بالتساوي لكلّ محفظة تمّ تشكيلها على الشكل التالي:

عائد المحفظة في الشهر المعنيّ = مجموع عوائد أسهم الشركات الداخلة في تكوين المحفظة / عدد الشركات الداخلة في تكوين هذه المحفظة.

ii. أمّا العوائد الشهرية المرجّحة بالقيمة السوقية لكلّ محفظة، فقد تمّ حسابها من خلال المعادلة التالية:

عائد المحفظة في الشهر المعنيّ = مجموع (عائد سهم الشركة في الشهر المعني * قيمته السوقية في هذا الشهر) للشركات الداخلة في تكوين المحفظة / مجموع القيم السوقية للشركات الداخلة في تكوين المحفظة.

ومن ثمّ تمّ بناء المتغيّر الخاصّ بجودة المستحقّات بالاعتماد على الفرق (Low AQ – High AQ) بين عوائد محفّظتي جودة المستحقّات المنخفضة (Low) وجودة المستحقّات المرتفعة (High) في كلّ شهر بدءاً من شهر تموز 2011 وحتىّ شهر حزيران 2019.

1-1-8 منهجية الدّراسة:

تمّ استخدام المنهج الوصفي في الجانب النّظري القائم على تعريف المتغيّرات الأساسية ودراستها وتحليلها، وفي الجانب التّطبيقي تمّ الاعتماد على المنهج التّحليلي الكميّ لاختبار الفرضيات الذي يعتمد على استخدام أساليب قياس كميّة مناسبة ونماذج رياضيّة، باستخدام برنامج Excel لمعالجة البيانات والمساعدة في تشكيل المحافظ لحساب المتغيّرات المستقلّة، بالإضافة إلى استخدام البرامج الإحصائية SPSS, Eviews، إذ يتمّ إجراء التوصيف الإحصائي للبيانات والكشف عن مصفوفة الارتباط بين المتغيّرات المستقلّة، بالإضافة إلى إجراء معادلات الانحدار المقطعي وإجراء تحليل للسّلاسل الزّمنيّة باستخدام أسلوب فاما وفرينش لخدمة أهداف الدّراسة، وذلك بمساعدة البيانات المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق الماليّة للشركات المدرجة فيه خلال مدّة الدّراسة من 2010/6/30 لغاية 2019/6/30، والمتضمّنة أسعار الأسهم في تلك الفترة بالإضافة إلى النّقاير الماليّة والإفصاحات السنويّة للشركات، ومحاضر اجتماعات الهيئة العموميّة للجمعية العاديّة المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق الماليّة.

1-1-9 الدّراسات السّابقة:

تناولت الدّراسات السّابقة مواضيع عديدة فيما يخصّ القوائم الماليّة ومحتوياتها المحاسبية، وتخصّص قسم كبير منها في موضوع إدارة الأرباح وجودة هذه الأرباح وعلاقتها بأسعار الأسهم

وعوائدها، وذلك من خلال طرق قياس وتحليل مختلفة وفي بورصات مالية محلية وعالمية، ومن هذه الدراسات:

أولاً: الدراسات باللغة العربية:

1- دراسة (أبو شعبان ، 2010) بعنوان: "مدى تأثير المعلومات المحاسبية المنشورة على السعر السوقي للسهم".

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر المعلومات المحاسبية في سعر السهم في سوق فلسطين للأوراق المالية، ومنه التعرف على مدى تأثير اعتماد المستثمر على المعلومات المحاسبية عند اتخاذ قرار استثماره.

وتمت دراسة جميع الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وعددها 37 شركة خلال الفترة (2004-2008)، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتحديد العلاقة بين المتغيرات المستقلة؛ وهي (الأصول المتداولة وإجمالي الأصول والخصوم قصيرة الأجل وإجمالي الخصوم وصافي الربح وصافي رأس المال العامل وإجمالي رأس المال) والمتغير التابع سعر السهم في السوق.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة هو أن المعلومات المحاسبية التي تنشرها الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع أسعار أسهم تلك الشركات، وتختلف دلالة المعلومات المحاسبية وعلاقتها بسعر السهم حسب القطاع الذي تنتمي إليه الشركات (مالي وغير مالي).

فقد توصلت نتائج الدراسة أيضاً إلى أنه عند تحليل السوق كوحدة واحدة فإن المعلومات المحاسبية التي تربطها علاقة ذات دلالة إحصائية بسعر السهم هي: الخصوم قصيرة الأجل وإجمالي

الخصوم وصافي الربح وإجمالي رأس المال. وعند تحليل السُّوق كقطاعات مختلفة (قطاع مالي وقطاع غير مالي) فإنَّ المعلومات المحاسبية التي تربطها علاقة ذات دلالة إحصائية بسعر السهم في القطاع المالي هي: الأصول المتداولة والخصوم قصيرة الأجل وإجمالي الأصول وصافي الربح.

عند تحليل السُّوق كقطاعات مختلفة (قطاع مالي وقطاع غير مالي) فإنَّ المعلومات المحاسبية التي تربطها علاقة ذات دلالة إحصائية بسعر السهم في القطاع غير المالي هي: صافي الربح وحجم رأس المال العامل ورأس المال الاجمالي وإجمالي الخصوم، إذ تختلف النتائج التي يمكن الحصول عليها في حال استخدام النموذج الشَّامل عنها في حال استخدام النموذج الأمثل، في حال تحليل السُّوق كقطاعين منفصلين، وتتطابق في حال تحليل السُّوق كوحدة واحدة.

2- دراسة (كرمه، 2017) بعنوان: "دور التحليل المالي المتقدّم في مواجهة آثار

ممارسات المحاسبة الإبداعية وانعكاساتها على البيانات المالية -دراسة تطبيقية-".

هدفت الدِّراسة إلى توضيح دور التحليل المالي المتقدّم في المساعدة على اكتشاف ممارسات المحاسبة الإبداعية والحدّ من آثارها، وذلك من خلال تطبيق نماذج التحليل المالي المتقدّم الخاصّة باكتشاف ممارسات المحاسبة الإبداعية في الشَّرَكَات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة من عام 2010 ولغاية عام 2014، وشملت هذه النِّماذج مؤشّر (Modified Jones) - ومؤشّر (Eckel) - ومؤشّر (Chaney and Lewis) - ومؤشّر (Leuz).

وقد تمّت دراسة تأثير كلّ من حجم الشَّرَكة ومديونيتها وصافي التدفُّقات النقدية التشغيلية، بالإضافة إلى مدى تأثّر الربح السنوي المتنبّأ به بممارسات المحاسبة الإبداعية، وتوصّلت الدِّراسة إلى مجموعة من النتائج، وتشمل: وجود مؤشّرات ذات دلالة معنويّة على ممارسة الشَّرَكَات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية لأساليب المحاسبة الإبداعية خلال فترة الدِّراسة، كما توصّلت إلى وجود

توافق من حيث معنوية ودلالة نتائج كل من مؤشر (Eckel) ونتائج مؤشر (Modified jones) في اختبار ممارسة الشركات لأساليب المحاسبة الإبداعية.

بالإضافة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين التدفقات النقدية التشغيلية وبين ممارسة الشركات المساهمة المدرجة في السوق لأساليب المحاسبة الإبداعية، كما أن كل الشركات ذات الحجم الأكبر والشركات ذات المديونية العالية مارست أساليب المحاسبة الإبداعية بنسبة أكبر من الشركات ذات الحجم الأصغر والشركات ذات المديونية المنخفضة.

3- دراسة (ابراهيم، 2017) بعنوان: " قياس تأثير القدرة الإدارية على جودة الأرباح المحاسبية في بيئة الأعمال المصرية: دراسة تطبيقية".

هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير القدرة الإدارية للمدراء التنفيذيين على جودة الأرباح المحاسبية في بيئة الأعمال المصرية من خلال ثلاثة محاور تضمنت الإطار النظري للقدرة الإدارية للمدراء، ودراسة تأثير القدرة الإدارية على أداء الوظيفة المحاسبية، ثم تضمنت الدراسة دراسة تطبيقية لاختبار الفروض لعينة مكونة من (129) شركة غير مالية مسجلة بسوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من عام 2012 وحتى عام 2013 وذلك باستخدام استخدام نموذج (Dechow and Dichev, 2002).

وقد أظهرت نتائج الدراسة أن هناك تأثيراً إيجابياً للقدرة الإدارية على القيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية وأنشطة تمهيد الأرباح المحاسبية، مما ينعكس ذلك بالتبعية على انخفاض جودة الأرباح المحاسبية، وكان من أهم التوصيات تدعيم تطبيق آليات حوكمة الشركات الداخلية والخارجية للحد من قدرة المدراء التنفيذيين على القيام بممارسات إدارة الأرباح المحاسبية، ومن ثم انخفاض جودة الأرباح المحاسبية، وذلك من خلال زيادة التأكيد على الفصل بين وظيفة اتخاذ القرارات الإدارية

والرقابة عليها، ومن ثمَّ ضرورة الفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، بالإضافة إلى ضرورة قيام الشَّرَكَات باتِّخاذ الإجراءات اللازمة للتَّأكيد على استقلاليَّة المراقب الخارجي للحسابات.

4- دراسة (شاهين، 2011) بعنوان: " إدارة الأرباح ومخاطرها في البيئة المصرفية دراسة تحليلية تطبيقية على المصارف الوطنية الفلسطينية " .

هدفت الدِّراسة إلى البحث عن مدى ممارسة إدارة الأرباح في البيئة المصرفيَّة والمخاطر الَّتِي تنطوي عليها من خلال التعرُّف على طبيعة تلك العمليَّات ومؤشِّراتها والأساليب المتَّبعة في ممارستها والآثار المتربِّبة عليها ومدى ممارسة الإدارة المصرفيَّة في المصارف الوطنيَّة العاملة في فلسطين لتلك العمليَّات.

يتكوَّن مجتمع الدِّراسة من جميع المصارف الوطنيَّة العاملة في فلسطين وعددها (10) مصارف، أمَّا عينة الدِّراسة فتكوَّنت من 5 مصارف فقط، واستخدمت الدِّراسة التَّطبيقية نموذج jones المعدَّل خلال الفترة من عام 2005 حتَّى عام 2009 .

وقد أظهرت الدِّراسة قيام إدارات المصارف في فلسطين بعمليَّات ممارسة إدارة الأرباح بدرجة كبيرة خلال سنوات الدِّراسة، كما تفاوت تركيزها ومدَّتُها بين تلك المصارف، وأشارت الدِّراسة إلى خطورة هذه الظَّاهرة على الأداء المصرفي ومصادقيَّة التقارير الماليَّة المنشورة وافتقارها لخصائص الجودة، ممَّا يؤثِّر في قرار مستخدمي تلك التَّقارير.

5- دراسة (عبد الرحمن وهاشم، 2016) بعنوان: "أثر ممارسة إدارة الأرباح على تقويم الأداء المالي دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق الماليَّة" .

هدفت الدراسة إلى التعرف على مفهوم ودوافع وأساليب ممارسة إدارة الأرباح وتأثيرها على تقويم الأداء المالي، والقيام بدراسة تطبيقية لمعرفة نتيجة العلاقة بين ممارسة إدارة الأرباح من قبل المصارف المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية ومؤشرات تقويم الأداء المالي المتمثلة في مؤشرات الربحية، ومؤشرات النشاط، وسعر السهم إلى ربحيته، وتم الاعتماد على نموذج جونز المعدل Modified Jones Model لتقدير قيم المستحقات الاختيارية لمصارف العينة، ومن ثم الكشف عن مدى ممارستها لإدارة الأرباح في بياناتها المالية خلال الفترة 2009-2013.

أشارت نتائج الدراسة إلى أن المصارف المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية مارست إدارة الأرباح خلال فترة الدراسة بنسبة (80 %) وأن ذلك أثر بشكل طردي في تقويم الأداء المالي لها من خلال تأثيره في مؤشرات الربحية والنشاط وسعر السهم إلى ربحيته.

6- دراسة (كسار وأومري، 2018) بعنوان: "أثر الالتزام بقواعد حوكمة الشركات في الحد من ممارسات إدارة الأرباح: دراسة تطبيقية على المصارف الخاصة وشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر الالتزام بقواعد حوكمة الشركات في الحد من ممارسات إدارة الأرباح، وذلك من خلال عينة من الشركات المدرجة ضمن سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك خلال فترة امتدت من 2010-2015.

اعتمد الباحث في قياس المتغير المستقل على قواعد حوكمة الشركات في إجراء تحليل محتوى تقارير الحوكمة الصادرة عن الهيئة بشكل سنوي وفقاً للقرار رقم (31/م) للعام 2008، وتم قياس المتغير التابع لممارسات إدارة الأرباح عن طريق المستحقات الاختيارية بالاعتماد على نموذج McNichols(2002) بالإضافة إلى الاعتماد على ثلاثة متغيرات معترضة لضبط العلاقة بين

المتغيرين والتخفيف من الخطأ العشوائي، تمثلت في (حجم الشركة، ونسبة المديونية، وتحقيق الشركة للأرباح)، واعتمد الباحث على نموذج الانحدار اللوجستي لاختبار الأثر بين المتغير المستقل والتابع وإيجاد دالة الانحدار.

وقد توصل الباحث إلى نتائج عدة، أهمها عدم وجود أثر معنوي بين الالتزام بقواعد حوكمة الشركات وممارسات إدارة الأرباح في البيئة السورية، وقام بصياغة توصيات عدة، من أهمها إجراء دراسات بهدف تعديل القرار رقم (31/م) عبر إضافة فقرات تؤكد على القائمين بأعمال الحوكمة أهمية القيام بإجراءات رقابية تهدف إلى الكشف عن ممارسات إدارة الأرباح.

7- دراسة (عبد الوهاب، 2019) بعنوان: "أثر جودة التدقيق الداخلي في إدارة الأرباح (دراسة تطبيقية)".

هدفت الدراسة إلى تحديد درجة مساهمة إدارة الأرباح في الشركات المساهمة العامة السورية، وتحديد الاختلاف في ممارسات إدارة الأرباح في هذه الشركات في ظل وجود إدارة تدقيق داخلي فيها، ومن ثم بيان أثر جودة التدقيق الداخلي والعوامل الرئيسية والفرعية المحددة لها في إدارة الأرباح، فضلاً عن تحديد أثر العوامل الفرعية المحددة لجودة التدقيق الداخلي بوجود مجموعة من المتغيرات الضابطة في إدارة الأرباح.

تكوّن مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة العامة السورية البالغ عددها (53) شركة، في حين ضمت عينة الدراسة (35) شركة، وقد تمّ قياس المتغير التابع باستخدام نموذج كوثري، وتمّ قياس المتغيرات المستقلة عن طريق تصميم استبيان وتوزيعه لإدارات التدقيق الداخلي في الشركات عينة الدراسة، لجمع المعلومات عن جودة التدقيق الداخلي في هذه الشركات، وذلك في نهاية عام 2017.

وقد توصّلت الدّراسة إلى: قيام الشّركات المساهمة العامّة السّورية بممارسة إدارة الأرباح عند إعداد بياناتها الماليّة، ووجود فروق في هذه الممارسة تعزى إلى وجود إدارة تدقيق داخلي لدى الشّركة، ولكن لم يكن الفرق جوهرياً، كما وجد تأثير عكسي ذو دلالة معنويّة لجودة التدقيق الداخلي في إدارة الأرباح، فضلاً عن وجود تأثير عكسي ذي دلالة معنويّة لعاملين من العوامل الرئيسيّة لجودة التدقيق الداخلي، وهي: الموضوعيّة وجودة أداء المهام في إدارة الأرباح، ووجود تأثير عكسي لثلاث عوامل فرعيّة لجودة التدقيق الداخلي، وهي: مصادقة المجلس، والإبلاغ وبرامج تحسين الجودة في إدارة الأرباح، ووجود تأثير عكسي لهذه العوامل الفرعيّة بوجود أحد المتغيّرات الضّابطة، وهو حجم الشّركة في إدارة الأرباح.

8- دراسة (اللوّزي، 2013) بعنوان: "أثر ممارسة إدارة الأرباح على أسعار الأسهم دراسة اختباريّة على الشّركات الصناعيّة المساهمة المدرجة في بورصة عمان".

هدفت الدّراسة إلى تحليل إدارة الأرباح في الشّركات الصناعيّة المساهمة العامّة المدرجة في بورصة عمان وتأثيره في سعر السّهم لهذه الشّركات في السّوق المالي، كما توضح الدّراسة تأثير بعض المتغيّرات جنباً إلى جنب مع إدارة الأرباح في تأثيرها في أسعار الأسهم في الشّركات الصناعيّة المساهمة المدرجة في بورصة عمان مثل حجم الشّركة، وحجم مكتب التدقيق، ونسبة المديونيّة.

يتكوّن مجتمع الدّراسة من الشّركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان والبالغ عددها 77 شركة حسب دليل الشّركات لعام 2011 التي تتوافر تقاريرها الماليّة للمدّة المقرّرة من الباحث للفترة من 2008-2011. وتمّ اختيار عينة عشوائية ممثّلة لمجتمع الدّراسة.

وقد توصّل الباحث إلى العديد من النتائج منها: أنّ 53.5% من الشّركات موضوع عينة الدّراسة تمارس إدارة الأرباح، في حين أنّ 46.5% من الشّركات الصناعيّة الأردنيّة لم تمارس إدارة

الأرباح. كما أن معامل الارتباط بين متغير إدارة الأرباح وبين أسعار الأسهم لدى الشركات الصناعية في الأردن بلغت 0.32 وهي دالة عند مستوى 0.05 فأقل، لذا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة الأرباح وبين أسعار الأسهم لدى الشركات الصناعية في الأردن، وبما أن معامل الارتباط إيجابي فهذا يشير إلى أنه كلما زاد مستوى إدارة الأرباح ارتفعت بالمقابل أسعار الأسهم لدى الشركات الصناعية في الأردن، وأشارت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وأسعار الأسهم، إضافة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين كل من حجم مكتب التدقيق وحجم المديونية وبين أسعار الأسهم لدى الشركات الصناعية في الأردن.

9- دراسة (الأشقر، 2010) بعنوان: "إدارة الأرباح وعلاقتها بالعوائد غير المتوقعة للسهم ومدى تأثير العلاقة بحجم الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المدرجة بسوق فلسطين للأوراق المالية".

هدفت الدراسة إلى التعرف على إدارة الأرباح وعلاقتها بعوائد الأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية، والوقوف على مدى اهتمام تلك الشركات بإدارة الأرباح وعلاقتها بعوائد الأسهم، إذ اعتمدت الدراسة التطبيقية على استخدام نموذج Jones المعدل على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وعددها 23 شركة خلال الفترة الممتدة من 2005-2009.

تم جمع المعلومات المالية الخاصة باستخدام النموذج من الأرقام الموجودة في القوائم المالية لكل شركة، وكذلك القيام بمسح التقارير المالية السنوية للشركات نفسها لمعرفة إدارة الأرباح وعلاقتها بعوائد الأسهم، وقد خلصت الدراسة إلى عدة نتائج منها: أن معظم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية تمارس إدارة الأرباح، كما تبين وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من صافي الربح التشغيلي، والتدفق النقدي من العمليات التشغيلية، والتغير في إيرادات تحت التحصيل

للشركة مع عوائد الأسهم للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، في حين تبين عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الحسابات تحت التحصيل وإجمالي أصول الشركة مع عوائد الأسهم للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

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

هدفت الدراسة إلى تحديد فيما إذا كان هناك أثر لإدارة الأرباح بأسلوب تمهيد الدخل في العوائد السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وشملت عينة الدراسة (18) شركة مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة الممتدة من الربع الأول لعام 2011 ولغاية الربع الرابع لعام 2015.

ولتحقيق هدف الدراسة استخدم أسلوب Eckel لتصنيف الشركات ضمن مجموعتين: ممهدة للدخل وغير ممهدة للدخل، وأجريت الدراسة التحليلية باستخدام أسلوب الانحدار على مرحلتين: في المرحلة الأولى تم اختبار أثر إدارة الأرباح في عوائد أسهم شركات كلا المجموعتين باستخدام أسلوب الانحدار البسيط، أما في المرحلة الثانية فقد تم إدخال المتغيرات الضابطة في التحليل والمتمثلة بالقيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، والمخاطر المنتظمة ونسبة الربحية إلى السعر باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد.

وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر لإدارة أرباح شركات كلا المجموعتين على عوائد أسهمها، ولكن عند إدخال المتغيرات الضابطة تبين وجود أثر لإدارة الأرباح بأسلوب تمهيد الدخل على عوائد أسهم الشركات الممهدة لدخلها، بينما بقيت أرباح الشركات غير الممهدة لدخلها غير مؤثرة على عوائد أسهمها.

ثانياً: الدراسات باللغة الإنكليزية:

1- دراسة (Kempen, 2010) بعنوان:

" Earnings management in public and private companies in the Netherlands "

هدفت هذه الدراسة إلى قياس إدارة الأرباح في الشركات العامة والخاصة الموجودة داخل هولندا، بافتراض انخراط الشركات العامة أكثر من الخاصة في إدارة الأرباح، وذلك نتيجة تعرضها لضغوطات أسواق المال وتأثر أسعار أسهمها بتقارير الأرباح المعلنة، ولقياس إدارة الأرباح تم استخدام نموذجين لذلك هما: 1- نموذج Jones المعدل. 2- نموذج توزيعات الأرباح.

شملت عينة الدراسة البيانات المالية ل 77 شركة عامة، 3105 شركة خاصة، وذلك خلال الفترة ما بين 2000 – 2009. وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: أن كلا النموذجين يظهران أدلة على ممارسة إدارة الأرباح في الشركات المساهمة والخاصة. لكن نموذج التوزيعات قدم أدلة على أن ممارسة إدارة الأرباح في الشركات الخاصة أكبر من العامة ، أما نموذج Jones المعدل قدم أدلة على أن الشركات العامة تمارس إدارة الأرباح أكثر من الشركات الخاصة.

2- دراسة (Mouselli, Jaafar & Hussainey, 2012) بعنوان:

" Accruals quality vis-à-vis disclosure quality: Substitutes or complements? "

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين جودة المستحقات وجودة الإفصاح والتحقق فيما أنهما بدائل أم مكملين في تفسير تباين السلاسل الزمنية لعوائد المحافظ المشكّلة من أسهم الشركات غير المالية المدرجة في السوق المالي للمملكة المتحدة، وذلك خلال الفترة الممتدة من تموز 1997 إلى حزيران 2004 وذلك باستخدام نموذج Jones المعدل لقياس جودة المستحقات.

توصّلت نتائج الدّراسة إلى وجود علاقة طردية بين جودة المستحقّات وجودة الإفصاح أي إنّ الشّركات ذات جودة الإفصاح المرتفعة تكون مشاركتها أقلّ في إدارة الأرباح، ومن ثمّ تكون جودة مستحقّاتها مرتفعة. وتظهر اختبارات تسعير الأصول أنّ عامل جودة المستحقّات وعامل جودة الإفصاح تفسّر تباين السلاسل الزمنية لمجموعات متشابهة من المحافظ، ممّا يشير إلى احتوائها على معلومات متشابهة، ومن ثمّ يمكن اعتبار عامل جودة المستحقّات وجودة الإفصاح بدائل.

3- دراسة (Arthur, Tang & Lin, 2015) بعنوان:

" Corporate Accruals Quality During the 2008-2010 Global Financial Crisis "

هدفت هذه الدّراسة إلى معرفة ما إذا كانت جودة التقارير المالية ممثلة بجودة الأرباح (مقاسة بجودة المستحقّات) للشّركات الأوروبية زادت أم انخفضت خلال الأزمة المالية العالمية 2008-2010. وتمثّلت عينة الدّراسة في جميع الشّركات المدرجة في 14 دولة أوروبية خلال فترة 2005-2007 وخلال فترة الأزمة المالية (2008-2010).

وتمّ قياس المتغيّر التابع جودة المستحقّات باستخدام القيمة المطلقة للمستحقّات التقديرية المقدّرة باستخدام نموذج جونز المعدّل عام، أمّا المتغيّر المستقلّ الأوّل فتمثّل بمتغيّر وهمي يكون واحداً خلال فترة الأزمة، وصفرًا خلال الفترة السابقة للأزمة المالية، بالإضافة إلى استخدام العديد من المتغيّرات الضابطة على مستوى الشّركة وعلى المستوى القطري التي قد تؤثر في حوافز إدارة الأرباح وسلوكها.

وتوصّلت النتائج إلى أنّ شركات العينة كانت تميل إلى تقديم تقارير مالية عالية الجودة خلال فترة الأزمة المالية مقارنة بالفترة التي قبلها، وفسّروا ذلك بأنّ انخفاض كلّ من ثقة المستثمرين وسيولة

السوق التي ولدتها الأزمة المالية حفز الإدارة على تعزيز جودة المستحقات بشكل استراتيجي (عن طريق تقليل إدارة الأرباح) في محاولة لتحسين ثقة المستثمرين وتقليل الآثار السلبية للركود الاقتصادي.

4- دراسة (Oduma, 2015) بعنوان:

"Relationship between earnings management and stock market returns among companies listed in Nairobi Securities Exchange"

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين إدارة الأرباح وعوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية باستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، بالإضافة إلى استخدام نموذج Jones لحساب المستحقات الاختيارية، ويتكوّن مجتمع الدراسة من 66 شركة مدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية للفترة الممتدة من يناير 2010 إلى ديسمبر 2014.

توصّلت الدراسة إلى أنّ كلاً من إدارة الأرباح، وحجم الشركة، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية تؤثر بشكل إيجابي في عوائد الأسهم، إذ وجدت الدراسة أنّ معامل إدارة الأرباح كان 0.852، ممّا يعني أنّ إدارة الأرباح أثّرت بشكل إيجابي وكبير في عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية، ووجدت الدراسة أيضاً أنّ معامل حجم الشركة كان 0.654 ومعامل نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كان 0.231، ممّا يعني أنّ كلاً من حجم الشركة ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كان لها أثر ذو دلالة إحصائية على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية.

5- دراسة (Sayari, Fayçal, Omri & Finet, 2013) بعنوان :

" The impact of earnings management on stock returns: The case of Tunisian firms "

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ما إذا كانت ممارسات إدارة الأرباح تؤثر في أسعار أسهم الشركات التونسية، وذلك باستخدام منهجية دراسة الحدث، وشملت عينة الدراسة البيانات المحاسبية لـ 26 شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية التونسية بين عامي 1999 و 2008، وتم استخدام أربعة نماذج لقياس إدارة الأرباح، إذ تم حساب متغير "المستحقات الاختيارية" وتقسيمه إلى مستويين أعلى وأدنى وفق النماذج الأربعة، ومن ثم تم تحليل تأثيره في العوائد.

توصلت نتائج الدراسة إلى وجود معامل ذي أهمية إحصائية لكل من المستويين الأعلى والأدنى من المستحقات الاختيارية (وفقاً للنماذج الأربعة)، وهذا يؤكد أن المستحقات الاختيارية تسمح للمستثمرين التونسيين بتقييم أفضل للشركة وتشكيل محافظ أسهمهم بالشكل الأمثل. كما توصلت النتائج إلى أن الشركات كبيرة الحجم تستطيع زيادة عوائد الأسهم الإيجابية غير العادية من خلال إدارة الأرباح في حين أن الشركات صغيرة الحجم تقوم بتقليل عوائد الأسهم السلبية غير العادية من خلال إدارة الأرباح.

6- دراسة (Mouselli, Jaafar & Goddard, 2013) بعنوان :

" Accruals quality, stock returns and asset pricing: Evidence from the UK "

هدفت الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين جودة المستحقات وعوائد الأسهم المدرجة في السوق المالي للمملكة المتحدة خلال الفترة الممتدة من تموز 1991 إلى حزيران 2006، وذلك باستخدام

نموذج Jones المعدّل لحساب درجة جودة المستحقّات واتباع آلية تشكيل المحافظ لبناء المتغيّرات حسب نموذج فاما فرينش وتشكيل محافظ إضافية لبناء متغيّر جودة المستحقّات.

وتوصّلت النتائج إلى أنّ الشركات التي جودة أرقام مستحقّاتها الماليّة أقلّ تمتلك وسطياً عوائد أعلى من الشركات التي جودة أرقام مستحقّاتها الماليّة أعلى، ولكنّه ليس عامل خطر مسعّر، أي إنّ المستثمر لا يعطيه قيمة بحدّ ذاته.

7- دراسة (Ugbede, Lizam, Kaseri & Lame, 2013) بعنوان:

" Do Malaysian and Nigerian Accounting Standards Produce Similar Earnings Quality for Banks? "

هدفت هذه الدّراسة إلى تقديم دليل تجريبيّاً على تأثير معايير التقارير الماليّة الماليزية (MFRS) والبيان النيجيري لمعايير المحاسبة (NSASS) على جودة أرباح قطاعاتهم المصرفيّة، وذلك خلال الفترة الممتدّة من 2007 وحتى 2011 .

تمنّلت عينة الدّراسة في جميع البنوك المدرجة في كلّ من بورصة ماليزية وبورصة نيجيريا، وتمّ استخدام نموذج جونز المعدّل للتحقّق من جودة الأرباح في كلا الاقتصادين، وتوصّلت نتائج الدّراسة إلى أنّ البنوك الماليزية تظهر جودة أرباح أفضل من البنوك النيجيرية، إذ إنّ معايير المحاسبة الماليّة الماليزية متوافقة مع المعايير الدّولية لإعداد التقارير الماليّة، ومن ثمّ فهي أكثر تفصيلاً وأكثر صرامة ومعاصرة، وتصف قواعد أكثر وضوحاً من معايير SAS النيجيريّة.

• اختلاف هذه الدّراسة عن الدّراسات السّابقة:

بما يتّفق مع نتائج هذه الأبحاث مجتمعة نجد ضمناً نسبة ممارسة كبيرة لإدارة الأرباح من قبل الشركات المدرجة في غالبية الأسواق الماليّة العالميّة، كما أنّ نسبة كبيرة من الدّراسات السّابقة

استخدمت نموذج Jones المعدّل لقياس جودة المستحقّات (Kempen, 2010) و (Arthur, Tang) و (Mouselli, Jaafar & Hussainey, 2012) و (Lin, 2015) و (Goddard, 2013) و (Ugbede, Lizam, Kaseri & Lame, 2013) و (كرمه، 2017) و (عبد الوهاب، 2019) ومن ثمّ الكشف عن درجة إدارة الأرباح في هذه الشّركات.

أيضاً تظهر الدّراسات السّابقة وجود علاقة قويّة بين إدارة الأرباح وكلّ من سعر السهم السّوقي أو العوائد غير العادية لهذه الأسهم (الأشقر، 2010) و (اللوزي، 2013) و (Oduma, 2015) و (Sayari, Fayçal, Omri & Finet, 2013) (يوسف، عباس والموصلي، 2016)، وهذا هو أساس البحث القائم، لكن تختلف الدّراسة الحالية مع هذه الدّراسات السّابقة بآلية التّحليل، وذلك من خلال التّركيز على دراستي (Mouselli et al., 2012) و (Mouselli et al., 2013) اللّتين استخدمتا أسلوب المحافظ في تكوين المتغيّرات والكشف عن مساهمة جودة المستحقّات في تفسير تباين السّلاسل الزّمنيّة، كما تختلف الدّراسة الحالية مع الدّراسات السّابقة في دراستها للقطاع الماليّ الذي استنتجته نسبة كبيرة من الدّراسات من تحليلها باستثناء (شاهين، 2011) و (عبد الرحمن وهاشم، 2016) و (Ugbede, Lizam, Kaseri & Lame, 2013) التي قامت على دراسة القطاع المصرفي، إذ شملت الدّراسة الحالية قطاع التّأمين أيضاً.

وتتشابه الدّراسة الحالية مع دراستي كلّ من (Mouselli et al., 2012) و (Mouselli et al., 2013) من جهة طريقة قياس جودة الأرباح واستخدام نموذج جونز المعدّل، بالإضافة إلى أنّها تبحث في العلاقة المحقّقة من اتّباع استراتيجية استثمار تشتري أسهم الشّركات ذات جودة المستحقّات المنخفضة، وتبيع أسهم الشّركات ذات جودة المستحقّات المرتفعة، وتختلف عن الدّراسات السّابقة مجتمعة في أنّها على حدّ علم الباحثة من أوائل الدّراسات التي بحثت في هذه العلاقة في سوق دمشق

للأوراق الماليّة، إذ قامت دراسة (كسار وأومري، 2018) على نفس العينة المختارة للدراسة الحالية، لكنّها تختلف معها في نموذج قياس جودة الأرباح وآلية التحليل مع متغيّر آخر، أمّا دراسة (يوسف، عباس والموصلي، 2016) والتي قامت عينة من الشّركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق الماليّة أيضاً، والتي اختبرت العلاقة بين إدارة الأرباح وعوائد الأسهم فقد استخدمت أسلوب تمهيد الدّخل لقياس إدارة الأرباح، بالإضافة إلى اتّباعها آلية تحليل مغايرة، في حين لم تقم دراسة (كرمه، 2017) بتحليل علاقة متغيّر إدارة الأرباح في سوق دمشق للأوراق الماليّة مع أيّ متغيّر آخر، واكتفت بقياس ممارسات المحاسبة الإبداعية للشّركات في السّوق وفق عدة نماذج، أمّا بالنّسبة إلى دراسة (عبد الوهاب، 2019) فقد قامت باستخدام نموذج مختلف لقياس إدارة الأرباح للشّركات المساهمة السوريّة وتحليل العلاقة مع متغيّر جودة التّدقيق الدّاخلي.

ناهيك عن استخدام المحافظ الاستثماريّة كآلية تحليل جديدة قلّ استخدامها في الأبحاث باللّغة العربيّة، وتطبيق هذه الدّراسة على سوق مالي ناشئ ذي رأسمال صغير كسوق دمشق للأوراق الماليّة، مقارنة بالأسواق الماليّة المتطوّرة التي أُجريت فيها الدّراسات السّابقة.

الفصل الثاني - جودة الأرقام المالية وجودة الأرباح كممثّل عنها

مقدمة

المبحث الأول: مفهوم لعبة الأرقام المالية وأهميّة جودتها

1-1-2 لعبة الأرقام المالية

2-1-2 مفهوم جودة الأرقام المالية وأهميّة جودتها

3-1-2 تأثير ممارسات المحاسبة الإبداعية السلبية على جودة الأرقام المالية

المبحث الثاني: جودة الأرباح كممثّل عن جودة الأرقام المالية

1-2-2 جودة الأرباح كموثّر مُلخّص لجودة الأرقام المالية

2-2-2 مفهوم جودة الأرباح

3-2-2 أهميّة جودة الأرباح

المبحث الثالث: سمات ومقاييس جودة الأرباح

1-3-2 الاستمرارية Persistence

2-3-2 القدرة التنبؤية Predictability

3-3-2 القدرة التباينية والتقلّبات وتمهيد الدّخل (Variability, Volatility & Smoothness)

4-3-2 جودة المستحقّات Accruals quality

الفصل الثاني - جودة الأرقام المالية وجودة الأرباح كممثل عنها

مقدمة:

تنتهي عملية المحاسبة المالية بتقارير وقوائم يتخللها أرقام مالية تعبّر عن معلومات محاسبية موضحةً بذلك حالة المنشأة، ومن ثمّ مساعدة جميع المعنّيين في اتّخاذ القرارات المالية المختلفة المتعلقة بالمنشأة. لذلك ينبغي أن تعبّر هذه الأرقام عن معلومات دقيقة وصحيحة لتفي بالغرض الذي أُعدّت من أجله.

وتسعى الباحثة من خلال هذا الفصل إلى التعرّف على مفهوم لعبة الأرقام المالية وأهميّة جودة هذه الأرقام للمتعاملين في أسواق الأوراق المالية وكيفية تأثير ممارسات المحاسبة الإبداعية السلبية على جودة هذه الأرقام، وذلك من خلال المبحث الأوّل بالإضافة إلى استخدام جودة الأرباح كمؤشّر ملخّص لهذه الجودة، والتعرّف على مفهوم جودة الأرباح وإبراز أهميّته في المبحث الثّاني، وصولاً إلى التعرّف على طرق قياس جودة الأرباح في المبحث الثّالث، وذلك حسب أربع سمات يمكن أن تتّصف بها الأرباح ذات الجودة الأعلى.

المبحث الأول: مفهوم لعبة الأرقام المالية وأهمية جودتها

2-1-1 لعبة الأرقام المالية:

تعدُّ الشَّرَكَات تقاريرها المالية في نهاية كلِّ سنة مالية في أربع قوائم مالية أساسية تضمُّ الميزانية العمومية وقائمة الدَّخْل وقائمة التدفُّقات النقدية، بالإضافة إلى قائمة التغيُّرات في حقوق الملكية، وتعدُّ هذه القوائم بما تضمُّه من بيانات وأرقام مالية مصدراً معلوماتياً مهماً تعتمد عليه أولاً الشَّرْكة ذاتها لبيان وضعها المالي وبناء الخطط التي ستقوم بوضعها بالاعتماد على نتائجها المالية، وثانياً سيعتمد عليها مستخدمو هذه البيانات المالية إذا كانت الشَّرْكة مدرجة في السُّوق المالي، وذلك لاتِّخاذ القرارات الاستثمارية والائتمانية وغيرها من القرارات المهمة.

ويندرج هذا كلُّه ضمن مفهوم المحاسبة التي تُعرَّف على أنَّها "نظام معلومات يهتمُّ بجمع وتبويب ومعالجة وتحليل وتوصيل المعلومات المالية الملائمة لاتِّخاذ القرارات من قبل إدارة المشروع أو الأطراف الخارجية المختلفة" (ميالة، الحلبي، العدي وكريم، 2011). إذ تلتزم الشَّرْكة أيضاً بإفصاحات دورية إلزامية عن قوائمها المالية إذا كانت مدرجة في سوق المال.

أوضح (Kempen, 2010) أنَّ الأرقام المحاسبية أداة مهمة لتقييم أداء الشَّرَكَات، إذ يعتمد عليها المستثمرون المحتملون في اتِّخاذ قراراتهم الاستثمارية، ولكن ربَّما تكون هذه المعلومات المالية المعروضة لجمهور المستخدمين غير صحيحة (تختلف عن تلك المعلومات الحقيقية التي تقوم ببيان الوضع المالي الحقيقي للشَّرْكة)، إذ قد تكون نتجت من ممارسة الشَّرْكة لأساليب المحاسبة الإبداعية

.Creative Accounting Practices

أشار كلٌّ من (Mulford & Comiskey, 2005) و (كرمه، 2017) و (Kempen, 2010) وغيرهم من الباحثين إلى أنَّ المرونة المتاحة باختيار السياسات المحاسبية وتطبيقها لأولئك الذين يقومون بإعداد البيانات الماليَّة تمكَّنهم من استخدام هذه الممارسات في معالجة العمليَّات المحاسبية دون وجود أساس علميٍّ أو مبرِّر للاختيار بين تلك السياسات، وبذلك تستطيع الإدارات تغيير الانطباعات حول أداء أعمال شركاتهم بتقديم تقارير مالية مخادعة في محاولة لتحقيق النتائج المرجوة بما يخدم مصالحها.

تحتوي التقارير الماليَّة على بيانات مهمَّة منها المعلومات الخاصَّة بأرباح الشَّركة، والتي يحتاجها سواء المستخدمون الداخليون أو الخارجيون لاتِّخاذ القرارات كونها تساعد في تقديم فكرة أوليَّة عن أداء الشَّركة وقيمتها. لذلك تهتمُّ الإدارات بالقيام بالمحاسبة الإبداعية من أجل إظهار الأداء الجيِّد (Tjungandi & Mulyana, 2018). وبذلك يستطيع المحاسب وبناء على رغبة الإدارة أن يتلاعب في القوائم الماليَّة بقصد تجميل الصورة التي تعكسها الأرقام الموجودة في تلك القوائم عن نتيجة أعمال المنشأة ومركزها المالي (الحلبي، 2009).

ويمكن تعريف ممارسات المحاسبة الإبداعية Creative Accounting Practices بأنَّها "الممارسات غير الأخلاقية في اختيار التقديرات والسياسات المحاسبية المتاحة التي تتيح فرصة للتلاعب والغش، ممَّا ينتج عنها بيانات مالية غير صحيحة ومضلَّلة" (حمادة، 2010). أو أنَّها "سلوك تقوم به الإدارة للتلاعب بالدَّخل المبلَّغ عنه لتشويه العمليَّات الحقيقيَّة للشَّركة" (Tjungandi & Mulyana, 2018). أو "هي عمليَّة التلاعب في البيانات الماليَّة باستخدام الخيار الانتقائي في تطبيق المبادئ المحاسبية والتَّضليل في الإبلاغ المالي وأيَّة خطوات متَّخذة اتِّجاه إدارة المكاسب أو تلطيف صورة الدَّخل" (الحلبي، 2009).

كما تعرّف على أنّها "الممارسات المحاسبية التي تلجأ إليها إدارات الشركات في بعض الأحيان سعياً وراء إحداث تحسين شكليٍّ إمّا في ربحها أو مركزها المالي، وذلك عن طريق استغلال الثغرات المتواجدة في النظام المحاسبي داخل الشركات" (الهندي، 2016).

وأوضح (Mulford & Comiskey, 2005) أنّ ممارسات المحاسبة الإبداعية تندرج تحت عدّة أشكال، إذ إنّ أيّة خطوة من الخطوات التالية أو جميع هذه الخطوات مجتمعة تستخدم في لعب لعبة الأرقام المالية، بما في ذلك الاختيار الاندفاعي لمعايير المحاسبة وتطبيقها (داخل وخارج حدود المعايير المحاسبية الدولية)، والتقارير المالية الاحتياطية بالإضافة إلى الخطوات التي اتّخذت نحو إدارة الأرباح وتمهيد الدّخل:

1- المحاسبة التجميلية Aggressive Accounting: "وهي الاختيار المتعمّد من بين التطبيقات المتعدّدة للمعايير المحاسبية بقصد الوصول إلى نتائج محدّدة مسبقاً، وغالباً ما تكون في صورة أرباح مرتفعة، سواء تمّ ذلك عبر اتّباع هذه المعايير أم لا" (الحلبي، 2009).

2- إدارة الأرباح Earnings Management: هي عملية تغيير الأداء الاقتصادي المعلن للشركات من قبل المديرين من خلال استغلال المرونة المتاحة في المبادئ والمعايير المحاسبية، وذلك إمّا للتأثير في النتائج التعاقدية التي تعتمد على الأحكام المحاسبية المبلغ عنها أو لتضليل بعض أصحاب المصلحة بشأن الأداء الاقتصادي الأساسي للشركة (Leuz, Nanda, & Wysocki, 2003). إذ إنّّه وبحسب (Teoh, Yang, & Zhang, 2009) فإنّه عندما تفشل المؤسسات الاقتصادية في تحقيق الأرباح التي تلبّي أو تفوق توقّعات المحلّلين، يمكن للمديرين تجنّب هذه المفاجآت السلبية للأرباح عن طريق إدارة الأرباح المعلن عنها تصاعدياً إلى الأعلى، وبالمثل يوضح (Healy &

(Wahlen, 1999) أن إدارة الأرباح تحدث عندما يستخدم المديرون الأحكام الشخصية والسلطة التقديرية لمعالجة المعلومات المالية، ومن ثم تحقيق أهداف شخصية من خلال البيانات المحاسبية.

3- تمهيد الدّخل Income Smoothing: هو تسوية مقصودة للدّخل بهدف تقليل التقلّبات في نتائج أعمال الشركة ضمن مستوى محدّد من الأرباح بما يماشي المعايير المحاسبية المطبّقة في الدولة التي تقع فيها الشركة (صقور، 2014).

ومن ثمّ هو شكل من أشكال إدارة الأرباح مصمم لإزالة التّواءات في سلسلة الأرباح العادية، بما في ذلك خطوات تخفيض و"إخفاء" الأرباح خلال سنوات جيّدة لاستخدامها خلال سنوات سيّئة (Mulford & Comiskey, 2005). وهذا الشّكل من التلاعب يتطلّب أن تحقّق الشركة أرباحاً كبيرة بدرجة كافية في بعض السنوات بما يسمح بتكوين احتياطات مستترة تستخدم بعد ذلك من أجل تنظيم تدفّق الدّخل عند الضّرورة، أي تخفيض تقلّبات الدّخل عبر الزمن من خلال تخفيض الدّخل في السنوات المزدهرة وتخزينه لمقابلة انخفاض الدّخل في السّنوات الرّديئة (صقور، 2014).

4- التقارير المالية الاحتيالية Fraudulent Financial Reporting : يشير الاحتيال عموماً إلى أيّة جريمة تستخدم الخداع لتحقيق المكاسب. ويشمل الاحتيال التزوير المتعمّد للتقارير المالية، إذ ينطوي الاحتيال في إعداد التقارير المالية على الخداع، وبشكل أكثر تحديداً خداع مستخدمي التقارير المالية من قبل معدّي هذه التقارير. وفي أستراليا يصف 210 (AUS¹) التقارير المالية الاحتيالية بأنّها تنطوي على "بيانات مضلّة متعمّدة بما في ذلك حذف مبالغ أو إفصاحات في التقارير المالية لخداع مستخدمي البيانات المالية" (Powell, Jubb, Lange, & Smith, 2005).

¹ Auditing and Assurance Standard AUS 210

ومن خلال الاطلاع على التعريفات السابقة قامت الباحثة بتعريف المحاسبة الإبداعية على أنها: أي تغيير في رقم مالي أو بند محاسبي، سواء كان من خلال التحريف الجوهرية في الأرقام أو التعديل في توقيت ومكان تواجد القيم في القوائم المالية، أو من خلال إخفاء بعض العمليات نهائياً، وذلك بصرف النظر إن كان مقصوداً نتيجة ممارسات احتيالية من قبل الموظفين واستخدام السلطات التقديرية من قبل الإدارة أو كان غير مقصود نتيجة خطأ ما.

ويشير مصطلح "التلاعب المالي" عموماً إلى "خطأ متعمد في التقارير المالية، ويشمل أساليب إدارة الأرباح التي تتراوح من السلطة التقديرية للمحاسبة إلى الاحتيال في إعداد التقارير المالية" (Powell et al., 2005). في حين أن هناك من ميّز بين إدارة الأرباح والتلاعب بالأرباح، إذ أوضح (Kempen, 2010) أن إدارة الأرباح قانونية وتطبيقها يقع ضمن حدود المبادئ والقواعد المحاسبية، في حين يمكن اعتبار التلاعب بالأرباح عملية احتيال.

وهذا ما أكدته (Powell et al., 2005) بالتمييز بين المحاسبة التجميلية والاحتيال في التقارير المالية (المحاسبة الاحتياطية) بقوله إنه يوجد مكان تنتهي فيه المحاسبة التجميلية، ويبدأ الاحتيال، إذ وبحسب قوله إن دراسات قليلة حاولت التمييز بين نوعي التلاعب المالي، فيوجد الكثير من عدم اليقين والغموض في تحديد النقطة التي تصبح فيها إدارة الأرباح التجميلية احتيالية¹.

وسواء كانت الممارسات المحاسبية المنبئة لإدارة الأرباح اندفاعية أم احتيالية، داخل أو خارج مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً، فإنه وبحسب (Mulford & Comiskey, 2005) فإن كل إدارات الشركات التي تقوم بهذه الممارسات المحاسبية الإبداعية المختلفة تسعى إلى الحصول على نتائج معينة لتضليل قارئ البيانات المالية، ومن ثم فهي تقوم بالمشاركة بلعبة الأرقام المالية الذي أوضح

¹ للمزيد انظر (Powell et al., 2005)

مفهومها في كتابه المسمّى بـ"لعبة الأرقام الماليّة " على أنّها: استخدام ممارسات المحاسبة الإبداعية عن طريق تغيير النتائج الماليّة، سواء في المبلغ أو الاتجاه المرغوبين، لتحقيق هدف وحيد وهو خلق انطباع متغيّر عن أداء الشركة التشغيلي، من خلال تغيير انطباعات مستخدمي البيانات الماليّة عن أداء أعمال الشركة¹.

وبذلك ترى الباحثة أنّ وجود ما يسمّى بلعبة الأرقام الماليّة يشكّك في مصداقية القوائم الماليّة، ومن ثمّ يؤثّر في قرارات من استخدم هذه القوائم، إذ تظهر الشركة بوضع مالي أفضل ممّا هي عليه، وهو ما سيؤثّر بدوره في المساهمين والمستثمرين في هذه الشركة، ولذلك فمن الأهميّة أن تتّصف الأرقام الماليّة المدرجة في القوائم والتقارير بالجودة.

2-1-2 مفهوم جودة الأرقام الماليّة وأهميّة جودتها:

إنّ للتقارير الماليّة مفهوماً واسعاً يشير بالإضافة إلى المعلومات الماليّة، إلى الإفصاحات والمعلومات غير الماليّة المفيدة لاتّخاذ القرارات الواردة في التقرير (رمضان، 2015). وتعرف جودة التقارير الماليّة على أنّها الدقّة التي تنقل بها التقارير الماليّة معلومات عن عمليات الشركة (Biddle, Hilary, & Verdi, 2009).

في حين تمثّل القوائم الماليّة الجزء المحوري للتقارير الماليّة بصفتها الوسيلة الأساسيّة لتوصيل المعلومات المحاسبية للأطراف الخارجيّة (أبو عجوة، حماد وأبو طالب، n.d.) وتشمل القوائم الماليّة الأساسيّة:

أ- الميزانيّة أو قائمة المركز المالي. ب- قائمة الدّخل. ج- قائمة الأرباح المحتجزة. د- قائمة التدفّقات النقديّة.

¹ للمزيد انظر (Mulford & Comiskey, 2005)

وبالمقابل تعرّف الباحثة الأرقام المالية على أنها: عبارة عن قيم وبيانات مالية أو معلومات محاسبية مدرجة في قوائم وتقارير، تعبّر هذه الأرقام عن أحداث مالية حصلت خلال فترة معينة، وتقوم بإعدادها جهات معينة تابعة للشركة لتظهر بشكل معين، ويستفيد منها أشخاص ذوو صلة.

لكن ما يميّز هذه الأرقام هو القدرة على التلاعب بها من قبل المعنيين وتغييرها بحسب مفهوم المحاسبة الاحتياطية، أو تغيير مكان ظهورها وتوقيته بحسب مفهوم المحاسبة التجميلية وإدارة الأرباح وممارسات تمهيد الدّخل، لذلك ليس بالضرورة أن تعبّر هذه الأرقام بصورة حقيقية عن وضع الشركة ولتكون هذه الأرقام قادرة على التأثير في قرارات مستخدميها بشكل إيجابي يجب أن تتميز بخاصية الجودة.

ومن ثمّ فإنّ مفهوم جودة الأرقام المالية من وجهة نظر الباحثة: هو درجة المصادقية في الأرقام المالية المدرجة في القوائم التي كلّما ارتفعت ازدادت معها ثقة المستخدمين بهذه الأرقام، والتي إذا اعتمدت عليها الأطراف المهتمة أدّت بهم إلى قرارات غير مضلّة، إذ إنّ جودة الأرقام المالية هي أساس لجودة القوائم والتقارير المالية.

وبحسب (Francis, Olsson, & Schipper, 2008) فإنّ جودة المعلومات المالية في أسواق رأس المال تهمّ أولئك الذين يشاركون في أيّة خطوة من العملية التي يتمّ بموجبها إنشاء المعلومات ونشرها واستخدامها لأغراض الاستثمار، بالإضافة إلى أهميتها أيضاً في التقييمات اللاحقة للنتائج. وبما أنّ أحد وظائف أسواق رأس المال هو التخصيص الكفء للموارد فإنّه ينبغي التركيز على جودة المعلومات المالية؛ لأنّها تعزّز فائدة المعلومات لقرارات تخصيص رأس المال.

أوضح (Jonas & Blanchet, 2000) أنّ أهمية جودة التقارير المالية تتمثّل في:

أولاً: تقديم المعلومات لمستخدمي هذه التقارير المالية (المعرفين بشكل عام على أنهم مستثمرون ودائنون في المقام الأول)، إذ يتم تحديد جودة التقارير المالية بمدى فائدة المعلومات المالية لمستخدمي تلك المعلومات. ويرى مجلس معايير المحاسبة المالية FASB أنه يجب تحديد الجودة من حيث الهدف العام للتقارير المالية، أي تزويد المستخدمين بمعلومات مفيدة لصنع قرارات الاستثمار والائتمان وقرارات مماثلة (Jonas & Blanchet, 2000).

ثانياً: تزويد المساهمين بـ "إفصاح شامل وعادل" (مبدأ "حماية المستثمر" في البورصة)، وفي هذا السياق تعدّ التقارير المالية عالية الجودة بمثابة معلومات مالية تتمتع بمصداقية ولا تهدف إلى تشويش أو تضليل المستخدمين (Jonas & Blanchet, 2000).

وإنّ جودة التقارير المالية تعني ضمناً أيضاً التّركيز على الأرقام المالية، إذ إنّ جودة التقارير المالية للشركة تعتمد في النهاية على جودة كلّ جزء من عملية إعداد التقارير المالية (Jonas & Blanchet, 2000).

2-1-3 تأثير ممارسات المحاسبة الإبداعية السلبية على جودة الأرقام المالية:

بالرّغم من أنّ للمحاسبة الإبداعية مفهومين أحدهما إيجابي يتمثّل في التطوير من خلال إيجاد حلول مبتكرة تساعد على توفير معلومات محاسبية صحيحة وفاعلة لخدمة المستفيدين منها، والمفهوم الآخر هو الشكل السلبي الذي يكرّس للتلاعب في الأرقام المحاسبية لأجل إخفاء الحقائق لخدمة أغراض معيّنة بما يناهض القيم الأخلاقية المهنية (الزيادي، 2014). فإنّ هذه الممارسات تقلّل من جودة التقارير المالية وتزيد من عدم تناسق المعلومات وغموضها (Arthur, Tang & Lin, 2015). ممّا يؤدّي إلى تشويه نتائج القوائم المالية وتضليل المستخدمين لها.

إذ إنّ الغرض الأساسي من معلومات التقارير الماليّة في أسواق رأس المال هو دعم بعض الأحكام والقرارات (Francis et al., 2008). الأمر الذي يقضي بأن تحتوي تلك التقارير على معلومات صحيحة وعادلة؛ لكي تحقّق الغرض الذي أعدّت من أجله (حمدان & أبو عجيلة، 2012). وبسبب هذه الممارسات، فإنّ مصداقية التقارير الماليّة تصبح محلّ تساؤل عند استخدامها لتقييم الأداء (Tjungandi & Mulyana, 2018). إذ تعدّ جودة التقارير الماليّة ذات أهميّة، "وذلك بسبب الرّأي القائل بأنّ المعلومات عالية الجودة تؤديّ إلى أحكام وقرارات عالية الجودة، أي إنّ معلومات التقارير الماليّة عالية الجودة تساعد في اتّخاذ قرارات صحيحة أكثر من المعلومات ذات الجودة المنخفضة" (Francis et al., 2008). ومن ثمّ فإنّ جميع الوسائل المستخدمة للعب لعبة الأرقام الماليّة وبصرف النظر عن الهدف منها تؤثر في جودة هذه الأرقام. وأثبتت دراسة (الزيادي، 2014) وجود تأثير كبير لأساليب التّلاعب على مصداقية القوائم الماليّة، من خلال ما أظهره المتوسّط الحسابي العامّ لمجمل الأساليب وبنسبة تأثير 72%، وذلك من وجهة نظر مراقبي الحسابات المجازين لممارسة مهنة مراقبات الحسابات في بغداد ومحافظات الفرات الأوسط، باعتبارهم الأقرب لحالات التّلاعب التي تحدث في القوائم الماليّة.

المبحث الثاني: جودة الأرباح كممثل عن جودة الأرقام المالية

1-2-2 جودة الأرباح كمؤشر ملخص لجودة الأرقام المالية:

إنَّ محصّلة الأرقام المالية الموجودة في القوائم المالية للشركة تصبُّ في صافي الربح أو صافي الخسارة، ومن ثَمَّ فإنَّ درجة الدقّة والمصدقية الموجودة في هذه القيم تصبُّ في مصداقيّة الرقم النهائي. ويمثّل رقم الربح ملخصاً للأنشطة التي تقوم بها المنشأة (في حال كانت أعمالها أو أنشطتها رابحة)، إذ إنّه في الوقت نفسه الذي يعدُّ فيه هذا الرّقم ملخصاً لعدد كبير من الأرقام المالية فإنّه يعدُّ أيضاً مكوّناً من مكوّنات هذه البيانات المالية الموجودة في القوائم.

وتعدُّ الأرباح مصدراً رئيسياً للمعلومات الخاصّة بالشركة التي يعتمد عليها المستثمرون كمقياس ملخص للأداء المالي أكثر من أيّ مقياس آخر، كما أنّ المديرين ينظرون إلى الأرباح على أنّها المقياس الرئيسي الذي يتمّ تقييمه من قبل المستثمرين والمحلّلين (Dechow, 1994, Francis, 2004, LaFond, Olsson, & Schipper). إذ تمثّل المنفعة التي يمكن الحصول عليها من المعلومات الخاصّة بالأرباح أهميّة كبيرة لمستخدمي التقارير المالية، ويمكن القول بأنّ رقم الربح يمثّل المعلومة الأكثر أهميّة لمستخدمي التقارير المالية (صالح، n.d.).

ولكن العديد من مستخدمي القوائم المالية يهتمّون فقط برقم صافي الأرباح دون النّظر إلى جودته، ممّا سيؤدّي بدوره إلى اتّخاذهم قرارات خاطئة (Gissel, Giacomino, & Akers, 2005). ومن ثَمَّ فإنَّ انخفاض جودة الأرقام المالية من خلال تغيير مساراتها الصّحيحة لتصبُّ في مصلحة الربح يعدُّ شكلاً من أشكال ممارسات المحاسبة الإبداعية الذي يسمّى بإدارة الأرباح.

يرى (Healy & Wahlen, 1999) أنَّ إدارة الأرباح تؤثر سلباً في جودة هذه الأرباح المدارة، ومن ثمَّ تحدُّ من جودة القرار المتخذ اعتماداً عليها. ومن ثمَّ فإنَّ ارتفاع جودة القيم الماليَّة تعني جودة عالية في الرقم النهائي للأرباح، وبالعكس فإنَّ ارتفاع جودة رقم الأرباح يعبر عن جودة عالية للقيم الماليَّة المكوَّنة لهذا الربح.

وبما أنَّ أدوات الكشف عن إدارة الأرباح تسلط الضوء على أهميَّة جودة الأرباح بدلاً من جودة التقارير الماليَّة التي تعدُّ الهدف الأسمى (رمضان، 2015). ولأنَّ التوجُّه في الآونة الأخيرة تركَّز نحو جودة الأرباح وقياسها للتعرف فيما إذا كانت هذه الأرباح (التي تؤثر في قرارات مستخدمي القوائم الماليَّة) تتَّصف بالعدالة والصدق (عدنان & عباس، 2016)، فإنَّ العديد من الباحثين ومن بينهم (Francis et al., 2008) ركَّزوا على جودة التقارير الماليَّة كحالة خاصَّة لجودة المعلومات. كما اتَّجه تركيزهم إلى جودة الأرباح على وجه التحديد كمؤشِّر مُلخَّص لجودة التقارير الماليَّة مع العلم أنَّهم لم ينفوا وجود روابط محتملة بين جودة الأرباح والمكونات الأخرى للجودة الشاملة لمعلومات سوق رأس المال.

واتَّبع هذا النهج أيضاً مجموعة من الدِّراسات المحاسبية مثل (Schipper & Vincent, 2003) و (Imhoff, 2003) التي اهتمَّت بتقييم جودة التقارير الماليَّة باعتبار جودة الأرباح إمَّا مكوَّناً رئيسياً منها أو كمؤشِّر مُلخَّص لها. وفي هذا المجال يرى (Schipper & Vincent, 2003) أنَّ اعتبار جودة الأرباح مؤشِّراً مُلخَّصاً لجودة التقارير يعدُّ حلاً عملياً وسطاً، وذلك بسبب الصعوبات التي تكتنف تحديد المؤشِّرات الشاملة لجودة التقارير الماليَّة وقياسها. إذ يرى بعض الباحثين أنَّ جودة الأرباح إحصائيَّة كافية للجودة الشاملة للتقارير الماليَّة. فعلى سبيل المثال يشير (Lev, 1989) أيضاً إلى أنَّ الأرباح هي أهمُّ مؤشِّر لنتائج عمليَّة إعداد التقارير الماليَّة. كما أكَّد كلُّ من (Menicucci,

2019) و (Dechow & Schrand, 2004) إلى أن الأرباح عالية الجودة تعدّ مقياساً ملخصاً مفيداً لتحديد قيمة للشركة.

إن جودة الأرباح تمثل جانباً على قدر كبير من الأهمية من جوانب جودة الأرقام المالية، ومن ثم الجودة الشاملة للتقارير المالية، كما أن تحقيق الربح هو أحد الأهداف الرئيسية لمقدمي رؤوس الأموال، ومن ثم أحد أهم المؤشرات التي يمكن أن يعتمد عليها المستثمرون عند اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية في الأسواق المالية. لذلك ركزت الباحثة على جودة الأرباح كمؤشر ملخص لجودة الأرقام المالية بدلاً عن دراسة عدد كبير من الأرقام المالية الموجودة في القوائم التي تصبّ بالنهاية في الرقم الإجمالي للربح.

2-2-2 مفهوم جودة الأرباح:

يعرّف الدخل الاقتصادي على أنه: " الفرق بين صافي الأصول في نهاية المدّة وصافي الأصول في بداية المدّة وهذا ما يسمّى (مدخل الميزانية)"، أمّا الدخل المحاسبي فهو: "الفرق بين الإيرادات والمصروفات، ويتم الحصول عليه عن طريق قائمة الدخل، ويسمّى (مدخل قائمة الدخل)" (عدنان & عباس، 2016).

وعرّف (Dechow & Schrand, 2004) الأرباح المحاسبية على أنها: "إيرادات ومصروفات الفترة الحالية، سواء تمّ استلامها ودفعها عبر عمليّات نقدية أو كانت على شكل مستحقّات".

أشار (Sloan, 1996a) إلى أن الأرباح المحاسبية تتكوّن من تدفّقات نقدية ومستحقّات، وأن جودة الأرباح تزداد كلّما ارتفعت نسبة التدفّق النقديّ التشغيلي إلى صافي الدخل، أي كلّما كان مكوّن التدفّقات النقدية أكثر من المستحقّات.

أمّا جودة الأرباح فقد عرّفها (الساعدي والتميمي، 2015) بأنّها مدى ارتباط الأرباح بالتدفّقات النقدية وقدرتها على الاستمرار، وهي عبارة عن علاقة موجبة، وكلّما زاد الارتباط بينها دلّ ذلك على ارتفاع جودة الأرباح.

إذ إنّهُ حتّى الآن لا يوجد تعريف عالميّ متفق عليه لجودة الأرباح (Lyimo, 2014) لذلك تناول الباحثون جودة الأرباح من وجهات نظر متعدّدة، بعضها تابع لمفهوم الأرباح المحاسبية والآخر تابع لمفهوم الدخل الاقتصادي، بينما عرّفها آخرون من وجهة نظر استمرارية الأرباح وتناولها آخرون من وجهة نظر التّحليل المالي.

عرّف (عدنان & عباس، 2016) جودة الأرباح المحاسبية بأنّها "الأرباح التي تتّصف بالخصائص الرئيسة للمعلومات المحاسبية المرغوبة لمستخدمي القوائم المالية التي تحقّق هدف الإفصاح في القوائم المالية، إذ توفّر القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية لغرض التنبؤ بأرباح السّنات القادمة، وذلك عن طريق الأرقام التي تظهر في قائمة الدخل وقائمة التدفّقات النقدية والميزانية"، أمّا (أبو علي، الدبعي، & أبو نصار، 2011) فوصفوها: "بالأرباح التي تتّصف بالخصائص الرئيسة للمعلومات المحاسبية، وهي الملاءمة والموثوقية، التي تقابل الأهداف الرئيسة للإبلاغ المالي، من حيث تمكين مستخدمي البيانات المالية من مستثمرين ومقرضين من اتّخاذ القرارات".

وتناولت دراسة (Schipper & Vincent, 2003) جودة الأرباح من منظور فائدة القرار وفقاً للإطار المفاهيمي لمجلس معايير المحاسبة المالية (FASB)، باعتبار أنّ جودة الأرباح هي الدّرجة التي تقترب بها الأرباح المحاسبية المفصح عنها من الدّخل الاقتصادي أو "المدى الذي تمثّله الأرباح المعلن عنها بأمانة من الدّخل الاقتصادي".

أما (Gissel et al., 2005) فأكد أن جودة الأرباح تشير إلى "قدرة الأرباح المبلغ عنها على عكس الأرباح الحقيقية للشركة، وكذلك فائدة الأرباح المبلغ عنها للتنبؤ بالأرباح المستقبلية". وقد دعم ذلك (حمدان، 2012) الذي عرّف جودة الأرباح بأنها "مدى قدرة الأرباح الحالية على تقديم صورة حقيقية عن واقع الشركة، ومن ثمّ قدرة هذه الأرباح على الاستمرار في المستقبل".

وتناولت دراسة (Dechow & Schrand, 2004) جودة الأرباح من منظور التحليل المالي، إذ ناقشوا أن البيانات المالية تتّصف بالجودة العالية إذا كانت "تعكس بدقة القيمة الجوهرية للشركة"، إذ تتمثل أهداف التحليل المالي في تقييم الأداء المالي للشركة، وإلى أيّ مدى يمكن الاعتماد عليه للتنبؤ بالأداء المستقبلي للشركة، ومن ثمّ تقييم ما إذا كان سعر السهم الحالي يعكس قيمة الشركة الحقيقية.

شرح (Dechow, Ge, & Schrand, 2010) جودة الأرباح بقوله : "توفّر الأرباح عالية الجودة مزيداً من المعلومات حول ميزات الأداء المالي للشركة والتي تكون ذات صلة بقرار محدّد يتّخذه صانع قرار معيّن". وهذا ما أكّده (رمضان، 2015) نقلاً عن (krishnan & parsons, 2008) الذي عرّف مفهوم جودة الأرباح بأنها الدرجة التي تبين وتعكس ربحية الواقع الاقتصادي من خلال إجراء تقييم ملائم للأداء المالي للمنشأة.

يميّز (المعيني، 2011) مصطلح "الجودة في الأرباح" عن "جودة الأرباح"، إذ يشير إلى أن "الجودة في الأرباح" تعني "الدرجة التي تؤثر فيها اختيارات المدراء على الربح المفصح عنه، فكلّما كان استخدام البدائل المحاسبية تحكيمياً (حكم شخصي) كان رقم دخل الشركة أقلّ جودة"، وبمعنى آخر "أنّها الدرجة التي تستفيد منها إدارة الشركة من الوظيفة المحاسبية، فالشركة التي لا تغيّر سياساتها وطرقها المحاسبية، على الرّغم من توافر الفرصة لعمل ذلك، تكون أرباحها ذات جودة عالية".

يتبع هذا المفهوم الأخير وجهات النظر التي تعرف جودة الأرباح بأنها الأرباح الخالية من ممارسات إدارة الأرباح، فالأرباح لا يمكن أن تتصف بالديمومة، وتتوافر فيها القدرة التنبؤية إن كانت ناتجة عن إدارة الأرباح (الشريف & الشريف، 2018). فعلى سبيل المثال، أكدت دراسة (Francis et al., 2004) و (Dechow & Dichev, 2002) أنه كلما انخفضت نسبة المستحقات الاختيارية في الأرباح زادت جودتها.

من خلال ما تقدم عرضه من مفاهيم لجودة الأرباح وبصرف النظر عن وجهات النظر التابعة لها ترى الباحثة أن جميعها تتمحور حول مفهوم شامل يتمثل في أن جودة الأرباح هي: درجة الدقة والمصادقية التي يمثلها رقم الأرباح ليكون قادراً على عكس الأداء الحقيقي للشركة وإعطاء صورة تنبؤية عن أداء الشركة المستقبلي للمساعدة في التقييم واتخاذ القرارات، وتزداد هذه الصورة دقة ووضوحاً كلما ارتفعت نسبة التدفقات النقدية التشغيلية (العمليات الحقيقية للشركة) في الأرباح عن نسبة المستحقات (الخاضعة للأحكام الشخصية).

2-2-3 أهمية جودة الأرباح:

نال موضوع جودة الأرباح اهتماماً كبيراً من قبل الباحثين في السنوات الأخيرة، وذلك نتيجة للعثرات المالية التي وقع بها عدد كبير من الشركات، إذ تعد جودة الأرباح جانباً مهماً في تقييم الصحة المالية لكيان ما (Gissel et al., 2005). يكرس كل من المحللين الماليين ومديري الشركات والمستثمرين قدراً كبيراً من الاهتمام لأرباح الشركات المعلنة، ويبحث المستثمرون بشكل خاص عن جودة التقارير المالية والمعلومات الموثوقة المتعلقة بالوضع المالي للشركة (Menicucci, 2019). إذ إن احتواء هذه الأرباح على قدر من التلاعب وفقدانها للجودة قد يغلب مصالح فئة معينة من المهتمين بالمنظمة على حساب الفئات الأخرى ذات العلاقة (حمدان & أبو عجيلة، 2012).

تعدُّ الأرباح مؤشراً للأداء الرئيسي وكذلك المصدر الأساسي للمعلومات المالية في أسواق رأس المال (Menicucci, 2019). وتستمد جودة الأرباح أهميتها من أهمية الأرباح نفسها (الساعدي والتميمي، 2015)، إذ إنّ جودة الأرباح تعود إلى قدرة الأرباح المفصح عنها في التعبير عن الأرباح الحقيقية للشركة وإمكانية الانتفاع منها في التنبؤ بالأرباح المستقبلية. لذلك فإنّ جودة الأرباح تمثل جانباً مهماً في تقييم الوضع المالي للشركات (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995) وهذا ما أكّدته دراسة (Menicucci, 2019) بأنّ جودة الأرباح تعتمد على درجة احتوائها لمعلومات عن الأداء المالي للشركة.

وصفت دراسة (Dechow & Schrand, 2004) رقم الأرباح عالي الجودة بأنّه يحتوي على ثلاث سمات أساسية: أولاً يعكس بدقة الأداء التشغيلي الحالي للشركة، ومن ثمّ يمكن أن يشير إلى الأداء التشغيلي المستقبلي لها، ثانياً أنّه مقياس مُلخّص مفيد لإعطاء قيمة للشركة، وثالثاً إذ أشار (الشريف & الشريف، 2018) إلى أنّ الأرباح عالية الجودة تعكس القيمة الحقيقية الشركة بالإضافة إلى أنّها توفر مستوى عالياً من الدقة مفيداً للتنبؤ بالأرباح المستقبلية للشركة. أكّد (Dechow et al., 2010) أنّ الأرباح التي يمكن استخدامها للتنبؤ بأرباح الشركة المستقبلية تعدّ ذات قيمة أكبر للمستخدمين، إذ إنّها تعطي قيمة أكبر لأسهم الشركة، ومن ثمّ هي ذات جودة أعلى.

بيّن (الشريف & الشريف، 2018) أنّ جودة الأرباح يمكن أن تعدّ مؤشراً جيداً يعكس نيّة الشركة بتوزيع أرباحها ونسبة ما ستقوم به من توزيعات، إذ يهتمّ المستثمرون بشكل كبير بقدرة الشركة على توزيع الأرباح واستمرارية هذه التوزيعات ومقدارها، وممّا لا شكّ فيه أنّ دفع توزيعات الأرباح يعتمد بشكل كبير على الأرباح الحالية ومدى توفر السيولة اللازمة (الساعدي والتميمي، 2015).

ومن ثمَّ فالمستثمر الذي يبحث عن توزيعات أعلى يجب أن يبحث عن الشركة ذات جودة الأرباح الأعلى.

غير أنَّ الاعتماد على رقم الربح وحده دون الأخذ بعين الاعتبار ما قد يؤثر فيه من عوامل يؤدي إلى تخفيض مستوى جودة الأرباح ويؤدي إلى اتخاذ قرارات لا تتسم بالعقلانية لتركيزها على رقم الأرباح دون التركيز على جودتها (Chan, Chan, Jegadeesh, & Lakonishok, 2006) . ومن ثمَّ تعدُّ جودة الأرباح من المدخلات المهمة في عملية اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية.

تختلف القرارات التي تبني على معلومات الأرباح تبعاً لاختلاف مستخدمي التقارير المالية، فبينما ينظر المساهمون إلى الأرباح كمقياس لأداء المديرين ولاتخاذ قرار منحهم المكافآت، فإنَّ المقرضين يعتمدون على الأرباح لاتخاذ القرارات الائتمانية، أمَّا المستثمرون فإنَّهم يعتمدون على الأرباح لتقييم استثماراتهم من خلال ما تحتويه الأرباح الحالية من قدرة تنبؤية باستمرارية الأرباح في الفترات القادمة، أمَّا المحللون الماليون فيصنّفونها في مقدّمة المدخلات الأساسية اللازمة لعملية اتخاذ القرارات (Block,1999). وبذلك نرى أنَّ قرار الاستثمار الإضافي من قبل حملة الأسهم والمستثمرين المحتملين يؤخذ في ضوء تقييم الأداء المستقبلي للشركة، إذ يستفيدون من الأرباح كمؤشر جيّد عن الأرباح المستقبلية عند اتّخاذهم القرارات الاستثمارية (الساعدي والتيمي، 2015).

وبذلك فإنَّ المستثمر الرّشيد لا بدَّ أن ينظر إلى الأرباح كرقم كمّي ونوعي في آن واحد للخروج بقرارات استثمارية تعود عليه بالعائد المتوقّع على هذه الاستثمارات (الشريف & الشريف، 2018). إذ إنّ الأرباح ذات الجودة المنخفضة تؤدي إلى سوء تخصيص الموارد (العقلة، 2017).

وأخيراً فإنَّ جودة الأرباح تعدُّ مهمة أيضاً في عملية تقييم الأداء المالي للمدراء من قبل المساهمين (الشريف & الشريف، 2018). إذ إنّ المرونة الواسعة في الاختيار من بين السياسات

والإجراءات والطرائق المحاسبية البديلة قد تستغل من قبل المديرين لتحقيق بعض الأغراض أو الأهداف الشخصية، مثل العمل على تحقيق مستويات أرباح مستهدفة من أجل زيادة مكافآتهم أو الحفاظ على مراكزهم الوظيفية، وهذا من شأنه أن يضر بمصالح الأطراف الأخرى ذات العلاقة (الساعدي والتيمي، 2015).

ويضيف كل من (الساعدي والتيمي، 2015) أن سمعة المدراء التنفيذيين ترتبط بجودة الأرباح، ولا ترتبط بالنمو في الربح فقط، إذ إن نمو الأرباح في سنوات معينة قد يعود إلى أحداث وظروف غير متكررة، ولا تنصف بالاستمرارية أما جودة الأرباح فتشير إلى استمرارية الأرباح في الفترات المستقبلية.

وبناءً على ما تقدم تجد الباحثة أن أهمية جودة الأرباح لا تقل عن أهمية الأرباح نفسها، ولكن بفارق أن الجودة تعطي صورة أكثر دقة، وتتلخص أهميتها في كونها مهمة في تقييم الأداء المالي الحقيقي للشركة بشكل عام الذي يقدم بدوره واقع النشاط التشغيلي الحالي للشركة، ومن ثم يزيد القدرة على التنبؤ بأدائها وأرباحها المستقبلية بأكثر دقة ممكنة، ومن ثم يساعد على اتخاذ القرارات المالية المتلى للأطراف ذات العلاقة من مساهمين ومستثمرين محتملين ودائنين ومديرين ومحللين ماليين وغيرهم من أصحاب المصلحة.

المبحث الثالث: سمات ومقاييس جودة الأرباح

تعبّر سمات الأرباح (Earnings Attributes) عن الخصائص المرغوبة وغير المرغوب فيها للأرباح التي من المفترض أن يكون لها تأثير في جودة الأرباح (Steinwender, 2008). إذ تعدّ كل من الاستمرارية والقدرة على التنبؤ والقدرة التباينية إحدى السمات، بالإضافة إلى أهمية خلو الأرباح من إدارة الأرباح الذي يمكن التعبير عنه من خلال ارتفاع جودة مستحقات الشركة، التي تعدّ من أهم سمات الأرباح.

ويمكن أن تتداخل هذه السمات مع بعضها، إذ إنّ تميّز الأرباح بواحدة من هذه السمات قد يجعلها مميزة بسمة أخرى، لذلك تتعدّد مقاييس جودة الأرباح بناء على طريقة قياس السمات.

2-3-1 الاستمرارية Persistence:

تعرف الأرباح المستمرة بأنها الأرباح الحالية التي من المحتمل تكرارها في المستقبل، وكلما اكتسبت الأرباح صفة الاستمرارية بشكل أكبر ازدادت جودتها (Steinwender, 2008). ويرتبط استمرار الأرباح بالاستقرار والاستدامة وتكرار الأرباح مع مرور الوقت، كما يمكن تعريف استمرار الأرباح أيضاً على أنّه السلوك المنهجي (المتناسق) للأرباح (Menicucci, 2019). إذ تقيس الاستمرارية مدى استمرار الأرباح الحالية، أو تكرارها في المستقبل (Ewert & Wagenhofer, 2011). وبذلك تعتمد الاستمرارية كمقياس لجودة الأرباح على اعتبار أنّ الأرباح الأكثر استدامة ذات جودة أعلى (Francis et al., 2008).

وتعدّ استمرارية الأرباح سمة إيجابية، لكنّ الأهم هو أصل هذه الاستمرارية، فإذا كانت استدامة الأرباح نتيجة لأعمال مستقرة ومتكررة جداً، فمن المؤكّد أنّها إيجابية (Steinwender,

(2008). وهذا ما أشار إليه (Schipper & Vincent, 2003) عندما لخص خاصية استمرارية الأرباح بوصفها "أرباح عالية الجودة مستدامة ومتكررة".

وبما أن الأرباح المستمرة تعطي هذه الصورة الإيجابية للشركة، وهي مفيدة للغاية بالنسبة إلى الأطراف المهتمة، فهناك حافز كبير بطريقة أو بأخرى على "مساعدة" الأرباح لتكون متكررة، وهذا ما يؤكد إمكانية وجود رغبة دائمة لإدارة الأرباح، إذ توصلت دراسات مختلفة إلى أن بعض (المعالجات المحتملة للاهتلاكات والمخصصات ومرونة الاختيار في السياسات المحاسبية، أو ما يسمى بإدارة الأرباح) يمكن أن تزيد من استمرارية الأرباح، ولكن تقلل من فائدة القرار وبناء على ذلك تقلل الجودة أيضاً، إذ لا تعكس تلك الممارسات العمليات التجارية الأساسية (Dechow & Schrand, 2004). وهذا لا ينفي بدوره الانعكاس الإيجابي لاستمرارية الأرباح على جودتها (بصرف النظر عن أصلها سواء كانت الأرباح مدارة أم لا) (Steinwender, 2008).

تقاس استمرارية الأرباح من قبل الباحثين عموماً من خلال معادلة الانحدار البسيط التالية بين القيمة المستقبلية للمتغير (الممثل بالأرباح) وقيمته الحالية، وذلك بتقدير معامل الميل B (Schipper & Vincent, 2003) (Francis et al., 2004) (Dechow & Schrand, 2004) (Steinwender, 2008) (Francis et al., 2008):

$$X_{i,t+1} = a + B \cdot X_{i,t} + e_{i,t}$$

حيث: $X_{i,t+1}$ = ربحية السهم الواحد في العام القادم، a = الثابت، B = معامل الاستمرارية، $X_{i,t}$ = أرباح السهم عن العام الحالي (تقاس $X_{i,t}$ للشركة i بصافي الدخل قبل العناصر الاستثنائية في السنة t مقسومة على المتوسط المرجح لعدد الأسهم المصدرة خلال السنة t)، $e_{i,t}$ = الخطأ العشوائي.

ويتمّ قياس الاستمراريّة من خلال معامل الانحدار B الذي تتراوح قيمه بين الصّفر والواحد، فكلّما ارتفعت قيمة معامل الانحدار (وكانت أقرب إلى الواحد) فهذا يعني أرباحاً استمراريّتها أعلى (أي أرباح ذات جودة عالية)، ومن ثمّ ارتفاع احتماليّة تكرار الأرباح في المستقبل، في حين أنّه عندما تقترب قيمة B من الصّفر فإنّ ذلك يعني أنّ الأرباح عابرة (أي ذات جودة منخفضة).

أشار (Steinwender, 2008) نقلاً عن (Wagenhofer & Dücker, 2007) إلى إمكانية تقسيم أرباح العام الحالي في المعادلة إلى التدفّقات النقديّة من العمليّات التشغيليّة والمستحقّات للتمييز بين تأثير هذين المكوّنين للأرباح. وذلك حسب المعادلة التالية:

$$X_{i,t+1} = a + B_1.CFO_{i,t} + B_2.A_{i,t} + e_{i,t}$$

حيث : $CFO_{i,t}$ = التدفّقات النقديّة من العمليّات التشغيليّة للشركة i ، $A_{i,t}$ = المستحقّات الماليّة للشركة i ، ومع ذلك فإنّ العلاقة بين B_1, B_2 غير واضحة ولم يتمّ تحليلها.

لكنّ (Dechow & Schrand, 2004) وجد أنّ الأرباح بشكل عامّ هي أكثر استمراريّة من التدفّقات النقديّة الموجودة في تكوينها، في حين أنّ مكوّن التدفّق النقديّ في الأرباح هو أكثر ثباتاً من مكوّن المستحقّات، إذ يرتبط استمرار كلّ من الأرباح والتدفّقات النقديّة بحجم المستحقّات، ويعتمد حجم المستحقّات على عدد من خصائص الشركة، مثل مرحلة الشركة في دورة حياتها وطول دورة تشغيلها وتقلّب عمليّاتها الأساسية، كما تؤثر خصائص الشركة نفسها في التدفّقات النقديّة.

ومن ثمّ يمكن تقييم جودة الأرباح من خلال التركيز على خاصية استمرار الأرباح، إذ تعدّ الأرباح عالية الجودة أكثر استمرارية وفائدة في عمليّة صنع القرار (Abdelghany, 2005). وتعدّ الاستمراريّة العالية سمة أرباح مرغوبة من قبل المستثمرين؛ لأنّه يشير إلى أرباح مستقرّة ومستدامة ومنخفضة المخاطر (Ewert & Wagenhofer, 2011). كما يُنظر إلى الأرباح المستمرّة على أنّها

مرغوبة لأنها متكررة، وتختلف الشركات في المحتوى المعلوماتي للأرباح وجودتها بسبب الاختلافات في درجة استمرارية هذه الأرباح؛ نظراً لأنّ المستثمرين يفضلون أن تكون الأرباح أكثر استقراراً بدلاً من تلك الأرباح التي تُظهر تغيرات حادة (خاصة بالنسبة إلى المستثمرين الذين يعانون من المخاطرة) (Menicucci, 2019).

لكن (Menicucci, 2019) يؤكد بأن الاستمرارية وحدها لا تشير إلى أرباح عالية الجودة، إذ يجب أن يعكس تدفق الأرباح أيضاً القيمة الجوهرية الأساسية، بالإضافة إلى أنه يمكن أن يؤدي تدخل الإدارة في عملية إعداد التقارير المالية إلى تحويل الأرباح غير المستمرة إلى أرباح مستمرة، مما قد يشير إلى علاقة عكسية بين جودة الأرباح واستمراريته. ومن ثم فإن استمرار الأرباح هو تعريف مفيد لجودة الأرباح إذا كانت الأرباح تعكس الأداء خلال الفترة، وإذا استمر أداء الفترة الحالية في الفترات المستقبلية.

2-3-2 القدرة التنبؤية Predictability:

القدرة التنبؤية هي قدرة حزمة التقارير المالية بأكملها، بما في ذلك عناصر الدّخل والمكوّنات التفصيلية لرقم الأرباح المُوجَز، في تحسين قدرات المستخدمين على التنبؤ بالعناصر ذات العلاقة باهتمامهم (Schipper & Vincent, 2003). أو هي باختصار قدرة الأرباح على التنبؤ بنفسها و / أو بتدفقاتها النقدية (Francis et al , 2004)، (Francis et al., 2008)، (Lipe, 1990)، (Steinwender, 2008).

يعدّ كلٌّ من FASB و IASB وغيرهم من واضعي المعايير المحاسبية أن إمكانية التنبؤ خاصية مهمة للغاية في الأرباح، إذ يعجب المحللون منطقياً بإمكانية التنبؤ العالية؛ لأنها تسهم في تقليل مخاطر تنبؤاتهم حول قيمة الشركة (المستقبلية)، وبما أنّ قابلية التنبؤ تخفض من تقلبات تنبؤات الأرباح فإنّها تعدّ سمة أرباح مرغوبة على غرار الاستمرارية أيضاً للإدارة والمستثمرين

(Steinwender, 2008) ، (Ewert & Wagenhofer, 2011). إذ تزيد من دقة تقييم دفعات الأرباح وتوقيتها، والشكوك تجاه توقعات هذه الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية (Menicucci, 2019).

وعادةً ما يربط المحللون جودة الأرباح العالية بإمكانية التنبؤ بالأرباح على المدى القريب التي تم تعريفها من قبل العديد من الباحثين على أنها "قدرة الأرباح السابقة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية" (Francis et al., 2004) (Lipe, 1990) (Schipper & Vincent, 2003). وتستند القدرة على التنبؤ كمقياس لجودة الأرباح على أن رقم الأرباح الذي يميل إلى تكرار نفسه ذو جودة عالية والعكس صحيح، إذ إن الأرباح ذات الجودة العالية أكثر فائدة للتنبؤ بنفسها (Ewert & Wagenhofer, 2011) (Francis et al., 2008) (Menicucci, 2019). وهذا الرأي لا يختلف عن وجهة النظر التي يشير إليها (Dechow & Schrand, 2004) بأن رقم الأرباح عالي الجودة هو الرقم القادر على تقديم تنبؤ جيد للأرباح المستقبلية. ومن ثم ترتبط القدرة التنبؤية للأرباح بفائدتها في اتخاذ القرارات، ويمكن اعتبارها أكثر فائدة إذا تنبأت بدقة بالتدفقات النقدية المستقبلية (Menicucci, 2019).

تقيس بعض الدراسات جودة الأرباح من خلال تقييم قدرة الأرباح على التنبؤ بالأرباح المستقبلية أو التدفقات النقدية (Francis et al., 2004) إذ تشير القيمة التنبؤية صراحةً إلى قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية مستقبلية (Menicucci, 2019).

إن أحد المقاييس الشائعة للتنبؤ بالأرباح يتم اشتقاقه من ذات النماذج المستخدمة لتقدير استمرارية الأرباح، إذ تركز مقاييس القدرة على التنبؤ بالأرباح على أخطاء التنبؤ من نموذج أرباح السلاسل الزمنية، إذ تم قياس إمكانية التنبؤ بالأرباح باستخدام هذه الطريقة، التي اقترحها في البداية (Lipe, 1990) ثم استخدمت من قبل كثير من الباحثين من بينهم (Francis et al., 2004).

تمّ استخدام معادلات الانحدار ذاتها المستخدمة في قياس الاستمرارية، إذ تعدّ العلاقة بين الاستمرارية والقدرة على التنبؤ واضحة تماماً، فكلّما زادت استمرارية الأرباح كانت قابلية التنبؤ بها أكثر، ومن ثمّ يتمّ قياس القابلية للتنبؤ من خلال معامل التحديد R^2 ، أي القدرة التفسيرية للمعادلات:

$$X_{i,t+1} = a + B \cdot X_{i,t} + e_{i,t}$$

$$X_{i,t+1} = a + B_1 \cdot CFO_{i,t} + B_2 \cdot A_{i,t} + e_{i,t}$$

حيث: $X_{i,t+1}$ = ربحية السهم الواحد في العام القادم، a = الثابت، B = معامل الاستمرارية، $X_{i,t}$ = أرباح السهم عن العام الحالي (نقاس $X_{i,t}$ للشركة i بصافي الدّخل قبل العناصر الاستثنائية في السنة t مقسومة على المتوسط المرجّح لعدد الأسهم المصدّرة خلال السنة t)، $e_{i,t}$ = الخطأ العشوائي. كما أنّ: $CFO_{i,t}$ = التدفّقات النقدية من العمليات التشغيلية للشركة i ، $A_{i,t}$ = المستحقّات المالية للشركة i .

بحيث كلّما ارتفع R^2 كانت القدرة على التنبؤ أكبر، ومن ثمّ جودة الأرباح أعلى (Steinwender, 2008).

كما استخدم كلّ من (Francis et al., 2004) (Lipe, 1990) (Menicucci, 2019)

الانحراف المعياري للخطأ العشوائي للتنبؤ $e_{i,t}$ الذي يعتمد على تباين صدمات الأرباح لتحديد إمكانية التنبؤ بالأرباح، فكلّما كان الانحراف المعياري أصغر (تباين منخفض) كان أكثر قابلية للتنبؤ بالأرباح، وتعدّ الأرباح ذات جودة عالية، والعكس صحيح يشير التباين العالي إلى انخفاض القدرة على التنبؤ ومن ثمّ أرباح أقلّ جودة.

يوجد طريقة أخرى تتمثّل في قياس قابلية التنبؤ بالأرباح بشكل مباشر من خلال التدفّقات النقدية المستقبلية، إذ يتمّ تعديل معادلات الانحدار السابقة على النحو التالي: إمّا أن يتمّ التنبؤ

بالتدفقات النقدية من العمليات التشغيلية فقط من خلال الأرباح، أو يتم التنبؤ بها من خلال كل من التدفقات النقدية السابقة من العمليات التشغيلية والمستحقات بتعديل المعادلات السابقة على النحو التالي من خلال استبدال المتغير التابع من $X_{i,t+1}$ إلى $CFO_{i,t+1}$: (Steinwender, 2008)

$$CFO_{i,t+1} = a + B.X_{i,t} + e_{i,t}$$

$$CFO_{i,t+1} = a + B_1.CFO_{i,t} + B_2.A_{i,t} + e_{i,t}$$

ويمكن أيضاً قياس إمكانية التنبؤ إما من خلال القدرة التفسيرية R^2 للمعادلات أو من خلال الانحراف المعياري للخطأ العشوائي للتنبؤ $e_{i,t}$.

وتم انتقاد استخدام القدرة على التنبؤ لقياس جودة الأرباح؛ لأنه لا يعكس بدقة جودة الأرباح نظراً لأن الأرباح غالباً ما تتعرض للتلاعب، ومن ثم فإن الاستمرارية والقدرة على التنبؤ لا يفيان للإشارة إلى أن الأرباح عالية الجودة (Dechow & Schrand, 2004). إذ يمكن للمديرين محاولة جعل الأرباح قابلة للتنبؤ بها عن طريق التلاعب من أجل تحسين سمعتهم مع المحللين والمستثمرين، فهناك كثير من الحجج التي مفادها أن الأرباح الحالية قد لا تكون مؤشراً جيداً للتدفقات النقدية المستقبلية مقارنة بالتدفقات النقدية الحالية بسبب التقدير الإداري الذي ينطوي عليه قياس الأرباح (Menicucci, 2019).

وبذلك فإن الحجة ضد القدرة على التنبؤ هي مرة أخرى إدارة الأرباح، فبينما يعد المحللون التوقعات، يحاول المديرون الوفاء بها (وفي أفضل الأحوال التغلب عليها) وهذا يعد حافزاً كبيراً لإدارة الأرباح؛ لأن عواقب تحقيق أرباح أقل من المتوقع تكون شديدة للغاية غالباً ما ستبذل الشركات ما في وسعها لضمان تحقيق أهداف الأرباح (Steinwender, 2008).

ومن المحتمل أن تكون الأرباح التي تمثل الدفعات السنوية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة مستمرة ويمكن التنبؤ بها، وإنَّ إمكانية التنبؤ بالأرباح هي بنية مشابهة لاستمرار الأرباح، إذ إنَّ كلاهما يتعلّق بسلوك السلاسل الزمنية للأرباح، ومع ذلك قد تكون الأرباح المتقلّبة ذات جودة عالية من حيث الاستمرارية العالية، ولكن منخفضة الجودة من حيث القدرة على التنبؤ المنخفضة (Menicucci, 2019). وبجميع الأحوال فإنَّ الثبات والقدرة على التنبؤ في الأرباح وحدهما لا يكفيان للإشارة إلى أنَّ الأرباح عالية الجودة، إذ إنَّه إذا لم تعكس هذه الأرباح القيمة الجوهرية للشركة تكون الأرباح منخفضة الجودة (Dechow & Schrand, 2004).

3-3-2 القدرة التباينية والتقلّبات وتمهيد الدّخل (Variability, Volatility & Smoothness)

إنَّ السّمة الثالثة للأرباح المستندة إلى السلاسل الزمنية هي القدرة التباينية، إذ تتّسم الأرباح بالتقلّبات بين فترة زمنية وأخرى على عكس سمة الاستمرارية التي تمنح الأرباح ثباتاً نسبياً عبر الزمن، وإنَّ تباين الأرباح وتقلّباتها مصطلحان لمعنى واحد. ونتيجةً لهذه التباينات ظهر ما يسمّى بتمهيد الدّخل ليعطي الأرباح سمة السّلاسة (Smoothness earnings) (الأرباح الممهّدة). إذ تشير السمة الأخيرة بحسب (Schipper & Vincent, 2003) إلى "الغياب النسبي للتقلّب".

تعدُّ التقلّبات حالة طبيعية في الاقتصاد، وتنعكس بدورها في الأرباح، وإذا ما تمَّ وضعها بشكلها الحقيقي فيجب أن ينتج عن حساب الاستحقاق رقم أرباح يعكس التباين الاقتصاديّ الأساسي في عمليّات الشركة، لأنَّ المستحقّات هي التي تخفّف (تمهّد) تقلّبات كلّ من الأرباح والتدفّقات النقدية المتقلّبة بشكل مفرط، ومن ثمَّ لا تعكس الأداء الحالي أو المستقبلي (Dechow & Schrand, 2004).

وقد أضاف (Dechow & Schrand, 2004) أن المحاسبة على أساس الاستحقاق فتحت الباب أمام تمهيد الدّخل على المدى القصير. وذلك من خلال استخدام كل من مبدأ مقابلة الإيرادات بالمصروفات ومبدأ تحقّق الإيرادات (Steinwender, 2008). إذ إنّ مبدأ المقابلة ينطوي على مقابلة المصروفات التي تخصّ الفترة المحاسبية المحدّدة مع الإيرادات المرتبطة بها التي تحقّقت خلال ذات الفترة للوصول إلى صافي الدّخل، في حين أنّه يتمّ إثبات الإيرادات عندما تكون محقّقة أو قابلة للتحقّق، أو أن تكون قد اكتسبت عند تقديم الخدمات أو تسليم المبيعات بصرف النّظر عن تاريخ استلام النقد، ممّا يؤدّي إلى نوعين من الحسابات: الإيرادات المقدّمة والإيرادات المستحقّة (مبالة وآخرون، 2011).

ويعدّ تمهيد الدّخل عملاً مقصوداً تقوم به الإدارة باستخدام البدائل المحاسبية بهدف الحدّ من تقلّبات الأرباح، فقد تقوم الإدارة بالإعلان عن أرباح منخفضة في ظلّ وجود مستوى أداء جيّد للمنشأة وتحقيق أرباح مرتفعة، وبالمقابل قد تقوم الإدارة بالإعلان ضمن قوائمها الماليّة عن أرباح عالية علماً أنّ الواقع يشير إلى أداء غير جيّد للمنشأة وأنّ الأرباح الفعلية كانت منخفضة (الشمري، 2016).

وبذلك فإنّ تمهيد الدّخل هو أسلوب يستخدمه المديرون لتقليل تباين مبلغ الربح المبلغ عنه عن طريق إدارة أرباح حقيقية أو مصطنعة (Menicucci, 2019). ويوجد شكلان لتمهيد الدّخل:

1- التمهيد الحقيقي (Real Smoothing): ويسمّى هذا النوع أيضاً بالتمهيد الاقتصاديّ، لأنّه ينطوي على الأحداث الاقتصادية (العمليات الماليّة) (Dascher & Malcom, 1970)، إذ يعتمد على سياسة الإدارة في تحديد واختيار الأحداث الاقتصادية التي يمكن الاستفادة منها في سلوك تمهيد الدّخل، والتي ترتبط بالطرق المحاسبية المتبعة فيها، بالإضافة إلى التّركيز على توقيت حصول المعاملات والصفقات التجاريّة (الشمري، 2016). وهذا يعني أنّ هناك عمليات فعلية تحدث وينتج

عنها تغيّر في الأرقام المحاسبية، ممّا يؤثّر بشكل مباشر في الدّخل، وذلك عن طريق القرارات التشغيليّة الفعلية، ممّا ينعكس على التدفّقات النقدية (صقور، 2014).

2- التّمهيد المُصطنع (Artificial Smoothing): ويسمّى أيضاً بالتّمهيد المحاسبيّ، وهو عكس التّمهيد الحقيقيّ، فلا ينطوي على الأحداث الاقتصادية ولا يؤثّر في التدفّقات النقدية للشّركة (العتيبي، 2016) نقلا عن (Horwitz, 1977) وإنّما يكون على بعض الأرقام المحاسبية، إذ يتعلّق هذا النوع من التّمهيد، بطريقة توزيع التكلفة على الفترات المحاسبية، أو عن طريق التصنيف الداخلي لعناصر قائمة الدّخل لتحقيق أهداف الإدارة، إذ يتمّ نقل تكلفة أو إيراد من فترة مالية إلى أخرى في الشّركة (الشمري، 2016). وبذلك يمكن أن يتمّ تمهيد الدّخل عبر استخدام تقنيّات محاسبية خادعة للتغلّب على التقلّبات في صافي الدّخل من فترة إلى أخرى (Menicucci, 2019) في حال كانت الظروف الاقتصادية العامّة للشّركة تسمح بذلك.

وغالبا ما ترتبط تقلّبات الأرباح بانخفاض جودتها نظراً لارتباطها بالتغيّرات المؤقتة في صافي الدّخل، التي لا تمثّل القيمة الحالية للشّركة أو أنّها تعكس مخاطرة من نوع ما، وعلى العكس من ذلك يرتبط غياب التباين بجودة الأرباح العالية (Menicucci, 2019). فإنّه تماشياً مع الاستمرارية وقابلية التنبؤ فإنّ الأرباح الأكثر تمهيداً أقلّ تقلّباتاً، وتسمح بالتنبؤ بشكل أفضل، إذ يمكن للمديرين استخدام معلوماتهم الخاصة لتمهيد التأثيرات غير المتكرّرة، ومن ثمّ تدلّ على جودة أعلى للأرباح (Ewert & Wagenhofer, 2011).

يفضّل المديرون تمهيد الأرباح ممّا يجعل الشّركة تبدو أقلّ مخاطرة، وهو ما ينعكس بدوره على عقود تعويضات الإدارة ومكافآتها التي تستخدم الأرقام المحاسبية كمقاييس للأداء (Steinwender, 2008).

علاوة على ذلك، "فإنَّ الحجج التي تشير إلى أنَّ التمهيد هو سمة أرباح مرغوبة تتبع من أنَّ المديرين يستخدمون معلوماتهم الخاصة حول الدَّخل في المستقبل لتخفيف التقلُّبات العابرة، ومن ثمَّ تحقيق أو الإبلاغ عن رقم أرباح أكثر تمثيلاً وأكثر فائدة" (Francis et al., 2004). إذ إنَّه كلاً كانت الأرباح الحالية أكثر تمثيلاً للأرباح المستقبلية كانت ذات جودة أعلى، وبذلك تشير الأرباح الممهَّدة أكثر إلى أرباح أعلى جودة (Francis et al., 2008).

لكن بالمقابل لم يقبل جميع الباحثين الفرضية القائلة بأنَّ المديرين يستخدمون معلوماتهم الخاصة حول المستقبل للتعامل مع المستحقَّات بهدف تحقيق رقم أرباح أكثر تمثيلاً، إذ تنبَّى (Leuz et al., 2003) وجهة نظر بديلة هي أنَّ الأرباح الممهَّدة تشير إلى جودة أرباح أقل؛ لأنَّ تمهيد الأرباح يعكس المدى الذي تسمح به المعايير المحاسبية (وكذلك التأثيرات الأخرى على الأرباح مثل آليات الرقابة التنظيمية والأنظمة القانونية) للمديرين بالحدِّ من التباين في الأرباح بشكل مصطنع، وذلك لكي يحققوا عدداً من المزايا في سوق رأس المال، كالتأثير في عوائد الأسهم من خلال جذب انتباه المستثمرين وإشعارهم أنَّ ربحية الشركة مستقرَّة (الشمري، 2016)؛ لأنَّهم يعتقدون أنَّ المستثمرين يرغبون بالاستثمار في تلك الشركات التي لديها سلسلة من الأرباح مستقرَّة أو متزايدة (Schipper & Vincent, 2003).

يسهم تمهيد الأرباح في تقليل المحتوى المعلوماتي للأرباح وإخفاء أداء الشركة "الحقيقي"، وهو يعدُّ بذلك مقياساً لإدارة الأرباح، وإذا كانت إدارة الأرباح غير مرغوب فيها فإنَّ الأرباح الأكثر تمهيداً تعبِّر عن جودة أرباح أقلَّ (Ewert & Wagenhofer, 2011)، وخصوصاً التمهيد المصطنع؛ لأنَّه لا يمثِّل بأمانة الأداء الفعليِّ لنموذج الأعمال وبيئته الاقتصادية (Steinwender, 2008) (Schipper & Vincent, 2003). وبذلك نجد أنَّ تحسين جودة الأرباح أو تقليلها يمكن أن يتَّبَع شكل التَّمهيد المتَّبَع (Dechow & Schrand, 2004).

لتحديد مدى تمهيد الأرباح تمّ تطوير مقياسين من قبل (Leuz et al., 2003):

1- قياس التباين النسبي من خلال نسبة الانحراف المعياري للأرباح التشغيلية إلى الانحراف المعياري للتدفقات النقدية من العمليات التشغيلية:

$$\frac{\sigma(x_{i,t})}{\sigma(CFO_{i,t})}$$

تشير القيم الأدنى (الأعلى) إلى التباين الأعلى (الأدنى) في التدفقات النقدية مقارنة بالأرباح، ومن ثمّ يوجد مستوى أعلى (أقل) من تمهيد الأرباح المصطنعة، أي إنّه إذا كانت الأرباح ممهّدة فيجب أن تكون قيمة الناتج أقلّ من واحد والعلاقة سلبية، وكلّما صغرت هذه النسبة ينبغي أن تكون جودة الأرباح أعلى إلّا إذا كان تفسير المتبّع للتمهيد هو إدارة الأرباح فتشير القيم الصغيرة للناتج إلى انخفاض جودة الأرباح (Steinwender, 2008)(Menicucci, 2019).

2 - قياس التباين النسبي من خلال العلاقة بين التغيّرات في المستحقّات المحاسبية والتغيّرات في التدفقات النقدية التشغيلية، وكلّما كانت العلاقة سلبية دلّ هذا على تمهيد دخل نظراً لأنّ المستحقّات المحاسبية تمهّد تقلّبات التدفقات النقدية (Schipper & Vincent, 2003).

وعموماً، لا يوجد اتفاق ما إذا كان تمهيد الأرباح يشير إلى جودة أرباح عالية أو منخفضة، إذ إنّ معظم الدّراسات السابقة تفترض وجود تفسير معيّن في تحليلاتها، حسب تفسير تمهيد الأرباح كسمة أرباح مرغوبة أو غير مرغوبة.

2-3-4 جودة المستحقّات Accruals quality:

يعدّ رقم صافي الربح (الدّخل المحاسبي) أحد المؤشّرات الرئيسيّة للقرّار الماليّة، إذ تمثّل الأرباح مقياساً موجزاً لأداء الشركة، ويتمّ حسابه على أساس الاستحقاق المحاسبي، فيتكوّن من التدفقات النقدية الناتجة عن عمليات الشركة والتسويات المستحقّة على هذه التدفقات النقدية، إذ يمكن

تسجيل بعض الإيرادات في أرباح الفترة الحالية، على سبيل المثال على الرغم من عدم تلقيها نقداً بعد، وبالمثل يتم خصم بعض المصاريف (مثل الاستهلاك) من الإيرادات على الرغم من أنها تنطوي على نفقات غير نقدية (chan et al., 2006). ومن ثم تمثل المستحقات الفرق بين الأرباح المحاسبية للشركة والتدفقات النقدية الأساسية، إذ تتمثل الوظيفة الرئيسية لهذه المستحقات بمقارنة التكاليف بالإيرادات ذات الصلة، لتعكس بشكل أفضل الأداء الاقتصادي للشركة (Steinwender, 2008).

لذلك لاقت المستحقات المحاسبية اهتماماً كبيراً مؤخراً كمؤشر مهم يتعلق بجودة الأرباح، وذلك من مبدأ أن المستحقات (أو أنواع معينة من المستحقات) تقلل من جودة الأرباح (Hermanns, 2006)، إذ تتمتع الشركات بسلطة تقديرية بشأن اختيار تقديرات المبالغ غير القابلة للتحويل (الديون المعدومة)، واختيار تقديرات عمليات شطب المخزون والأصول الثابتة، واختيار سياسات الاستهلاك، باستخدام هذا التقدير قد يتلاعب المديرون بالمستحقات لنقل وجهة نظر مشوهة عن آفاق الشركة المستقبلية (Bae, Hamao & Kang, 2009).

تعتمد جودة المستحقات كمقياس لجودة الأرباح على أنه كلما كانت هيكلية الأرباح على شكل تدفقات نقدية أكبر كانت جودتها أفضل (Francis et al., 2008). غالباً ما يؤدي استخدام المستحقات إلى ظهور مشكلات محتملة، نظراً لأن المديرين عادة ما يكون لديهم بعض السلطة التقديرية بشأن الاعتراف بالمستحقات للإشارة إلى معلوماتهم الخاصة أو لمعالجة الأرباح بشكل انتهازى، فتصبح الأرباح بذلك مقياساً أقل موثوقية لأداء الشركة (Menicucci, 2019).

عبر (Dechow & Dichev, 2002) عن جودة الأرباح بقياس "جودة المستحقات" من خلال نموذج يربط بين مستحقات رأس المال العامل والتدفقات النقدية من العمليات التشغيلية في كل من الفترات السابقة والحالية والمستقبلية، وهي تقيس مقدار المستحقات التي تنجح في تمهيد تقلبات

التدفقات النقدية. ويفترضون أن المستحقات التي يتم إنشاؤها في عام ما تنعكس في العام المقبل، ونتيجة لذلك يمكن التعبير عن المستحقات (أو التغيير في رأس المال العامل غير النقدي) للفترة الحالية كدالة خطية للتدفقات النقدية الحالية والسابقة والمستقبلية (Johnston, 2009). ومن ثم أي تغيير في رأس المال العامل لا يمكن تفسيره من خلال التدفقات النقدية يؤدي إلى انخفاض في جودة المستحقات، وذلك من خلال معادلة الانحدار التالية:

$$\frac{TCA_{i,t}}{Assets_{i,t}} = \alpha_{0,i} + \alpha_{1,i} \frac{CFO_{i,t-1}}{Assets_{i,t}} + \alpha_{2,i} \frac{CFO_{i,t}}{Assets_{i,t}} + \alpha_{3,i} \frac{CFO_{i,t+1}}{Assets_{i,t}} + \varepsilon_{i,t}$$

إذ إن:

$TCA_{i,t}$ = إجمالي المستحقات المتداولة للشركة i في السنة t . ويتم حسابها على الشكل التالي:

$$TCA_{i,t} = \Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} + \Delta STDEBT_{i,t}$$

$\Delta CA_{i,t}$ = التغير في الموجودات المتداولة للشركة i بين السنة t والسنة $t-1$.

$\Delta CL_{i,t}$ = التغير في المطليب المتداولة للشركة i بين السنة t والسنة $t-1$.

$\Delta Cash_{i,t}$ = التغير في النقدية للشركة i بين السنة t والسنة $t-1$.

$\Delta STDEBT_{i,t}$ = التغير في الديون قصيرة الأجل للشركة i بين السنة t والسنة $t-1$. $Assets_{i,t}$ = متوسط إجمالي الأصول للشركة i للسنة t والسنة $t-1$.

$CFO_{i,t}$ = التدفقات النقدية التشغيلية من العمليات للشركة i خلال السنة t وتحسب على الشكل

التالي: صافي الدخل قبل البنود الاستثنائية NIBE ناقصاً إجمالي المستحقات TA التي تساوي إلى:

$$TA_{i,t} = \Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} + \Delta STDEBT_{i,t} - DEPN_{i,t}$$

حيث: $DEPN_{i,t}$ = مصاريف الاستهلاك والإطفاء للشركة i خلال السنة t.

ويتمّ قياس جودة المستحقّات من خلال حجم أخطاء التّقدير في المستحقّات (بواقى معادلة الانحدار $\varepsilon_{i,t}$) والتي تعكس المستحقّات التي لا تتعلّق بالتدفّقات النقدية المتحقّقة، إذ تتناقص جودة المستحقّات ومن ثمّ جودة الأرباح كلّما ازداد حجم خطأ التّقدير في المستحقّات، وذلك باستخدام الانحراف المعياريّ للبقاى كمقياس على مستوى جودة المستحقّات والأرباح، وتشير قيم المقياس الكبيرة (الصغيرة) إلى جودة مستحقّات منخفضة (جيدة) نظراً لوجود دقّة أقلّ (أكثر) حول تفسير المستحقّات الحالية في التدفّقات النقدية الحالية والفترة الأخيرة والفترة المقبل، إذ كلّما انخفض الانحراف المعياري للبقاى دلّ على تطابق كبير بين المستحقّات والتدفّقات النقدية، ممّا يعني ضمناً وجود مستحقّات وأرباح عالية الجودة (Menicucci, 2019).

لكن من خلال هذا المقياس لا يتمّ التّمييز بين أخطاء التّقدير المتعمّدة والأخطاء غير المقصودة، إذ وبحسب (Dechow & Dichev, 2002) ينطوي كلا النوعين من الأخطاء على جودة منخفضة للمستحقّات وللأرباح، إذ لم يتمّ الفصل بين الأخطاء الحقيقية وإدارة الأرباح (Dechow & Schrand, 2004). حيث تظهر بواقى معادلة الانحدار السابقة لشركة معيّنة الخطأ الإجمالي في تقدير المستحقّات، سواء كان الخطأ متعمّداً ومتلاعباً به من قبل الإدارة أو غير متعمّد ناتجاً عن التغيّرات في البيئة الاقتصادية للشركة.

لذلك بذلت البحوث المحاسبية جهداً كبيراً في الفصل بين المستحقّات غير الاختيارية والمستحقّات الاختيارية "المدارة"، وذلك باستخدام نموذج شائع يستخدم للكشف عن إدارة الأرباح هو نموذج جونز (Jones, 1991) الذي تمّ تعديله من قبل (Dechow et al., 1995) والذي يُعرف

بأنه أقوى نموذج في اكتشاف إدارة الأرباح بين النماذج المنافسة (Bae, et al, 2009). إذ إنّ مصطلح إدارة الأرباح هو من أكثر المصطلحات ارتباطاً بجودة الأرباح، وذلك باعتبار إدارة الأرباح من أهمّ العوامل المؤثرة في جودتها، فيتمّ استخدامه غالباً كمقياس معاكس لجودة الأرباح، إذ إنّ الأرباح المدارة بدرجة عالية تكون ذات جودة منخفضة (Steinwender, 2008). ولذلك تمّ استخدام مفهوم المستحقّات الاختيارية المقدم في نموذج جونز المعدّل من قبل (Dechow et al., 1995) كمقياس لجودة المستحقّات، ومن ثمّ كمؤشّر لجودة الأرباح إذ إنّ وفقاً لهذا النموذج تميل المستحقّات الاختيارية إلى عكس جودة الأرباح المنخفضة (Francis, LaFond, Olsson, & Schipper, 2004) (Dechow & Schrand, 2004) (Aboody, Hughes, & Liu, 2005) (Arthur 2005) (et al, 2015).

وتقسم المستحقّات عموماً إلى مستحقّات غير اختيارية "عادية" ومستحقّات اختيارية "غير عادية" (Ewert & Wagenhofer, 2011). تمثل المستحقّات الاختيارية الجزء الذي يمكن للإدارة من خلاله التأثير في الأرقام المحاسبية، ويتمّ استخدامها كممثل عن إدارة الأرباح، إذ كلّما ارتفعت المستحقّات الاختيارية "غير العادية" (بالقيمة المطلقة) انخفضت جودة الأرباح (Aboody et al., 2005). وتعبّر المستحقّات الاختيارية عن الفرق بين المستحقّات الفعلية والمستحقّات غير الاختيارية، وتعكس المستحقّات غير الاختيارية الأداء الأساسي في حين تعكس المستحقّات الاختيارية التشوّهات الناجمة عن تطبيق المحاسبة الإبداعية (Menicucci, 2019)؛ لأنّه من المحتمل أن تكون نتيجة لإدارة الأرباح من قبل المديرين بسبب مرونة المعايير المحاسبية، ممّا يقلّل من الاستخدام المفيد لها لتقييم الأداء في المستقبل (Marnet, 2007) (Dechow & Schrand, 2004).

يقوم النموذج على حساب المستحقّات غير الاختيارية، ومن ثمّ طرحها من إجمالي المستحقّات للتوصّل من خلالها الى المستحقّات الاختيارية .

$$AA_t = TA_t - NA_t$$

ويعبر عن نموذج جونز المعدل من قبل (Dechow et al. 1995) من خلال سلسلة معادلات الانحدار التالية، إذ يتم أولاً حساب إجمالي المستحقات TA إماً وفقاً للنهج القائم على الميزانية العمومية :

$$TA_{i,t} = \Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} + \Delta STDEBT_{i,t} - DEPN_{i,t}$$

أو وفقاً للنهج القائم على قائمة التدفقات النقدية على الشكل التالي:

$$TA_{ij,t} = EBXI_{ij,t} - CFO_{ij,t}$$

حيث $TA_{ij,t}$ = إجمالي المستحقات الكلية المقاسة باستخدام قائمة التدفقات النقدية للشركة i في القطاع j في السنة t ، $EBXI_{ij,t}$ = صافي الأرباح قبل البنود غير العادية والعمليات المتوقعة للشركة i في القطاع j في السنة t ، $CFO_{ij,t}$ = صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة i في القطاع j في السنة .

وسيتم الاعتماد في هذه الدراسة على منهج قائمة التدفقات النقدية، إذ يرى *Hribar and Collins (2002)* أن الاعتماد على قياس المستحقات المتخذة مباشرة من بيان التدفق النقدي في ظروف معينة أفضل من الاعتماد على منهج الميزانية العمومية.

ثم يتم تقدير معادلة الانحدار لبيانات مقطعية للشركات التي تنتمي لنفس القطاع في العام i على الشكل التالي:

$$\frac{TA_{ij,t}}{A_{ij,t-1}} = a_{1j} \left(\frac{1}{A_{ij,t-1}} \right) + a_{2j} \frac{(\Delta REV_{ij,t} - \Delta REC_{ij,t})}{A_{ij,t-1}} + a_{3j} \frac{PPE_{ij,t}}{A_{ij,t-1}} + \varepsilon_{ij,t}$$

حيث $TA_{ij,t}$ = إجمالي المستحقات الكلية للشركة i في القطاع j في السنة t ، $A_{ij,t-1}$ = إجمالي أصول الشركة i في القطاع j في السنة $t-1$ ، $\Delta REV_{ij,t}$ = التغير في إجمالي الإيرادات للشركة i في القطاع j بين السنة $t-1$ والسنة t ، $\Delta REC_{ij,t}$ = التغير في حسابات المدينون للشركة i بين السنة $t-1$ والسنة t ، $PPE_{ij,t}$ = إجمالي المعدات والتجهيزات والممتلكات في السنة t ، $\varepsilon_{ij,t}$ = الخطأ العشوائي للنموذج.

ومن ثم يتم استخدام المعلمات المقدرة في المعادلة السابقة a_{1j}, a_{2j}, a_{3j} لتقدير المستحقات غير الاختيارية المحددة للشركة (NA) (Normal Accruals) في القطاع j للعام i على الشكل التالي:

$$NA_{ij,t} = \hat{a}_{1j} \left(\frac{1}{A_{ij,t-1}} \right) + \hat{a}_{2j} \frac{(\Delta REV_{ij,t} - \Delta REC_{ij,t})}{A_{ij,t-1}} + \hat{a}_{3j} \frac{PPE_{ij,t}}{A_{ij,t-1}}$$

وأخيراً يتم حساب المستحقات الاختيارية (AA) (Abnormal Accruals) للشركة i في القطاع j للسنة t على الشكل التالي:

$$AA_{ij,t} = \frac{TA_{ij,t}}{A_{ij,t-1}} - NA_{ij,t}$$

وينتم التركيز على القيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية ($|AA|$) وكلما ارتفعت قيمة $|AA|$ دل ذلك على وجود إدارة أرباح، ومن ثم انخفاض جودة المستحقات وانخفاض جودة هذه الأرباح (Schipper & Vincent, 2003).

وبما أنه لا يوجد توافق في الآراء بشأن طريقة قياس جودة الأرباح، إذ تعددت طرق القياس المعتمدة من قبل الباحثين فإنه لا يمكن تصنيف الشركة حسب جودة أرباحها المرتفعة أو المنخفضة بناءً على مقياس واحد، فإذا لم يكن هناك توافق بين نتائج أكثر من طريقة لقياس جودة الأرباح فلا

يمكن التعلّيق على جودة الأرباح لتلك الشركة، إذ توصّلت دراسة (Lyimo, 2014) إلى عدم وجود تطابق تامّ بين مقاييس جودة الأرباح، إذ تشير الأدلّة إلى أنّه لا ينبغي للمحلّلين والمستثمرين والمشاركين في السّوق استخدام مقياس واحد لجودة الأرباح؛ لأنّ أحد مقاييس جودة الأرباح لا يمكن أن يكمل مقياساً آخر لجودة الأرباح.

الفصل الثالث - جودة الأرقام المالية وعوائد الأسهم

مقدمة

المبحث الأول: العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم

1-1-3 العوامل الاقتصادية

2-1-3 العوامل المرتبطة بالسوق المالي

3-1-3 العوامل المرتبطة بالصناعة

4-1-3 العوامل المرتبطة بالشركة

1-4-1-3 عامل حجم الشركة

2-4-1-3 عامل قيمة الشركة

3-4-1-3 عامل الحجم وعامل القيمة معاً

4-4-1-3 عامل توزيعات الأرباح

5-4-1-3 التدفقات النقدية

6-4-1-3 السيولة

7-4-1-3 الحوكمة

المبحث الثاني: أثر جودة المعلومات المالية في عوائد الأسهم

1-2-3 جودة الإفصاح وأثره في عوائد الأسهم

2-2-3 أثر جودة الأرقام المالية في عوائد الأسهم

الفصل الثالث - جودة الأرقام المالية وعوائد الأسهم

مقدمة:

يقوم المستثمر بتقديم أمواله في الأسواق المالية مقابل اقتناء أداة استثمارية (سهم مثلاً)، أملاً بالحصول على العائد مقابل هذه الاستثمارات، الذي يعتمد على الزيادة أو النقصان في القيمة الرأسمالية للسهم (سعر السهم) وفي توزيعات الأرباح التي سيحصل عليها حامل السهم يتم الحصول على العائد المتوقع بناءً على استخدام نماذج التسعير، وأهمها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model)، وقد أجريت العديد من الدراسات لفحص صحة نموذج CAPM واكتشفت وجود العديد من الحالات الشاذة في سلوك أسعار الأسهم، لذلك تسعى الباحثة من خلال هذا الفصل وفي المبحث الأول تحديداً إلى توضيح العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم، سواء تلك المرتبطة بالاقتصاد أو بأسواق المال والصناعة، بالإضافة إلى العوامل المرتبطة بالشركة من جهة حجمها وقيمتها مروراً بكمية الأرباح التي توزعها، ومن ثم التدفقات النقدية التي تحصلها والسيولة المتوفرة لديها وصولاً إلى درجة حوكمة هذه الشركة، أمّا في المبحث الثاني فقد سعت إلى التعرف بشكل خاص على أثر جودة المعلومات في عوائد الأسهم على المستوى العام من جهة جودة الإفصاح والمستوى الخاص من جهة جودة الأرقام المالية.

المبحث الأول: العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم

تعدّ عوائد الأسهم النقطة الرئيسيّة التي ينظر إليها المستثمرون عندما يقومون باستثمار أموالهم في السوق الماليّة، وكلّما بحث المستثمر عن عائد أعلى وجب عليه الدخول في استثمارات لها مخاطر أعلى، ونظراً لارتباط العائد بالمخاطرة فإنّه ينبغي أن يأخذ المستثمرون في الاعتبار عند اتّخاذ قرارهم باستثمار أموالهم قدراتهم على تحمّل المخاطرة (Riyath, 2015).

يتحدّد معدّل العائد المطلوب على الاستثمار من خلال كلّ من معدّل العائد الحقيقيّ الخالي من المخاطر في الاقتصاد، ومعدّل التضخّم المتوقّع خلال فترة الحياة، بالإضافة إلى علاوة المخاطرة التي يحدّدها عدم اليقين بشأن العوائد المستقبلية أو التدفّقات النقدية من الاستثمار، إذ تتأثّر جميع الاستثمارات بالمعدّل الخالي من المخاطر ومعدّل التضخّم المتوقّع؛ لأنّ هذين المتغيّرين يحدّدان المعدّل الاسميّ الخالي من المخاطر، ومن ثمّ فإنّ العامل الذي يسبّب فرقاً في معدّلات العائد المطلوبة هو علاوة المخاطرة للاستثمارات المختلفة (Reilly & Brown, 2011).

تسبّب علاوة المخاطرة اختلافات في معدّلات العائد المطلوبة بين الاستثمارات البديلة التي تتراوح من السندات الحكومية إلى سندات الشركات إلى الأسهم العادية، ونلاحظ اختلافاً في علاوة المخاطرة نظراً لأنّ الأوراق الماليّة المختلفة لها أنماط عوائد مختلفة وضمانات مختلفة للمستثمرين، لذلك تختلف علاوة المخاطر الخاصّة بها، بالإضافة إلى ذلك يمكن أن تتغيّر علاوة المخاطر لنفس الأوراق الماليّة بمرور الوقت (Reilly & Brown, 2011).

ناقش الباحثون نماذج تسعير الأصول بإسقاط عوائد هذه الأصول على بعض مجموعات العوامل التي قد تفسّر الاختلافات الرئيسيّة في عوائد الأصول، والهدف هو تحديد المحدّدات الرئيسيّة

لنقلبات هذه العوائد (Bali, Engle & Murray 2016)، إذ تتأثر أسعار الأسهم ومن ثمَّ عوائدها بأربع مجموعات رئيسية من العوامل، وهي :

3-1-1 العوامل الاقتصادية:

تؤثر الحالة الاقتصادية للدولة في أداء أسواقها المالية، إذ تنعكس على أداء الشركات بمختلف الصناعات ومن ثمَّ على حركة أسعار وعوائد أسهمها؛ لأنَّ قيمة الأصول تحددها التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب في المستقبل، ويتأثر هذان العاملان بالبيئة الاقتصادية الكلية المتوقعة (Reilly & Brown, 2011).

يفترض العديد من الأكاديميين والباحثين وجود علاقة وثيقة بين أسعار الأسهم والمتغيرات النقدية المختلفة التي تتأثر بالسياسة النقدية، لذلك اختبرت دراسات عديدة هذه العلاقة، إذ أشارت دراسة قام بها (Thorbecke, 1997) إلى وجود علاقة قوية بين التغيرات في السياسة النقدية وأسعار الأسهم، إذ تستجيب عوائد الأسهم لصدمات السياسة النقدية، فكلما كانت السياسة النقدية توسعية ازدادت عوائد الأسهم بعد ذلك.

وهدفت دراسة (خليل، 2015) إلى إيضاح أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة (تركيا، مصر، سورية)، وبيان أيَّ المتغيرات أكثر تأثيراً من غيرها في عوائد الأسهم، وتمثلت هذه المتغيرات بمعدل التضخم وسعر الصرف والعرض النقدي، إضافة إلى سعر الفائدة قصير الأجل، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين كلٍّ من سعر الصرف وسعر الفائدة قصير الأجل مع عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة، بالإضافة إلى وجود علاقة طردية بين عوائد الأسهم ومعدل التضخم في بورصة اسطنبول، في حين لم تكن هناك علاقة بين هذين المتغيرين في كلٍّ من سوق دمشق للأوراق المالية والبورصة المصرية، كما أشارت النتائج إلى عدم وجود علاقة

طردية بين العرض النقدي وعوائد الأسهم في بورصة اسطنبول، في حين أكدت النتائج وجود علاقة بين المتغيرين في البورصة المصرية.

وفي دراسة أخرى أجراها الباحثون (Bissoon, Seetana, Bhattu-Babajee, Gopy-) (Ramdhany, & Seetah, 2016) لدراسة العلاقة بين عوائد الأسهم ومتغيرات السياسة النقدية باستخدام عينة من خمسة بلدان موريشيوس ولندن وأستراليا واليابان وترينيداد، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2004 إلى 2014، وقد تمّ التركيز على متغيرين هما سعر الفائدة والعرض النقدي، إذ توصّلت نتائج الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة سلبية بين سعر الفائدة وعوائد الأسهم، بالإضافة إلى وجود علاقة طردية بين العرض النقدي وعوائد الأسهم، وبذلك أكدت الدراسة أيضاً على أنّ المتغيرات النقدية أسهمت في تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم على المدى القصير وعلى المدى الطويل وذلك للبلدان الخمسة.

ويشير (Reilly & Brown, 2011) إلى أنّه كلّما توقّع المستثمرون زيادة في معدّل التضخّم فإنّهم سيزيدون معدّلات العائد المطلوبة بمقدار مماثل للحصول على معدّلات عائد حقيقية ثابتة. كما هدفت دراسة (يوسف، 2008) إلى التعرف على أهمّ العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم للشركات المدرجة في سوق عمان المالي، وتوصّلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات؛ أهمّها وجود علاقة طردية بين كلّ من معدّل التضخّم وأسعار الفائدة مع عوائد الأسهم .

3-1-2 العوامل المرتبطة بالسوق المالي:

تعمل نظرية سوق رأس المال Capital Market Theory على تطوير نماذج لتسعير جميع الأصول الخطرة، ولذلك تمّ تطوير نماذج التسعير للعامل الواحد والعوامل المتعددة بناءً على العلاقة

بين العائد والمخاطرة (Riyath, 2015)، إذ بدأت نماذج تسعير الأصول بنموذج أحادي العامل (نموذج خطي بسيط) يشرح ببساطة ومنطقيّة علاقة عوائد الأصل بمخاطرته يسمّى نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة CAPM طوّره كلّ من (Sharpe, 1964) و (Lintner 1965).

يسهم النموذج في تحديد معدّل العائد المطلوب لأيّ أصل محفوف بالمخاطر، إذ إنّ الأصول الخطرة هي الأصول التي تكون العوائد المستقبلية غير مؤكّدة منها (Reilly & Brown, 2011). كما يمكن للمستثمر قياس مقدار المخاطرة التي تحتفظ بها الأسهم (Riyath, 2015). ويتمّ تحديد معدّل العائد المطلوب (المتوقّع) للأصل الخطر بمجموع كلّ من معدّل العائد الخالي للمخاطرة وعلاوة المخاطرة للأصل الفرديّ، إذ يتمّ تحديد علاوة المخاطرة من خلال المخاطر المنتظمة للأصل (β_i) التي تصف العلاقة بين مخاطر السّوق (المخاطر المنتظمة) ومعدّلات العائد على الأسهم (باستخدام المحافظ)، وتمثّل علاوة مخاطر السّوق السائدة (RM - RFR) (Reilly & Brown, 2011).

تعدّ بيتا مقياساً موحّداً للمخاطر المنتظمة للأصل في السّوق المالي وإحدى أهمّ العوامل المؤثّرة في عوائد الأسهم، ويزيد معدّل العائد المتوقّع بشكل خطّي عندما تزيد بيتا، كما أنّ قيمة Beta المخصّصة لمحفظة السّوق تساوي واحداً. لذلك إذا كان للأصل بيتا أعلى من 1، فإنّ الأصل لديه مخاطر منتظمة أعلى من السّوق، ممّا يعني أنّه أكثر تقلّباً من محفظة السّوق الإجماليّة (Reilly & Brown, 2011).

تمّ شرح علاقة المخاطرة والعائد من خلال معادلة CAPM على النّحو التالي:

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

حيث: R_i = معدّل العائد المتوقّع على الأصل i ، R_f = معدّل العائد الخالي من المخاطرة، β_i = المخاطرة المنتظمة للأصل i ، R_m = معدّل العائد المتوقّع على محفظة السّوق (Riyath, 2015).

قام (Fama & French, 1993) بتطوير نموذج ثلاثي العوامل بناءً على نتائج الدراسات السابقة للتغلب على الضعف في CAPM، إذ اشتمل النموذج على عاملي الحجم (*Size*) والقيمة (*B/M*) بالإضافة إلى بيتا السوق لـ CAPM.

يقترح النموذج الذي قدمه (Fama & French, 1993) أن العائد المتوقع للأوراق المالية يعتمد على حساسية عائد الورقة للسوق وعلى فرق العائد بين المحفظة التي تتكوّن من أسهم صغيرة الحجم والمحفظة التي تتكوّن من الأسهم كبيرة الحجم من حيث القيمة السوقية (*SMB*) وأيضاً على فرق العائد بين المحفظة المكوّنة من أسهم ذات نسبة *B/M* المرتفعة والمحفظة المكوّنة من أسهم ذات نسبة *B/M* الأقل (*HML*) وذلك على النحو التالي:

$$R_{it} = R_{ft} + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + s_iSMB_t + h_i HML_t$$

حيث تمثّل المتغيّرات *SMB* و *HML* كلاً من علاوة الحجم وعلاوة القيمة على التوالي؛ علاوة الحجم وهي عبارة عن الفرق بين عوائد محفظة الأسهم ذات القيمة السوقية الصغيرة وعوائد محفظة الأسهم ذات القيمة السوقية الكبيرة (*small minus Big*) (*SMB*). علاوة القيمة هي الفرق بين عوائد محفظة الأسهم ذات نسبة الـ *B/M* العالية ومحفظة الأسهم ذات نسبة الـ *B/M* المنخفضة (*High minus Low*) والذي تعبّر وفقاً لفاما فرينش عن علاوة مخاطر تعثر الشركة (*Distress effect*).

وبذلك عدّ (Fama & French, 1993) أن الحجم والقيمة بدائل لقياس المخاطرة نظراً للمخاطرة العالية التي تتمتاز بها الشركات الصغيرة الحجم والشركات ذات النسبة العالية من الـ *B/M* التي يكون أداؤها المالي ضعيفاً مقارنة بالشركات كبيرة الحجم وذات النسبة المنخفضة من الـ *B/M* العائد العالي لها.

وتتالت الأبحاث التي اختبرت كلاً من أثر عامل الحجم وعامل القيمة في تفسير عوائد الأسهم في العديد من الأسواق المالية العالمية. قام (Rossi, 2012) بتطبيق نموذج (Fama & French, 1993) على أسهم الشركات المدرجة في البورصة الإيطالية، وأكدت نتائج دراسته وجود تأثير عكسي ذي دلالة إحصائية لعامل الحجم على أسعار أسهم الشركات في تلك البورصة، كما تؤكد نتائج هذه الدراسة أن متغير الحجم المصحوب ببيتا له قوة تفسيرية أكبر في حين لم يتم إيجاد أي علاقة تربط بين نسبة الـ B/M والعوائد. في حين وجد (Al-Mwalla & Karasneh, 2011) عند قيامهم باختبار قدرة نموذج (Fama & French, 1993) على تفسير تباين عوائد الأسهم المدرجة في سوق عمان المالي تأثيراً ذا دلالة إحصائية عكسياً لعامل الحجم وإيجابياً لعامل القيمة على العوائد.

أمّا (Drew, 2003) فقد قام بتطبيق النموذج على بيانات من أربعة أسواق آسيوية ناشئة؛ هونج كونج، وكوريا، وماليزيا، والفلبين من أجل التحقيق في قدرة نموذج (Fama & French, 1993) على شرح الاختلاف في متوسط معدل العائد للأسهم، وتوصل إلى أن نموذج العوامل الثلاثة لفاما فرينش يتمتع بقوة في تفسير متوسط عوائد الأسهم في البلدان الأربعة، لذلك أصبح نموذج العوامل الثلاثة نموذجاً مرجعياً في أدبيات تسعير الأصول.

ومع تطوّر الدراسات اللاحقة أكد كلٌّ من (Fama & French, 2006) و (Mouselli, 2010) أن علاوة القيمة مدفوعة من قبل الأسهم الصغيرة الحجم ذات القيمة السوقية الصغيرة.

وقدّم باحثون آخرون في دراسات عديدة (Liu, 2006) (Lam & Tam, 2011) (Amihud, Mendelson, & Pedersen, 2006) دليلاً على أن عامل السيولة هو عامل مفسر للتغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم، ويجب إضافته لنموذج العوامل الثلاثة عند تسعير الأصول في أسواق مالية معينة.

ومن ثمّ قام الباحثون (Fama & French, 2015) بتطوير نموذجهم المكوّن من العوامل الثلاثة لتسعير الأصول الرأسمالية ليشمل عوامل أخرى تعكس الربحية والاستثمار، ويطلق عليه بذلك اسم نموذج العوامل الخمسة (5FF Five- Factor Model) وأثبتوا تفوّقه في الأداء على نموذج العوامل الثلاثة (3FF Three- Factor Model) في تفسير تباين متوسطّ عوائد الأسهم، ودعم ذلك عدّة دراسات منها دراسة (Chiah, Chai, Zhong & Li, 2016) في سوق الأسهم الاسترالية التي أكّدت أنّ نموذج العوامل الخمسة قادر على تفسير المزيد من الانحرافات في تسعير الأصول مقارنة بمجموعة من نماذج تسعير الأصول المنافسة، وكذلك دراسة (Lin, 2017) التي أكّدت هذه النتائج أيضاً في سوق الأسهم الصينية، ممّا يدعم تفوّق نموذج العوامل الخمسة على نموذج العوامل الثلاثة، إذ يمثّل عامل الربحية الفرق بين عوائد أسهم الشركات ذات الربحية القويّة والضعيفة، في حين أنّ الشركات التي تبلغ عن أرباح مستقبلية أعلى لها عوائد أعلى في سوق الأسهم، أمّا عامل الاستثمار فيشير إلى أنّ الشركات التي توجّه ربحها نحو مشاريع النموّ من المرجّح أن تواجه خسائر في سوق الأسهم.

$$R_{it} = R_{ft} + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + s_iSMB_t + h_i HML_t + r_iRMW_t + c_i CMA_t$$

حيث تعبّر RMW_t عن الفرق بين عوائد محفظة أسهم الشركات ذات الربحية القويّة وعوائد محفظة أسهم الشركات ذات الربحية الضعيفة، أمّا CMA_t فتعبّر عن الفرق بين عوائد محفظة أسهم الشركات التي سياستها الاستثمارية منخفضة وعوائد محفظة أسهم الشركات التي سياستها الاستثمارية قويّة.

3-1-3 العوامل المرتبطة بالصناعة:

تختلف العوائد المالية للأسهم بين القطاعات المختلفة كما تختلف بين فترة زمنية وأخرى لنفس القطاع، وذلك نتيجة لاختلاف مستوى المخاطرة والعوامل الاقتصادية المؤثرة في مختلف هذه

القطاعات. فبينما تترك ارتفاع معدّلات التضخّم أثراً سلبياً على سوق الأسهم على المدى القصير وينطبق ذلك على معظم القطاعات والصناعات إلّا أنّ الصناعات ذات الرافعة التشغيليّة العالية على سبيل المثال قد تستفيد؛ لأنّ الكثير من تكاليفها بقيمة اسميّة ثابتة (مصاريف اهتلاك)، بينما إيراداتها تزداد مع التضخّم، كما تقوم بسداد ديونها بقيمة حقيقية أقلّ من التي أخذت فيها القرض (Reilly & Brown, 2011).

ويضيف (Reilly & Brown, 2011) أنّ البنوك تستفيد عموماً من تقلّب أسعار الفائدة على عكس شركات الإنشاءات والمقاولات، بالإضافة إلى أنّ الأحداث المحليّة والخارجيّة التي قد تسبّب تقلّب قيمة العملة وانخفاضها تساعد الصناعات التي تعتمد على الصّادرات، إذ تصبح منتجاتها أرخص نسبياً في الأسواق الخارجيّة، وتصبح سلع المنافسين الأجانب أكثر تكلفة داخل الاقتصاد المعني.

3-1-4 العوامل المرتبطة بالشركة:

يهتمّ المستثمرون بأيّة معلومات قد تصدر من الشّركات المدرجة في السّوق المالي، وقد تكون تلك المعلومات مدرجة في القوائم الماليّة للشّركات أو تعبّر عن معلومات خاصّة بهذه الشّركة، وتعمل تلك المعلومات على أن تكون عوامل مخاطرة تؤثر في أسعار وعوائد الأسهم يجب أخذها بعين الاعتبار عند تقييم الأصول وتحديد ما إذا كان الأصل مقيماً بأقلّ أو أكثر ممّا يجب.

إذ يمكن للمستثمرين الأذكياء كسب عائد إضافي على حساب المستثمرين الآخرين (السادجين)، هذا يعني أنّ المستثمرين الآخرين يحصلون على عائد أقلّ من العائد الذي يجب أن يحصلوا عليه (Singal, 2004) إذا لم يتمكّنوا من تحليل هذه العوامل وتقييمها، وتعدّ العوامل التّالية إحدى أهمّ العوامل المؤثّرة في عوائد الأسهم:

1- عامل حجم الشركة 2- عامل قيمة الشركة 3- عامل الحجم وعامل القيمة معاً 4- عامل توزيعات الأرباح 5- التدفقات النقدية 6- السيولة 7- الحوكمة .

1-4-1-3 عامل حجم الشركة (Firm size):

يعدُّ (Banz, 1981) أوّل مَنْ قام بدراسة العلاقة بين إجمالي القيمة السّوقية للأسهم وعوائدها وذلك على الأسهم المدرجة في بورصة نيويورك، وبرهن على وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين المتغيّرين، فقد استطاعت القيمة السّوقية للأسهم تفسير التباين في متوسطّ عوائد الأسهم، إذ وجد (Banz, 1981) أنّ أسهم الشركات الصّغيرة الحجم (ذات القيمة السّوقية المنخفضة) لها متوسطّ عوائد معدّلة بالمخاطر أعلى من أسهم الشركات الكبيرة الحجم (ذات القيمة السّوقية المرتفعة)، وأطلق على هذه الظاهرة "تأثير الحجم" "size effect" لكنّه لم يستطع تفسيرها.

إذ تعبّر القيمة السّوقية للسّهم عن السّعر الذي تتداول به أسهم رأس المال في سوق الأوراق الماليّة (كرمه، 2012). ويمثّل هذا المتغيّر العلاوة المحقّقة من شراء الأسهم صغيرة الحجم وبيع الأسهم كبيرة الحجم (علاوة الحجم).

إنّ الحجّة النظرية لوجود علاوة الحجم هي أنّ أسهم الشركات الصّغيرة يتمّ تداولها بشكل غير منتظم، ومن ثمّ لها مخاطر أعلى (Riyath, 2015) نقلاً عن (Stoll & Whaley, 1983). وبما أنّ معظم المستثمرين يطالبون بعائد أعلى للصفقات الأكثر خطورة من الصفقات الأقلّ خطورة فإنّ الأسهم الصّغيرة الحجم لها عوائد أعلى من الأسهم الكبيرة الحجم، ومن ثمّ فإنّ الاستراتيجية الأكثر خطورة يجب أن تولد عائداً أعلى (Singal, 2004). كما أنّ أسهم الشركات الصّغيرة أقلّ سيولة من أسهم الشركات الكبيرة، وتؤثّر قلّة السيولة المتوقّعة في السوق بشكل إيجابي في عوائد الأسهم؛ لأنّ قلّة

السيولة تؤثر في الشركات صغيرة الحجم بدلاً من الشركات الكبيرة (Riyath, 2015) نقلاً عن (Amihud, 2002).

3-1-4-2 عامل قيمة الشركة (Book to market):

تعبّر القيمة الدفترية للسهم عن القيمة المثبتة في سجلات الشركة التي تمثل حق الملكية في الميزانية العمومية (كرمه، 2012). قام (Rosenberg, Reid, & Lanstein, 1985) بربط نسبة (القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة السوقية للسهم) "Book to Market" مع عوائد الأسهم المدرجة في السوق المالي للولايات المتحدة، وتوصل إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية، وذلك باتباع استراتيجية تقوم على شراء الأسهم التي تمتلك نسبة عالية من الـ (B / M) وبيع الأسهم التي نسبتها منخفضة. وتعدّ دراسة (Rosenberg et al., 1985) الدراسة الأولى التي سلّطت الضوء على هذه العلاقة.

ويمثّل هذا المتغيّر ما يسمّى بعلاوة القيمة (High Minus Low) (HML)، التي تشير إلى ارتفاع متوسط العوائد للأسهم ذات النسبة العالية من القيمة الدفترية للأسهم إلى القيمة السوقية للأسهم (B / M) (أسهم القيمة)، مقارنة بالأسهم ذات النسبة المنخفضة من القيمة الدفترية للأسهم إلى القيمة السوقية للأسهم (B / M) (أسهم النمو) (Mouselli, 2010).

ركّزت أبحاث عديدة على السبب الكامن وراء القوّة التفسيرية المهمّة لعامل القيمة، إذ أشار الباحثون (Lakonishok, Shleifer, & Vishny, 1994) إلى أنّ ردّ فعل المستثمرين المفرط هو مصدر علاوة القيمة، إذ إنّ المستثمرين يبالغون في ردود أفعالهم ويقبلون على شراء الأسهم عندما يتلقّون أخباراً جيّدة عنه، ويعلمون أنّ السهم كان أدائه جيّداً في الماضي، إذ تؤثر القيمة الدفترية في سعر السهم تأثيراً إيجابياً بشكل كبير؛ لأنّ ارتفاع القيمة الدفترية للسهم يعني تحقيق الشركة لأرباح في

الماضي كَوْنَتْ من خلالها احتياطات ومخصّصات واحتجزت جزءاً منها لتعزّز من قيمة حقوق المساهمين، والعكس صحيح (كرمه، 2012).

وهذا يجعل السّهم جذاباً للمستثمرين ممّا يؤدّي إلى ارتفاع سعره السّوقي ليعود ويتجاوز قيمته الدفترية (يقيم السهم بأكثر ممّا يجب)، ومن ثمّ تصبح الـ B/M للسّهم منخفضة، وكذلك عندما يبالغ المستثمرون في ردّ فعلهم في بيع الأسهم التي تلقّوا أخباراً سيّئة عنها، ممّا يؤدّي إلى انخفاض سعر السّهم السّوقي إلى دون قيمته الدفترية (تسعيّره بأقل ممّا يجب)، ومن ثمّ ارتفاع الـ B/M للسهم.

أمّا (Fama & French, 1992) فقد فسّرا التباين في الأداء بين أسهم القيمة وأسهم النموّ بأنّ الأولى أعلى مخاطرة من الثانية، ولم تستطع مخاطر السّوق (بيتا) تفسيرها ممّا يتطلّب علاوة في العائد تبعاً لذلك.

3-4-1-3 عامل الحجم وعامل القيمة معاً:

قام (Fama & French, 1992) بدراسة شاملة لتفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في الأسواق الأمريكيّة *NASDAQ, AMEX, NYSE* تضمّنت عدّة عوامل مثل بيتا السّوق (*Beta*)، حجم الشركة (*Size*)، ونسبة القيمة الدفترية إلى السوقية (*BE/ME*)، والرافعة الماليّة (*Leverage*) ونسبة ربح السّهم إلى سعره (*P/E*) وأعلنوا بالفعل أنّ هذه المتغيّرات التي هي حجم الشركة ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية (B/M) تعدّ عوامل خطر إضافية يجب أخذها في الاعتبار إلى جانب بيتا، إذ تمثّل المتغيّرات المهمّة الوحيدة في تفسير الاختلافات المقطعية لمتوسّط عائد الأسهم.

وأكدت دراسة (Fama & French, 1992) أنّ بيتا السّوق لـ CAPM ليست فقط العامل الوحيد في تحديد العائد المتوقّع للسّهم، وقدمت دليلاً على عدم قدرة CAPM في شرح المقاطع

العرضية لمتوسط عوائد الأسهم، إذ يجب أيضاً تضمين العوامل الأخرى المحددة في النموذج بالإضافة إلى بينا السوق للحصول على عائد للسهم أكثر تفسيراً، إذ وفّرت هذه الفكرة الأساس لتطوير نموذج متعدّد العوامل من خلال استبدال نموذج CAPM التقليدي (Riyath, 2015).

3-1-4-4 عامل توزيعات الأرباح (Dividends):

يعدّ قرار توزيع الأرباح أو احتجازها أحد أهمّ القرارات التي تتخذها الشركة بعد إتمامها لإعداد قوائمها المالية، إذ تبدي عوائد الأسهم ردود فعل كبيرة سواء لمجرد الإعلان عن توزيعات الأرباح أو كنتيجة لمقدار الأرباح الموزعة، بالإضافة إلى ماهية هذه الأرباح الموزعة (نقدية أو أسهم مجانية) وسياسة الشركة المتبعة في توزيع هذه الأرباح، إذ تتحكّم في هذه العلاقة عدّة عوامل مثل ظاهرة شهر يناير وحجم الشركة وسمعتها الحسنة في توزيع الأرباح وغيرها.

كما تعدّ توزيعات الأرباح مكوناً أساسياً من العوائد التي يحققها السهم، وبالرغم من تلك العلاقة المتداخلة تؤثر توزيعات الأرباح بشكل إيجابي في عوائد الأسهم، وهذا ما أثبتته غالبية الدراسات السابقة (Hodrick, 1992) (Litzenberger & Ramaswamy, 1979) (Ball & Brown, 1968) (Fama & French, 1988) بوجود علاقة قوية بين معدّل العائد المتوقع وعائد توزيعات الأرباح (dividend yields) بالرغم من أنّ (Miller & Scholes, 1982) أكّدا عدم وجود أيّ علاقة بين عائد توزيعات الأرباح ومعدّل العائد المتوقع.

وتتالت الأبحاث الأكاديمية لتثبت هذه العلاقة في العديد من الأسواق المالية العالمية، فقد ركّزت دراسة (Suwanna, 2012) على معرفة أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح في أسعار الأسهم الشركات المدرجة في بورصة تايلاند، وذلك باستخدام منهجية دراسة الحدث لاكتشاف عوائد الأسهم خلال الأيام المحيطة بتاريخ الإعلان، وتوصّلت نتائج الدراسة إلى أنّ أسعار الأسهم تتحرّك صعوداً

بشكل ملحوظ بعد الإعلان عن توزيعات أرباح، وباستخدام نموذج السوق تمَّ إيجاد عائد غير عادي خلال اليومين التاليين للإعلان، بالإضافة إلى وجود عائد غير عادي تراكمي بعد تاريخ الإعلان كلاهما ذو دلالة إحصائية، إذ أكَّد الباحث أنَّ النتائج تدعم نظرية الإشارة؛ لأنَّ إعلان توزيع الأرباح له تأثير كبير على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة تايلاند.

باستخدام المنهجية ذاتها قام (Mukora, 2014) بدراسة أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح في عوائد الأسهم في بورصة نيروبي، ولُوحظ أنَّ متوسطَّ العوائد غير العادية كان سلبياً قبل تاريخ الإعلان وإيجابياً بعد تاريخ الإعلان وذلك عن جميع سنوات، وتمَّ إجراء اختبار الأهمية الإحصائية لكلِّ من متوسطَّ العوائد غير العادية ومتوسطَّ العائد التراكمي غير العادي، وقد أظهرت النتائج أنَّ الإعلان عن توزيعات الأرباح كان له تأثير إيجابي أيضاً على عوائد الأسهم.

أمَّا (نور، 2003) فقد اختبر وجود هذه العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية مشيراً إلى وجود علاقة إيجابية، وهذا ما أكَّده (شراب، 2006) عندما قام بالاختبار على السوق المالي نفسه، لكن مع استخدام متغيَّرات أخرى تمثل توزيعات الأرباح؛ وهي (صافي الأرباح، والأرباح النقدية الموزعة، والأرباح المحتجزة، والأسهم العينية، وتاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية)، وباستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدّد ونموذج الانحدار البسيط، على التوالي تمَّ التوصلُ أيضاً إلى نتائج تشير إلى وجود أثر لتوزيعات الأرباح (حسب المتغيَّرات الممثلة لها) في أسعار الأسهم.

كما أنَّ نتائج دراسة (Hartzmark & Solomon, 2013) أشارت إلى وجود علاقة طردية بين عائد توزيعات الأرباح (Dividend yields) وعوائد الأسهم خلال أشهر توزيعات الأرباح، إذ

ترتفع عوائد أسهم الشركات التي توزع أرباحاً بنسبة أعلى كما أن الشركات لديها عوائد تنبؤية أعلى في الأشهر التي من المتوقع أن تدفع فيها توزيعات.

واختبرت دراسة (بدران، 2019) العلاقة بين توزيعات الأرباح بنوعيتها (نقدية وأسهم مجانية) وعوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، ووجدت أن أسهم الشركات التي وزعت سواء أرباح نقدية أو أسهم مجانية حققت عوائد أعلى من الشركات التي لم تقم بتوزيعات أرباح، كما وجدت أن أسهم الشركات التي قامت بتوزيعات أرباح نقدية فقط أيضاً تجاوزت عوائدها باقي الشركات المدرجة في السوق المالي.

هذا لا ينفي وجود العديد من التفسيرات البديلة المحتملة الأخرى للعوائد العالية خلال أشهر توزيعات الأرباح، إذ أكد بعض الباحثين وجود أحداث أخرى تتزامن مع أشهر توزيعات الأرباح، فقد يمكن أن تكون العوائد ناتجة عن تأثيرات التقويم الشهري مثل التي تتركز في يناير (كانون الثاني)، وذلك كما لاحظ (Keim, 1985) الذي أشار أيضاً إلى أنه عند وضع متغير الحجم (القيمة السوقية للأسهم) كأحد المتغيرات الضابطة تصبح نتائج العلاقة بين التوزيعات وعوائد الأسهم أضعف، ومن ثم من الممكن أن يكون حجم الشركة (القيمة السوقية للأسهم) أحد المتغيرات التي تحكم العلاقة بين عائد توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم.

أما (Kang, Kim, & Oh, 2017) فقد ناقش أن العلاقة بين عائد توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم تختلف تبعاً لتاريخ الشركة وسمعتها في القيام بتوزيع الأرباح (سياسة توزيع الأرباح)، إذ إن تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح يختلف باختلاف ما إذا كانت الشركة تتمتع بسمعة حسنة تجاه توزيعات الأرباح أم لا. إذ إن أسهم الشركات التي بدأت باتباع سياسة توزيع الأرباح من مدة قصيرة فقط، والتي لم تثبت سمعتها بعد، يستجيب سعر سهمها ببطء وجزئياً مع إشارة جديدة تجاه الزيادات

غير المتوقعة في الأرباح بسبب بعض الشكّ حول مصداقية الإشارة، أمّا الإشارة من أسهم الشركات التي أثبتت قيامها بدفع توزيعات أرباح على المدى الطويل بشكل مستمرّ فيستجيب سعر سهمها بسرعة وبشكل كامل مع إشارة جديدة بسبب السمعة الحسنة.

وهذا ما يؤكّد اتفاق الباحثين على أنّ المستثمرين الباحثين عن التوزيعات يطلبون أسهم الشركات الموزّعة للأرباح وخصوصاً الموزّعة للأرباح النقدية الأعلى.

3-1-4-5 التدفّقات النقدية (Cash flow):

إنّ إحدى العوامل الخاصة بالقوائم المالية لشركة ما والتي يمكن أن تؤثر في أسعار أسهمها هي المضمون المعلوماتي للتدفّقات النقدية التي تحقّقها الشركة، وذلك على الرغم من الاهتمام الكبير الذي أولاه الباحثون والمستثمرون للأرباح المحاسبية في تقييم أداء الشركة واعتبارها عاملاً مؤثراً في عوائد الأسهم، إلّا أنّ هناك من توجّه إلى دراسة التدفّقات النقدية خصوصاً بعد تبيان أنّ نسبة كبيرة من هذه الأرباح قد تكون على شكل مستحقّات (غير نقدية).

إذ إنّ قياس الأرباح المحاسبية لفترة معيّنة هي نتيجة قياس التدفّقات النقدية الأساسية من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية للشركة الناتجة عن معاملات المبيعات التي تحدث خلال تلك الفترة، وبصرف النظر عن توقيت هذه التدفّقات النقدية (Sloan, 1996b). في حين أنّ قائمة التدفّقات النقدية تؤخذ في حساباتها الإيرادات المحصّلة والنفقات المسدّدة فعلياً، مقارنة بقائمة صافي الدّخل التي تعرض أرباح الفترة والذي يمكن أن تتحكّم بها إدارة المنشأة عن طريق زيادة أو تخفيض أيّ نفقات اختيارية (كرمه، 2012).

ويضيف (كرمه، 2012) أنَّ قائمة التدفُّقات النقدية تعبّر عن مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها وتوزيع أرباحها ومواجهة متطلّبات السيولة، وهذا يؤثر في تقييم سعر السهم.

سابقاً لم تخصّص كمية كبيرة من الأبحاث الاهتمام بالتدفُّقات، إذ كان التوجُّه أكبر للأرباح بشكل عامّ، وهذا ما أثار دهشة كلّ من الباحثين (Lev & Ohlson, 1982) بقولهم: "بالرغم من الأدلّة القويّة على أنَّ التدفُّقات النقدية تعكس الحقائق الاقتصادية لأداء الشركة بشكل أفضل من الأرباح التي تحتوي على نسبة كبيرة من المستحقّات لكن من المدهش أنّه لم يتمّ تخصيص سوى القليل من البحث لهذه المشكلة".

وتتعارض النتائج التي قدّمها الباحثون في ذلك، إذ أشار (العطوط & الظاهر، 2010) إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كلّ من التدفُّقات التشغيلية والتمويلية والاستثمارية وعوائد الأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، كما أنّ دراسة (خريوش، 2003) التي هدفت إلى قياس علاقة التدفُّقات النقدية بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المالية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وذلك باستخدام الانحدار المتعدّد توصّلت إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم وصافي التدفُّقات النقدية، وبين صافي التدفُّقات النقدية منسوبة إلى الالتزامات طويلة الأجل، والالتزامات قصيرة الأجل وحقوق الملكية. في حين أنّ (البرجنة، 2009) قام باختبار العلاقة بين صافي التدفُّقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتوصّلت إلى وجود علاقة بين المتغيّرين.

أمّا (Plenborg, 1999) فقد اختبر المحتوى المعلوماتي لكلّ من الأرباح والتدفُّقات النقدية للشركات المدرجة في البورصة الدنماركية، وتوصّلت إلى أنّ التدفُّقات النقدية الإجمالية تتضمّن محتوى

معلوماتياً أكثر ممّا تتضمّنهُ الأرباح، كما أنّ التدفّقات النقديّة من الأنشطة التشغيلية ترتبط بعلاقة سلبية مع عوائد الأسهم، بينما ترتبط صافي التدفّقات النقديّة بعلاقة إيجابية مع عوائد الأسهم.

كما قام (الخدّاش، 2003) بقياس علاقة العائد المحاسبي إلى حقوق المساهمين كنسبة مستندة إلى أساس الاستحقاق، وعلاقة التدفّقات النقديّة إلى حقوق المساهمين كنسبة مستندة إلى الأساس النقديّ بالقيمة السّوقية للسهم لدى قطاع الشّركات الصناعيّة المساهمة العامّة الأردنيّة، ليخلص إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين العائد المحاسبي إلى حقوق المساهمين والقيمة السّوقية للسهم، ووجود علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين التدفّقات النقديّة إلى حقوق المساهمين والقيمة السّوقية للسهم، كما أظهرت النتائج أنّ هذه العلاقة الأخيرة هي ذات ارتباط ودرجة معنويّة أفضل من العلاقة الأولى.

أمّا (كرم، 2012) فقد وجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائيّة بين صافي التدفّقات النقديّة من الأنشطة التشغيليّة وسعر السهم لأسهم الشّركات الخدميّة المساهمة العامّة المدرجة في سوق عمان المالي، كما توصّل إلى وجود علاقة عكسيّة ذات دلالة إحصائيّة بين صافي التدفّقات النقديّة من الأنشطة الاستثماريّة وسعر السهم، وأشار إلى أنّ ذلك يدلّ على كون المستثمرين يرغبون في شراء أسهم الشّركات كلّما زاد حجم الاستثمارات لديها، بالإضافة إلى وجود علاقة عكسيّة ذات دلالة إحصائيّة بين صافي التدفّقات النقديّة من الأنشطة التمويليّة وسعر السهم، إذ يشير هذا إلى أنّ سعر السهم يزداد كلّما قامت الشّركة بتسديد قروضها.

ووجدت (درغام، 2008) أيضاً علاقة طردية بين التدفّقات النقديّة مجتمعة وعوائد الأسهم لمجموعة من المصارف العاملة في سوق فلسطين للأوراق الماليّة، وأكّدت الدّراسة على ضرورة إيلاء

قائمة التدفقات النقدية أهميّة أكثر وتوجيه مستخدمي القوائم المالية إلى فهمها وتحليلها؛ كونها توفر معلومات مالية خالية من التّضليل.

3-1-4-6 السيولة (Liquidity):

تعبّر سيولة السّهم عن "مقدرة المتعامل في بورصة الأوراق المالية على البيع والشراء بالسّعر العادل، وفي الوقت المناسب" وبتكلفة منخفضة ومن دون التّأثير في السعر السّوقي للسّهم بشكل كبير (الدكي، 2015)، إذ تنخفض قابلية السّهم للتسويق كلّما قلّت سيولته، ومن ثمّ ترتفع الخصومات والعمولات المدفوعة عليه لبيعه بشكل أسرع (الحلو، 2010).

قام باحثون عدّة باختبار تأثير سيولة السهم على العوائد باستخدام مقاييس مختلفة للسيولة. هدفت دراسة (Marshall & Young, 2003) إلى اختبار العلاقة بين السيولة وعوائد الأسهم المدرجة في بورصة أستراليا، وذلك باستخدام مقياس الانتشار (bid-ask spread)، ومعدّل الدوران، ومقياس (amortized spread) كممثلين للسيولة، وتمّ التوصل إلى وجود علاوة سيولة إيجابية بشكل عامّ. وفسّر الباحثان ذلك بأنّه يمكن للمستثمرين أن يتوقّعوا تعويضهم بعوائد أعلى نتيجة لخطر عدم قدرتهم على بيع الأسهم في الوقت المناسب ودون خسارة غير مبرّرة (Marshall & Young, 2003). أي كلّما انخفضت سيولة السهم ازداد العائد المطلوب عليه نتيجة ارتفاع مخاطرته.

ثمّ قام (Marshall, 2006) بإعادة الدّراسة على بورصة أستراليا أيضاً، لكن باستخدام مقياس حديث نسبياً للسيولة يختلف عن المقاييس المعهودة هو مقياس (Weighted Order Value WOV)، وتوصّل إلى وجود علاقة سلبية للسيولة مع العوائد ومن ثمّ وجود علاوة سيولة إيجابية أيضاً، وبقي أثر السيولة حتّى بعد إدخال متغيّرات أخرى للنموذج المستخدم مثل متغيّرات بيتا والحجم والقيمة.

وقدّمت دراسة (الدكي ، 2015) دليلاً من سوق دمشق للأوراق الماليّة من خلال اختبار أثر السيولة في كلّ من التوزيع الاحتمالي لعوائد السّهم ومخاطره النظاميّة، وأظهرت النتائج وجود علاقة طرديّة ذات دلالة إحصائيّة بين سيولة السهم مُقاساً باحتمالية التّداول والمخاطر المنتظمة مقاسة بمعامل بيتا، إضافةً إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين سيولة السّهم مقاسة باحتمالية التداول والتوزيع الاحتمالي لعوائد الأسهم.

3-1-4-7 الحوكمة (Governance) :

تؤثّر الحوكمة في عوائد الأسهم ويمكن أن يكون تأثيرها بشكل غير مباشر، وذلك ينعكس على اعتبار أنّ الحوكمة تعبّر عن خطر المعلومات الخاصّة بالشّركة، فعند ارتفاع مستوى الحوكمة يتوقّع أن يقلّ التلاعب بالمعلومات ومن ثمّ يقلّ التلاعب في رقم الأرباح المعلن عنها، ممّا يؤدي إلى انخفاض المخاطر المتعلّقة بالشّركات، ومن ثمّ ارتفاع أسعار أسهمها لانخفاض تكلفة رأس المال، ممّا يؤدي إلى انخفاض العوائد (ماردنلي، 2017).

وهذا ما أثبته الباحثون (Mouselli, Abdulraouf, & Jaafar, 2014) بدراسة قاموا بها على أسهم الشّركات المدرجة في المملكة المتّحدة لتحديد بنود الحوكمة الأكثر تأثيراً في جودة المعلومات (ممثلة بجودة المستحقّات) وانعكاس تأثيرها بالتالي على عوائد الأسهم. واستخدمت الدّراسة بنود الحوكمة التالية (مجلس الإدارة - والتعويضات - والسّيطة - والتّدقيق)، وتوصّلت إلى أنّ بند التّدقيق هو الأكثر تأثيراً في جودة المستحقّات، لذلك تمّ إنشاء عامل يمثّل بند التّدقيق تمّت إضافته إلى نموذج (Fama & French, 1993) لاختبار قدرته على تفسير التباين في السلاسل الزّمنيّة لعوائد الأسهم ليتبيّن وجود مساهمة لهذه العامل في تفسير العوائد.

وقد تَمَّت هذه الدِّراسات الَّتِي اختبرت أثر الحوكمة في تفسير العوائد عبر متغيِّر جودة المعلومات الماليَّة بناءً على نتائج دراسات سابقة كانت قد اختبرت أثر بنود حوكمية معيَّنة على جودة المعلومات، ووجدت علاقة إيجابِيَّة بين المتغيِّرين مثل دراسة (Bédard, Chtourou, & Courteau, 2004) الَّتِي اختبرت ما إذا كانت خبرة واستقلالية وأنشطة لجنة التدقيق (خصائص لجنة التدقيق) في الشَّرْكة لها تأثير في جودة معلوماتها الماليَّة المنشورة (ممثَّلة بالمستحقَّات الاختياريَّة)، وتوصَّلت نتائجهم إلى وجود ارتباط كبير بين إدارة الأرباح وممارسات الحوكمة للجنة التدقيق، إذ إنَّ إدارة الأرباح التجميلية ترتبط سلباً بكلِّ من الخبرة الماليَّة والحوكمة لأعضاء لجنة التدقيق ومؤشَّرات الاستقلاليَّة ومع وجود تفويض واضح يحدِّد مسؤوليَّات اللجنة.

أمَّا (Drobetz, Schillhofer, & Zimmermann, 2004) فقد درسوا العلاقة بين الحوكمة وعوائد الأسهم بشكل مباشر في ألمانيا، وتوصَّلو إلى وجود علاقة سلبية بين حوكمة الشَّرْكات وعوائد الأسهم، إذ كلَّما ارتفعت درجة اتِّباع الشَّرْكات لقواعد حوكمة الشَّرْكات انخفضت مخاطر أسهمها ومن ثَمَّ انخفضت عوائدها.

وتوجَّهت دراسة (ماردنلي، 2017) إلى معرفة أثر تطبيق قواعد حوكمة الشَّرْكات في عوائد أسهم الشَّرْكات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق الماليَّة، ومعرفة مدى التزام الشَّرْكات المساهمة في السُّوق بتطبيق الممارسات السَّليمة للحوكمة، إذ قامت الباحثة بتشكيل مؤشِّر عامٍّ للحوكمة مكوَّن من أربع مؤشَّرات حوكميَّة فرعيَّة (مجلس الإدارة - والتدقيق - والإفصاح - وهيكل الملكيَّة)، وخلصت الدِّراسة إلى أنَّ مؤشِّر الإفصاح قد احتلَّ المرتبة الأولى من حيث تطبيق بنوده تلاه مؤشِّر مجلس الإدارة، ثمَّ مؤشِّر التدقيق بالمرتبة الثالثة، وجاء بالمرتبة الأخيرة مؤشِّر هيكل الملكيَّة، وأشارت الدِّراسة إلى أنَّ نسبة تطبيق قواعد الحوكمة هي 79% في السُّوق، ووجدت أنَّ مؤشِّر مجلس

الإدارة ومؤشر هيكل الملكية لهما تأثير سلبيّ معنويّ في عوائد الأسهم، وفُسّرت ذلك بأنّ مجلس الإدارة يعمل بجدّ على تحقيق مصالح المساهمين، ممّا انعكس انخفاضاً في خطورة الأسهم، وأخيراً توصّلت إلى أنّه لا يوجد أثر لمؤشر الحوكمة العامّ في عوائد الأسهم، ونسبت السبب إلى حادثة الحوكمة في سورية.

وبالنّظر إلى العوامل السابقة مجتمعة نجد أنّ غالبية الدراسات والأبحاث الأكاديمية تؤكّد أثر هذه المتغيّرات في تفسير تباين السلاسل الزمّنيّة للعوائد، من حيث جهة التأثير حتّى لو تداخلت تأثيراتها مع بعضها ليصبّ أثرها النهائيّ في سعر السهم وعائده، وتختلف شدّة هذا التأثير تبعاً لاختلاف طبيعة السّوق المالي وطبيعة الشّركات، إذ يمكن أن تشكّل العوامل السابقة مجتمعة نسبة تفسيرية كبيرة تجعل المستثمر لو توجّه إلى تحليلها لتمكّن من توجيه أمواله للاستثمار الصّحيح.

ولكن هذا لا يعني أنّه ليس هناك عوامل أخرى غير مطروحة في الدّراسة الحالية أو غير مكتشفة بعد من قبل الباحثين تستطيع بالإضافة الى العوامل السّابقة إلغاء الخطأ العشوائي أو احتمالية وجود عائد غير عادي، ومن بينها أيضاً جودة المعلومات الماليّة.

المبحث الثاني: أثر جودة المعلومات المالية في عوائد الأسهم

يتلقى المستثمرون مجموعة متنوعة من المعلومات في الأسواق المالية؛ أهمها تقارير الشركات المتضمنة لعدد كبير من الأرقام المالية التي تتلخص نتيجتها بصافي الدخل للشركة (أرباح الشركة). وتنتم معالجة هذه المعلومات من قبل المستثمرين لتحديث توقعاتهم، إذ تؤثر هذه التغييرات في توقعات المستثمرين على الأسعار في سوق الأسهم (Veronesi, 2000). إذ إنّه وفقاً لنظرية الكفاءة ينبغي أن تنعكس المعلومات في أسواق الأوراق المالية (Sayari, Omri, Finet, & Mraihi, 2013).

وبالنظر إلى أهمية المعلومات المالية وبما أن أسعار الأسهم تتفاعل مع المعلومات الجديدة يلجأ المديرون في بعض الأحيان إلى تجميل قوائمهم المالية لإظهار أفضل وضع مالي للشركة مستغلين في ذلك أوجه القصور في القواعد المحاسبية (Sayari et al., 2013)، أو عبر التأثير في أنشطتهم الحقيقية، لذلك فإنّ البحث عن أثر جودة المعلومات في عوائد الأسهم يعدّ أهمّ من دراسة أثر هذه المعلومات في حدّ ذاتها، وترى الباحثة أنّ جودة المعلومات المالية تتمثّل في شكلين عامّ وخاصّ، إذ تعبّر جودة الإفصاح عن الشّكل العامّ، أمّا الشّكل الخاصّ فتعبّر عنه جودة الأرقام المالية ممثّلة بجودة الأرباح.

3-2-1 جودة الإفصاح وأثره في عوائد الأسهم:

يعبّر الإفصاح عن المعلومات التي تقدمها الشركات في تقاريرها المالية مستعرضة نتائج المعلومات الخاصة بعملياتها المالية، بينما تعبّر جودة الإفصاح عن مدى قدرة المستثمر الحالي والمرتبّ على قراءة وتفسير المعلومات الواردة في التقارير التي تنشرها الشركة بسهولة واستخدامها في

التنبؤ بأداء الشركة في المستقبل (الحاف، 2016). وتعد جودة الإفصاح إحدى أوجه جودة المعلومات المالية.

توجّهت دراسة (حلاق، 2014) إلى التعرف على درجة الاعتماد على المعلومات المفصّل عنها في اتّخاذ قرارات الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية وبيان مدى إدراك المستثمرين وشركات الوساطة المالية لأهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار، وتوصّلت الدراسة إلى أنّ المستثمرين وشركات الوساطة في سوق دمشق للأوراق المالية يعتمدون على معلومات السهم المفصّل عنها في اتّخاذ قرارات الاستثمار، إذ يدرك الأفراد عينة الدراسة أهمية الإفصاح في ترشيد قرارات الاستثمار بدرجة كبيرة جداً.

تعدّدت طرق قياس الإفصاح في الدراسات السابقة فمنها من استخدم مؤشراً خاصاً لقياس الإفصاح، وبعضهم استخدم مؤشرات تتعلّق بمعلومات في القوائم المالية وأخرى متعلّقة بدرجة الحوكمة، إذ اعتبرت بعض الدراسات مستوى الإفصاح معبراً عن مستوى الحوكمة (Mardnly et al., 2018) وبعضها متعلّق بخصائص المعلومات المعروضة في القوائم المالية، مثال دراسة (الحاف، 2016) التي هدفت إلى تحديد العوامل المؤثرة في مستوى الإفصاح الاختياري للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، إذ اختبرت تأثير حجم الشركة وحجم مجلس الإدارة وعمر الشركة وعدد المساهمين ونسبة القيمة الدفترية إلى السوقية وربحية الشركة، ومن ثم معرفة أثر هذا المتغيّر (الإفصاح الاختياري) في عوائد الأسهم، وذلك باستخدام مؤشر (Voluntary disclosure index) وتوصّلت إلى أنّ مستوى الإفصاح الاختياري متوسط إلى منخفض لدى معظم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، إذ بلغ متوسط المؤشر عن الفترة المدروسة 49% واعتبرتها (الحاف، 2016) نسبة لا بأس بها بالنسبة إلى سوق ناشئ، كما برهنت (الحاف، 2016) على وجود علاقة

طردية ذات دلالة إحصائية لكل من متغير الحجم ومتغير حجم مجلس الإدارة مع مستوى الإفصاح الاختياري، بالإضافة إلى وجود علاقة عكسية للقيمة ولعمر الشركة، في حين لم تجد (الحاف، 2016) علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح والعوائد في السوق، فاعتبرت الباحثة أن المستثمر لا يولي اهتماماً لإفصاح الشركات عند اتخاذ قراره الاستثماري.

وهناك دراسات اعتمدت على تعداد كلمات معينة لقياس مستوى الإفصاح مثال دراسة (Mouselli & Hussainey, 2010) التي استخدمت قائمة كلمات خاصة بالمعلومات الموجّهة نحو المستقبل، وهدفت الدراسة إلى معرفة قدرة متغير جودة الإفصاح على تفسير التباين في السلاسل الزمنية لعوائد أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي لبريطانيا، وذلك بإضافة المتغير إلى نموذج فاما فرينش ثلاثي العوامل، وقدمت الدراسة نتائج تشير إلى أهمية جودة الإفصاح بالنسبة إلى المشاركين في السوق المالي، وأن عامل جودة الإفصاح المضاف إلى نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل مفيد كعامل مخاطرة إضافي.

وتوصل الباحثان إلى أن عوائد أسهم الشركات التي جودة إفصاحها مرتفعة أقل من عوائد أسهم المحافظ التي جودة إفصاحها منخفضة والعكس صحيح، وتبرير النتيجة هو أن الشركات التي تتمتع بجودة إفصاح أعلى لها مخاطر أقل من الشركات ذات جودة الإفصاح الأقل، ومن ثم كلما انخفضت المخاطر انخفضت العوائد.

وبذلك نرى أن عدداً من العوامل السابقة المفسرة لعوائد الأسهم قد تؤثر بدورها أيضاً في متغير وسيط هو الإفصاح ليؤثر بدوره في عوائد الأسهم.

3-2-2 أثر جودة الأرقام المالية في عوائد الأسهم:

ركّز قسم كبير من الباحثين على العلاقة بين الأرقام المالية المحاسبية الموجودة في دفاتر شركة ما وقيمة هذه الشركة مثل دراسة (أبو شعبان، 2010) التي هدفت إلى اختبار أثر المعلومات المحاسبية في سعر السهم في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتوصّلت الدراسة إلى أنّ المعلومات المحاسبية التي تنشرها الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع أسعار أسهم تلك الشركات.

وتزايدت هذه الدراسات خصوصاً بعد الفرضيات المتداولة حول احتمالية التلاعب المحاسبي، إذ قاموا باختبار ما إذا كانت هذه الأرقام التي تمّ التلاعب بها تعكس تقييماً أكثر دقة من الأرقام غير المتلاعب بها، ومن ثمّ معرفة ما إذا كان المستثمرون على دراية بالأرباح التي تمّ التلاعب بها وتأثيرها في تقييم أسهم الشركة (Sayari et al., 2013).

إذ لا يمكن لأيّ رقم في البيانات المالية المدرجة في التقارير أن يحظى باهتمام من قبل المستثمرين أكثر من الرقم النهائي الملخص لهذه البيانات، والذي يساوي إلى رقم الربح للسهم الواحد (Beaver, Eger, Ryan, & Wolfson, 1989)، لذلك يمثّل رقم أرباح الشركة أو بشكل أكثر دقة (صافي الدخل المحاسبي) المقياس المحاسبي الأساسي لأداء الشركة بالنسبة إلى المساهمين والمستثمرين، بينما يمثّل عائد أسهم الشركة الذي يعبر عن التغيّر في القيمة السوقية للشركة خلال فترة زمنية ما، بالإضافة إلى أيّ توزيعات أرباح مدفوعة مقياس سوق رأس المال لأداء الشركة خلال فترة زمنية معينة (Nichols & Wahlen, 2004).

أشار (Ball & Brown, 1968) إلى العلاقة بين أرقام الدّخل المحاسبي والتغيّرات في أسعار الأسهم في أسواق رأس المال، ممّا أدّى إلى ظهور توجّه جديد في نموذج البحث المحاسبي.

وقام (Beaver, 1998) بتطوير ثلاث افتراضات حول المعلومات الواردة في الأرباح وأسعار الأسهم لربط أرقام هذه الأرباح للشركة بالتغيرات في القيمة السوقية لها (أي عوائد أسهمها) تتمثل في:

أولاً: إنّ أرباح الفترة الحالية توفر معلومات لكل من المساهمين والمستثمرين تسهم في التنبؤ بالأرباح المستقبلية المتوقعة.

ثانياً: إنّ كلاً من أرباح الفترة الحالية والأرباح المستقبلية المتوقعة تزود المساهمين بمعلومات حول توزيعات أرباح الشركة الحالية والمتوقعة في المستقبل، أي إلى المعلومات عن القدرة على دفع الأرباح المستقبلية.

ثالثاً: تفترض النظرية أنّ سعر السهم يساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المستقبلية المتوقعة للمساهمين، ومن ثمّ تشير هذه الافتراضات إلى أنّ معلومات الأرباح المحاسبية الجديدة التي تؤدي إلى تغيير في توقعات المستثمرين بشأن توزيعات الأرباح المستقبلية يجب أن تؤدي إلى تغيير في القيمة السوقية للشركة (Nichols & Wahlen, 2004). وعرف (Hermanns, 2006) معلوماتية الأرباح بأنها القدرة على تفسير عوائد الأسهم.

فتوجّه العديد من الباحثين إلى جمع أدلة تجريبية عن العلاقة بين رقم الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم أو عوائدها، لكن ما أثار انتباه باحثين آخرين هو أنّ أرباح الشركات تقاس على أساس الاستحقاق، إذ تتكوّن هذه الأرباح من التدفّقات النقدية والمستحقّات، ومن ثمّ هناك فرصة لمشاركة المديرين بتقديراتهم لهذه المستحقّات، لذلك توجّهت أغلب الدراسات إلى دراسة أثر جودة المستحقّات في عوائد الأسهم (Francis et al., 2013) (Mouselli et al., 2008) (Core, Guay & Verdi, 2005). إذ إنّ تركيز المستثمرين على رقم صافي الدّخل المحاسبي فقط ينقصه المحتوى المعلوماتي الوارد في المستحقّات، فيمكن أن تكون الزيادات في الأرباح المصحوبة بمستحقّات عالية

تشير إلى أرباح منخفضة الجودة، والتي يمكن أن ترتبط بعوائد مستقبلية ضعيفة (chan et al., 2006).

وبما أن الهدف الأهم للمحاسبة هو توفير معلومات ذات فائدة لأصحاب القرارات فيغلب الشك في جودة هذه الأرباح، وهذا الذي أدى إلى التوجه إلى الاهتمام بأثر جودة الأرباح في عوائد الأسهم؛ لمعرفة ما إذا كان المستثمرون على دراية بالأرباح المتلاعب بها المعلنه وتأثيرها في تقييم أسهم الشركة (Sayari et al., 2013).

يطلق مصطلح الأرباح المدارة على الأرباح المشكوك في جودتها لتعدّ هذه الطريقة الأولى للكشف عن جودة الأرباح، فتعدّ إدارة الأرباح قضية مهمة بالنسبة إلى حملة الأسهم والمستثمرين، إذ يعتمد تقييم المستثمر لشركة ما (أداء الشركة وعوائد أسهمها في السوق المالية) على اختيار نموذج لقياس لإدارة الأرباح (Oduma, 2015)، إذ أثبتت دراسات عديدة منها دراسة (نور & العواودة، 2017) وجود أثر سالب ومهمّ إحصائياً لممارسات إدارة الأرباح في جودة الأرباح المحاسبية المعلن عنها .

توصّلت البحوث التي أجريت حول إدارة الأرباح وعوائد سوق الأسهم إلى نتائج مختلطة، إذ قدّم (اللوزي، 2013) دليلاً على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة الأرباح وأسعار الأسهم للشركات الصناعية المساهمة في بورصة عمان للأوراق المالية، وكذلك (الأشقر، 2010) الذي أثبت وجود علاقة أيضاً ذات دلالة إحصائية بين إدارة الأرباح وعوائد الأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية، وأكد هذه العلاقة أيضاً كل من (Sayari et al., 2013) في سوق الأوراق المالية التونسية و (Oduma, 2015) في بورصة نيروبي للأوراق المالية، في حين نفت (التل، 2015) وجود هذه العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح والأسعار السوقية لأسهم الشركات الهندسية والإنشائية الأردنية

المدرجة ببورصة عمان خلال مختلف سنوات الدراسة. وبذلك تشير نتائج الدراسات إلى أن لإدارة الأرباح تأثيراً في توقّعات المستثمرين للعوائد المستقبلية للشركة، ومن ثمّ تزويدهم بنتائج تفوق توقّعاتهم (Oduma, 2015).

تعدّ جودة المستحقّات الممثل الأول والأهمّ الذي اختاره أكاديميون وباحثون آخرون لقياس جودة الأرباح. وقد هدفت دراسة (Mouselli et al., 2013) إلى معرفة مدى أهمية جودة المستحقّات في تفسير عوائد أسهم الشركات المدرجة في المملكة المتّحدة، وتوصّلت إلى أن أسهم الشركات ذات جودة المستحقّات المنخفضة حقّقت عوائد أعلى بالمتوسط من أسهم الشركات ذات جودة المستحقّات المرتفعة، ومن ثمّ توجد علاقة سلبية بين المتغيّرين أي كلّما انخفضت جودة المستحقّات (ومن ثمّ جودة الأرباح) وذلك بسبب ارتفاع نسبة المستحقّات الاختيارية من إجمالي المستحقّات ارتفع عائد السهم نتيجة ارتفاع مخاطرة الاستثمار.

في حين توجّهت دراسة (Eliwa, Haslam, & Abraham, 2016) إلى دراسة العلاقة بين جودة الأرباح وتكلفة حقوق الملكية لعينة من الشركات المدرجة في المملكة المتّحدة مستخدمة نسبة الربح إلى السعر (E/P) كممّثل عن تكلفة حقوق الملكية، وتوصّلت النتائج أيضاً إلى وجود ارتباط سلبيّ كبير بين كلّ ممثّل لجودة الأرباح (جودة المستحقّات، واستمرارية الأرباح، والقدرة على التنبؤ، وتمهيد الدّخل) وتكلفة حقوق الملكية. وتوصّلت دراسة (Francis et al., 2004) أيضاً إلى أن جودة الأرباح المرتفعة مرتبطة بتكلفة رأس المال المنخفضة في الولايات المتّحدة الأمريكيّة.

أمّا (Francis et al., 2005) فقاموا باختبار ما إذا كان المستثمرون يسعّرون جودة المستحقّات، إذ درسوا العلاقة بين جودة المستحقّات وكلّ من تكلفة الدّين وتكلفة حقوق الملكية خلال الفترة الممتدّة من (1970-2001)، وتوصّلت إلى أن جودة المستحقّات الأقلّ أو المنخفضة ترتبط

بتكلفة أكبر للديون وحقوق الملكية، إذ إنّ المستثمرين يسعّرون الأوراق الماليّة بطريقة تعكس وعيهم بجودة المستحقّات، إذ إنّ المستحقّات منخفضة الجودة ترتبط بارتفاع تكاليف الديون ومضاعفات أسعار أقلّ على الأرباح، وبيتنا أكبر للأسهم، علاوة على ذلك فإنّ جودة المستحقّات أسهمت في تفسير التباين في العوائد الإضافيّة عند إضافتها إلى كلّ من نماذج تسعير الأصول أحادية وثلاثية العوامل.

واختبرت دراسة (Mouselli et al., 2012) العلاقة بين جودة الإفصاح وجودة المستحقّات وفيما إذا كان العاملان مكملّين أم بدائل في تفسير تباين السلاسل الزمنية لعوائد أسهم المحافظ المشكلة في المملكة المتّحدة، وتوصّلت النتائج إلى أنّ وجود علاقة إيجابيّة قويّة بين جودة الإفصاح وجودة المستحقّات أي كلّما تمنّعت الشّركات بجودة إفصاح أعلى كانت مشاركتها بإدارة الأرباح أقلّ، ومن ثمّ ارتفعت جودة مستحقّاتها وأضافت النتائج أيضاً أنّ كلّ عوامل جودة الإفصاح وجودة المستحقّات تعدّ بدائل في تفسير عوائد المحافظ المشكلة في السّوق المالي لبريطانيا، ممّا يؤكّد احتواءها معلومات مشابهة.

وبناءً على ما سبق توجّهت الدّراسة الحاليّة إلى دراسة أثر جودة الأرقام الماليّة ممثّلة بجودة الأرباح، وذلك باستخدام عامل جودة المستحقّات، إذ اعتمدت نسبة كبيرة من الدّراسات في ذلك على نموذج جونز المعدّل 1995 سواء لقياس إدارة الأرباح (Kouaib & Jarboui, 2014) (Bartov, Gul & Tsui, 2000) أو لقياس جودة المستحقّات التي تقوم على فصل المستحقّات الاختياريّة التي تخضع لأحكام المديرين الشخصيّة عن المستحقّات غير الاختياريّة.

الفصل الرابع - اختبار الفرضيات وتحليل النتائج " الدراسة التطبيقية "

مقدمة

المبحث الأول: منهجية الدراسة

4-1-1 آلية تطبيق منهجية فاما ماكبيث

4-1-2 منهجية فاما فرينش وتشكيل المحافظ

4-1-3 بناء متغير جودة المستحقات

المبحث الثاني: نتائج التحليل الوصفي للبيانات واختبار متوسطات فروق عوائد المحافظ

4-2-1 التحليل الوصفي للبيانات وتحليل الارتباط

4-2-2 اختبار تساوي متوسطات عوائد المحافظ

المبحث الثالث: نتائج التحليل المقطعي للبيانات وفق نموذج فاما ماكبيث

المبحث الرابع: نتائج تحليل السلاسل الزمنية للبيانات وفق نموذج فاما فرينش

المبحث الخامس: اختبار القدرة التفسيرية لعامل جودة المستحقات في المحافظ الست المكونة

لعاملي الحجم والقيمة

المبحث السادس: النتائج والتوصيات

الفصل الرابع - اختبار الفرضيات وتحليل النتائج "الدراسة التطبيقية"

مقدمة:

تسعى الباحثة من خلال هذا الفصل إلى اختبار أثر جودة الأرقام المالية في عوائد أسهم الشركات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ممثلة بجودة المستحقات، وسيتم بيان منهجية الدراسة في المبحث الأول التي اعتمدت على كل من التحليل المقطعي وآلية قياس المتغيرات الخاصة به، وعلى تحليل السلاسل الزمنية للشركات وآلية تشكيل المحافظ، وذلك باستخدام كل من أسلوب فاما ماكبيث وفاما فرينش على التوالي، بالإضافة إلى المراحل التي مرت بها الدراسة التطبيقية بدءاً من التحليل الوصفي للبيانات واختبار تساوي متوسطات عوائد المحافظ مروراً بالتحليل المقطعي وفق نموذج فاما ماكبيث وتحليل السلاسل الزمنية وفق نموذج فاما فرينش، وصولاً إلى النتائج التي انتهت إليها الدراسة وتقديم بعض التوصيات في ضوء النتائج المقدمة.

المبحث الأول: منهجية الدراسة

أولاً: آلية تطبيق منهجية فاما ماكبيث:

تم إجراء تحليل انحدار مقطعي (cross-sectional) للبيانات المالية على مستوى الأوراق المالية باستخدام منهجية فاما ماكبيث، وذلك بإدخال المتغير المستقل المعبر عن جودة المستحقات، بالإضافة إلى ثلاثة متغيرات مستقلة أخرى ضابطة يمكن أن يكون لها تأثير في عوائد الأسهم للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؛ وهي (بيتا، وحجم الشركة، ونسبة القيمة الدفترية إلى السوقية)، إذ تم أخذ هذه المتغيرات الأربعة لكل شركة من الشركات في الشهر t ووضعهم في معادلة انحدار مقطعي لهذا الشهر مع المتغير التابع الممثل بالعوائد الشهرية لأسهم الشركات، وذلك على شكل عدة نماذج (لكل متغير على حدة وللمتغيرات مجتمعة) لنحصل على 96 معامل لكل متغير (في كل نموذج) يتم أخذ متوسط هذه المعاملات لكل متغير على حدة (حسب النموذج) للحصول على المعاملات النهائية للنماذج واختبار معنويتهم لمعرفة شدة تأثير كل متغير مستقل في العائد واتجاهه.

وتم حساب المتغيرات في النموذج على الشكل التالي:

1- حساب المتغير التابع الممثل بالعوائد الشهرية للأسهم:

تم حساب العوائد الشهرية لأسهم الشركات المساهمة المغفلة عينة البحث المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عن الفترة الممتدة ما بين نهاية شهر تموز 2011 إلى نهاية شهر حزيران 2019، وذلك من خلال بيان تغيرات الأسعار على موقع سوق دمشق للأوراق المالية، إذ تم أخذ أسعار الإغلاق اليومية لأسهم الشركات المدرجة في السوق، وتم أخذ بيانات توزيع الأرباح من

محاضر اجتماعات الهيئة العامة على موقع السوق ذاته، وتمّ حساب العائد الشهري بموجب المعادلة التالية¹ :

$$(1) \quad R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1} + Div}{P_{it-1}}$$

حيث: (R_{it} = عائد السهم للشركة i خلال الشهر t ، P_{it} = سعر إغلاق السهم للشركة i في نهاية الشهر t ، P_{it-1} = سعر إغلاق السهم للشركة i في نهاية الشهر $t-1$ ، Div = نصيب السهم الواحد من توزيعات الأرباح إن وجدت).

2- قياس المتغيرات المستقلة:

المتغير المستقل الأول بيتا (Beta): تمثّل بيتا مقياس المخاطر المنتظمة، ونظراً لأنّ بيتا غير ثابتة، إذ تتغيّر بيتا بمرور الزمن وذلك تبعاً لتغير مخاطر الشركة تمّ حساب بيتا في كلّ شهر t عن طريق برنامج EXCEL باستخدام الدالة SLOPE لانحدار عائد السهم على عائد السوق ل 12 شهر سابق للشهر المراد حساب بيتا له (الشهر t).

المتغير المستقل الثاني حجم الشركة (Size): يمثّل اللوغارتم الطبيعي للقيمة السوقية للسهم i في الشهر t وتقاس القيمة السوقية بسعر إغلاق السهم في شهر معيّن * عدد الأسهم في نهاية هذا الشهر².

¹ أي تمّ إيجاد العائد الشهري لكل شركة في كلّ شهر عن الفترة المحددة.

² تم أخذ عدد الأسهم في كلّ فترة زمنية من الإفصاحات السنوية للشركات آخذين بعين الاعتبار زيادات رأس المال وتوزيع الأسهم مجانية على المساهمين وتجزئة أسهم الشركات من 500 ل.س إلى 100 ل.س.

المتغير المستقل الثالث نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية (Book to market):

يمثل اللوغاريتم الطبيعي للنسبة المحسوبة للسهم i في الشهر t وتقاس نسبة ال B\M بالقيمة الدفترية للسهم (إجمالي حقوق المساهمين) في العام $t-1$ مقسومة على القيمة السوقية للسهم في الشهر t .

المتغير المستقل الرابع جودة المستحقات (Accruals quality): يمثل المستحقات

الاختيارية بالقيمة المطلقة المقاسة باستخدام نموذج جونز المعدل عام 1995 في العام $t-1$.

ثانياً: منهجية فاما فرينش وتشكيل المحافظ:

باتباع منهجية فاما وفرنش Fama & French في مقالتهما عام 1993 ، اللذين قاما بتطوير نموذج ثلاثي العوامل لوصف سلوك العوائد في الأسواق المالية، تم إجراء اختبار فاما فرينش ثلاثي العوامل لمعرفة فيما إذا كانت هذه العوامل الثلاث تستطيع تفسير التباين في السلاسل الزمنية لعوائد المحافظة المشكّلة على أساس جودة المستحقات المنخفضة وعوائد المحافظ المشكّلة على أساس جودة المستحقات المرتفعة، وذلك وفق المعادلة التالية:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_{m,i}(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_{smb,i}SMB_t + \beta_{hml,i}HML_t + e_{i,t}$$

حيث يمثل $R_{i,t}$ العائد على المحفظة i في الشهر t . حيث تمثل i كل من المحفظة ذات جودة المستحقات المنخفضة والمحفظة ذات جودة المستحقات المرتفعة على التوالي.

وتم حساب العائد الخالي من المخاطرة $R_{f,t}$ من خلال استخدام العائد على ودائع التوفير كممثل للعائد الخالي من المخاطر، إذ كانت بيانات العائد على ودائع التوفير كما يلي:

الجدول رقم (1) العائد على ودائع التوفير خلال فترة الدراسة

النصف الثاني من العام 2011						العام
الشهر	تموز	آب	أيلول	تشرين الأول	تشرين الثاني	كانون الأول
العائد	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
النصف الأول من العام 2012						العام
الشهر	كانون الثاني	شباط	آذار	نيسان	أيار	حزيران
العائد	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
النصف الثاني من العام 2012						العام
الشهر	تموز	آب	أيلول	تشرين الأول	تشرين الثاني	كانون الأول
العائد	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
النصف الأول من العام 2013						العام
الشهر	كانون الثاني	شباط	آذار	نيسان	أيار	حزيران
العائد	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
النصف الثاني من العام 2013						العام
الشهر	تموز	آب	أيلول	تشرين الأول	تشرين الثاني	كانون الأول
العائد	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
النصف الأول من العام 2014						العام
الشهر	كانون الثاني	شباط	آذار	نيسان	أيار	حزيران
العائد	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
النصف الثاني من العام 2014						العام
الشهر	تموز	آب	أيلول	تشرين الأول	تشرين الثاني	كانون الأول
العائد	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
النصف الأول من العام 2015						العام
الشهر	كانون الثاني	شباط	آذار	نيسان	أيار	حزيران
العائد	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09

النصف الثاني من العام 2015						العام
الشهر	تموز	آب	أيلول	تشرين الأول	تشرين الثاني	كانون الأول
العائد	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
النصف الأول من العام 2016						العام
الشهر	كانون الثاني	شباط	آذار	نيسان	أيار	حزيران
العائد	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
النصف الثاني من العام 2016						العام
الشهر	تموز	آب	أيلول	تشرين الأول	تشرين الثاني	كانون الأول
العائد	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
النصف الأول من العام 2017						العام
الشهر	كانون الثاني	شباط	آذار	نيسان	أيار	حزيران
العائد	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
النصف الثاني من العام 2017						العام
الشهر	تموز	آب	أيلول	تشرين الأول	تشرين الثاني	كانون الأول
العائد	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
النصف الأول من العام 2018						العام
الشهر	كانون الثاني	شباط	آذار	نيسان	أيار	حزيران
العائد	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
النصف الثاني من العام 2018						العام
الشهر	تموز	آب	أيلول	تشرين الأول	تشرين الثاني	كانون الأول
العائد	0.09	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
النصف الأول من العام 2019						العام
الشهر	كانون الثاني	شباط	آذار	نيسان	أيار	حزيران
العائد	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08

الجدول من إعداد الباحثة باستخدام بيانات من موقع مصرف سورية المركزي، قرارات مجلس النقد

والتسليف

كما تمّ حساب العوائد الشهريّة للسوق $R_{m,t}$ باستخدام قيم مؤشر سوق دمشق للأوراق الماليّة المتقل بالقيمة السّوقية (DWX)، وذلك من نهاية شهر تموز 2011 إلى نهاية شهر حزيران 2019 من خلال المعادلة التّالية:

$$R_m = \frac{DWX_t - DWX_{t-1}}{DWX_{t-1}}$$

حيث:

R_m : العائد الشهري لمؤشر السوق.

DWX_t : قيمة مؤشر سوق دمشق للأوراق الماليّة في الشهر t.

DWX_{t-1} : قيمة مؤشر سوق دمشق للأوراق الماليّة في الشهر t-1.

تمّ تشكيل محافظ استثماريّة للمساعدة في بناء المتغيّرات الضّابطة SMB, HML وذلك في منتصف كلّ عام في نهاية شهر حزيران، نظراً لتأخّر استكمال صدور التّقارير الماليّة للشركات المدرجة في السوق حتّى منتصف كلّ عام، بحيث تصبح بيانات القيمة الدفترية متاحة وذلك لتجنّب الوقوع في تحيّز (Look-ahead bias) وذلك بحيث يمكن تكوين المحافظ الاستثماريّة اعتماداً على بيانات جميع الشركات المدرجة في السوق والمتاحة في تاريخ تشكيل كلّ محفظة¹.

ومن ثمّ سيتمّ ذلك بدءاً من 2011/06 وهكذا حتّى 2018/6² أي على نحو ثنائي سنوات

وفق ما يلي:

¹ تم حذف شركة الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات NAMA من تكوينة محافظ حزيران 2014 وحزيران 2015 وحزيران 2016 لكونها كانت موقوفة عن التداول في تلك الفترة.
² لم نقوم بتشكيل محفظة في 2019/6 لأن تشكيل المحفظة يستلزم حساب عوائدها من خلال عوائد الأشهر التالية لتشكيلها إذ إنّ فترة البحث تنتهي في 2019/6.

المجموعة الأولى من المحافظ: تمّ اعتماد جداء عدد الأسهم في سعر إغلاق السّهم في آخر يوم تداول لشهر حزيران في العام t كمقياس لحجم الشّركة في الشهر t. وتمّ التمييز بين أسهم الشّركات كبيرة الحجم وأسهم الشّركات صغيرة الحجم من خلال الوسيط للقيم السّوقية للأسهم الدّاخلية في تشكيل المحفظة، فتقسم الأسهم بنسبة 50% إذ تصنّف الشّركات الّتي تمتلك قيماً سوقية أصغر من الوسيط في المحافظ الصّغيرة الحجم Small بينما تصنّف الشّركات الّتي تمتلك قيماً سوقية أكبر من الوسيط في المحافظ الكبيرة الحجم Big.

المجموعة الثّانية من المحافظ: تمّ أخذ القيمة الدفترية والقيمة السّوقية لكلّ شركة في نهاية العام t-1 وتمّ تشكيل المحافظ في شهر حزيران من العام t من خلال توزيع الشّركات حسب نسبة الـ Book to Market إلى ثلاثة محافظ 30% من الأسهم في المحفظة مرتفعة القيمة الدفترية إلى السّوقية High المتضمّنة للقيم الأعلى من نسبة الـ Book to market و 40% من الأسهم في المحفظة المتوسطة Medium المتضمّنة للقيم الوسطية و 30% من الأسهم في المحفظة المنخفضة القيمة الدفترية إلى السّوقية Low.

ومن ثمّ تمّت مقاطعة مجموعتي المحافظ لينتج لدينا ستّ محافظ Size-B\M تمثّل (SL, SM, SH, BL, BM, BH) تمّ حساب العوائد الشّهريّة المرجّحة بالقيمة لهذه المحافظ.

يحسب عائد متغيّر (عامل) الحجم SMB (Small Minus Big) من خلال الفرق بين متوسطّ العوائد الشّهريّة للمحافظ الثّلاث صغيرة الحجم (SL, SM, SH) ومتوسطّ العوائد الشّهريّة للمحافظ كبيرة الحجم (BL, BM, BH).

$$SMB = \frac{(SL + SM + SH)}{3} - \frac{(BL + BM + BH)}{3}$$

بينما تمّ حساب عائد متغيّر (عامل) القيمة HML (High minus Low) من خلال الفرق بين متوسطّ العوائد الشهريّة للمحافظ ذات النّسبة المرتفعة من B\M (BH, SH) ومتوسطّ العوائد الشهريّة للمحافظ ذات النّسبة المنخفضة من B\M (BL, SL).

$$HML = \frac{(BH + SH)}{2} - \frac{(BL + SL)}{2}$$

ثالثاً: بناء متغيّر جودة المستحقّات:

تمّ تشكيل محافظ جودة المستحقّات بناء على ما قدّمه (Mouselli et al., 2013) في دراستهم وبما يناسب خصوصية عدد الأسهم في سوق دمشق للأوراق الماليّة، إذ تمّ أخذ القيمة المطلقة للمستحقّات الاختياريّة للأسهم عينة الدّراسة في كلّ عام¹ بدءاً من 2010 وتشكيل محافظ بناءً عليها في شهر حزيران 2011 وذلك بترتيب الأسهم من الأصغر إلى الأكبر (حسب القيمة المطلقة للمستحقّات الاختياريّة) وتقسيمها إلى فئتين بناءً على الوسيط، إذ تمّ وضع الفئة الأولى (فئة الأسهم التي تمتلك قيمة صغيرة من المستحقّات الاختياريّة والتي تشكّل 50% من مجموع الأسهم المدرجة في ذلك التّاريخ) في المحفظة ذات الجودة المرتفعة، وتمّ وضع الفئة الثانية (فئة الأسهم التي تمتلك قيمة كبيرة من المستحقّات الاختياريّة والتي تشكّل 50% الباقية من مجموع الأسهم) في المحفظة ذات الجودة المنخفضة.

في نهاية شهر حزيران من العام (t) يتمّ تشكيل المحافظ الاستثماريّة وفق جودة المستحقّات المنخفضة وجودة المستحقّات المرتفعة وحساب العوائد الشهريّة لها من شهر تموز في العام (t) وحتى شهر حزيران للعام التّالي (t+1)، وذلك بطريقتي التّرجيح المتساوي والتّرجيح بالقيمة وفق ما يلي:

¹ وفق الأسهم المدرجة في السوق في ذلك لتاريخ

i. لقد تمّ حساب العوائد الشهريّة المرجّحة بالتساوي لكلّ محفظة تمّ تشكيلها على الشّكل التالي:

عائد المحفظة في الشهر المعنيّ = إجمالي عوائد أسهم الشّركات الداخلة في تكوين المحفظة / عدد الشّركات الداخلة في تكوين هذه المحفظة.

ii. أمّا العوائد الشهريّة المرجّحة بالقيمة السّوقية لكلّ محفظة تمّ حسابها من خلال المعادلة التّالية:

عائد المحفظة في الشهر المعنيّ = إجمالي (عائد سهم الشّركة في الشهر المعني * قيمته السّوقية في هذا الشّهر) للشّركات الداخلة في تكوين المحفظة / مجموع القيم السّوقية للشّركات الداخلة في تكوين المحفظة.

ومن ثمّ تمّ بناء المتغيّر الخاصّ بجودة المستحقّات بالاعتماد على الفرق (low AQ – High

AQ) بين عوائد محفظتي جودة المستحقّات المنخفضة (Low) وجودة المستحقّات المرتفعة (high)

في كلّ شهر بدءاً من شهر تموز 2011 وحتىّ شهر حزيران 2019.

المبحث الثاني: التحليل الوصفي للبيانات واختبار متوسطات فروق عوائد المحافظ

4-2-1 التحليل الوصفي للبيانات وتحليل الارتباط:

تم احتساب قيم المتغيرات الضابطة الخاصة بنموذج فاما فرينش وقيم متغير جودة المستحقات، وأخذ متوسطات المتغيرات للسلسلة الزمنية لفترة الدراسة، بالإضافة إلى احتساب معامل بيرسون للارتباط بين المتغيرات جميعها، وذلك كما يظهر الجدولين التاليين:

الجدول رقم (2) مقاييس الإحصاء الوصفي لكل من متغير جودة المستحقات (AQ) والمتغيرات الثلاثة الضابطة الخاصة بنموذج فاما فرينش (Rm-Rf, SMB, HML)

AQ	HML	SMB	Rm-Rf	Rm	
-0.024794	0.015674	0.035404	-0.066650	0.020954	المتوسط الحسابي
-0.017514	-0.002302	0.027985	-0.087528	0.002534	الوسيط
0.067504	0.110529	0.065729	0.075970	0.076774	الانحراف المعياري

الجدول من إعداد الباحثة باستخدام برنامج SPSS

يظهر الجدول رقم (2) أنَّ كلاً من المتغيرات SMB و HML تتمتع بمتوسط عوائد إيجابية، إذ تظهر قيم المتغير SMB بمتوسط حسابي شهري يساوي (0.035404) وانحراف معياري يساوي (0.065729)، وذلك يعني أنَّ متوسط عوائد محافظ أسهم الشركات صغيرة الحجم هو أكبر من متوسط عوائد محافظ أسهم الشركات كبيرة الحجم، ممَّا يؤكِّد وجود ظاهرة الحجم في عينة الدراسة، وذلك يتوافق مع نتائج دراسات (Banz, 1981) و (Fama & French, 1993) و (Rossi, 2012) و (Al-Mwalla & Karasneh, 2011)، كما يشير المتوسط الحسابي الشهري لقيم المتغير HML والتي تساوي (0.015674) وانحراف معياري (0.110529) إلى أنَّ متوسط عوائد محافظ أسهم الشركات ذات نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية المرتفعة هي أكبر من متوسط

عوائد محافظ أسهم الشركات ذات القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية المنخفضة، مما يؤكد أيضاً وجود ظاهرة القيمة في عينة الدراسة، وهذا يتوافق أيضاً مع نتائج دراسة (Fama & French, 1993).

أما بالنسبة إلى متغير علاوة السوق ($R_m - R_f$) فيبين لنا الجدول أن متوسط العائد على محفظة السوق كان سلبياً، إذ بلغ (-0.066650) بانحراف معياري يساوي (0.075970) وهذا يعود إلى الأزمة التي تمر بها البلاد والتي بدورها أثرت في أداء سوق دمشق للأوراق المالية من جهة انخفاض أسعار الأسهم وقيم المؤشر، ومن ثم متوسط عوائده بالرغم من أن متوسط العوائد الشهرية لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية كان إيجابياً، إذ بلغ (0.020954) بانحراف معياري يساوي (0.076774). أما بالنسبة إلى متغير جودة المستحقات فيتبين لنا من المتوسط الحسابي له الذي يساوي إلى (-0.024794) أن متوسط عوائد محافظ أسهم الشركات ذات الجودة المنخفضة أقل من متوسط عوائد محافظ أسهم الشركات ذات جودة المستحقات المرتفعة، وهذا يخالف نتائج الدراسات السابقة مثال دراسة (Mouselli et al., 2013).

الجدول رقم (3) نتائج تحليل معامل الارتباط بيرسون بين متغير جودة المستحقات (AQ) والمتغيرات الثلاثة الضابطة الخاصة بنموذج فاما فرينش ($R_m - R_f$, SMB, HML)

AQ	HML	SMB	$R_m - R_f$		
.184 .072	0.506 .000	-.373 .000	1	معامل الارتباط قيمة sig	$R_m - R_f$
-0.554 .000	0.292 .004	1		معامل الارتباط قيمة sig	SMB
-.011 .912	1			معامل الارتباط قيمة sig	HML
1				معامل الارتباط قيمة sig	AQ

الجدول من إعداد الباحثة باستخدام برنامج SPSS

يتضح من الجدول رقم (3) أنَّ كلاً من المتغيرين (Rm-Rf) و (SMB) لهما ارتباط بمتغير جودة المستحقَّات (AQ) إذ يرتبط متغير علاوة السُّوق بعلاقة إيجابية مع متغير جودة المستحقَّات عند مستوى دلالة 10% بينما يرتبط متغير الحجم بعلاقة عكسيَّة مع متغير جودة المستحقَّات لكن عند مستوى دلالة 1% وتمثِّل هذه العلاقة الأخيرة المرتبة الأولى في شدَّة الارتباط بين المتغيَّرات في الجدول السَّابق، وذلك بمعامل ارتباط بلغ (-0.554)، ممَّا يشير إلى أنَّ الشَّركات صغيرة الحجم لها مستحقَّات مرتفعة الجودة، ومن ثمَّ يوضَّح كيف أنَّ ارتفاع عامل الجودة يرافق انخفاضاً في عامل الحجم، لكن بالمقابل يرافق ارتفاعاً بمتغير علاوة السُّوق، ومن ثمَّ فإنَّ هناك جزءاً من المعلومات التفسيرية الموجودة في عامل الجودة موجودة في علاوة السُّوق وبشكل عكسيٍّ في عامل الحجم.

بينما نجد أنَّ العلاقة الارتباطية بين متغير جودة المستحقَّات ومتغير القيمة (HML) سلبية لكن ليس لها أهمية إحصائية عند أيِّ مستوى دلالة، ومن ثمَّ يمتلك كلُّ من المتغيَّرين خصائص معلوماتية تختلف عن الآخر.

ويتبيَّن لنا من الجدول رقم (3) أيضاً أنَّ متغير الحجم يرتبط بعلاقة عكسيَّة مع متغير علاوة السُّوق عند مستوى دلالة 1% وهذا متوقَّع؛ إذ إنَّ مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية مرجَّح بالقيمة، ومن ثمَّ يتحيَّز للشَّركات كبيرة الحجم، بينما يرتبط كلُّ من متغير علاوة السُّوق ومتغير الحجم مع متغير القيمة بعلاقة طردية عند مستوى دلالة 1%.

4-2-2 اختبار تساوي متوسطات عوائد المحافظ:

تمَّت مقارنة العوائد الشَّهرية لمحافظ أسهم الشَّركات ذات جودة المستحقَّات المنخفضة مع العوائد الشَّهرية لمحافظ أسهم الشَّركات ذات جودة المستحقَّات المرتفعة لاختبار وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين المجموعتين، وذلك في ضوء الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الأولى: إنَّ متوسطَّ العوائد الشهريَّة لمحافظ أسهم الشَّرَكَات ذات جودة المستحقَّات المنخفضة

يساوي متوسطَّ العوائد الشهريَّة لمحافظ أسهم الشَّرَكَات ذات جودة المستحقَّات المرتفعة

الجدول رقم (4) نتائج اختبار t و F لعينتين مستقلَّتين للعوائد الشهريَّة لمحافظ أسهم الشَّرَكَات ذات الجودة المنخفضة والعوائد الشهريَّة لمحافظ أسهم الشَّرَكَات ذات الجودة المرتفعة والمرجَّحتين بالتساوي

اختبار t لتساوي المتوسطات				اختبار Levene's للتجانس	
متوسط الفرق	Sig	درجات الحرية	قيمة t المحسوبة		
-0.025	0.018	190	-2.379	0.029	4.867
-0.025	0.018	186.823	-2.379		

الجدول من إعداد الباحثة باستخدام برنامج SPSS

بناءً على نتائج اختبار Levene's للتجانس نلاحظ أنَّ قيمة مستوى الدلالة المحسوب في

حالة المحافظ المرجَّحة بالتساوي يساوي 0.029 ، وهي أصغر من مستوى المعنويَّة 5% ومن ثمَّ

فإنَّنا نرفض فرضيَّة العدم ونقبل الفرضيَّة البديلة بأنَّه لا يوجد تجانس في كلا الحالتين، ومن ثمَّ فإنَّنا

سنعتمد على نتائج اختبار (t) لعينتين مستقلَّتين في حالة افتراض عدم وجود تجانس. ويظهر من نتائج

اختبار t لتساوي المتوسطات أنَّ قيمة مستوى الدلالة المحسوب يساوي 0.018 وهي أصغر من

مستوى المعنويَّة 5% ، ولذلك فإنَّنا نرفض الفرضيَّة التي تنصُّ على أنَّ متوسطَّ العوائد الشهريَّة

لمحافظ أسهم الشَّرَكَات ذات جودة المستحقَّات المنخفضة والمرجَّحة بالتساوي يساوي متوسطَّ العوائد

الشَّهريَّة لمحافظ أسهم الشَّرَكَات ذات الجودة المرتفعة والمرجَّحة بالتساوي، بمعنى أنَّه توجد فروق ذات

دلالة إحصائية بين المحفظتين، ويشير متوسط الفرق -0.025 للمحافظ المرجحة بالتساوي إلى أن متوسط عوائد محافظ أسهم الشركات ذات الجودة المنخفضة أقل من متوسط عوائد محافظ أسهم الشركات ذات جودة المستحقات المرتفعة، ومن ثم نستطيع التعميم أن استراتيجية الاستثمار التي تشتري أسهم الشركات ذات جودة المستحقات المرتفعة في سوق دمشق للأوراق المالية وتبيع أسهم الشركات ذات الجودة المنخفضة تحقق عوائد أعلى بنسبة 2% على التوالي شهرياً.

وهذا لا يتفق مع نتائج الأبحاث السابقة في الأسواق المالية العالمية التي أشارت إلى انخفاض أسعار الأسهم ذات جودة المستحقات المنخفضة، ومن ثم تحقيقها عوائد أعلى من تلك ذات جودة المستحقات المرتفعة مثال دراسة (Mouselli et al., 2013) (Francis et al., 2004) (Eliwa et al., 2016) (Francis et al., 2005) لكنه ربما يخفي هنا أثر ظاهرة الحجم، إذ تحقق الشركات صغيرة الحجم عائداً أعلى من عائد الشركات كبيرة الحجم.

الجدول رقم (5) نتائج اختبار t و F لعينتين مستقلتين للعوائد الشهرية لمحافظ أسهم الشركات ذات الجودة المنخفضة والعوائد الشهرية لمحافظ أسهم الشركات ذات الجودة المرتفعة والمرجحتين بالقيمة

اختبار t لتساوي المتوسطات				اختبار Levene's للتجانس	
متوسط الفرق	Sig	درجات الحرية	قيمة t المحسوبة		
-0.0038	0.781	190	-0.279	0.888	0.020
-0.0038	0.781	189.902	-0.279		

الجدول من إعداد الباحثة باستخدام برنامج SPSS

يظهر الجدول رقم (5) نتائج اختبار Levene's للتجانس، إذ نلاحظ أنَّ قيمة مستوى الدلالة

المحسوب في حالة المحافظ المرجَّحة بالقيمة تساوي 0.888 ، وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% ومن ثمَّ فإنَّنا نقبل فرضيَّةَ عدم بقاءه يوجد تجانس في كلا الحالتين، ومن ثمَّ فإنَّنا سنعمد على نتائج اختبار (t) لعينتين مستقلَّتين في حالة افتراض وجود تجانس. ويظهر من نتائج اختبار t لتساوي المتوسطات أنَّ قيمة مستوى الدلالة المحسوب تساوي 0.781 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5 % ، ولذلك فإنَّنا نقبل الفرضيَّة التي تنصُّ على أنَّ متوسط العوائد الشهريَّة لمحافظ أسهم الشَّرَكَات ذات جودة المستحقَّات المنخفضة والمرجَّحة بالقيمة يساوي متوسط العوائد الشهريَّة لمحافظ أسهم الشَّرَكَات ذات جودة المستحقَّات المرتفعة والمرجَّحة بالقيمة.

ومن خلال مقارنة متوسط العوائد الشهريَّة لمحافظ أسهم الشَّرَكَات صغيرة الحجم مع متوسط العوائد الشهريَّة للشَّرَكَات كبيرة الحجم وكذلك متوسط العوائد الشهريَّة لمحافظ أسهم الشَّرَكَات ذات ال B\ M المرتفعة مع متوسط العوائد الشهريَّة لمحافظ أسهم الشَّرَكَات ذات ال B\ M المنخفضة لاختبار وجود فروق ذات دلالة إحصائيَّة بين المحافظ تمَّ التوصل إلى الجدول رقم (6):

الجدول رقم (6) يبين نتائج اختبار t و F لعينتين مستقلَّتين لعوائد المحافظ الصَّغيرة الحجم وعوائد المحافظ كبيرة الحجم ولعينتين مستقلَّتين لعوائد محافظ أسهم الشَّرَكَات ذات ال B\ M المرتفعة ولمحافظ أسهم الشَّرَكَات ذات ال B\ M المنخفضة

اختبار t لتساوي المتوسطات				اختبار Levene's للتجانس			
متوسط الفرق	Sig	درجات الحرية	قيمة t المحسوبة		Sig	F	
0.03537	.003	190	2.986	بافتراض تجانس التباين	.927	.008	العوائد الشهريَّة للمحافظ صغيرة الحجم والمحافظ كبيرة الحجم
0.03537	.003	187.070	2.986	بافتراض			

				عدم وجود تجانس			
0.015674	.239	190	1.180	بافتراض تجانس التباين	.000	12.619	العوائد الشهرية للمحافظ ذات ال B\I المرتفعة والمحافظ ذات ال B\I المنخفضة
0.015674	.240	147.468	1.180	بافتراض عدم وجود تجانس			

الجدول من إعداد الباحثة باستخدام برنامج SPSS

بناءً على نتائج اختبار Levene's للتجانس نلاحظ أنَّ قيمة مستوى الدلالة المحسوب لمتوسط فروق المحافظ صغيرة الحجم والمحافظ كبيرة الحجم يساوي 0.927 ، وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% ومن ثَمَّ فإنَّنا نقبل الفرضية العدمية بأنَّه يوجد تجانس في التباين، ومن ثَمَّ فإنَّنا سنعتمد على نتائج اختبار (t) لعينتين مستقلتين في حالة افتراض وجود تجانس. ويظهر من نتائج اختبار t لتساوي المتوسطات أنَّ قيمة مستوى الدلالة المحسوب يساوي 0.003 وهي أصغر من مستوى المعنوية 1 %، ولذلك فإنَّنا نرفض الفرضية القائلة بأنَّ متوسط العوائد الشهرية لمحافظ أسهم الشركات صغيرة الحجم يساوي متوسط العوائد الشهرية لمحافظ أسهم الشركات كبيرة الحجم، بمعنى أنَّه توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المحافظتين، ويشير متوسط الفرق 0.03537 إلى أنَّ متوسط عوائد محافظ أسهم الشركات صغيرة الحجم أكبر من متوسط عوائد محافظ أسهم الشركات كبيرة الحجم، ومن ثَمَّ نستطيع التعميم أنَّ استراتيجية الاستثمار التي تشتري أسهم الشركات صغيرة الحجم في سوق دمشق للأوراق المالية وتبيع أسهم الشركات كبيرة الحجم تحقِّق عوائد أعلى بنسبة 3,5% على التوالي، شهرياً، وهذا

يوافق نتائج دراسات (Fama & French, 1993) و (Rossi, 2012) و (Al-Mwalla & Karasneh, 2011) و (Banz, 1981).

كما يبيّن الجدول رقم (6) أنّ قيمة مستوى الدلالة المحسوب لمتوسط فروق المحافظ ذات ال B\M المرتفعة والمحافظ ذات ال B\M المنخفضة يساوي 0.000 ، وهي أصغر من مستوى المعنويّة 5% ومن ثمّ فإنّنا نرفض فرضيّة العدم بأنّه يوجد تجانس في التباين، ومن ثمّ فإنّنا سنعتمد على نتائج اختبار (t) لعينتين مستقلّتين في حالة افتراض عدم وجود تجانس. ويظهر من نتائج اختبار t لتساوي المتوسطات أنّ قيمة مستوى الدلالة المحسوب يساوي 0.240 وهي أكبر من مستوى المعنويّة 10 %، ولذلك فإنّنا نقبل الفرضيّة القائلة بأنّ متوسط العوائد الشّهريّة لمحافظ أسهم الشّركات ذات ال B\M المرتفعة يساوي متوسط العوائد الشّهريّة لمحافظ أسهم الشّركات ذات ال B\M المنخفضة، إذ لا توجد فروق ذات دلالة إحصائيّة بين عوائد المحفظتين، وهذا يوافق نتائج دراسة (Rossi, 2012) ويخالف نتائج دراسة (Rosenberg et al., 1985).

وبناءً على علاقات الارتباط القويّة بين المتغيّرات الضابطة مع متغيّر جودة المستحقّات تمّ إجراء توصيف لمحافظ الجودة المنخفضة ومحافظ الجودة المرتفعة، من حيث المخاطرة المنتظمة بيتا وحجم الشّركة ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السّوقية ليتبيّن لنا ما يلي:

الجدول رقم (7) توصيف المحافظ ذات جودة المستحقّات المنخفضة والمحافظ ذات جودة المستحقّات المرتفعة

المحافظ ذات جودة المستحقّات المرتفعة High AQ			المحافظ ذات جودة المستحقّات المنخفضة Low AQ		
B\M	Size	Beta	B\M	Size	Beta
1.1648631	8,317,663,835	0.736123	1.1812369	11,633,974,129	0.978317

الجدول من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL

يظهر الجدول رقم (7) أنَّ متوسط حجم الشَّرَكَات في المحافظ ذات جودة المستحقَّات المرتفعة (High AQ) هو أصغر من متوسط حجم الشَّرَكَات في المحافظ ذات جودة المستحقَّات المنخفضة (Low AQ) وبذلك يمكن تفسير اختلاف نتائجنا بناءً على نتائج (Fama & French, 1993) التي تنصُّ على أنَّ الشَّرَكَات صغيرة الحجم تحقِّق عوائد أعلى من الشَّرَكَات كبيرة الحجم، وهذا ما تبين من اختبار متوسطات الفروق لمحافظ الحجم في دراستنا، إذ حقَّقت المحافظ صغيرة الحجم عوائد أعلى ومن ثمَّ فإنَّ متوسط الفروق السلبي بين محفظتي الجودة يعود إلى وجود الشَّرَكَات صغيرة الحجم في تشكيلتها التي لها جودة مستحقَّات مرتفعة (مستحقَّات اختيارية أقل) بينما تمتلك الشَّرَكَات كبيرة الحجم التي تحقِّق عوائد أقل من الشَّرَكَات صغيرة الحجم (مستحقَّات اختيارية أعلى) جودة مستحقَّات منخفضة، أي كلما ازداد حجم الشَّرَكة ازدادت مستحقَّاتها الاختيارية ومن ثمَّ انخفضت جودة مستحقَّاتها وانخفضت عوائدها.

كما يتبيَّن لنا أيضاً من الجدول رقم (7) أنَّ محافظ الجودة المرتفعة تتمتع بمخاطرة منتظمة تساوي (0.736123) وهي أقل من المخاطرة لمحافظ الجودة المنخفضة التي تساوي (0.978317) أي إنَّ حساسيتها للتغيُّر في عائد السُّوق كانت أقل، لكن وبما أنَّ متوسط العائد على محفظة السُّوق كان سلبياً بمقدار (-0.066650) كما بيَّن لنا الجدول رقم (2) فإنَّه من الطبيعي أن تحقِّق محافظ الجودة المرتفعة عوائد أكبر من محافظ الجودة المنخفضة التي تمتلك مخاطرة منتظمة أكبر، ومن ثمَّ حساسية أعلى لمحفظة السُّوق التي تتمتع بمتوسط عوائد سلبية.

المبحث الثالث: التحليل المقطعي للبيانات وفق نموذج فاما ماكبيث

بعد أن تم إجراء الاختبارات على مستوى المحافظ وتم التوصل إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين نوعي محافظ جودة المستحقات ومحافظ الحجم سيجري الانتقال إلى إجراء الاختبارات على مستوى الأسهم، بحيث يتم اختبار الفرضية التالية:

الفرضية الثانية: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لجودة المستحقات في عوائد أسهم الشركات المالية المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

وذلك من خلال معادلة الانحدار التالية:

$$R_{i,t} = a_{0,t} + \beta_{Beta,t}Beta_{i,t} + \beta_{Size,t}Size_{i,t} + \beta_{BM,t}BM_{i,t} + \beta_{AQ,t}AQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث تم إجراء الانحدار المقطعي لجميع أسهم العينة في كل شهر على حدة وتم تكرار الانحدار بعدد أشهر الدراسة (96 شهر) وبيّن الجدول التالي متوسط المعاملات المقدرة وفق منهجية فاما ماكبيث من ال 96 معادلة المتعلقة بمتغيرات المستقلة خلال فترة الدراسة بالإضافة إلى أهميتها الإحصائية.

الجدول رقم (8) نتائج الانحدار الخطي المتعدد للمتغيرات المستقلة وفق منهجية فاما ماكبيث

النموذج	ثابت النموذج	Beta		Size		BM		AQ	
		المعامل	Sig	المعامل	Sig	المعامل	Sig	المعامل	Sig
1	.046	-.018	0.077	-	-	-	-	-	-
2	.409	-	-	-.016	0.010	-	-	-	-
3	.043	-	-	-	-	.013	0.304	-	-
4	.041	-	-	-	-	-	-	-.033	0.6829

5	.101	-.019	0.091	-.002	0.784	-.022	0.009	-	-
6	.067	-.023	0.044	-.001	0.889	-	-	-	-
7	.046	-.014	0.185	-	-	-.032	0.006	-	-
8	.361	-	-	-.014	0.019	.012	0.320	-	-
9	.091	-.017	0.085	.002	0.861	-.028	0.012	.067	0.313

الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS

يظهر لنا الجدول رقم (8) من خلال النموذج رقم (4) طبيعة العلاقة بين متغير جودة المستحقات المقاسة بالقيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية وعوائد أسهم الشركات المالية المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، إذ نلاحظ وجود تأثير سلبي لجودة المستحقات في عوائد الأسهم بمعامل يساوي (-0.033) أي كلما ازدادت المستحقات الاختيارية للشركة (انخفضت جودة مستحقاتها) انخفض العائد على سهم الشركة، وهذا يوافق النتيجة التي توصلنا إليها في اختبار متوسطات الفروق لمحافظ الجودة، لكن ليس لهذه العلاقة أي تأثير معنوي في عوائد أسهم الشركات عينة الدراسة، وتبقى هذه العلاقة غير معنوية حتى في مخرجات النموذج رقم (9) في الجدول رقم (8) وعليه يتم قبول الفرضية الثالثة بعدم وجود تأثير لجودة المستحقات في عوائد أسهم الشركات المساهمة المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وهذا يخالف نتائج الدراسات السابقة مثال (اللوزي، 2013) (الأشقر، 2010) (Sayari et al., 2013) (Oduma, 2015) (Eliwa et al., 2016) ويوافق نتائج دراسة (التل، 2015).

كما يتبين لنا من النموذج رقم (1) في الجدول رقم (8) أنه يوجد تأثير معنوي عكسي ذو دلالة إحصائية للمتغير بيتا في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى دلالة 10% وبمعامل قدره (-0.018) وبناءً على ذلك نرفض الفرضية القاضية بعدم وجود

تأثير لبينا في عوائد الأسهم ونقبل الفرضية البديلة، وهذا مؤكد بحسب ما أشارت إليه دراسة (Pettengill, Sundaram, & Mathur, 1995) أنه عندما يكون معدل العائد على محفظة السوق أصغر من معدل على العائد الخالي من المخاطرة وهذا ما بينته نتائج الدراسة في الجدول رقم (2) من خلال المتوسط السلبي للعائد على محفظة السوق؛ فمن الطبيعي أن تكون نتيجة جداء بيتا بالعائد الإضافي على محفظة السوق سلبية $(R_m - R_f) * \beta_i$. وذلك يعني أن كل زيادة بمقدار 1% في مستوى المخاطرة المنتظمة للسوق (بيتا) والتي تعني انخفاض الحساسية للتغير في عائد السوق السلبي تؤدي إلى انخفاض في العائد بمقدار 1,8% .

ويتبين لنا من النموذج رقم (2) أيضاً في الجدول رقم (8) وجود تأثير معنوي عكسي ذي دلالة إحصائية لحجم الشركة في عوائد الأسهم بمعامل وقدره (-0.016) ومستوى دلالة 5% وبناءً عليه نرفض الفرضية التي تنص على عدم وجود تأثير لحجم الشركة في عوائد الأسهم ونقبل الفرضية البديلة، ويمكن تفسير ذلك بأنه كلما ازداد حجم الشركة بمقدار 1% انخفض العائد بمقدار 1,6% وذلك يتفق مع نتائج (Fama & French, 1993) التي تنص على أن الشركات صغيرة الحجم تحقق عوائد أعلى نسبياً من الشركات كبيرة الحجم، مما يؤكد وجود ظاهرة الحجم في سوق دمشق للأوراق المالية.

أما بالنسبة إلى المتغير الثالث الذي يمثل نسبة القيمة الدفترية على القيمة السوقية للسهم فلا يوجد أي تأثير للمتغير في عوائد الأسهم المدرجة في السوق، وذلك وفقاً لمخرجات النموذج الثالث في الجدول رقم (8) ومن ثم لا يوجد أي تأثير لهذه النسبة في عوائد الأسهم.

لكن ما يتبين لنا من مخرجات النموذج رقم 5 في الجدول رقم (8) أنه عند إدخال كل من المتغيرات بيتا والحجم ونسبة ال B\M تحول متغير حجم الشركة من متغير تفسيري ذي دلالة إحصائية إلى متغير ليس له أهمية عند أي مستوى دلالة والعكس بالنسبة إلى متغير ال B\M الذي

تحوّل من متغيّر غير تفسيريّ إلى متغيّر معنويّ عند مستوى دلالة 1% وبالعلاقة سلبية، أي كلما ارتفعت نسبة الـ B\M للسّهم انخفض العائد بمقدار 2% مع بقاء بيتا متغيّراً ذا أهميّة إحصائيّة في النّموذج بعلاقة عكسيّة وعند مستوى دلالة 10%.

ولتفسير ذلك تمّت دراسة العلاقة بين كلّ من بيتا ومتغيّر الحجم في النّموذج رقم (6) بالإضافة إلى دراسة العلاقة بين بيتا ومتغيّر الـ B\M في النّموذج رقم (7) ليتبيّن لنا من مخرجات الجدول رقم (8) أنّ بيتا تلغي تأثير حجم الشّركة في عوائد الأسهم، وذلك عند مستوى دلالة 5% وبمعامل بلغ (-0.023) ومن ثمّ فإنّ متغيّر حجم الشّركة يمتلك خصائص معلومات مشابهة لبيتا، في حين نلاحظ العكس في النّموذج رقم (7) إذ إنّ متغيّر الـ B\M ألغى تأثير بيتا في عوائد الأسهم عند مستوى دلالة 1% ومعامل بلغ (-0.032) رغم عدم وجود أهميّة إحصائيّة لهذا المتغيّر عند إدخاله وحده في النّموذج رقم (3) أي إنّ الـ B\M لها مخاطرة خاصّة لم تستطع بيتا تفسيرها.

كما يظهر لنا النّموذج رقم (8) في الجدول رقم (8) نتيجة اختبار العلاقة بين متغيّر حجم الشّركة ومتغيّر الـ B\M ونجد أنّ متغيّر الحجم يلغي تأثير متغيّر الـ B\M عند مستوى دلالة 5% لكن وبإعادة إدخال المتغيّرات الأربعة معاً في النّموذج رقم (9) نلاحظ أنّ كلّاً من متغيّر الـ B\M ومتغيّر بيتا يشكّان تأثيراً ذا أهميّة إحصائيّة في عوائد الأسهم عند مستوى دلالة 5% و 10% على التوالي وعدم وجود أيّ تأثير لمتغيّر الحجم ومتغيّر الجودة في العوائد، وعليه وحسب النّموذج رقم (7) والنّموذج رقم (9) يمكن التوصل إلى أنّ الـ B\M تتفوّق على المتغيّرات الأخرى في تفسير عوائد الأسهم عينة الدّراسة المدرجة في سوق دمشق للأوراق الماليّة بمعامل وقدره (-0.028) ومستوى دلالة 5% في حين استطاعت بيتا تفسير العوائد بمعامل وقدره (-0.017) عند مستوى دلالة 10% كما نلاحظ عدم وجود تأثير لحجم الشّركة في عوائد الأسهم عينة الدّراسة بوجود بيتا وفقاً للنّماذج رقم (6) ورقم (9)، وذلك ينطبق على متغيّر الجودة وفقاً للنّماذج رقم (4) ورقم (9).

المبحث الرابع: تحليل السلاسل الزمنية للبيانات وفق نموذج فاما فرينش:

بعد أن تم إجراء التحليل المقطعي بأسلوب فاما ماكبيث سيتم تحليل السلاسل الزمنية للبيانات وفق

نموذج فاما فرينش، بحيث يتم اختبار الفرضية التالية:

الفرضية الثالثة: لا يستطيع نموذج فاما فرينش ثلاثي العوامل تفسير تباين السلاسل الزمنية في عوائد

المحافظ المشكلة على أساس الجودة.

وسيتتم تقدير معاملات الانحدار في معادلة الانحدار التالية مرتين مرة للعائد الإضافي للمحفظة ذات

جودة المستحقات المنخفضة، والأخرى للعائد الإضافي للمحفظة ذات جودة المستحقات المرتفعة

للشركات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = a_i + \beta_{m,i}(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_{smb,i}SMB_t + \beta_{hml,i}HML_t + e_{i,t}$$

الجدول رقم (9) نتائج تحليل انحدار السلاسل الزمنية باستخدام أسلوب فاما فرينش

معنوية الانحدار	القدرة التفسيرية adj	$\beta_{HML,i}$	$\beta_{SMB,i}$	$\beta_{M,i}$	الثابت		المحفظة	المعادلة
0.000	.858	-.077	-.027	.860	.006	المعامل	Low AQ	1
		.026	.610	.000	.140	قيمة sig		
0.000	.643	-.291	.753	1.105	.023	المعامل	High AQ	2
		.000	.000	.000	.002	قيمة sig		

الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS

يتبين لنا من الجدول السابق القدرة التفسيرية العالية في معادلة الانحدار الأولى بنسبة

85.8% وهذا يعني أن 85.8% من المتغيرات الحاصلة في المتغير التابع الذي يمثل العائد

الإضافي لمحافظ الأسهم ذات جودة المستحقات المنخفضة سببها المتغيرات المستقلة، إذ نجد علاقة

طردية ذات أهمية إحصائية بين العائد على عامل السوق والعائد على محفظة الأسهم ذات جودة المستحقات المنخفضة تساوي 0.860 بدلالة إحصائية تساوي 0.000 وهي أقل من 5%. وذلك يعني أن كل زيادة بمقدار 1% في العائد على عامل السوق تؤدي إلى زيادة في العائد على محافظ الجودة المنخفضة بمقدار 86% من 1%. كما نلاحظ علاقة سلبية ذات أهمية إحصائية بين عامل القيمة والعائد على محفظة الأسهم ذات جودة المستحقات المنخفضة بمعامل -0.077 ودلالة إحصائية تساوي 0.026 وهي أقل من 5%. أي إن كل زيادة بمقدار 1% في العائد على عامل القيمة تؤدي إلى انخفاض في العائد على محفظة الجودة المنخفضة بمقدار 7% من 1%.

كما يوضح الجدول رقم (9) أيضاً في المعادلة رقم (2) وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات التفسيرية الثلاث (Rm-Rf) و (SMB) و (HML) وعوائد المحفظة المشككة من أسهم جودة المستحقات المرتفعة، إذ يوجد تأثير إيجابي لعامل السوق والحجم على العائد في محفظة الجودة المرتفعة، بينما يوجد تأثير سلبي لعامل القيمة في عائد محفظة الجودة المرتفعة، وبما أن قيمة الثابت لأسهم محافظ جودة المستحقات المرتفعة موجبة وأهميته الإحصائية تساوي 0.002 وهي أقل من 5% فإن هذه المحافظ مقيمة بأقل مما يجب، أي إن عملية وصول السعر إلى السعر الحقيقي تستغرق عدة أيام، إذ يقلل المستثمر من أسعار هذه الأوراق المالية في هذه الفترة، مما يؤدي إلى تحقيقها عوائد عالية، وهذا يتوافق مع نتائجنا السابقة، إذ نؤكد أن العائد الزائد لمحافظ الجودة المرتفعة عن محافظ الجودة المنخفضة يعود لحساسية الأسهم الداخلة في تكوين هذه المحافظ لعامل السوق والحجم. إذ إن المعامل الموجب لعامل الحجم على محفظة الجودة المرتفعة يؤكد ما توصلت إليه سابقاً من أن الشركات الصغيرة تتمتع بمستوى أعلى من جودة المستحقات.

كما نلاحظ أيضاً من الجدول السابق أنَّ القدرة التفسيرية في معادلة الانحدار الثانية تمثل 64.3 % أي أن 64.3% من التغيرات الحاصلة في عوائد المحافظ المشكلة على أساس جودة المستحقات المرتفعة سببها التغير في المتغيرات المستقلة، إنَّ الأهمية الإحصائية للتأثير في المعادلة الثانية تشير إلى عدم قدرة نموذج العوامل الثلاثة على تفسير العوائد الإضافية لمحفظه الجودة المرتفعة، وربما وجود عوامل إضافية تؤثر في أسعار الأسهم، إذ إنَّ نموذج فاما فرينش لم يستطع تفسير عوائد أسهم المحافظ المشكلة على أساس جودة المستحقات المرتفعة بشكل كامل.

المبحث الخامس: اختبار القدرة التفسيرية لعامل جودة المستحقات في المحافظ الست

المكوّنة لعاملي الحجم والقيمة

سيتم تقدير معاملات الانحدار في معادلة الانحدار التالية 6 مرّات وذلك للعائد الإضافي للمحافظ

الست التالية SH,SM,SL,BH,BM,BL للشركات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_{m,i}(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_{smb,i}SMB_t + \beta_{hml,i}HML_t + \beta_{AQ,i}AQ_t + e_{i,t}$$

الجدول (10) نتائج تحليل انحدار عامل جودة المستحقات على المحافظ الست المكوّنة لعاملي الحجم والقيمة

معنوية الانحدار	القدرة التفسيرية Adj	$\beta_{AQ,i}$	$\beta_{HML,i}$	$\beta_{SMB,i}$	$\beta_{M,i}$	الثابت		المحفظة	المعادلة
0.000	.765	.207	.456	1.115	1.070	.017	المعامل	المحفظة SH	1
		.122	.000	.000	.000	.129	قيمة sig		
0.000	.594	-.620	-.310	.460	1.408	.055	المعامل	المحفظة SM	2
		.000	.004	.018	.000	.000	قيمة sig		
0.000	.323	-.066	-.329	.491	.530	-.018	المعامل	المحفظة SL	3
		.423	.000	.0000	.000	.010	قيمة sig		
0.000	.900	-.393	.601	-.768	.681	-.008	المعامل	المحفظة BH	4
		.000	.000	.000	.000	.143	قيمة sig		
0.000	.608	.035	-.171	-.021	1.104	.036	المعامل	المحفظة BM	5
		.767	.051	.894	.000	.000	قيمة sig		
0.000	.571	-.121	-.614	-.144	1.222	.026	المعامل	المحفظة BL	6
		.400	.000	.456	.000	.029	قيمة sig		

يتبين لنا من خلال الجدول رقم (10) ومن المعادلات (2) و (4) وجود علاقة عكسية ومهمّة

إحصائياً بين عامل الجودة ومحفظتي الأسهم SM,BH بمعاملات تساوي (-.620), (-.393) على

التوالي وبلغت القدرة التفسيرية في المعادلة رقم (4) حوالي 90% في حين كانت بنسبة 59,4% في

المعادلة رقم (2) وبناءً على ما سبق نجد تأثير ذو دلالة إحصائية لعامل الجودة في كل من محفظتي الأسهم SM,BH على التوالي.

كما يظهر لنا الجدول رقم (9) أيضاً ومن خلال المعادلات (1,3,5,6) عدم وجود أي قدرة تفسيرية لعامل الجودة في محافظ الأسهم الأربعة الباقية SH,SL,BM,BL .

المبحث السادس: النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج:

يعتمد المستثمر الرّشيد إلى توجيه مدّخراته نحو الاستثمارات التي تحقّق العوائد المرجوة، إذ يبني قراراته بعد دراسة وتحليل المعلومات التي يتمّ الإفصاح عنها وبالاتماد على الإشارات الصّادرة في التقارير المرحليّة أو السنوية للشركات المدرجة في السّوق، ومن ثمّ يحتاج المستثمر في جميع الأسواق الماليّة لا سيّما في سوق ناشئة كسوق دمشق للأوراق الماليّة إلى معرفة أهمّ العوامل التي تؤثر في عوائد الأسهم النّابعة من تلك الإفصاحات، وذلك ليتمكّن من اتّخاذ قراره الاستثماري بشكل سليم، وفي هذا الإطار تمّ التوصل إلى نتائج الدّراسة؛ وأهمّها:

1- إنّ متوسطّ عوائد محافظ أسهم الشركات الماليّة صغيرة الحجم هو أكبر من متوسطّ عوائد محافظ أسهم الشركات الماليّة كبيرة الحجم بفرق ذي دلالة إحصائيّة، ممّا يؤكد وجود ظاهرة الحجم في عينة الدّراسة، ومن ثمّ نستطيع التعميم أنّ استراتيجية الاستثمار التي تشتري أسهم الشركات صغيرة الحجم عينة الدّراسة في سوق دمشق للأوراق الماليّة وتبيع أسهم الشركات كبيرة الحجم عينة الدّراسة تحقّق عوائد أعلى بنسبة 3,5% على التوالي، شهرياً.

2- إنّ متوسطّ عوائد محافظ أسهم الشركات ذات نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السّوقية المرتفعة هي أكبر من متوسطّ عوائد محافظ أسهم الشركات ذات القيمة الدفترية إلى القيمة السّوقية المنخفضة لكن متوسطّ الفرق ليس له أيّ دلالة إحصائيّة.

3- إنّ متوسطّ العائد على محفظة السّوق كان سلبياً، وهذا يعود إلى الأزمة التي تمرّ بها البلاد والتي بدورها أثّرت في سوقنا الماليّ من جهة انخفاض أسعار الأسهم وقيم المؤشر ومن ثمّ متوسطّ عوائده.

4- إنَّ متوسطَّ عوائد محافظ أسهم الشَّرَكَات ذات الجودة المنخفضة أقلُّ من متوسطَّ عوائد محافظ أسهم الشَّرَكَات ذات جودة المستحقَّات المرتفعة بمتوسطَّ فرق ذات دلالة إحصائية، ومن ثمَّ نستطيع التعميم أنَّ استراتيجية الاستثمار التي تشتري أسهم الشَّرَكَات المالية ذات جودة المستحقَّات المرتفعة في سوق دمشق للأوراق المالية وتبيع أسهم الشَّرَكَات المالية ذات الجودة المنخفضة تحقق عوائد أعلى بنسبة 2% على التوالي شهرياً.

5- تبيَّن من خلال مصفوفة الارتباط بين المتغيِّرات المستقلَّة أنَّ ارتفاع عامل الجودة يرافق انخفاضاً في عامل الحجم، لكن بالمقابل يرافق ارتفاعاً بمتغيِّر علاوة السُّوق، ومن ثمَّ فإنَّ هناك جزءاً من المعلومات التفسيرية الموجودة في عامل الجودة موجودة في علاوة السُّوق وبشكل عكسيٍّ في عامل الحجم، لذلك ومن خلال إجراء توصيف للمحافظ تبيَّن أنَّ متوسطَّ الفروق السليبيِّ بين محفظتي الجودة يعود إلى وجود الشَّرَكَات صغيرة الحجم في تشكيلتها والتي لها جودة مستحقَّات مرتفعة (مستحقَّات اختياريَّة أقلُّ)، بينما تمتلك الشَّرَكَات كبيرة الحجم التي تحقق عوائد أقلُّ من الشَّرَكَات صغيرة الحجم (مستحقَّات اختياريَّة أعلى) جودة مستحقَّات منخفضة، أي كلما ازداد حجم الشَّرَكَة ازدادت مستحقَّاتها الاختياريَّة، ومن ثمَّ انخفضت جودة مستحقَّاتها وانخفضت عوائدها. كما يتبيَّن أيضاً أنَّ محافظ الجودة المرتفعة تتمتَّع بمخاطرة منتظمة أقلُّ منها لمحافظ الجودة المنخفضة، أي إنَّ حساسيتها للتغيُّر في عائد السُّوق كان أقلُّ، لكن وبما أنَّ متوسطَّ العائد على محفظة السُّوق كان سلبياً فإنَّه من الطبيعي أن تحقق محافظ الجودة المرتفعة عوائد أكبر من محافظ الجودة المنخفضة التي تمتلك مخاطرة منتظمة أكبر، ومن ثمَّ حساسية أعلى لمحفظة السُّوق التي تتمتَّع بمتوسطَّ عوائد سلبية.

6- توصَّلت الدِّراسة أيضاً إلى عدم وجود تأثير لجودة المستحقَّات في عوائد أسهم الشَّرَكَات المساهمة المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، لكن يوجد تأثير معنويٍّ عكسيٍّ ذو دلالة إحصائية

لكل من بيتا ومتغير حجم الشركة في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، أما بالنسبة إلى المتغير الثالث الذي يمثل نسبة القيمة الدفترية على القيمة السوقية للسهم، فلا يوجد أي تأثير للمتغير في عوائد الأسهم المدرجة في السوق.

7- تبين وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات التفسيرية الثلاث ($Rm-Rf$) و (SMB) و (HML) وعوائد المحفظة المشكّلة من أسهم جودة المستحقات المرتفعة، إذ يوجد تأثير إيجابي لعامل السوق والحجم في العائد في محفظة الجودة المرتفعة، بينما يوجد تأثير سلبي لعامل القيمة في عائد محفظة الجودة المرتفعة. وبما أن قيمة الثابت لأسهم محافظ جودة المستحقات المرتفعة موجبة وأهميته الإحصائية تساوي 0.002 وهي ذات دلالة إحصائية أقل من 5% فإن هذه المحافظ مقيمة بأقل مما يجب، إذ إن نموذج فاما فرينش لم يستطع تفسير عوائد أسهم المحافظ المشكّلة على أساس جودة المستحقات المرتفعة بشكل كامل.

ثانياً: التوصيات:

1- نوصي المستثمر في سوق دمشق للأوراق المالية الباحث عن العوائد العالية والمخاطرة الأقل بتضمين محفظته الاستثمارية لأسهم الشركات ذات جودة الأرقام المالية المرتفعة (جودة المستحقات المرتفعة) نظراً لكونها تحقق عائداً أعلى، وتتمتع بمخاطرة منتظمة أقل من نظيراتها أسهم الشركات ذات جودة الأرقام المالية المنخفضة (جودة المستحقات المنخفضة).

2- نوصي المستثمر في سوق دمشق للأوراق المالية أيضاً الباحث عن العوائد العالية بتضمين محفظته الاستثمارية لأسهم الشركات صغيرة الحجم؛ نظراً لأنها من أكثر الأسهم تحقيقاً للعوائد خصوصاً في ظلّ متوسط العوائد السلبي للسوق خلال فترة الدراسة.

3- نوصي الباحثين بإجراء دراسات للبحث عن عوامل أخرى قادرة على تفسير العوائد في سوق دمشق للأوراق المالية، كما نوصي بقياس جودة الأرباح للشركات المالية الموجودة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام المقاييس الأخرى البديلة المذكورة أعلاه، ومنها أيضاً نموذج مخصّصات خسائر القروض الذي يناسب البنوك فقط والتي بدورها قد تغيّر من نتائج الدراسة.

4- نوصي سوق دمشق للأوراق المالية بإنشاء مؤشر لقياس جودة الأرباح لشركاتها المدرجة، وذلك وفق نماذج قياس مختلفة ممّا يؤدي إلى مصداقية أكثر وثقة أكبر من قبل المستثمرين، إذ إنّ التزام الشركات بدرجة ما من الجودة في إفصاحاتها يمكّن من توعية الأفراد وزيادة ثقتهم نحو توجيه مدّخراتهم للسوق الماليّ، ومن ثمّ تقديم الفائدة لهم من ناحية ودعم الاقتصاد الوطني من ناحية أخرى.

المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية:

الكتب:

- (1) أبو عجوة، محمد كمال. حماد، طارق عبد العال. أبو طالب، يحيى محمد. (n.d.). القوائم المالية. منشورات جامعة عين شمس، كلية التجارة. مصر.
- (2) التميمي، عباس حميد يحيى. الساعدي، حكيم حمود فليح. (2015). إدارة الأرباح: عوامل نشوئها وأساليبها وسبل الحد منها (ط1). منشورات جامعة بغداد، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق.
- (3) ميالة، بطرس. الحلبي، نبيل. العدي، ابراهيم. كريم، شوقي. (2011). مبادئ المحاسبة (1). منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، دمشق.

المجلات والصحف:

- (1) أبو علي، سوزي. الدبعي، مأمون. أبو نصار، محمد. (2011). أثر جودة الأرباح المحاسبية على تكلفة الاقتراض طبقاً لمعايير الإبلاغ المالي الدولية: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان. المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، 7(3)، 433-460.
- (2) بدران، زينب. (2019). أثر توزيعات الأرباح في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (دراسة تطبيقية). مجلة جامعة البعث، 41(113)، 11-41.
- (3) حمادة، رشا. (2010). دور لجان المراجعة في الحد من ممارسات المحاسبة الإبداعية (دراسة ميدانية). مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، 26(2)، 87-118.

(4) حمدان، علّام محمد موسى. (2012). العوامل المؤثرة في جودة الأرباح: دليل من الشركات الصناعية الأردنية. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، 20(1)، 265-301.

(5) حمدان، علّام محمد موسى. أبو عجيلة، عماد محمد. (2012). جودة التدقيق في الأردن وأثرها في إدارة وجودة الأرباح، المجلة العربية للمحاسبة، 15(1)، 158-184.

(6) الخدّاش، حسام الدين. العبادي، محمد عيسى. (2005). علاقة كل من العائد المحاسبي والتدفقات النقدية الى حقوق المساهمين بالقيمة السوقية للسهم. مجلة دراسات العلوم الإدارية، 32 (1)، 141-153.

(7) خريوش، علي حسين. (2003). تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لأسهم البنوك والشركات المساهمة الأردنية، المجلة العربية للعلوم الإدارية، 10(1)، 37-52.

(8) درويش، مروان جمعة. (2008). اختبار نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل في بورصة عمان. مجلة إريد للبحوث والدراسات، 12(1)، 167-211.

(9) الزيايدي، نعيم تومار مرهون. (2014). تأثير أساليب المحاسبة الإبداعية على مصداقية القوائم المالية " دراسة تطبيقية ". مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، 17(2)، 191-220.

(10) شاهين، علي عبد الله احمد. (2011). إدارة الأرباح ومخاطرها في البيئة المصرفية دراسة تحليلية تطبيقية على المصارف الوطنية الفلسطينية. مجلة الجامعة الخليجية قسم العلوم الإدارية والمالية، 3(4)، 1067-1030.

(11) صالح، رضا ابراهيم. (n.d.). العلاقة بين حوكمة الشركات وجودة الأرباح وأثرها على جودة التقارير المالية في بيئة الأعمال المصرية دراسة نظرية وتطبيقية . مجلة كلية التجارة جامعة كفر الشيخ، 2-52.

- (12) عبد الرحمن، عبد الرحمن عبد الله. هاشم، عمر محمد الحسن أحمد. (2016). أثر ممارسة إدارة الأرباح على تقويم الأداء المالي " دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية ". مجلة العلوم الاقتصادية، 17(2)، 87-112.
- (13) عدنان، فداء. عباس، يونس. (2016). جودة الأرباح وتأثيرها في القوائم المالية . مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة. 48 ، 249-264.
- (14) العطعوط ، سامح. الظاهر، مفيد. (2010، تشرين الأول). أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية العادية للأسهم (دراسة ميدانية على الشركات العامة الفلسطينية). مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، 21، 53-78.
- (15) العقلة، وائل ابراهيم. (2017). تقييم مستوى جودة الأرباح المحاسبية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية - دراسة تطبيقية خلال الفترة 2011-2015. مجلة جامعة البعث، 39(66)، 169-196.
- (16) كرمه، محمد نور. (2012). قدرة قائمة التدفقات النقدية في التأثير على أسعار الأسهم - دراسة تطبيقية.
- (17) كسار، فراس مروان. أومري، خالد محمد. (2018، كانون الأول). أثر الالتزام بقواعد حوكمة الشركات في الحد من ممارسات إدارة الأرباح: دراسة تطبيقية على المصارف الخاصة وشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والاقتصادية، 3(10)، 97-122.
- (18) مشرقي ، حسن. الشهاب، أيمن. (2014). اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة البعث، 36(1)، 255-286.

19) المعيني، سعد سلمان عواد. (2011). قياس جودة الأرباح في المصارف التجارية " دراسة تحليلية لعينة من حسابات المصارف التجارية العقارية ". مجلة الاقتصاد والعلوم الادارية، 17، 97-117.

20) نور، عبد الناصر ابراهيم. (2003). العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السّوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشّركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية : دراسة ميدانية مقارنة بين الشّركات المساهمة العامة العراقية والأردنية. مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة ، 17(1)، 41-67.

21) نور، عبد الناصر ابراهيم. العواودة، حنان. (2017). إدارة الأرباح وأثرها على جودة الأرباح المحاسبية: دراسة اختبارية على الشّركات الصناعية الأردنية. المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، 13(2)، 161-179.

22) يوسف، علي. عباس، غادة. الموصلي، منال. (2016). أثر إدارة الأرباح من خلال ممارسة تمهيد الدخل في عوائد أسهم الشّركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق الماليّة. مجلة جامعة البعث، 38(34)، 38-11.

المؤتمرات والندوات:

1) الشريف، إقبال عدنان. الشريف، مرمز احمد. (2018). جودة الأرباح في الشّركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين وبورصة عمان - دراسة مقارنة -، المؤتمر العلمي الأكاديمي الدولي التاسع تحت عنوان " الاتجاهات المعاصرة في العلوم الاجتماعية، الإنسانية، والطبيعية ".

رسائل الماجستير والدكتوراه:

- (1) ابراهيم ، إيهاب عبد الفتاح محمّد. (2017). قياس تأثير القدرة الإدارية على جودة الأرباح المحاسبية في بيئة الأعمال المصرية: دراسة تطبيقية. رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة عين شمس ، مصر.
- (2) أبو شعبان ، محمّد رامي عبد الرافع إسماعيل. (2010). مدى تأثير المعلومات المحاسبية المنشورة على السعر السوقي للسهم. رسالة كمتطلب تكميلي للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية - غزة ، فلسطين.
- (3) الأشقر ، هاني محمّد. (2010). إدارة الأرباح وعلاقتها بالعوائد غير المتوقعة للسهم ومدى تأثير العلاقة بحجم الشركة "دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية". رسالة كمتطلب تكميلي للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل. الجامعة الإسلامية - غزة، فلسطين.
- (4) البراجنة ، أمجد ابراهيم. (2009). اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية. رسالة كمتطلب تكميلي للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية - غزة ، فلسطين.
- (5) التل، هبه عمر محمّد. (2015). أثر إدارة الأرباح على الأسعار السوقية للأسهم دراسة اختبارية على الشركات الهندسية والإنشائية الأردنية. قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.
- (6) حلاق، إبراهيم حاتم. (2014). دور الإفصاح في اتخاذ القرارات الاستثمارية في بورصات الأوراق المالية دراسة ميدانية في سوق دمشق للأوراق المالية. قدمت هذه الرسالة استكمالاً

لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المصارف والتأمين. كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا.

(7) الحاف، فدوى خالد. (2016). أثر جودة الإفصاح المالي في عوائد الأسهم- دراسة تحليلية على أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية-. قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المصارف والتأمين. كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا.

(8) الحلبي، ليندا حسن نمر. (2009). دور مدقق الحسابات الخارجي في الحد من آثار المحاسبة الإبداعية على موثوقية البيانات المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الأردنية. قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن.

(9) الحلو، محمد نعيم. (2010). دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للفترة (2004-2008). قدم هذه البحث اكتمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل ، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية - غزة ، فلسطين.

(10) خليل، فاطمة صالح. (2015). أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة. رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا.

(11) درغام. سوزان عطا. (2008). " العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وفقاً للمعيار

المحاسبي الدولي رقم (7) دراسة تطبيقية على المصارف الوطنية العاملة في فلسطين ". قدم هذه البحث اكتمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل ، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية - غزة ، فلسطين.

12) الدكي، رنيم. (2015). العلاقة بين سيولة السهم والتوزيع الاحتمالي لعوائده ومخاطره

النظامية دراسة تحليلية على أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. رسالة

كمطلب تكميلي للحصول على درجة الماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا.

13) رمضان، أحمد يونس. (2015). أثر ممارسات المراجعة غير المنتظمة في جودة التقارير

المالية (دراسة ميدانية تحليلية في سورية). رسالة مقدمة استكمالاً لنيل درجة الماجستير في

مراجعة الحسابات، جامعة دمشق، سوريا.

14) شراب ، صباح أسامة علي. (2006). أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم

الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية " دراسة تطبيقية ". رسالة كمطلب تكميلي

للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية - غزة ، فلسطين.

15) الشمري، ميسون دهام حماد. (2016). أثر تمهيد الدخل على الأداء المالي (دراسة تطبيقية

على بنك الإسكان للتجارة والتمويل 2010-2014). رسالة كمطلب تكميلي للحصول على

درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.

16) صقور، رنا علي. (2014). دور الإفصاح المحاسبي في الحد من ممارسات إدارة الأرباح

(دراسة ميدانية). رسالة أعدت لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في

المحاسبة، جامعة دمشق، سوريا.

17) عبد الوهاب، سامي حسين. (2019). أثر جودة التدقيق الداخلي في إدارة الأرباح (دراسة

تطبيقية). أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في المحاسبة، جامعة دمشق سوريا.

18) العتيبي، ابتسام خالد شباب. (2016). تمهيد الدخل والعوائد غير العادية للأسهم في الشركات

المساهمة السعودية. رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة ماجستير العلوم في

المحاسبة، كلية الشرق العربي للدراسات العليا، المملكة العربية السعودية.

19) كرمه، محمّد نور عبد الوهاب. (2017). دور التّحليل المالي المتّقدم في مواجهة آثار

ممارسات المحاسبة الإبداعية وانعكاساتها على البيانات الماليّة (دراسة تطبيقية). أطروحة مقدمة

لنيل درجة الدكتوراه في المحاسبة ، كلية التجارة والاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا.

20) اللوزي، خالد محمّد. (2013). أثر ممارسة إدارة الأرباح على أسعار الأسهم (دراسة اختبارية

على الشّركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان). رسالة كمتطلب تكميلي

للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.

21) ماردنلي، زكاء. (2017). أثر الحوكمة في عوائد أسهم الشّركات المساهمة العامة المدرجة

في سوق دمشق للأوراق الماليّة. رسالة كمتطلب تكميلي للحصول على درجة الماجستير في

الأسواق الماليّة، كلية التجارة والاقتصاد ، جامعة دمشق، سوريا.

22) الهندي، سيف الدين فوزي. (2016). مدى استخدام مدققي الحسابات القانونيين للإجراءات

التّحليلية في اكتشاف ممارسات المحاسبة الإبداعية دراسة تطبيقية على قطاع غزة. قدم هذه

البحث اكتمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل ، كلية التجارة،

الجامعة الإسلامية - غزة ، فلسطين.

23) يوسف . دانة بسام محمّد. (2008). تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان

المالي. قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال

، كلية العلوم الإدارية والماليّة ، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن.

المواقع الإلكترونية:

موقع مصرف سورية المركزي www.banquecentrale.gov.sy

موقع سوق دمشق للأوراق الماليّة www.dse.gov.sy

ثانياً: المراجع باللغة الإنكليزية:

BOOKS:

- 1) Bali, T. G., Engle, R. F., & Murray, S. (2016). Empirical asset pricing: The cross section of stock returns. John Wiley & Sons.
- 2) Beaver, W. (1998). Financial Reporting: An Accounting Revolution. Third edition. Upper Saddle, NJ: Prentice Hall.
- 3) Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). Earnings quality. The Research Foundation of CFA Institute. Printed in the United States of America.
- 4) Francis, J., Olsson, P., & Schipper, K. (2008). Earnings quality. Foundations and Trends® in Accounting (Vol. 1).
- 5) Menicucci, E. (2019). Earnings Quality: Definitions, Measures, and Financial Reporting. Springer Nature. University of Roma Tre .Rome, Italy.
- 6) Mulford, C. W., & Comiskey, E. E. (2005). The financial numbers game: detecting creative accounting practices. John Wiley & Sons.
- 7) Reilly, F. K., & Brown, K. C. (2011). Investment analysis and portfolio management. Cengage Learning.
- 8) Riyath, M. (2015). An Overview of Asset Pricing Models. Grin- your knowledge has value.
- 9) Singal, V. (2004). Beyond the random walk: A guide to stock market anomalies and low-risk investing. Oxford University Press, USA.

Magazines and Newspapers:

- 1) Abdelghany, K. E. (2005). Measuring the quality of earnings. Managerial Auditing Journal, 20(9), 1001–1015.

- 2) Aboody, D., Hughes, J., & Liu, J. (2005). Earnings quality, insider trading, and cost of capital. Journal of Accounting Research, 43(5), 651–673.
- 3) Al-Mwalla, M., & Karasneh, M. (2011, November). Fama and French three factor model: Evidence from emerging market. European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, 41(14), 132-140.
- 4) Amihud, Y., Mendelson, H., & Pedersen, L. H. (2006). Liquidity and asset prices. Foundations and Trends® in Finance, 1(4), 269-364.
- 5) Arthur, N., Tang, Q., & Lin, Z. S. (2015). Corporate accruals quality during the 2008–2010 Global Financial Crisis. Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, 25, 1-15.
- 6) Bae, G. S., Hamao, Y., & Kang, J. K. (2009). Bank monitoring incentives and borrower earnings management: evidence from the Japanese banking crisis of 1993-2002. Available at SSRN 1357834.
- 7) Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. Journal of accounting research, 6(2) 159-178.
- 8) Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. Journal of financial economics, 9(1), 3-18.
- 9) Bartov, E., Gul, F. A., & Tsui, J. S. (2000). Discretionary-accruals models and audit qualifications. Journal of accounting and economics, 30(3), 421-452.
- 10) Beaver, W., Eger, C., Ryan, S., & Wolfson, M. (1989). Financial reporting, supplemental disclosures, and bank share prices. Journal of Accounting Research, 27(2), 157-178.

- 11) Bédard, J., Chtourou, S. M., & Courteau, L. (2004, September). The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 23(2), 13-35.
- 12) Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? Journal of Accounting and Economics, 48, 112–131.
- 13) Bissoon, R., Seetanah, B., Bhattu-Babajee, R., Gopy-Ramdhany, N., & Seetah, K. (2016, October). Monetary policy impact on stock return: Evidence from growing stock markets. Theoretical Economics Letters, 6(05), 1186-1195.
- 14) Block, S. B. (1999). A Study of Financial Analysts: Practice and Theory. Financial Analysts Journal, 55(4), 86–92.
- 15) Chan, K., Chan, L., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. (2006). Earnings quality and stock returns. Journal of Business, 79(3), 1041–1082.
- 16) Chiah, M., Chai, D., Zhong, A., & Li, S. (2016). A Better Model? An empirical investigation of the Fama–French five-factor model in Australia. International Review of Finance, 16(4), 595-638.
- 17) Core, J. E., Guay, W. R., & Verdi, R. (2008). Is accruals quality a priced risk factor?. Journal of Accounting and Economics, 46(1), 2-22.
- 18) Dascher, P. E., & Malcom, R. E. (1970). A Note on Income Smoothing in the Chemical Industry. Journal of Accounting Research, 8(2), 253–259.
- 19) Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. Journal of accounting and economics, 18(1), 3-42.

- 20) Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. The Accounting Review, 77(Supplement), 35–59.
- 21) Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. The Accounting Review, 70(2), 193–225.
- 22) Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. Journal of Accounting and Economics, 50(2-3), 344–401.
- 23) Drew, M. (2003, January). Beta, firm size, book-to-market equity and stock returns. Journal of the Asia Pacific Economy, 8(3), 354-379.
- 24) Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. European financial management, 10(2), 267-293.
- 25) Eliwa, Y., Haslam, J., & Abraham, S. (2016, September). The association between earnings quality and the cost of equity capital: Evidence from the UK. International Review of Financial Analysis, 48, 125-139.
- 26) Ewert, R., & Wagenhofer, A. (2011). Earnings Quality Metrics and What they Measure. Available at SSRN Electronic Journal 1697042.
- 27) Fama, E. F. (1991, December). Efficient capital markets: II. The journal of finance, 46(5), 1575-1617.
- 28) Fama, E. F., & French, K. R. (1988, March). Dividend yields and expected stock returns. Journal of financial economics, 22(1), 3-25.
- 29) Fama, E. F., & French, K. R. (1992, June). The cross-section of expected stock returns. the Journal of Finance, 47(2), 427-465.

- 30) Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics, 33, 3-56.
- 31) Fama, E. F., & French, K. R. (2006, October). The value premium and the CAPM. The Journal of Finance, 61(5), 2163-2185.
- 32) Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. Journal of financial economics, 116(1), 1-22.
- 33) Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. Journal of political economy, 81(3), 607-636.
- 34) Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. The Accounting Review, 79(4), 967–1010.
- 35) Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. Journal of Accounting and Economics, 39(2), 295–327.
- 36) Gissel, J. L., Giacomino, D., & Akers, M. D. (2005). Earnings Quality: It's Time to Measure and Report. The CPA Journal, 75(11), 32–37.
- 37) Hartzmark, S. M., & Solomon, D. H. (2013, March). The dividend month premium. Journal of Financial Economics, 109(3), 640-660.
- 38) Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. Accounting Horizons, 13(4), 2-34.
- 39) Hodrick, R. J. (1992). Dividend yields and expected stock returns: Alternative procedures for inference and measurement. The Review of Financial Studies, 5(3), 357-386.

- 40) Hribar, P. and Collins, D.W., 2002. Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. Journal of Accounting research, 40(1), pp.105-134.
- 41) Hussainey, K., & Mouselli, S. (2010). Disclosure quality and stock returns in the UK. Journal of Applied Accounting Research, 11(2), 154-174.
- 42) Imhoff, G. (2003, January). Accounting Quality, Auditing and Corporate Governance. In Auditing and Corporate Governance. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=374380>.
- 43) Jonas, G. J., & Blanchet, J. (2000). Assessing quality of financial reporting. Accounting Horizons, 14(3), 353–363.
- 44) Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. Journal of Accounting Research, 29(2), 193–228.
- 45) Keim, D. B. (1985, March). Dividend yields and stock returns: Implications of abnormal January returns. Journal of Financial Economics, 14(3), 473-489.
- 46) Kouaib, A., & Jarboui, A. (2014). External audit quality and ownership structure: interaction and impact on earnings management of industrial and commercial Tunisian sectors. Journal of Economics Finance and Administrative Science, 19(37), 78-89.
- 47) Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994, December). Contrarian investment, extrapolation, and risk. The journal of finance, 49(5), 1541-1578.
- 48) Lam, K. S., & Tam, L. H. (2011). Liquidity and asset pricing: Evidence from the Hong Kong stock market. Journal of Banking & Finance, 35(9), 2217-2230.

- 49) Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. Journal of Financial Economics, 69, 505–527.
- 50) Lev, B. (1989). On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research. Journal of Accounting Research, 27, 153–192.
- 51) Lev, B., & Ohlson, J. A. (1982). Market-based empirical research in accounting: A review, interpretation, and extension. Journal of Accounting research, 249-322.
- 52) Lin, Q. (2017). Noisy prices and the Fama–French five-factor asset pricing model in China. Emerging Markets Review, 31, 141-163.
- 53) Lintner, J. (1965). Security prices, risk, and maximal gains from diversification. The journal of finance, 20(4), 587-615.
- 54) Lipe, R. (1990). The Relation between Stock Returns and Accounting Earnings Given Alternative Information. The Accounting Review, 65(1), 49–71.
- 55) Litzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1979). The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. Journal of financial economics, 7(2), 163-195.
- 56) Liu, W. (2006, June). A liquidity-augmented capital asset pricing model. Journal of financial Economics, 82(3), 631-671.
- 57) Lyimo, G. D. (2014). Assessing the measures of quality of earnings: Evidence from India. European Journal of Accounting Auditing and Finance Research, 2(6), 17-28.

- 58) Mardnly, Z., Mouselli, S., & Abdulraouf, R. (2018). Corporate governance and firm performance: an empirical evidence from Syria. International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, 11(4), 591-607.
- 59) Marnet, O. (2007). History repeats itself: The failure of rational choice models in corporate governance. Critical Perspectives on Accounting, 18(2), 191–210.
- 60) Marshall, B. R. (2006). Liquidity and stock returns: Evidence from a pure order-driven market using a new liquidity proxy. International Review of Financial Analysis, 15(1), 21-38.
- 61) Marshall, B. R., & Young, M. (2003). Liquidity and stock returns in pure order-driven markets: evidence from the Australian stock market. International Review of Financial Analysis, 12(2), 173-188.
- 62) Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1982). Dividends and taxes: Some empirical evidence. Journal of Political Economy, 90(6), 1118-1141.
- 63) Mouselli, S. (2010). Disentangling the value premium in the UK. The Journal of Risk Finance, 11(3), 284-295.
- 64) Mouselli, S., Abdulraouf, R., & Jaafar, A. (2014). Corporate governance, accruals quality and stock returns: evidence from the UK. Corporate Governance, 14(1), 32-44.
- 65) Mouselli, S., Jaafar, A., & Goddard, J. (2013). Accruals quality, stock returns and asset pricing: Evidence from the UK. International Review of Financial Analysis, 30, 203-213.
- 66) Mouselli, S., Jaafar, A., & Hussainey, K. (2012). Accruals quality vis-à-vis disclosure quality: Substitutes or complements?. The British Accounting Review, 44(1), 36-46.

- 67) Nichols, D. C., & Wahlen, J. M. (2004, December). How do earnings numbers relate to stock returns? A review of classic accounting research with updated evidence. Accounting Horizons, 18(4), 263-286.
- 68) Pettengill, G. N., Sundaram, S., & Mathur, I. (1995). The conditional relation between beta and returns. Journal of Financial and quantitative Analysis, 30(1), 101–116.
- 69) Plenborg, T. (1999). An examination of the information content of Danish earnings and cash flows. Accounting and business research, 30(1), 43-55.
- 70) Rosenberg, B., Reid, K., & Lanstein, R. (1985), Persuasive evidence of market inefficiency. Journal of Portfolio Management, 11, 9-17.
- 71) Rossi, F. (2012). The three-factor model: Evidence from the Italian stock market. Research Journal of Finance and Accounting, 3(9), 151-160.
- 72) Sayari, S., Fayçal, M., Omri, A., & Finet, A. (2013). The impact of earnings management on stock returns: The case of Tunisian firms. Global Journal of Management and Business Research, 13(10), 50-66.
- 73) Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings quality. Accounting Horizons, 17, 97–110.
- 74) Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. The journal of finance, 19(3), 425-442.
- 75) Sloan, R. G. (1996a, July). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? The Accounting Review, 71(3), 289–315.
- 76) Sloan, R. G. (1996b). Using earnings and free cash flow to evaluate corporate performance. Journal of Applied Corporate Finance, 9(1), 70-79.

- 77) Suwanna, T. (2012). Impacts of Dividend Announcement on Stock Return. Procedia - Social and Behavioral Sciences, 40, 721-725.
- 78) Teoh, S. H., Yang, Y. G., & Zhang, Y. (2009). The Earnings Numbers Game: Rewards to Walk Down and Penalties to Walk Up of Analysts' Forecasts of Earnings. Available at SSRN Electronic Journal 1442564.
- 79) Thorbecke, W. (1997). On stock market returns and monetary policy. The Journal of Finance, 52(2), 635-654.
- 80) Tjungandi, M., & Mulyana, R. A. (2018). The influence of creative accounting and other factors to dividend payout ratio. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, 20(1), 51–58.
- 81) Ugbede, O., Lizam, M., Kaseri, A., & Lame, S. (2013). Do Malaysian and Nigerian Accounting Standards Produce Similar Earnings Quality for Banks?. International Journal of Management Sciences and Business Research, 2(7), 1-16.
- 82) Veronesi, P. (2000). How does information quality affect stock returns?. The Journal of Finance, 55(2), 807-837.

Conference Proceedings:

- 1) Kang, E., Kim, R., & Oh, S. (2017). Dividend yields, stock returns, and reputation. Seventh European Academic Research Conference on Global Business, Economics, Finance and Banking.
- 2) Powell, L., Jubb, C., Lange, P. D., & Smith, K. L. (2005). The Distinction between Aggressive Accounting and Financial Reporting Fraud: Perceptions of Auditors. In AFAANZ Conference (Vol. 2005).

Theses and Dissertations:

- 1) Johnston, J. A. (2009). Accruals Quality and Price Synchronicity. A Dissertation Submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy in The Department of Accounting. Louisiana State University.
- 2) Kempen, R. (2010). Earnings management in public and private companies in The Netherlands. Master thesis Accounting & Finance, Erasmus University.
- 3) Mukora, M. Y. (2014). The effect of dividend announcement on stock returns of firms listed at the nairobi securities exchange. A research project submitted in partial fulfillment of the requirement for the award of the degree of master of science in finance at the school of business, university of nairobi.
- 4) Oduma, C. O. (2015). Relationship between earnings management and stock market returns among companies listed in Nairobi Securities Exchange. A research project submitted in partial fulfillment of the requirement for the award of the degree of master of science in finance at the school of business, university of nairobi.
- 5) Steinwender, D. M. (2008). Earnings Quality. A Dissertation Submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor. Wien University.

Others:

- 1) Michaud, R. O. (1999). Investment styles, market anomalies, and global stock selection. *The Research Foundation of The Institute of Chartered Financial Analysts*.
- 2) Hermanns, S. (2006). Financial information and earnings quality: A literaturereview. Working Paper .Available at SSRN 897722.

الملاحق

الملحق رقم (1) حساب إجمالي المستحقّات للشركات عينة الدّراسة خلال الفترة (2010-2019)

القطاع	السنة	اسم الشركة	صافي الربح بعد الضريبة	صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	إجمالي المستحقّات الكلية
قطاع البنوك	2010	البنك العربي- سورية ARBS	401,664,025	4,415,367,414	-4,013,703,389
		المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF	914,474,357	-4,000,698,017	4,915,172,374
		بنك الأردن - سورية BOJS	17,531,161	243,776,827	-226,245,666
		بنك الشرق SHRQ	-112,819,237	1,186,645,043	-1,299,464,280
		بنك بيبيلوس سورية BBS	231,123,382	690,890,022	-459,766,640
		بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF	667,803,106	-1,617,247,800	2,285,050,906
		بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB	745,699,771	-9,136,140,885	9,881,840,656
		بنك سورية والخليج SGB	-202,755,777	-378,993,848	176,238,071
		بنك سورية والمهجر BSO	712,548,262	-3,514,584,144	4,227,132,406
		بنك عودة سورية BASY	681,628,658	7,518,558,586	-6,836,929,928
		بنك قطر الوطني - سورية QNBS	-93,163,345	-2,456,687,932	2,363,524,587
		فرنسبنك سورية FSBS	5,229,532	2,176,772,408	-2,171,542,876
		الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC	10,224,570	200,515,477	-190,290,907
		السورية الدولية للتأمين AROP	137,430,352	750,354,026	-612,923,674
		الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC	14,817,998	31,878,473	-17,060,475
قطاع التأمين		سورية الوطنية للتأمين NIC	148,398,159	239,115,987	-90,717,828
		الشركة المتحدة للتأمين UIC	150,616,804	395,625,989	-245,009,185
		العقيلة للتأمين التكافلي ATI	140,825,151	329,527,029	-188,701,878
		البنك العربي- سورية ARBS	460,442,091	-1,115,320,612	1,575,762,703
		المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF	1,009,017,399	-974,360,980	1,983,378,379
قطاع البنوك	2011	بنك الأردن - سورية BOJS	103,962,887	1,673,673,562	-1,569,710,675
		بنك البركة - سورية BBSY	159,339,194	989,022,643	-829,683,449
		بنك الشام CHB	382,547,268	2,238,082,646	-1,855,535,378

-2,289,288,619	2,338,149,387	48,860,768	بنك الشرق SHRQ		قطاع التأمين
-6,520,909,860	6,690,202,300	169,292,440	بنك بيبيلوس سورية BBS		
3,692,338,541	-3,032,834,088	659,504,453	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF		
-14,962,012,216	15,835,408,037	873,395,821	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB		
2,126,599,624	-1,868,706,420	257,893,204	بنك سورية والخليج SGB		
-1,795,425,234	2,365,916,481	570,491,247	بنك سورية والمهجر BSO		
7,364,036,705	-7,249,640,135	114,396,570	بنك عودة سورية BASY		
2,628,474,923	-1,450,167,781	1,178,307,142	بنك قطر الوطني - سورية QNBS		
1,218,228,259	-1,067,855,136	150,373,123	فرنسبنك سورية FSBS		
-15,478,682	49,399,878	33,921,196	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC		
-140,810,469	275,880,287	135,069,818	السورية الدولية للتأمين AROP		
123,595,966	-26,677,757	96,918,209	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC		
-125,737,374	243,235,074	117,497,700	سورية الوطنية للتأمين NIC		
-129,283,227	281,648,730	152,365,503	الشركة المتحدة للتأمين UIC		
-331,509,704	188,686,991	-142,822,713	العقيلة للتأمين التكافلي ATI		
-2,295,724,540	2,251,338,288	-44,386,252	البنك العربي- سورية ARBS	2012	قطاع البنوك
-5,182,899,360	5,844,652,211	661,752,851	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF		
-1,807,936,255	1,448,066,626	-359,869,629	بنك الأردن - سورية BOJS		
1,865,100,852	-1,246,763,766	618,337,086	بنك البركة - سورية BBSY		
-3,120,062,596	3,467,228,333	347,165,737	بنك الشام CHB		
-642,935,475	857,817,605	214,882,130	بنك الشرق SHRQ		
-3,679,796,630	3,522,484,660	-157,311,970	بنك بيبيلوس سورية BBS		
-13,133,450,995	13,174,657,385	41,206,390	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF		
-6,599,143,473	7,199,593,343	600,449,870	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB		
-5,145,388,908	4,960,286,053	-185,102,855	بنك سورية والخليج SGB		
3,735,349,992	-3,674,676,336	60,673,656	بنك سورية والمهجر BSO		
2,030,971,306	-1,858,290,226	172,681,080	بنك عودة سورية BASY		
-4,353,573,460	4,359,160,406	5,586,946	بنك قطر الوطني - سورية QNBS		
-1,842,890,044	1,899,644,352	56,754,308	فرنسبنك سورية FSBS		

-63,750,548	70,338,799	6,588,251	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC	قطاع التأمين	
-104,014,431	187,408,155	83,393,724	السورية الدولية للتأمين AROP		
184,714,562	-66,186,672	118,527,890	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC		
-81,017,772	204,755,019	123,737,247	سورية الوطنية للتأمين NIC		
-83,554,964	188,415,234	104,860,270	الشركة المتحدة للتأمين UIC		
-104,982,099	142,309,203	37,327,104	العقيلة للتأمين التكافلي ATI		
-4,502,329,260	5,616,783,185	1,114,453,925	البنك العربي- سورية ARBS	2013	قطاع البنوك
-7,331,797,964	7,334,443,068	2,645,104	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF		
-2,424,656,454	2,259,492,765	-165,163,689	بنك الأردن - سورية BOJS		
9,794,237,755	-7,158,774,133	2,635,463,622	بنك البركة - سورية BBSY		
-4,823,844,718	7,183,973,214	2,360,128,496	بنك الشام CHB		
-2,262,040,846	2,821,779,058	559,738,212	بنك الشرق SHRQ		
6,156,100,285	-5,703,497,220	452,603,065	بنك بيبيلوس سورية BBS		
-24,971,878,145	26,951,148,659	1,979,270,514	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF		
-8,968,906,630	9,162,825,722	193,919,092	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB		
-2,873,101,114	2,447,175,002	-425,926,112	بنك سورية والخليج SGB		
-1,613,311,066	1,785,992,146	172,681,080	بنك سورية والمهجر BSO		
1,205,165,325	-888,591,121	316,574,204	بنك عودة سورية BASY		
170,855,376	8,488,844,379	8,659,699,755	بنك قطر الوطني - سورية QNBS		
-7,030,535,221	7,229,118,498	198,583,277	فرنسبنك سورية FSBS		
-86,555,195	93,461,304	6,906,109	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC		قطاع التأمين
-84,750,969	174,040,255	89,289,286	السورية الدولية للتأمين AROP		
259,235,989	-54,395,990	204,839,999	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC		
-231,462,245	623,018,257	391,556,012	سورية الوطنية للتأمين NIC		
-139,167,393	223,072,835	83,905,442	الشركة المتحدة للتأمين UIC		
-63,463,728	223,595,438	160,131,710	العقيلة للتأمين التكافلي ATI		
2,176,559,997	-2,261,375,133	-84,815,136	البنك العربي- سورية ARBS		
-604,577,103	609,799,953	5,222,850	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF		قطاع البنوك
-207,615,987	670,235	-206,945,752	بنك الأردن - سورية BOJS	2014	

-12,547,831,898	15,092,409,413	2,544,577,515	بنك البركة - سورية BBSY		قطاع التأمين
1,467,201,898	636,312,218	2,103,514,116	بنك الشام CHB		
-4,495,235,037	5,771,579,192	1,276,344,155	بنك الشرق SHRQ		
-5,960,259,331	7,060,577,329	1,100,317,998	بنك بيلوس سورية BBS		
-14,663,243,047	16,995,739,330	2,332,496,283	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF		
-1,044,272,697	833,422,333	-210,850,364	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB		
-4,052,980,619	3,211,955,658	-841,024,961	بنك سورية والخليج SGB		
3,645,242,894	-1,658,076,455	1,987,166,439	بنك سورية والمهجر BSO		
-3,461,110,562	6,422,817,522	2,961,706,960	بنك عودة سورية BASY		
-2,153,685,924	10,475,063,937	8,321,378,013	بنك قطر الوطني - سورية QNBS		
-4,164,149,177	6,517,301,756	2,353,152,579	فرنسبنك سورية FSBS		
-11,758,650	24,757,014	12,998,364	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC		
-72,212,503	226,686,819	154,474,316	السورية الدولية للتأمين AROP		
45,476,524	244,926,355	290,402,879	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC		
-148,005,625	564,525,321	416,519,696	سورية الوطنية للتأمين NIC		
8,903,939	-2,464,198	6,439,741	الشركة المتحدة للتأمين UIC		
102,999,372	86,705,739	189,705,111	العقيلة للتأمين التكافلي ATI		
5,028,511,760	223,906,991	5,252,418,751	البنك العربي- سورية ARBS	2015	قطاع البنوك
7,865,543,150	-7,845,088,864	20,454,286	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF		
3,385,361,992	-604,636,939	2,780,725,053	بنك الأردن - سورية BOJS		
31,356,222,219	-23,992,974,154	7,363,248,065	بنك البركة - سورية BBSY		
6,749,939,991	-1,263,561,741	5,486,378,250	بنك الشام CHB		
2,007,978,438	2,291,709,691	4,299,688,129	بنك الشرق SHRQ		
17,180,065,914	-10,651,243,120	6,528,822,794	بنك بيلوس سورية BBS		
-7,870,833,859	14,544,625,313	6,673,791,454	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF		
8,494,951,385	-2,649,135,307	5,845,816,078	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB		
2,379,064,477	-1,310,575,124	1,068,489,353	بنك سورية والخليج SGB		
15,204,773,800	-8,803,760,931	6,401,012,869	بنك سورية والمهجر BSO		
7,717,113,133	-1,639,932,262	6,077,180,871	بنك عودة سورية BASY		

-909,909,101	21,026,113,595	20,116,204,494	بنك قطر الوطني - سورية QNBS		قطاع التأمين
-1,237,391,767	7,794,868,253	6,557,476,486	فرنسبنك سورية FSBS		
46,055,015	74,679,625	120,734,640	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC		
123,798,600	134,943,082	258,741,682	السورية الدولية للتأمين AROP		
623,675,579	186,539,102	810,214,681	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC		
353,269,135	311,772,039	665,041,174	سورية الوطنية للتأمين NIC		
801,011,321	-343,222,705	457,788,616	الشركة المتحدة للتأمين UIC		
370,488,657	47,156,230	417,644,887	العقيلة للتأمين التكافلي ATI		
-1,021,404,059	9,065,306,324	8,043,902,265	البنك العربي- سورية ARBS	2016	قطاع البنوك
-18,038,449,153	23,798,749,589	5,760,300,436	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF		
1,338,772,613	3,340,256,956	4,679,029,569	بنك الأردن - سورية BOJS		
-22,036,061,533	32,758,069,374	10,722,007,841	بنك البركة - سورية BBSY		
4,772,702,919	3,732,538,902	8,505,241,821	بنك الشام CHB		
4,061,416,526	1,672,492,112	5,733,908,638	بنك الشرق SHRQ		
6,483,046,401	426,201,450	6,909,247,851	بنك بيلوس سورية BBS		
29,586,772,369	-19,245,032,261	10,341,740,108	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF		
-23,210,685,157	34,768,754,739	11,558,069,582	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB		
-5,904,722,519	6,800,795,923	896,073,404	بنك سورية والخليج SGB		
21,944,465,262	-14,142,494,217	7,801,971,045	بنك سورية والمهجر BSO		
80,233,690	11,302,391,524	11,382,625,214	بنك عودة سورية BASY		
-9,677,333,638	37,505,118,638	27,827,785,000	بنك قطر الوطني - سورية QNBS		
-8,789,428,280	20,182,177,571	11,392,749,291	فرنسبنك سورية FSBS		
-122,249,998	206,724,025	84,474,027	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC		
-85,742,965	314,297,911	228,554,946	السورية الدولية للتأمين AROP		
1,025,265,733	227,660,020	1,252,925,753	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC		
822,867,816	-226,107,344	596,760,472	سورية الوطنية للتأمين NIC		قطاع التأمين
205,823,280	431,315,578	637,138,858	الشركة المتحدة للتأمين UIC		
339,200,090	107,106,050	446,306,140	العقيلة للتأمين التكافلي ATI		
-9,550,622,535	4,276,245,188	-5,274,377,347	البنك العربي- سورية ARBS		
				2017	قطاع البنوك

-7,065,820,588	9,245,666,248	2,179,845,660	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF		
-5,548,094,385	3,055,726,889	-2,492,367,496	بنك الأردن - سورية BOJS		
1,381,760,608	-1,102,453,957	279,306,651	بنك البركة - سورية BBSY		
33,660,006,120	-36,213,735,687	-2,553,729,567	بنك الشام CHB		
-5,236,235,254	3,112,734,479	-2,123,500,775	بنك الشرق SHRQ		
-8,156,604,171	9,121,169,198	964,565,027	بنك بيبيلوس سورية BBS		
-20,142,568,944	18,047,895,247	-2,094,673,697	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF		
26,299,916,300	-28,038,778,904	-1,738,862,604	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB		
-2,026,526,410	-313,293,245	-2,339,819,655	بنك سورية والخليج SGB		
-21,320,541,474	20,564,758,441	-755,783,033	بنك سورية والمهجر BSO		
13,001,458,718	-16,272,345,437	-3,270,886,719	بنك عودة سورية BASY		
-404,686,527	-11,888,685,324	-12,293,371,851	بنك قطر الوطني - سورية QNBS		
-17,502,342,563	12,830,597,893	-4,671,744,670	فرنسبنك سورية FSBS		
-70,812,485	19,542,051	-51,270,434	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC	قطاع التأمين	
-83,865,301	109,885,361	26,020,060	السورية الدولية للتأمين AROP		
-364,715,622	51,385,616	-313,330,006	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC		
-387,860,401	500,957,702	113,097,301	سورية الوطنية للتأمين NIC		
-625,408,450	675,445,387	50,036,937	الشركة المتحدة للتأمين UIC		
419,927,115	-418,093,561	1,833,554	العقيلة للتأمين التكافلي ATI		
-6,163,360,648	3,929,723,430	-2,233,637,218	البنك العربي- سورية ARBS	2018	قطاع البنوك
3,550,085,529	-2,190,156,521	1,359,929,008	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF		
-5,684,647,487	5,397,760,011	-286,887,476	بنك الأردن - سورية BOJS		
-5,472,906,822	9,822,424,923	4,349,518,101	بنك البركة - سورية BBSY		
3,985,850,317	-3,127,408,618	858,441,699	بنك الشام CHB		
-4,708,184,081	5,215,411,951	507,227,870	بنك الشرق SHRQ		
1,695,385,377	-460,256,843	1,235,128,534	بنك بيبيلوس سورية BBS		
-23,141,689,890	25,949,012,314	2,807,322,424	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF		
65,874,463,875	-63,510,823,207	2,363,640,668	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB		
5,342,734,006	-6,516,604,617	-1,173,870,611	بنك سورية والخليج SGB		

3,862,291,049	-1,929,792,705	1,932,498,344	بنك سورية والمهجر BSO	قطاع التأمين
-7,561,690,368	8,706,981,098	1,145,290,730	بنك عودة سورية BASY	
-782,760,313	1,374,348,794	591,588,481	بنك قطر الوطني - سورية QNBS	
789,623,622	-561,817,236	227,806,386	فرنسبنك سورية FSBS	
-236,191,777	34,068,704	-202,123,073	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC	
-60,813,920	102,585,862	41,771,942	السورية الدولية للتأمين AROP	
129,006,466	-116,465,023	12,541,443	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC	
53,437,446	71,201,274	124,638,720	سورية الوطنية للتأمين NIC	
640,149,894	1,750,572	641,900,466	الشركة المتحدة للتأمين UIC	
676,182,105	105,389,131	781,571,236	العقيلة للتأمين التكافلي ATI	

الملحق رقم (2) حساب المتغيرات الخاصة بنموذج جونز المعدل للبنوك عينة الدراسة خلال الفترة (2018-2010)

السنة	اسم الشركة	إجمالي الأصول في العام السابق	التغير في الإيرادات ناقص التغير في الذمم المدينة	اجمالي المعدات والتجهيزات
2010	البنك العربي- سورية ARBS	34,286,572,048	-5,532,526,772	1,546,066,782
	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF	68,585,083,953	-5,544,095,995	2,244,019,724
	بنك الأردن - سورية BOJS	9,441,645,761	-4,102,454,971	1,370,793,678
	بنك الشرق SHRQ	5,025,622,618	-2,042,172,042	905,744,621
	بنك بيبيلوس سورية BBS	32,699,785,959	-5,835,245,332	1,267,053,059
	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF	101,967,500,394	-8,721,862,203	2,113,860,574
	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB	63,605,896,873	16,366,811,563	1,373,981,154
	بنك سورية والخليج SGB	12,131,919,402	-2,819,793,274	1,296,827,806
	بنك سورية والمهجر BSO	72,659,426,759	-10,419,687,755	2,077,487,511
	بنك عودة سورية BASY	75,547,091,806	-12,602,293,775	1,542,969,070
	فرنسبنك سورية FSBS	13,534,753,894	-5,701,271,113	534,621,363

1,690,127,851	1,014,470,354	41,177,999,711	البنك العربي- سورية ARBS	2011
2,202,039,992	4,526,650,809	78,293,635,020	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF	
1,491,817,572	-1,503,752,577	16,171,067,852	بنك الأردن - سورية BOJS	
983,615,097	28,128,145,695	5,076,010,403	بنك البركة - سورية BBSY	
442,034,894	1,338,119,786	16,735,768,051	بنك الشام CHB	
874,463,424	-2,086,405,257	9,185,452,319	بنك الشرق SHRQ	
1,209,855,162	-907,004,332	42,576,720,235	بنك بيلوس سورية BBS	
2,752,129,311	4,373,748,652	114,761,468,584	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF	
2,112,812,630	-23,567,219,689	77,484,737,487	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB	
1,230,826,143	-4,686,147,353	15,759,130,722	بنك سورية والخليج SGB	
2,110,409,081	9,550,877,216	92,140,639,302	بنك سورية والمهجر BSO	
1,523,468,600	10,659,409,414	93,789,025,879	بنك عودة سورية BASY	
2,000,341,071	3,322,056,161	23,455,568,438	بنك قطر الوطني - سورية QNBS	
815,554,956	-2,407,318,093	23,690,035,188	فرنسبنك سورية FSBS	
1,643,442,886	4,803,358,401	37,320,391,021	البنك العربي- سورية ARBS	2012
2,147,504,391	5,934,179,122	61,466,770,126	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF	
1,463,496,163	2,940,683,942	17,729,470,082	بنك الأردن - سورية BOJS	
1,340,150,346	491,361,686	23,047,927,355	بنك البركة - سورية BBSY	
340,824,621	1,934,997,974	13,047,426,360	بنك الشام CHB	
848,514,309	-266,602,531	15,812,817,494	بنك الشرق SHRQ	
1,091,980,913	7,363,488,736	46,454,088,478	بنك بيلوس سورية BBS	
2,574,036,317	6,168,462,122	75,642,066,002	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF	
2,058,866,940	2,673,154,753	63,321,816,693	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB	
1,170,176,698	-28,118,583	22,355,899,759	بنك سورية والخليج SGB	
1,997,015,336	6,777,815,813	69,493,736,681	بنك سورية والمهجر BSO	
1,408,826,968	7,737,038,142	63,431,757,340	بنك عودة سورية BASY	
1,925,545,574	925,826,505	21,835,950,480	بنك قطر الوطني - سورية QNBS	
761,921,404	1,179,918,293	31,110,525,148	فرنسبنك سورية FSBS	

1,594,385,637	2,001,885,855	37,387,265,831	البنك العربي- سورية ARBS	2013
2,091,930,014	3,464,481,489	57,218,783,962	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF	
1,387,705,935	1,556,203,884	17,085,878,335	بنك الأردن - سورية BOJS	
1,515,036,283	1,081,459,467	42,350,352,481	بنك البركة - سورية BBSY	
331,399,889	1,588,256,019	26,109,153,661	بنك الشام CHB	
874,318,340	2,034,163,708	16,353,368,101	بنك الشرق SHRQ	
990,490,164	4,502,370,021	43,532,340,351	بنك بيلوس سورية BBS	
2,521,354,991	3,007,864,267	83,892,286,521	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF	
1,977,776,643	2,735,583,731	87,559,022,160	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB	
1,122,725,537	1,903,301,761	26,083,406,798	بنك سورية والخليج SGB	
2,074,017,067	4,356,514,170	56,754,214,379	بنك سورية والمهجر BSO	
1,301,286,142	1,787,326,051	49,674,901,693	بنك عودة سورية BASY	
1,821,228,574	972,954,327	24,130,524,273	بنك قطر الوطني - سورية QNBS	
755,389,097	2,949,465,233	33,798,545,201	فرنسبنك سورية FSBS	
1,501,302,119	2,131,098,803	43,121,535,225	البنك العربي- سورية ARBS	2014
2,029,096,746	1,988,485,223	65,222,323,828	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF	
1,290,540,671	1,130,693,393	18,153,934,066	بنك الأردن - سورية BOJS	
2,182,757,878	-1,389,767,697	60,873,929,447	بنك البركة - سورية BBSY	
321,010,044	-1,112,904,007	56,935,160,783	بنك الشام CHB	
818,069,718	-53,196,896	17,159,128,213	بنك الشرق SHRQ	
973,847,165	-354,405,701	46,771,531,592	بنك بيلوس سورية BBS	
3,047,930,452	-3,011,787,438	117,225,047,894	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF	
2,164,949,046	-4,489,245,998	92,089,000,348	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB	
1,079,653,803	22,849,920	30,196,900,954	بنك سورية والخليج SGB	
2,077,260,328	2,241,887,763	91,885,560,152	بنك سورية والمهجر BSO	
1,435,711,626	783,552,618	54,405,701,935	بنك عودة سورية BASY	
1,719,524,908	155,766,459	35,475,599,320	بنك قطر الوطني - سورية QNBS	
724,362,754	-3,180,636,536	42,663,366,793	فرنسبنك سورية FSBS	

1,527,704,375	945,051,622	44,369,471,511	البنك العربي- سورية ARBS	2015
1,991,936,618	4,550,078,732	69,224,775,127	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF	
1,210,512,559	-2,501,582,247	16,783,724,253	بنك الأردن - سورية BOJS	
2,299,866,154	-12,916,305,901	90,369,440,226	بنك البركة - سورية BBSY	
512,692,465	-27,864,562,471	68,799,861,439	بنك الشام CHB	
1,617,636,212	-3,416,991,729	25,937,967,029	بنك الشرق SHRQ	
1,077,485,503	-3,136,609,926	54,401,624,861	بنك بيبيلوس سورية BBS	
3,804,241,518	-7,002,442,511	138,895,470,071	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF	
2,234,554,497	-19,746,245,803	91,331,861,386	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB	
1,068,888,302	-129,353,466	38,069,946,151	بنك سورية والخليج SGB	
2,227,600,125	1,912,617,801	105,420,202,022	بنك سورية والمهجر BSO	
1,438,912,917	4,781,692,795	64,440,904,620	بنك عودة سورية BASY	
1,764,701,015	896,756,560	47,900,643,968	بنك قطر الوطني - سورية QNBS	
904,210,524	-3,649,932,684	53,563,536,269	فرنسبنك سورية FSBS	
1,527,931,640	607,972,851	54,836,480,425	البنك العربي- سورية ARBS	2016
1,970,199,145	2,447,237,478	86,026,795,365	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF	
1,231,386,103	-2,008,906,176	23,540,309,025	بنك الأردن - سورية BOJS	
3,027,176,308	4,073,770,813	164,467,974,931	بنك البركة - سورية BBSY	
955,235,286	8,844,479,415	100,516,688,700	بنك الشام CHB	
2,182,786,105	1,307,581,811	34,931,649,925	بنك الشرق SHRQ	
1,186,212,268	3,670,816,926	73,688,837,628	بنك بيبيلوس سورية BBS	
4,874,377,479	4,482,047,478	171,914,630,110	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF	
2,342,890,820	15,054,944,050	131,186,846,839	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB	
1,051,718,959	1,310,417,441	47,628,584,446	بنك سورية والخليج SGB	
2,741,211,167	2,355,694,669	143,122,288,667	بنك سورية والمهجر BSO	
1,375,183,993	2,076,580,787	81,836,278,921	بنك عودة سورية BASY	
1,821,109,891	-442,474,881	70,116,354,934	بنك قطر الوطني - سورية QNBS	
2,049,088,888	-2,109,233,160	89,400,760,863	فرنسبنك سورية FSBS	

1,635,376,097	3,834,820,795	2,429,190,473	البنك العربي- سورية ARBS	2017
2,100,045,437	-3,675,882,865	5,775,090,509	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF	
1,236,017,897	513,736,906	2,160,066,470	بنك الأردن - سورية BOJS	
3,618,496,155	-10,958,619,289	7,560,757,205	بنك البركة - سورية BBSY	
1,693,854,054	-4,723,603,657	4,335,710,970	بنك الشام CHB	
2,125,335,519	-2,425,597,790	2,221,640,697	بنك الشرق SHRQ	
1,263,114,220	-2,353,507,389	3,025,989,297	بنك بيبيلوس سورية BBS	
6,296,415,389	-6,137,490,194	8,298,082,932	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF	
2,478,889,039	-13,674,759,253	6,274,804,375	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB	
1,055,721,981	3,425,084,255	1,186,747,846	بنك سورية والخليج SGB	
2,963,812,317	-178,992,009	4,027,123,638	بنك سورية والمهجر BSO	
1,375,203,824	1,318,035,574	3,276,838,269	بنك عودة سورية BASY	
1,785,919,760	-616,999,953	2,334,422,584	بنك قطر الوطني - سورية QNBS	
2,462,205,623	-1,523,274,867	4,221,168,828	فرنسبنك سورية FSBS	
1,729,181,542	377,133,581	2,635,337,165	البنك العربي- سورية ARBS	2018
2,296,541,631	-5,777,025,944	6,143,733,183	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF	
1,233,412,491	1,113,908,328	1,646,621,393	بنك الأردن - سورية BOJS	
4,662,182,076	-3,378,685,929	8,236,244,346	بنك البركة - سورية BBSY	
6,627,130,010	-12,729,013,034	6,398,848,401	بنك الشام CHB	
2,899,453,515	-10,673,150,705	2,430,522,473	بنك الشرق SHRQ	
1,276,350,786	-8,324,974,744	3,343,416,756	بنك بيبيلوس سورية BBS	
7,839,613,568	-29,931,845,958	10,877,036,617	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF	
2,683,235,244	-74,489,470,682	9,407,478,964	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB	
1,031,175,339	-213,127,232	1,168,086,923	بنك سورية والخليج SGB	
4,266,126,049	-4,830,302,774	3,924,757,339	بنك سورية والمهجر BSO	
1,390,426,841	-469,582,407	3,119,856,453	بنك عودة سورية BASY	
1,775,806,133	-2,758,994,664	2,561,418,149	بنك قطر الوطني - سورية QNBS	
4,679,425,566	-5,907,964,007	4,537,793,069	فرنسبنك سورية FSBS	

الملحق رقم (3) حساب المتغيرات الخاصة بنموذج جونز المعدل لشركات التأمين عينة الدراسة خلال الفترة (2010 - 2019)

السنة	اسم الشركة	إجمالي الأصول في العام السابق	التغير في الإيرادات ناقص التغير في الذمم المدينة	اجمالي المعدات والتجهيزات
2010	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC	1,185,177,682	238,168,139	252,705,386
	السورية الدولية للتأمين AROP	2,656,203,411	488,207,510	44,960,875
	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC	2,296,954,109	-3,706,819	38,181,284
	سورية الوطنية للتأمين NIC	2,653,734,535	147,004,354	315,664,016
	الشركة المتحدة للتأمين UIC	2,204,379,144	93,379,175	247,940,980
	العقيلة للتأمين التكافلي ATI	2,421,495,534	286,380,028	91,589,105
2011	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC	1,438,103,053	9,359,332	284,446,533
	السورية الدولية للتأمين AROP	2,734,001,837	-240,344,464	170,455,478
	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC	2,364,972,777	-20,365,411	34,086,998
	سورية الوطنية للتأمين NIC	2,951,558,708	-12,074,242	300,163,930
	الشركة المتحدة للتأمين UIC	2,442,779,148	-136,050,357	244,370,638
	العقيلة للتأمين التكافلي ATI	3,326,960,901	-128,659,003	329,104,813
2012	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC	1,496,785,236	-37,145,574	366,583,598
	السورية الدولية للتأمين AROP	2,941,461,186	-133,111,100	540,252,246
	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC	2,310,595,108	-55,996,836	35,711,445
	سورية الوطنية للتأمين NIC	3,065,611,885	-122,524,247	307,251,818
	الشركة المتحدة للتأمين UIC	2,655,004,036	-194,546,712	232,970,191
	العقيلة للتأمين التكافلي ATI	2,962,709,002	-219,514,819	395,124,110
2013	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC	1,494,407,865	3,055,219	410,613,497
	السورية الدولية للتأمين AROP	3,101,391,605	-111,980,823	796,117,106

298,642,232	-168,074,888	2,432,422,775	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC	
289,750,735	-32,036,452	3,172,734,668	سورية الوطنية للتأمين NIC	
226,046,186	-290,533,194	3,051,194,042	الشركة المتحدة للتأمين UIC	
394,750,706	-52,693,802	3,432,341,507	العقيلة للتأمين التكافلي ATI	
397,897,287	-71,070,920	1,651,725,001	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC	2014
571,110,483	-5,155,972	3,320,673,631	السورية الدولية للتأمين AROP	
473,412,422	15,859,081	3,075,751,479	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC	
277,568,735	140,595,673	3,512,334,904	سورية الوطنية للتأمين NIC	
220,343,152	-22,127,838	3,575,053,326	الشركة المتحدة للتأمين UIC	
376,027,138	124,960,844	3,752,005,762	العقيلة للتأمين التكافلي ATI	
260,650,367	171,064,340	1,560,708,450	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC	
555,239,646	128,328,407	3,372,157,849	السورية الدولية للتأمين AROP	2015
563,132,150	54,663,381	3,482,909,972	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC	
389,087,717	16,023,506	3,934,767,536	سورية الوطنية للتأمين NIC	
325,844,933	118,252,509	4,632,505,771	الشركة المتحدة للتأمين UIC	
359,837,200	145,936,555	3,949,644,530	العقيلة للتأمين التكافلي ATI	
264,047,431	258,604,750	1,797,191,351	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC	
537,285,346	204,489,882	3,878,746,265	السورية الدولية للتأمين AROP	
549,934,796	175,599,490	4,261,135,946	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC	2016
367,382,804	216,038,272	4,755,070,969	سورية الوطنية للتأمين NIC	
357,157,473	65,580,357	4,966,270,284	الشركة المتحدة للتأمين UIC	
351,485,742	258,366,183	4,372,223,863	العقيلة للتأمين التكافلي ATI	
267,002,275	-411,064,258	379,493,547	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC	
496,478,245	-69,776,971	408,600,772	السورية الدولية للتأمين AROP	
832,364,562	-92,282,610	516,284,499	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC	
				2017

343,245,979	293,308,698	1,170,408,826	سورية الوطنية للتأمين NIC	2018
52,223,949	406,256,978	468,509,509	الشركة المتحدة للتأمين UIC	
339,789,660	-315,630,293	402,119,853	العقيلة للتأمين التكافلي ATI	
259,787,506	253,988,441	460,250,651	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC	
483,265,861	-11,246,223	527,527,882	السورية الدولية للتأمين AROP	
928,259,547	-85,757,881	532,225,866	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC	
327,397,274	-288,769,415	1,376,941,908	سورية الوطنية للتأمين NIC	
113,696,935	-12,632,449	622,713,844	الشركة المتحدة للتأمين UIC	
789,815,304	623,679,591	476,663,797	العقيلة للتأمين التكافلي ATI	

الملحق رقم (4) المحافظ المشكّلة وفقاً للجودة المرتفعة والجودة المنخفضة للقطاع المالي عينة الدراسة خلال الفترة (2011 - 2019)

المحافظة المشكّلة في حزيران 2011		
high AQ	0.0022295	العقيلة للتأمين التكافلي ATI
	0.0088499	بنك الشرق SHRQ
	0.0171240	سورية الوطنية للتأمين NIC
	0.0286168	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF
	0.0368033	بنك بيلوس سورية BBS
	0.0473987	بنك عودة سورية BASY
	0.0611072	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF
	0.0620295	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB
low AQ	0.0635949	بنك سورية والخليج SGB
	0.0656830	بنك الأردن - سورية BOJS
	0.0757966	بنك سورية والمهجر BSO
	0.0860666	فرنسبنك سورية FSBS
	0.0882718	السورية الدولية للتأمين AROP
	0.0905592	البنك العربي- سورية ARBS
	0.1135121	الشركة المتحدة للتأمين UIC
0.0620295		Median

المحافظة المشكّلة في حزيران 2012		
high AQ	0.0050792	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF
	0.0080670	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF
	0.0275102	البنك العربي- سورية ARBS
	0.0352116	بنك سورية والمهجر BSO
	0.0635617	بنك قطر الوطني - سورية QNBS
	0.0681631	سورية الوطنية للتأمين NIC
	0.0763806	بنك عودة سورية BASY
	0.0764755	السورية الدولية للتأمين AROP
	0.0765836	الشركة المتحدة للتأمين UIC
low AQ	0.0819116	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC
	0.0833058	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC
	0.0943546	العقيلة للتأمين التكافلي ATI
	0.0962258	بنك الأردن - سورية BOJS
	0.1024825	بنك الشرق SHRQ
	0.1138315	فرنسبنك سورية FSBS
	0.1387663	بنك بيلوس سورية BBS
	0.1738394	بنك سورية والخليج SGB
	0.2067343	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB
0.0792476		Median

المحفظة المشككة في حزيران 2013		
high AQ	0.0065347	فرنسبنك سورية FSBS
	0.0101321	البنك العربي- سورية ARBS
	0.0178461	بنك بيبلس سورية BBS
	0.0341397	بنك الأردن - سورية BOJS
	0.0367871	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF
	0.0395111	سورية الوطنية للتأمين NIC
	0.0545233	الشركة المتحدة للتأمين UIC
	0.0615614	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC
	0.0644699	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB
low AQ	0.0783051	العقيلة للتأمين التكافلي ATI
	0.0786185	السورية الدولية للتأمين AROP
	0.0787893	بنك عودة سورية BASY
	0.0789414	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC
	0.0791901	بنك الشرق SHRQ
	0.0949456	بنك قطر الوطني - سورية QNBS
	0.0967347	بنك سورية والمهجر BSO
	0.1333552	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF
	0.1408611	بنك سورية والخليج SGB
	0.0713875	Median

المحفظة المشككة في حزيران 2014		
high AQ	0.0053739	بنك قطر الوطني - سورية QNBS
	0.0175331	بنك سورية والمهجر BSO
	0.0229540	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC
	0.0402596	بنك عودة سورية BASY
	0.0494512	العقيلة للتأمين التكافلي ATI
	0.0550261	بنك الشرق SHRQ
	0.0704459	بنك سورية والخليج SGB
	0.0801555	السورية الدولية للتأمين AROP
	0.0972783	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC
low AQ	0.0993108	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB
	0.1003123	سورية الوطنية للتأمين NIC
	0.1051086	بنك الأردن - سورية BOJS
	0.1066901	البنك العربي- سورية ARBS
	0.1131545	بنك الشام CHB
	0.1220929	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF
	0.1462246	الشركة المتحدة للتأمين UIC
	0.1559703	فرنسبنك سورية FSBS
	0.1855829	بنك بيبلس سورية BBS
	0.3010475	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF
	0.0993108	Median

المحفظة المشككة في حزيران 2015		
high AQ	0.0013404	بنك عودة سورية BASY
	0.0042581	السورية الدولية للتأمين AROP
	0.0051486	بنك سورية والخليج SGB
	0.0116445	سورية الوطنية للتأمين NIC
	0.0118597	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF
	0.0201716	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC
	0.0203676	الشركة المتحدة للتأمين UIC
	0.0274573	بنك بيبيلوس سورية BBS
	0.0293841	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF
	0.0365050	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC
low AQ	0.0375571	بنك الشرق SHRQ
	0.0540609	العقيلة للتأمين التكافلي ATI
	0.0619041	بنك البركة - سورية BBSY
	0.0632216	بنك سورية والمهجر BSO
	0.0800727	البنك العربي- سورية ARBS
	0.0852276	بنك قطر الوطني - سورية QNBS
	0.1098710	بنك الشام CHB
	0.1180536	فرنسبنك سورية FSBS
	0.1344037	بنك الأردن - سورية BOJS
	0.1431061	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB
	0.0370310	Median

المحفظة المشككة في حزيران 2016		
high AQ	0.0190421	بنك قطر الوطني - سورية QNBS
	0.0400395	بنك سورية والخليج SGB
	0.0409632	بنك الشام CHB
	0.0456806	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF
	0.0482725	فرنسبنك سورية FSBS
	0.0563246	بنك الشرق SHRQ
	0.0784997	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB
	0.1075360	البنك العربي- سورية ARBS
	0.1144758	سورية الوطنية للتأمين NIC
	0.1155881	السورية الدولية للتأمين AROP
low AQ	0.1195551	بنك عودة سورية BASY
	0.1218792	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF
	0.1474289	بنك الأردن - سورية BOJS
	0.1498705	بنك سورية والمهجر BSO
	0.1506348	العقيلة للتأمين التكافلي ATI
	0.1707102	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC
	0.2128438	الشركة المتحدة للتأمين UIC
	0.2339443	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC

	0.2953416	بنك بيبيلوس سورية BBS
	0.3398285	بنك البركة - سورية BBSY
	0.1175716	Median

المحفظة المشككة في حزيران 2017		
high AQ	0.0343127	بنك الشام CHB
	0.0369104	بنك عودة سورية BASY
	0.0509071	بنك الأردن - سورية BOJS
	0.0566128	بنك بيبيلوس سورية BBS
	0.0678848	بنك الشرق SHRQ
	0.0703232	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF
	0.0868345	البنك العربي- سورية ARBS
	0.0923609	بنك سورية والمهجر BSO
	0.1143247	السورية الدولية للتأمين AROP
	0.1612179	بنك سورية والخليج SGB
low AQ	0.1643766	فرنسبنك سورية FSBS
	0.1941258	بنك البركة - سورية BBSY
	0.1990345	العقيلة للتأمين التكافلي ATI
	0.2033195	الشركة المتحدة للتأمين UIC
	0.2086900	بنك قطر الوطني - سورية QNBS
	0.2302568	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB
	0.2478903	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC
	0.2741886	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF
	0.2960197	سورية الوطنية للتأمين NIC
	0.3732191	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC
	0.1627972	Median

المحفظة المشككة في حزيران 2018		
high AQ	0.0872769	الشركة المتحدة للتأمين UIC
	0.1140339	سورية الوطنية للتأمين NIC
	0.2124729	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF
	0.2678897	الشركة السورية الكويتية للتأمين SKIC
	0.2728930	السورية الدولية للتأمين AROP
	0.4128813	فرنسبنك سورية FSBS
	0.5177040	بنك الأردن - سورية BOJS
	0.5789107	بنك سورية والمهجر BSO
	0.6336645	الاتحاد التعاوني للتأمين SAIC
	0.8795736	العقيلة للتأمين التكافلي ATI
low AQ	1.8648242	البنك العربي- سورية ARBS
	2.1933640	بنك البركة - سورية BBSY
	2.3512301	بنك الشرق SHRQ
	2.5441193	بنك بيبيلوس سورية BBS
	3.7615939	بنك قطر الوطني - سورية QNBS

	3.8369976	بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB
	3.9138044	بنك سورية والخليج SGB
	4.0575848	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF
	6.1847617	بنك عودة سورية BASY
	8.2161595	بنك الشام CHB
	1.3721989	Median

الملحق رقم (5) المعاملات الخاصة بنموذج جونز المعدل للبنوك وشركات التأمين عينة الدراسة على التوالي خلال الفترة (2010 - 2018)

السنة	المعامل الأول	المعامل الثاني	المعامل الثالث
2010	-2703000000	0.331	2.345
2011	-3203000000	0.012	2.15
2012	-1734000000	-0.118	-0.227
2013	-1808000000	-0.282	1.166
2014	-2218000000	1.767	-1.881
2015	2012615354	-0.089	-1.094
2016	-2549000000	-0.007	4.119
2017	10831040901	-1.496	-11.725
2018	4364400626	-0.855	-1.851

السنة	المعامل الأول	المعامل الثاني	المعامل الثالث
2010	90923700.82	-0.963	0.017
2011	364125970.9	0.565	-0.939
2012	72197035.47	0.91	-0.53
2013	54453141.79	-0.856	0.017
2014	-76629037.9	-0.276	0.03
2015	39092252.04	-1.049	-0.307
2016	-1049000000	1.428	0.424
2017	-184687501	-0.964	-0.157
2018	-589214347	0.742	0.293