

تاريخ الارسال (2018-01-23). تاريخ قبول النشر (2018-03-23)

د. بسام خليل بقليله^{*1}د. ساهر محمد عكور¹¹ قسم المحاسبة - جامعة العلوم الإسلامية العالمية - الأردن
* البريد الإلكتروني للباحث المرسل:E-mail address: bassambouqaleh@yahoo.com

أثر خصائص الشركة وإدارة الأرباح على القيمة السوقية: دليل في الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في سوق عمان المالي

الملخص:

تهدف هذه الدراسة الى التعرف على أثر خصائص الشركة وإدارة الأرباح على القيمة السوقية للشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، واختبار أثر ربحية الشركة، وهيكل الملكية، وحجم الشركة، وجودة التدقيق والقيمة السوقية، وكذلك اختبار الدور المعدل لإدارة الأرباح. وقد أجريت الدراسة على عينة مكونة من (131) شركة، تتمثل في (70) شركة صناعية، و(61) شركة خدمية، خلال الفترة الممتدة من عام (2011-2016)، وقد تم جمع البيانات من التقارير السنوية الخاصة للشركات. واعتمدت الدراسة على البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data)، حيث أن البيانات تجمع خلال السنوات للشركة الواحدة (Cross -section) ولفترات زمنية محددة (Time Series). كما وتم استخدام المقاييس الوصفية، بالإضافة إلى اختبار فرضيات الدراسة باستخدام عدة أساليب إحصائية، منها (T. Test)، واختبار معنوية معامل الارتباط (بيرسون) وتحليل الانحدار المتعدد، وتم استخدام (Modified Jones Model, 1995) لقياس إدارة الأرباح.

وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر معنوي لجميع العوامل السابقة على القيمة السوقية، باستثناء متغير الهيكلية، كما توصلت إلى وجود أثر معنوي سلبي لإدارة الأرباح على خصائص الشركة، وعدم وجود أثر معنوي لتفاعل إدارة الأرباح، على العلاقة بين خصائص الشركة وقيمتها السوقية باستثناء متغير الربحية.

كلمات مفتاحية: خصائص الشركة، إدارة الأرباح، القيمة السوقية، بورصة عمان.

Impact of Firm Characteristics and Earnings Management on Market Value: A Guide in the Industrial and Service Companies Listed on the Amman Stock Exchange

Abstract

This study aims to impact the firm's characteristics and earnings management practice on market value for the industrial and service companies listed on the Amman Stock Exchange, and test the impact of the profitability, financing structure, size, equity structure, audit quality and market value on the modified role of earnings management. The study was conducted on a sample of (131) companies, (50) industrial companies (41) service companies, during (2011 – 2016). Data were collected from company's annual reports, and considered the panel data. In order to analyze the data of the study, descriptive tests were used, in addition to used several statistical methods to test the hypothesis of the study, including multiple regression analysis, also Modified Jones Model, 1995 was used to measure the earning management. The study found that there is a significant effect of all company's characteristics on market value, except for financing structure. It also found that there is a negative effect of earning management on the company's characteristics and there is no significant effect of the interaction of earning management on the relationship between the company's characteristics and its market value.

Keywords: Firm Characteristics, Earning Management, Market Value, Amman Stock Exchange.

المقدمة:

لقد شهد العالم بعد الأزمة المالية العالمية، التي حدثت عام (2008)، العديد من حالات الإفلاس وفشل الشركات وتعثرها، كما حدث في الولايات المتحدة وأوروبا وآسيا، مما أدى إلى تسبب خسائر كبيرة للاقتصاد القومي لهذه الدول، ولم يكن الأردن بمنأى عن تبعات هذه الأزمة، حيث تأثر العديد من القطاعات بحدوث الأزمة، كما شهد العديد من الشركات المساهمة حالات من التعثر المالي، وخاصة قطاع الصناعة الذي يسهم بنسبة 20.2% من الناتج المحلي الأردني (غرفة صناعة الأردن، 2016)، وقد تأثر نشاط الشركات المدرجة في سوق عمان بعد الأزمة المالية بشكل كبير، مما أدى إلى انخفاض القيمة السوقية لهذه الشركات (Al-Khatib & Al Bzour, 2011). ولهذا فقد أصبح جل اهتمام إدارات الشركات منصب نحو تحسين قيمة الشركة السوقية، والمتمثلة في أسعار أسهمها في السوق المالي، الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة العوائد السوقية لحملة الأسهم، والحفاظ على معدلات نموها، وذلك للتأثير على توقعات المحللين الماليين والمستثمرين في السوق المالي عند تقديرهم للاتجاهات المستقبلية للأرباح أو العوائد المستقبلية، سيما وأن المستثمرين ينظرون إلى التذبذب في أسعار الأسهم خلال سلسلة زمنية كمؤشر للمخاطر المرتبطة بالأرباح، حيث أن المستثمر يتجنبون الاستثمار في الشركات التي تكون أرباحها متقلبة (Beidleman, 1973). لذلك يهتم المستثمرون في أداء الشركة للفترة المستقبلية ويستخدمون الأرباح الحالية لتعديل توقعاتهم للأداء المستقبلي للشركة، فإذا احتوت التقارير المالية على دلالات عن الربحية المستقبلية للشركة، فإن ذلك يدل على كفاءة الأداء وسينعكس على أسعار الأسهم بشكل سريع (Scott, 2003). إن الاهتمام السائد بالمعلومات المحاسبية من قبل المحللين والمستثمرين للمساعدة في تقييم الأسهم، يمكن أن يولد دافعاً وحافزاً لإدارة الشركة للتلاعب بالأرباح وذلك كمحاولة منها للتأثير على حركة سعر السهم في المدى القصير، وقد أظهرت بعض الدراسات السابقة المتعلقة بإدارة الأرباح؛ أن الأرباح تستخدم لتتوافق مع توقعات المستثمرين والمحللين (Dechow et al, 1995). لذلك فإن الأسعار السوقية تعتبر موضع اهتمام الباحثين والأكاديميين، بسبب تأثيرها بعوامل كثيرة من داخل الشركة، أو من السوق المالي، والتي من شأنها أن تلعب دوراً كبيراً في تحديد الأسعار السوقية للأسهم والتنبؤ بها مستقبلاً (Chris et al., 2000). كما أن القيمة السوقية تتأثر بالمعلومات والبيانات المالية والاقتصادية بالشركة والدولة، والتي بدورها ستؤثر على العرض والطلب. ومن جهة أخرى، فإن القيمة السوقية تتأثر بشكل كبير بمعدلات الأرباح التي تقوم الشركة بتوزيعها على حملة الأسهم، وبمدى دورية وانتظام تلك التوزيعات، حيث أنه كلما كانت هذه المعدلات منتظمة ومرتفعة، كلما زادت القيمة السوقية للسهم (مرعي، 1993).

من هنا نرى أن سعر السهم في السوق لا يتمتع بالثبات، وعادة ما تعكس القيمة السوقية للأسهم وضع وخصائص الشركات من خلال حجم التداول فيها، فارتفاع القيمة السوقية يعتبر مؤشراً إيجابياً لنجاح الشركة في المستقبل، ويعتبر موجهة لاتجاهات المتعاملين نحو اسهم تلك الشركة لتقتهم بأدائها المالي (Mulugetta & Movassaghi, 2002). وقد عرّف (Collins et al., 1999) القيمة السوقية، بأنها القيمة التي يتعامل بها سوق الأوراق المالية، وهذه القيمة سريعة التغير وكثيرة النقلب، وهي تتأثر بالعرض والطلب والعوامل الأخرى السابقة، من هنا يتبين لنا أن قيمة السهم في السوق تتأثر بالعرض لعدد الاسهم المتوافرة للمستثمرين، والطلب لعدد الاسهم التي يرغب المستثمرون في شرائها، وأن الاسهم ذات النمو القوي، عادةً ما تجذب

المستثمرين، مما يسبب ارتفاع في معامل السعر الى الربح الى أعلى من متوسطات السوق، بمعنى انه كلما كان السعر العادل للاسهم أعلى من السعر السوقي، كان ذلك مؤثراً قوياً لزيادة الأرباح الرأسمالية في المستقبل، وعكس ذلك سيقال من احتمالية زيادة الأرباح الرأسمالية في المستقبل، كما ان سعر السهم لا يعتمد فقط على الأرباح اليومية، او التدفق النقدي المالي، بل ايضا يعتمد على التدفق النقدي المستقبلي وعلى الخطر المرتبط بالأرباح المستقبلية.

مشكلة الدراسة

على الرغم من تعدد وتنوع البحوث والدراسات التي تطرقت لخصائص الشركة وأثرها على القيمة السوقية وعوائد الأسهم، بالإضافة إلى تنوع الدراسات التي تناولت أثر تلك الخصائص على إدارة الأرباح، إلا أن الباحث لاحظ عدم وجود دراسات ربطت بين خصائص الشركات التي قامت عليها الدراسة الحالية مجتمعة والقيمة السوقية للشركات، كما لاحظ التباين في النتائج التي توصلت إليها تلك الدراسات حول مدى تأثير خصائص الشركات على القيمة السوقية، حيث أشارت دراسة كل من (Chaopricha et al., 2007)، (Idris & Bala, 2015)، (العيسى محمد، 2017)، (ابو شنب، 2008)، إلى وجود تأثير لحجم الشركة وربحية الشركة على عائدات الاسهم والقيمة السوقية للسهم، في حين أشارت دراسة (جرادات، 2009) إلى عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية للخصائص (الربحية، الرفع المالي، حجم الشركة والسيولة) على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الاسهم للشركات، كما بينت دراسة (رمضان، 2004) أن سياسة توزيع الأسهم لم تسهم في تفسير القيمة السوقية. وأظهرت نتائج دراسة (المرياني، الساعدي والشاوين، 2015) إلى وجود علاقة سلبية بين ادارة الأرباح وعوائد الاسهم. كما أظهرت دراسة (اللوذي، 2013) على أن 53.5% من الشركات الاردنية تمارس إدارة الأرباح. وبالإضافة إلى ذلك، فقد لاحظ الباحث محدودية الدراسات التي تطرقت لأثر ممارسة الشركات لإدارة الأرباح على أسهم الشركات وقيمتها السوقية. ومن هنا، فإن مشكلة الدراسة الحالية تتمثل في محاولتها الإجابة عن التساؤلات الآتية:

- 1- ما هي العوامل الخاصة بالشركة والتي تؤثر على قيمتها السوقية؟
- 2- ما مدى ممارسة ادارة الأرباح في الشركات المساهمة الاردنية في القطاع الصناعي والخدمي؟
- 3- هل يوجد تأثير لخصائص الشركة وإدارة الأرباح التي تمارسها الشركات على قيمتها السوقية؟

اهداف الدراسة

هدفت هذه الدراسة الى تحقيق ما يأتي:

- 1- التعرف على أبرز العوامل الخاصة بالشركة، والتي تؤثر على قرارات المستثمرين في السوق المالي، وبالتالي على قيمتها السوقية.
- 2- تسليط الضوء على مدى ممارسة إدارة الأرباح في الشركات المساهمة العامة الأردنية في القطاع الصناعي والخدمي.
- 3- استكشاف الأثر المحتمل لخصائص الشركة وممارستها لإدارة الأرباح على قيمتها السوقية.

أهمية الدراسة

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من طرحها لمواضيع تعتبر في غاية الأهمية بالنسبة لمستخدمي القوائم المالية من جهة، والقطاع الصناعي والخدمي الأردني من جهة أخرى، وهي كما يأتي:

1. مستخدمي القوائم المالية: حيث تبرز أهمية هذه الدراسة في كشفها عن خصائص الشركات والتي يعتمد عليها مستخدمو القوائم المالية في بناء صورة ذهنية عن أداء ومستقبل الشركة، كما تبرز أهميتها في تناولها لمستوى ممارسة إدارة الأرباح من قبل الشركات الأمر الذي من شأنه أن يؤثر على قراراتهم الاستثمارية.
2. القطاع الصناعي والخدمي: حيث ستبرز هذه الدراسة أهم الخصائص التي تتمتع بها الشركات والتي سيكون لها تأثير على قيمتها السوقية، إلى جانب زيادة مستوى إدراكها للممارسات التي تقوم عليها إدارة الأرباح، ومدى تأثيرها على قيمتها السوقية.
3. بالإضافة إلى ذلك، فإن هذه الدراسة تستمد أهميتها من أهمية الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في سوق عمان المالي والتي تعتبر إحدى الدعامات الهامة والأساسية في الاقتصاد الأردني، كما تعتبر هذه الدراسة من الدراسات القليلة التي تمت في البيئة الأردنية، والتي من المتوقع أن يكون لها مساهمة كبيرة في إثراء المكتبات الأردنية.

الدراسات السابقة

أدت خسارة المستثمرين لأموالهم الى حالة من عدم الاطمئنان في الاقتصاد العالمي خلال الفترة الأخيرة من القرن الماضي، وما حدث نتيجة الأزمات العالمية والاقتصادية من افلاس العديد من الشركات والبنوك نتيجة للفساد المالي الإداري من قبل القائمين على إدارتها، وعدم الإفصاح الكامل في التقارير المالية عن المعلومات التي يحتاجها المستثمرين، مما أدى الى تراجع ثقة المستثمرين بإدارة الشركات (Kenny, 2005). وقد بين (Jensen & Meckling 1976) أن الفصل بين مالكي الشركة والإدارة يعطيا لإدارة حافزاً للإدارة على تقديم مصالحها الخاصة، عندما تتعارض مع مصالح الشركة، مما يحمل الشركة تكاليف اضافية، تعرف بتكاليف الوكالة، وبناءً على ذلك، فإن غياب الرقابة الفاعلة على سلوك الإدارة يعتبر من أهم الأسباب التي أدت الى هذه الأزمات، لذلك اصبح المستثمرين يطلبون البراهين والأدلة على أن الشركة التي يرغبون في الاستثمار في اسهمها، والتعامل معها، يتم ادارتها حسب الممارسات السليمة، وبالتالي تضمن التقليل من سوء الإدارة، وفرص ممارسة الفساد (2012، حياوي وبوسلم). وقد تم مراجعة العديد من الدراسات السابقة، والتي حاول الباحثان من خلالها التطرق للجوانب المختلفة التي تضمنها عنوان الدراسة الحالية وأنموذجها المقترح، ومن أهم هذه الجوانب تلك المتعلقة بالعوامل المؤثرة في خصائص الشركة وإدارة الأرباح واختبار أثرها على القيمة السوقية. ومن خلال الاطلاع على الدراسات السابقة وُجد أن الدراسات المحلية المتعلقة بالمجال نفسه شحيحة إلى حد ما، وفيما يلي عرض للدراسات السابقة والمتعلقة بجانب من الموضوع وذات العلاقة.

دراسة (Tahir et al., 2013) والتي هدفت الى تقييم خصائص الشركة وتأثيرها على عوائد الاسهم، حيث تكونت عينة الدراسة من (307) شركة غير ربحية مدرجة في بورصة الباكستان للفترة من (2000-2012)، واستخدم الباحث التقارير المالية المنشورة للحصول على المعلومات اللازمة، كما استخدم كل من (نمو المبيعات، ربحية السهم، القيمة الدفترية الى القيمة السوقية) كمتغيرات مستقلة، واستخدم أيضاً القيمة السوقية كمتغير تابع، وحجم الشركة كمتغير معدل، واستخدمت الدراسة اساليب الاحصاء الوصفي، وتحليل الانحدار المتعدد. وقد أظهرت النتائج ان القيمة السوقية والقيمة الاسمية لها تأثير قوي على العائد على السهم، كما أظهرت عدم وجود أثر لنمو المبيعات على العائد على السهم.

وهدف دراسة (Fauzi & Wahyudi, 2016) الى التعرف على تأثير خصائص الشركة واسهمها على عوائد الاسهم، وقد اجريت هذه الدراسة على الشركات المدرجة في بورصة اندونيسيا، واستخدمت الدراسة بيانات عن احداث رئيسية حدثت في الاعوام (1997-2001-2008)، وقد توصلت الدراسة الى وجود تقلبات كبيرة في اسعار الاسهم، والرسملة العالية، وتذبذب في المخزون، وارتفاع نسبة الدين، وانخفاض مستويات الاصول السائلة وانخفاض ربحية الاصول على عوائد الاسهم. كما توصلت نتائج الدراسة الى ان هناك أثر على المدى القصير والطويل على عوائد الاسهم خلال معظم السنوات التي حدث فيها انهيار سوق الاسهم، واوصى الباحث بضرورة تقييم استراتيجيات السياسة المالية لكل شركة، وخفض مستوى الرفع المالي وزيادة السيولة وزيادة ربحية الشركة، حتي تتمكن هذه الشركات من تخفيض مخاطر الافلاس.

كما هدفت دراسة (Chaopricha et al., 2007) الى التعرف العلاقة بين خصائص الشركة وعوائد الاسهم، حيث تم قياس خصائص الشركة من خلال كل من (القيمة الدفترية الى القيمة السوقية، وحجم الشركة، والقيمة السوقية الى العائد، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية)، وأظهرت النتائج وجود تأثير لكل من القيمة السوقية، وحجم الشركة وربحية الشركة على عائدات الاسهم، ووجدت الدراسة بأن المستخدمين يفضلوا الشركات كبيرة الحجم للحصول على عوائد اعلى، وأن الشركات الصغيرة الحجم تحقق عائد أعلى في الاسهم من الشركات الكبيرة، وأن عوائد الشركات الصغيرة الحجم معرضه للمخاطر، وذلك أن هذه الشركات تكون أكثر خطورة من الشركات الكبيرة، وبالتالي تستحق عوائد مرتفعة.

وهدف دراسة (Idris & Bala, 2015) الى التعرف على العلاقة بين خصائص الشركات، وعائدات سوق الاسهم، وكانت عينة الدراسة مكونة من (9) شركات، تضم المواد الغذائية والمشروبات، وتم الحصول على البيانات المالية من التقارير السنوية للشركات خلال الفترة (2007-2013)، وتوصلت الدراسة الى ان القيمة السوقية لها تأثير سلبي كبير على عوائد الاسهم، كما توصلت الى وجود تأثير ايجابي لتمويل الدين وربحية الشركة الى حقوق الملكية على العوائد السوقية للسهم.

وبينت دراسة (جرادات، 2009) بعنوان أثر خصائص الشركة والأرباح الموزعة على عوائد الاسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان، حيث تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة عمان في جميع القطاعات، وعددها (56) شركة خدمية عن الفترة (2010-2011)، وقد تم تطوير نموذج قياسي لقياس أثر المتغيرات المستقلة التي اشتملت على كل من (التوزيعات النقدية، والربحية، والرافعة المالية، وحجم الشركة، وسيولة الشركة، وفرص

الاستثمار) على المتغير التابع عوائد الاسهم، وأظهرت النتائج وجود أثر إيجابي ذو دلالة احصائية للأرباح الموزعة على عوائد أسهم الشركات، كما أظهرت وجود أثر إيجابي ذو دلالة احصائية لمتغير فرص الاستثمار على عوائد الاسهم، كما بينت عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية لباقي الخصائص (الربحية، والرفع المالي، وحجم الشركة والسيولة) على العلاقة بين الارباح الموزعة وعوائد الاسهم للشركات.

وهدفت دراسة (الحباشنه، شحاتيت، البدور والعمارين، 2011)، إلى تحديد العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي في بورصة عمان خلال الفترة (1984-2011)، واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي والكمي القياسي. وتوصلت هذه الدراسة إلى تحديد ثلاثة متغيرات رئيسية تؤثر بشكل إيجابي في معدل اسعار اسهم الشركات، وهي، الأرباح الموزعة، وحجم التداول، وعائد السهم. وأوصت الدراسة بالتركيز على هذه المتغيرات الثلاثة عند توجيه المستثمرين لأموالهم نحو الاستثمار في بورصة عمان.

وهدفت دراسة (العيسى محمد، 2017) إلى التعرف على العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم للقطاعات المدرجة في بورصة عمان للفترة (2005-2015)، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمعدل العائد على الاصول، وحجم التداول، ومعدل العائد على حقوق الملكية على القيمة السوقية للأسهم، وقد كان حجم التداول هو العامل الأكثر تأثيراً، كما كشفت الدراسة إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير سعر الفائدة ومعدل التضخم على القيمة السوقية للأسهم لنفس الفترة.

كما هدفت دراسة (البراجنة، 2009) الى التعرف على اثر التوزيعات على القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، وقد تم اختبار كل من العلاقة بين معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية، واختبار العلاقة بين معدل توزيع الأرباح والقيمة الدفترية للسهم، واختبار أثر صافي التدفقات النقدية على القيمة السوقية، ومدى العلاقة بين كل من ارتفاع القيمة الدفترية للسهم والقيمة السوقية، وتوصلت نتائج الدراسة على وجود علاقة بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية، وعدم وجود علاقة بين معدل توزيع الأرباح والقيمة الدفترية للأسهم، كما اظهرت الدراسة على وجود علاقة بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية، وعدم وجود علاقة بين ارتفاع القيمة السوقية وارتفاع القيمة الدفترية، ووجود علاقة بين عدد الأسهم المتداولة والقيمة السوقية.

كما قامت دراسة (كبلان، 2016) بالتعرف على أثر ممارسة ادارة الأرباح على أسعار اسهم الشركات المسجلة بسوق الاوراق المالية الليبي، وحددت الدراسة اربعة مؤشرات لقياس إدارة الارباح، وهي صافي الربح بعد الضرائب وعائد الكوبون، والعائد على حقوق الملكية، وربحية السهم. وقد أظهرت الدراسة ان الشركات المسجلة بسوق الاوراق المالية تقوم بممارسات إدارة الارباح لجميع متغيرات الدراسة، كما بينت الدراسة وجود أثر سلبي لجميع المتغيرات على أسعار الأسهم، باستثناء عائد الكوبون.

وهدفت دراسة (المرياني، الساعدي والشاوين، 2015) الى الكشف عن العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح، وعوائد أسهم الشركات الصناعية، وذلك من منطلق أن المحاسبين يمكنهم أن يغيروا أرقام البيانات المالية من خلال ممارسات إدارة الأرباح، كما استخدمت الدراسة البيانات المالية لعينة مكونة من (14) شركة صناعية إماراتية، وللفترة (2006-2014)، وقد توصلت الدراسة الى عدة نتائج منها: أن الشركات قد مارست إدارة الأرباح في السنوات (2006، 2010، 2011)، ولم تكن هناك ممارسات في السنوات الأخرى، وان أعلى السنوات في ممارسة ادارة الأرباح كانت عام (2006). كما توصلت الدراسة الى وجود علاقة سلبية غير دالة احصائياً بين إدارة الأرباح وعوائد الاسهم للشركات الصناعية في دولة الإمارات العربية المتحدة، قد تعود إلى عدم ممارسة الشركات الصناعية الإماراتية لإدارة الأرباح بشكل عام، وقد تم تقديم بعض المقترحات في نهاية الدراسة، والتي من شأنها أن تساعد إدارات الشركات الصناعية الإماراتية والمستثمرون في سوق الاوراق المالية.

وهدف دراسة (التل، 2015) إلى اختبار اثر إدارة الأرباح على الأسعار السوقية للأسهم، وقد تكونت عينة الدراسة من الشركات الهندسية والإنشائية في بورصة عمان المالي، والبالغ عددها 8 شركات للفترة (2011-2013)، وقد بيّنت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة لممارسات إدارة الأرباح مجتمعة (التدفق النقدي من العملية التشغيلية، والتغير في إيرادات الشركة، والتغير في الحسابات تحت التحصيل) على أسعار السوقية للأسهم.

وبيّنت دراسة (الشيخ، 2014) وجد أثر لإدارة الأرباح على سعر السهم للشركات الصناعية المساهمة في بورصة عمان، خلال الفترة من (2005-2009)، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية بين إدارة الأرباح وسعر السهم السوقية، كما أظهرت وجود علاقة ضئيلة بين المستحقات الاختيارية وسعر السهم السوقية، وتبيّن عدم وجود علاقة بين نسبة الدين وحقوق الملكية.

وهدفت دراسة (اللوذي، 2013) الى تحليل العلاقة بين ممارسة إدارة الأرباح وأسعار الأسهم في الشركات الصناعية المساهمة في بورصة عمان، وتكونت عينة الدراسة من 77 شركة عن الفترة (2008-2011)، وقد بيّنت نتائج الدراسة أن متوسطات أسعار الأغلاق بلغت 3.25 دينار لعام 2008 ثم ارتفعت لتصل الى 4.30 دينار ثم عاودت أسعار الأغلاق الى الانخفاض في الأعوام (2010-2011) لتستقر الى 4.00 دينار، كما بيّنت على أن 53.5% من الشركات تمارس إدارة الأرباح في حين أن 46.5% من الشركات لم تقوم بممارسة إدارة الأرباح خلال الفترة.

وهدفت دراسة (عواد، 2011) الى دراسة أثر ظاهرة إدارة الأرباح وسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية على الشركات الصناعية في بورصة عمان، وتكونت عينة الدراسة من 32 شركة للفترة (2001-2006)، وقد بيّنت الدراسة أن 44% من الشركات تمارس إدارة الأرباح، كما توصلت الى عدم وجود أثر لإدارة الأرباح، وتوزيع الأرباح على القيمة السوقية.

وقامت دراسة (رمضان، 2004) بدراسة اثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات الاردنية، والبحث فيما إذا كانت الشركات الاردنية تتبع منهجاً متبقياً للتوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية على المساهمين، وقد أظهرت النتائج وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية، كما بيّنت أن سياسة توزيع الأرباح تساهم بشكل كبير في تفسير التغير في

القيمة السوقية، بينما لم تساهم سياسة توزيع الأسهم في تفسير القيمة السوقية، وأن مستوى السوق لا يتبع منهجاً متبقياً للتوزيعات، كما بيّنت أن قطاع البنوك والخدمات لا تتبع منهجاً متبقياً للتوزيعات، كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية.

كما بيّنت دراسة (الذبيبات، 2014) وجود تأثير لبعض المتغيرات المحاسبية على القيمة السوقية، وأظهرت نتائج الدراسة، وجود أثر ذو دلالة احصائية لكل من (القيمة الدفترية، والتوزيعات النقدية للسهم، وربحية السهم، والقيمة السوقية) على القيمة السوقية. وعدم وجود أثر ذو دلالة احصائية لكل من (العائد على الاستثمار على حقوق الملكية، ونسبة المديونية، ونسبة توزيع الأرباح، ونسبة ريع السهم، ونسبة مضاعف الربحية) على القيمة السوقية.

وهدفت دراسة (ابو شنب، 2008) إلى اختبار أثر العوائد والمخاطر والأرباح الموزعة والتدفقات النقدية على القيمة السوقية للشركات الاردنية في بورصة عمان، وقد بيّنت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة بين كل من العوائد والمخاطر والأرباح الموزعة على القيمة السوقية، وعدم وجود علاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية، كما بيّنت النتائج وجود علاقة بين مكرر الربحية والقيمة السوقية في قطاع صناعي فرعي واحد، وعدم وجود علاقة بين باقي فروع القطاعات الصناعية الاخرى.

كما هدفت دراسة (الكيلاني، 2003) إلى التعرف على محددات القيم السوقية للأسهم على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان لعام (2003)، وقد تم إنشاء علاقات ارتباط وانحدار خطي بسيط ومتعدد بين متوسط قيم المحددات التي تمت دراستها والقيم السوقية الفعلية للأسهم، وبالاتماد على ذلك تم تصميم نموذج للتنبؤ بالقيم السوقية للأسهم، وبيّنت نتائج الدراسة أن النموذج استطاع التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم عند مستوى ثقة بلغ 100%، وأن معامل ارتباط بين قيم الأسهم المتوقعة والقيم الفعلية قد بلغ (0.847).

وهدف دراسة (الكيلاني، وقدمي 2004) إلى التعرف على مدى تأثير سياسة احتجاز الأرباح في البنوك الأردنية على القيم الدفترية لأسهم تلك البنوك، ومن ثم معرفة أثر القيم الدفترية التي تحددت بناء على سياسة احتجاز الأرباح على القيم السوقية لتلك الأسهم، ومعرفة تأثير هذه السياسة على الأرباح الرأسمالية التي يمكن أن يحققها المساهمون في تلك البنوك، وقد شملت الدراسة (9) بنوك تجارية واستثمارية لتغطي الفترة (1999-2003)، وقد اظهرت الدراسة وجود علاقة طردية بين احتجاز الأرباح من جهة، والقيم الدفترية والأرباح الرأسمالية لأسهم البنوك، من جهة أخرى، كما بيّنت وجود علاقة طردية بين القيم الدفترية للأسهم، والتي تحددت بناء على سياسة احتجاز الأرباح وبين القيم السوقية لتلك الأسهم.

اما دراسة (Bassiouny et al., 2016) فقد فحصت أثر خصائص الشركة على ادارة الأرباح للشركات المدرجة في بورصة مصر، وقد تكونت عينة الدراسة من (60) شركة، وغطت الدراسة الفترة ما بين (2007-2011) بعد استبعاد قطاع البنوك وشركات التأمين، واستخدم الباحث التقارير المالية للحصول على المعلومات اللازمة، وقد استخدمت الدراسة لقياس خصائص الشركة كل من (حجم الشركة، وعمر الشركة، والرفع المالي وجودة التدقيق)، كما استخدم الباحث الاحصاء الوصفي، وتحليل

الانحدار المتعدد، بالاستعانة ببرنامج STATA، لاختبار الفرضيات والحصول على النتائج. وقد أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي معنوي بين الرفع المالي وإدارة الأرباح، كما أظهرت النتائج عدم وجود أثر معنوي لكل من (حجم الشركة وعمر الشركة وجودة التدقيق) على إدارة الأرباح.

وفي دراسة ذات صلة قام (Uwuigbe et al., 2015) بتقييم أثر خصائص الشركة على إدارة الأرباح في الشركات الصناعية العامة المدرجة في بورصة نيجيريا، وتكونت عينة الدراسة من (20) شركة، وتم الحصول على البيانات المالية خلال الفترة (2006-2010)، كما استخدم الباحث الإحصاء الوصفي ونماذج الانحدار المتعدد. وقد اعتمد الباحث على أنموذج جونز المعدل لحساب المستحقات التقديرية لقياس إدارة الأرباح، وتوصلت الدراسة إلى أن إدارة الأرباح لها تأثير إيجابي قوي على حجم الشركة، واستراتيجية الشركة، وعدم وجود أثر لكل من الرفع المالي، والمستحقات التقديرية على إدارة الأرباح، وخلصت الدراسة إلى أن الشركات كبيرة الحجم تمارس إدارة الأرباح بشكل سالب، وأن الشركات ذات الرفع المالي العالي تمارس إدارة الأرباح بشكل موجب، وبناء على ما تم التوصل إليه من استنتاجات، أوصى الباحث بضرورة اهتمام المدققين بحجم الشركة عند تدقيق حساباتها، حيث أنه كلما زاد حجم الشركة زاد التلاعب بالأرباح.

هدفت دراسة (Waweru & Riro, 2013) إلى اختبار أثر حوكمة الشركات وخصائص الشركة على إدارة الأرباح، وتكونت عينة الدراسة من (148) شركة مساهمة مدرجة في بورصة كينيا، استخدم الباحث التقارير المالية المنشورة للحصول على المعلومات اللازمة، كم تم الاعتماد على نموذج جونز المعدل للكشف على وجود ممارسة لإدارة الأرباح، واستخدمت الدراسة مقاييس الإحصاء الوصفي والانحدار المتعدد، واستخدم الباحث مقياس المستحقات التقديرية كمؤشر على ممارسة إدارة الأرباح، كما تم تضمين كل من (هيكل الملكية، واستقلالية لجنة التدقيق، وتشكيل مجلس الإدارة وخصائص العميل، وحجم الشركة، وأداء الشركة والرفع المالي) كمتغيرات مستقلة، وإدارة الأرباح كمتغير تابع، وأظهرت نتائج الدراسة أن هيكل الملكية وتشكيل مجلس الإدارة، لهما تأثير معنوي على إدارة الأرباح، كما أشارت النتائج إلى أن الشركات ذات الرفع المالي العالي أكثر عرضة للمشاركة في إدارة الأرباح، وبيّنت عدم وجود ارتباط بين استقلالية لجنة التدقيق مع إدارة الأرباح، كما وجدت الدراسة أن الشركات ذات الملكية المركزة أكثر عرضة للمشاركة في إدارة الأرباح، وأن الشركات التي لديها أعضاء مجلس إداره أكثر استقلالية أقل عرضة للمشاركة في إدارة الأرباح. وأوصى الباحث بضرورة إعادة النظر في المعايير المستخدمة واختيار مدراء وأعضاء مجلس إدارة أكثر استقلالية، مما يؤدي الى تحسين ثقة المستثمرين.

العلاقة بين خصائص الشركة وإدارة الأرباح، وأثرها على القيمة السوقية

حجم الشركة

يعتبر حجم الشركة من أهم العوامل التي من الممكن أن تؤثر على القيمة السوقية، حيث أن الشركات صغيرة الحجم تعاني من مشكلة عدم تماثل المعلومات، وأن الاستثمار في هذه الشركات أكثر خطورة من الاستثمار في الشركات كبيرة الحجم، لذلك يطالب هؤلاء المستثمرين بعائدات أعلى على أرباحهم، (Gallizo & Salvador, 2006). وقد أشارت دراسة (Banz, 1981) أن مشكلة الوكالة تزداد بالشركات الصغيرة، بسبب تعاضد مشكلة عدم تماثل المعلومات، حيث أن الشركات كبيرة الحجم تخضع لرقابة المساهمين، فتكون أقل عرضة لمشكلة عدم تماثل المعلومات. وقد بينت دراسة (Banz, 1981) أن الشركات صغيرة الحجم تحقق أرباحاً أعلى من الشركات الكبيرة، وأن حجم الشركة له تأثير سلبي على أرباح الشركة، مع العلم أن الشركات الكبيرة لها أرباح أعلى بالمقارنة مع الشركات الصغيرة الأقل خطورة في الاستثمار فيها من حيث رسملة القيمة السوقية. كما كشفت دراسة (Lakonishok & Shapiro, 1984) إلى وجود علاقة ضعيفة بين بيتا وعوائد الأسهم، وأظهرت الدراسة إلى وجود علاقة كبيرة بين حجم الشركة وعوائد الأسهم. كما اهتمت الكثير من الدراسات بدراسة تأثير خصائص الشركات على إدارة الأرباح، وقد بينت دراسة (Ball & Foster, 1982) أن الشركات الكبيرة أقل عرضة للمشاركة في إدارة الأرباح، وذلك بسبب فعالية نظام الرقابة الداخلية الذي يسهم في الحد من تلك الممارسات. وساند هذه الدراسة، دراسة (Albrecht & Richardson, 1990) التي أظهرت أن الشركات الكبيرة لديها حافز أقل على المشاركة في إدارة الأرباح من الشركات الصغيرة. ويتفق ذلك مع دراسة (Sánchez-Ballesta & García-Meca, 2007) والتي بينت أن الشركات الكبيرة أقل عرضة للمشاركة في إدارة الأرباح من الشركات الصغيرة، فيما كشفت دراسة Lee and Choi (2002) أن حجم الشركة لها تأثير على ميل الشركة لإدارة الأرباح، وأن الشركات الصغيرة أكثر عرضة لإدارة الأرباح، لتجنب الإبلاغ عن الخسائر من الشركات الكبيرة. وخالفهم في ذلك نتائج دراسة (Rangan, 1998)، والتي أظهرت أن الشركات كبيرة الحجم أكثر عرضة للتلاعب في مستحقاتها الحالية. وفي هذا الصدد عززت دراسة Degeorge et al. (1999) ذلك، حيث أظهرت أن الشركات الكبيرة قامت بالتلاعب في أرباحها لتجنب التقرير عن الأرباح السلبية.

ربحية الشركة

يقصد بالربحية قدرة الشركة على تحقيق الأرباح التي من شأنها الحفاظ على استمراريتها على المدى الطويل، والنمو على المدى القصير، حيث أنه كلما زادت أرباح الشركة كلما زاد احتمال تعظيم الأرباح، وبالنسبة للدائنين، فإنه كلما زادت أرباح الشركة، كلما زادت قدرتها على سداد ديونها، وعليه فإن ربحية الشركة تعد عاملاً ضرورياً لإدارة الأرباح، أذ أنه لا يمكن الاعتماد على ربحية ضعيفة للقيام بإدارة الأرباح (Emanuel and Wong, 2003). وقد أظهرت دراسة (Pandy, 2001) وجود علاقة إيجابية معنوية بين القيمة السوقية وأرباح الشركة. كما قام كل من (Tahir, Sabir, Alam & Ismail, 2013)

بدراسة خصائص الشركة على عوائد الأسهم غير المالية في الباكستان، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر إيجابي للقيمة السوقية على أرباح الشركة، وعدم وجود تأثير لنمو المبيعات على أرباحها، ووجود تأثير لحجم الشركة على أرباح الشركة. كما بحث (Lukacs, 2002) العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وأرباح الشركة، وقد بينت نتائج الدراسة وجود علاقة معنوية بين القيمة السوقية والأرباح. كما قامت دراسة (Tudor, 2010) بدراسة العلاقة بين عائدات الأسهم المستقبلية على القيمة السوقية، وقد تم استخدام المتغيرات الرافعة المالية، والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، وحجم الشركة، ونسبة العائد إلى السعر، والعائد على الأصول، والعائد على الاستثمار، وقد أظهرت الدراسة وجود علاقة سلبية بين الحجم والقيمة السوقية وعوائد الأسهم. كما بينت دراسة (Uwubanmwun & Obayagbona 2012) العلاقة بين خصائص الشركة والعائد على حقوق الملكية في سوق نيجيريا، واشتملت متغيرات الدراسة على القيمة الدفترية لحقوق الملكية، وحجم الشركة، والرافعة المالية ونسبة الأرباح السعريّة. وأظهرت النتائج أن حجم الشركة ليس له تأثير معنوي على عوائد سوق الأسهم، كما بينت الدراسة أن القيمة السوقية هي أفضل بديل لدراسة تأثير حجم الشركة على عوائد الأسهم. وأظهرت دراسة كل من (Banz, 1981) & (Basu, 1983 & Keim, 1983) أن الشركات صغيرة الحجم والمتوسطة تحقق أرباحاً أعلى من الشركات كبيرة الحجم. كما بينت دراسة (Banz, 1981) أن ارتفاع معدل أرباح الشركات صغيرة الحجم، هو معدل خطر، وهذا دليلاً بأن الشركات صغيرة الحجم تكون عموماً أكثر خطورة من الشركات كبيرة الحجم، وبالتالي تستحق أرباح أعلى. كما بينت دراسة (Berk, 1995) على أن العلاقة بين الحجم والأرباح يجب أن تكون سلبية. ويوضح (Reingnanum, 1982) أن الشركات الصغيرة تحقق أرباح أعلى بكثير من الشركات الكبيرة عندما تظل المخاطر المنهجية ثابتة. كما أظهرت دراسة (Gallizo & Salvador, 2006) أن الشركات صغيرة الحجم تعاني من مشكلة عدم تماثل المعلومات. كما أن الاستثمار في الشركات كبيرة الحجم أكثر خطورة، وبالتالي يطالب المستثمرون فيها بأرباح أعلى. كما بينت دراسة (Banz, 1981) أن الشركات صغيرة الحجم تحقق أرباحاً أعلى من الشركات كبيرة الحجم، وأن حجم الشركة له تأثير سلبي على أرباح الشركة، وأن الشركات الكبيرة تحقق أرباحاً أعلى بالمقارنة مع الشركات الصغيرة الأقل خطورة في الاستثمار.

الرفع المالي

تعد عملية توفير مصادر التمويل، وحصول الشركة على الأموال، من أهم العمليات اللازمة لاستمرار نشاط الشركة، والعمل على تحقيق أهدافها. وبناء على ذلك، تعمل الشركات على توفير مصادر تمويل مناسبة لتحقيق أعلى نسبة أرباح لاستثماراتها، وبأقل درجة مخاطرة (Myers, 1984). وقد أظهرت دراسة (Sundaresan & Fan, 2000) أن الشركة ذات الرافعة المالية العالية لديها أرباح أعلى من الشركة ذات الرافعة المالية المنخفضة، وذلك بسبب انخفاض تكلفة رأس المال، وخاصة تكلفة الإفلاس، وقد بينت دراسة (Wajid, Arab, Madiha, Waseem & Ahmad, 2013) أن الاستثمار في الشركات ذات الرفع المالي العالي يمتاز بخطورة مرتفعة نسبياً، وأن المستثمر يبتعد عن الاستثمار في مثل هذا النوع من الشركات الذي بدوره سوف يؤثر على سعر السهم، وعوائد الأسهم السوقية. ويرى (Kester, 1986) أن استخدام التمويل في

الدين يؤثر إيجابياً على القيمة السوقية، كما كشفت دراسة (Cheng & Tzeng, 2001) أنه في حال اخذت الشركة منافع وتكاليف استخدام الدين معاً، وفي الوقت نفسه، فإن الرافعة المالية تؤثر بشكل إيجابي على القيمة السوقية قبل الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل. كما أظهرت دراسة (Bhandari & Chand, 1988) أن للرافعة المالية أثر إيجابي على اسواق الأسهم. وبيّنت دراسة (Yang, Lee, Gu Lee, 2010) وجود علاقة بين هيكل رأس المال والعوائد السوقية، حيث أظهرت النتائج أن الرافعة المالية تؤثر بشكل إيجابي على عوائد الاسهم. كما كشفت دراسة (Ahmad, Fida & Zakaria, 2013) المحددات المشتركة لهيكل رأس المال وعوائد الأسهم، وقد أكدت النتائج أن عوائد الأسهم والرافعة المالية تؤثر على بعضها البعض، ولكن تأثير الرافعة المالية على عوائد الأسهم كان إيجابياً، بينما كان تأثير عوائد الأسهم على الرافعة المالية تأثيراً سلبياً. كما بيّنت دراسة (Tudor, 2010) أن الرافعة المالية التي تم قياسها عن طريق إجمالي الدين إلى إجمالي حقوق الملكية، كان لها تأثيراً إيجابياً على عوائد الأسهم والقيمة السوقية. كما أظهرت نسبة العائد على الأصول قدرة أصول الشركة على توليد الأرباح، حيث انعكس ذلك على زيادة القيمة الاقتصادية للأسهم (Haniffa & Hudaib, 2006). وقد بيّنت دراسة (Obradovich, Gill & 2012) أن هنالك علاقة إيجابية بين نسبة العائد على الأصول والقيمة السوقية للشركة، وذلك بسبب أن الشركات التي تحقق الأرباح، تكون لديها القدرة على الوفاء بالتزاماتها، وبناء على ذلك، تكون مخاطر الإفلاس أقل، مما يشجع الشركة على الحصول على المزيد من الديون في تمويل مشاريعها، وقد خلفه في ذلك دراسة (Majluf & Myers, 1984) حيث كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة عكسية بين الربحية والدين، باعتبار أن الشركات التي تحقق الأرباح ليست بحاجة إلى مصادر تمويل خارجية. في حين بيّنت الدراسات السابقة العلاقة بين مستوى الدين، واختيار السياسة المحاسبية، وذلك لأن عقود الديون تستند إلى الأرقام المحاسبية المعلن عنها، وأي انتهاك في موثوقية سداد الدين ستفرض فوائد مدينة تعد بمثابة تكلفة ثابتة يتوجب دفعها، كما أن المقترضين الصغار يكون لديهم تباين أكبر في المعلومات، وعادة ما يرتبط حجم القرض ارتباطاً إيجابياً بحجم المقترض (Waweru & Riro, 2013)، كما بيّنت دراسة (Fung & Goodwin, 2013) أن تلاعب الإدارة بالبيانات المالية، وقيم أرباح الشركة، يأتي من دافع اقناع الدائنين بأن الضائقة المالية التي تمر بها الشركة، هي أمر طبيعي مؤقت، وسوف تكون الشركة قادرة على التعافي قريباً منها. وقد أظهرت الدراسات السابقة وجود علاقة سلبية بين الرفع المالي وإدارة الأرباح لسببين، أولهما، أن الإقتراض سيلزم الشركة على سداد الديون، وبالتالي يقلل من السيولة المتاحة أمام الإدارة للإنفاق على مصاريف ليس لها داعي، ثانيهما، أنه عندما تستخدم الشركة تمويل الدين، فإنها تخضع للتدقيق من قبل المقرضين، وغالباً ما يكون هناك قيود على الإنفاق من قبل المقرض (Jensen, 1986)، وقد قدمت دراسة (Press & Weintrop, 1990) أدلة على أن الرافعة المالية العالية ترتبط ارتباطاً إيجابياً باحتمال انتهاك الشركة لعقود الدين. كما بيّنت دراستي (Sweeney, 1994) و (Aivazian, et al., 2005) أن الرافعة المالية لها علاقة سلبية باستثمار الشركة، مما يعني أن الشركات التي لديها ديون أعلى، غالباً ما يكون لديها استثمارات أقل. وبالمثل، بيّن دراسة (Ujah & Brusa, 2011) أن العامل المالي والتذبذب في التدفقات النقدية يؤثران على الدرجة التي تدير بها الشركات أرباحها.

جودة التدقيق

تمتاز شركات التدقيق الأربعة الكبرى، بأن لديها حافظ كبير للحفاظ على جودة التدقيق، وذلك بسبب الطبيعة التنظيمية والهيكلية لهذا المكاتب، إضافة إلى عامل السمعة، حيث تفرض هذه المكاتب شروطاً وقيوداً على جودة الأداء، وتتبع إجراءات رقابية صارمة، وتعمل على الحفاظ على سمعتها، نظراً لما لذلك من آثار سلبية مباشرة على ما تحققه من إيرادات في حال تأثرت سمعتها بشكل سيئ (Rusmin 2010 & Chung *et al.*, 2010). وقد قامت دراسة (الدباس، 2014) بالتحقق من أثر جودة التدقيق على القيمة السوقية، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر إيجابي لمتغير حجم المكتب، وأتعب التدقيق، والتخصص في الصناعة على القيمة السوقية. كما بينت دراسة (Okolie & Izedonmi 2014)، والتي هدفت إلى تحليل العلاقة بين جودة التدقيق والقيمة السوقية، حيث تم قياس جودة التدقيق من حجم مكتب التدقيق، وأتعب التدقيق، وفترة الاحتفاظ بالعميل، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن جودة التدقيق لها تأثير كبير على القيمة السوقية. وأن شركات التدقيق الكبيرة لديها إمكانيات أكبر للاكتشاف والتقدير عن الأخطاء الجوهرية في البيانات المالية، وبالتالي يعتبر جودة التدقيق حاجزاً فعالاً لتلاعب الإدارة بالأرباح (DeAngelo, 1981). كما أن التدقيق يحد من عدم التماثل بين المديرين والمساهمين، عن طريق السماح للأطراف الخارجية بالتحقق من صحة البيانات المالية، وأن التدقيق ذو الجودة العالية يعمل على تخفيض تكاليف الوكالة (Watts & Zimmerman, 1986). وقد بينت دراسة (Lenard & Yu 2012) أن الشركات التي تم تدقيقها من قبل مدققين بخلاف مكاتب التدقيق الأربعة الكبار، يكون لديها زيادة كبيرة في الاستحقاقات التقديرية، وبينت كذلك دراسة (Bartov *et al.*, 2000) إلى أن المدققين الذين يقدموا تدقيق ذو جودة عالية، يقومون بالإبلاغ عن أي خطأ، وليس لديهم استعداد لقبول أي تلاعب في القوائم المالية. ومن جهة أخرى، فقد خلصت الدراسة التي أجراها (Yasar, 2013) أن جودة التدقيق لا تؤثر على الاستحقاقات التقديرية بحيث لا يوجد فرق بين جودة التدقيق المقدمة من قبل مكاتب التدقيق الأربعة الكبار، وغير الكبيرة بما يحد من ممارسات إدارة الأرباح (Piot & Janin, 2007) وبناء على هذه الدراسات والنتائج السابقة، يمكن أن نرى أن الشركات الكبيرة الحجم، ومستوى النفوذ المالي القوي، وعمر الشركة وجودة التدقيق، والتدقيق من قبل واحدة من كبرى شركات التدقيق الأربعة، يمكن أن يكون له تأثير كبير على سلوك الإدارة نحو ممارسة إدارة الأرباح.

هيكل الملكية

يقصد بهيكل الملكية، مقدار أو نسبة حصة الإدارة في الملكية، بمعنى، هل يتولى بعض المساهمين أو جزء منهم مسؤوليات ومهام الإدارة التنفيذية، فالأمر في هذه الحالة يدخل في قضايا مشكلات الوكالة، وانفصال الملكية عن الإدارة. وقد بينت دراسة (Jensen & Meckling, 1976) العلاقة بين هيكل الملكية والسيطرة يؤدي إلى تكاليف الوكالة، بسبب تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين، وعندما يكون هنالك انتشار للملكية تكون تكاليف الوكالة مرتفعة، مما يؤدي إلى ارتفاع درجة الإفصاح. ويرى (Tornyeva & Wereko, 2012) أن تركيز ملكية الشركة في يد الشركات الاستثمارية سوف يؤثر بشكل إيجابي على القيمة السوقية، وذلك لقدرة المساهمين على التأثير على قرارات الإدارة. وقد أظهرت دراسة (نادر، 2016) وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، ونسبة ملكية الرئيس التنفيذي، ونسبة ملكية الإدارة، والقيمة السوقية. كما أظهرت عدم وجود علاقة بين نسبة المديونية، وحجم الشركة، وقطاع الشركة، والقيمة السوقية. كما أظهرت دراسة (Alves, 2012) العلاقة بين هيكل الملكية وإدارة الأرباح، وخلصت الدراسة إلى أن هيكل الملكية يحد من ممارسات إدارة الأرباح في الشركة. كما اختبرت دراسة (Abed *et al.*, 2012) العلاقة بين إدارة الأرباح والحاكمة المؤسسية، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة بين إدارة الأرباح وحجم مجلس الإدارة. وأظهرت دراسة (Chau &

(Gary, 2010) وجود انخفاض في مستويات الملكية العائلية، ووجود تأثير كبير لتقارب المصالح، وانخفاض مستوى الإفصاح الاختياري، حيث تبين أنه كلما ازدادت نسبة الملكية العائلية بأكثر من 25%، ازداد استحكام الإدارة.

إدارة الأرباح

تقوم العديد من إدارات الشركات بممارسة إدارة الأرباح، ورغم أن معايير المحاسبة المالية تلزم الشركات باستخدام أسس وطرق محاسبية محددة في معالجة بنود القوائم المالية، إلا أن هناك مرونة في بعض الأحيان في معالجة بعض بنود الأصول والالتزامات والإيرادات والمصاريف، حيث تعتمد هذه الشركات بتطبيق الطرق أو الأساليب التي من شأنها أن تغير من قيم الأرباح، وذلك من خلال التأثير على قيم بنود القوائم المالية، سواء بالزيادة أو النقصان، وبالشكل الذي ترغب فيه لأغراض خاصة بدوافع الإدارة، حيث أن الأطراف الخارجية المهتمة بالشركة لا يمكنها ملاحظة ما تقوم به الإدارة، وهذا ما يطلق عليه إدارة الأرباح، حيث أشارت دراسات سابقة، أجريت على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي، إلى وجود ممارسات تقوم بها هذه الشركات لإدارة الأرباح (Al-Aatar & Suwaidan, 2012، AL-Mousawi & Al-Thuneibat, 2011، أبو عجيبة وحمدان 2013)، وتُعرف إدارة الأرباح بأنها بعض الممارسات التي تقوم بها الإدارات، من أجل التلاعب في أرقام الأرباح لغاية تحقيق مكاسب ذاتية خاصة بها، أو تحقيق مستوى ربح معين يتماشى مع توقعات المحللين الماليين (أبو عجيبة وحمدان، 2013)، حيث يؤثر هذا السلوك التي تقوم به الإدارة على الدخل الذي تظهره القوائم المالية، والذي يكون من أجل تمهيد الدخل، والذي بدوره سيؤدي إلى اضرار تلحق بالمتعاملين مع الشركة على المدى الطويل (Waweru & Riro, 2013) (Stolowy & Gaetan, 2004). وتشتمل العوامل التي تدفع إدارة الشركة لممارسة إدارة الأرباح على العديد من الدوافع، ومنها، الحوافز السوقية، حيث تهدف إلى زيادة أسعار الأسهم في السوق لتلبية توقعات المحللين الماليين، والحوافز التعاقدية، حيث تهدف إلى تجنب مخالفات قوانين الإقتراض، وكذلك الحوافز الحكومية، حيث تهدف إلى الاستفادة من المنح والمزايا.

مجتمع الدراسة، وعينتها

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية والخدمية المساهمة العامة المدرجة في السوق الأول والثاني في بورصة عمان للفترة (2011-2016)، والتي يبلغ عددها (131) شركة مقسمة إلى (70) شركة صناعية، و (61) شركة خدمية (بورصة عمان، 2016)، أما عينة الدراسة فتتكون من جميع الشركات التي تتوفر فيها الشروط التالية:

1. أن تكون أسهم الشركة متداولة في السوق المالي خلال فترة الدراسة.
2. تتوفر للشركة جميع البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة، بالإضافة إلى توافر بيانات عن سنة سابقة لفترة الدراسة ولتسهيل احتساب بعض المتغيرات.

3. ألا تكون الشركة قد أدمجت أو أوقفت عن التداول خلال فترة الدراسة.

4. أن تنتهي السنة المالية للشركة في 31-12 من كل عام.

وقد تبين أن عدد الشركات التي ينطبق عليها الشروط السابقة قد بلغ (50) شركة صناعية، و(41) شركة خدمية، ليصبح حجم عينة الدراسة (91) شركة صناعية وخدمية مساهمة عامة.

جمع البيانات وقياس المتغيرات

اعتمدت الدراسة الحالية على البيانات المقطعية الزمنية panel data، حيث أن البيانات تجمع بين بيانات الشركة الواحدة cross-section، ولفترة زمنية محددة time series، وقد تكونت البيانات من مجموعة من المؤشرات الخاصة بـ(91) شركة خدمية وصناعية مساهمة عامة، ولفترة تمتد من 2011 إلى 2016، وتم جمع البيانات من التقارير السنوية الخاصة بالشركات. إن اعتماد الدراسة على تحليل البيانات المقطعية الزمنية يأتي من الزيادة الحاصلة في درجات الحرية، والتي تؤدي إلى زيادة دقة التقدير، والحصول على نتائج أكثر دقة (Antoniou, Guney, & Paudyal, 2008).

الجدول (1) يعرض طرق قياس متغيرات الدراسة:

الجدول (1) متغيرات الدراسة وطرق قياسها

المتغير	الرمز	طريقة القياس
القيمة السوقية للشركة	MV	المتوسط المرجح لعدد الأسهم × سعر السهم السوقية.
الربحية (العائد على الأصول)	ROA	نسبة صافي الدخل إلى إجمالي الأصول.
(الهيكالية) نسبة المديونية	DEBT	نسبة الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول.
حجم الشركة	SIZE	ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة
نسبة تركيز الملكية	ECR	نسبة الأسهم المملوكة من قبل كبار المساهمين (الذين يملكون 5% فأكثر من رأس مال الشركة) إلى إجمالي أسهم الشركة).
جودة التدقيق (حجم مكتب التدقيق)	AUDS	متغير وهمي، يأخذ القيمة (1) إذا كان مكتب التدقيق من مكاتب التدقيق الكبرى (Big4)، و(0) خلاف ذلك.
إدارة الأرباح	EM	متغير وهمي، يأخذ القيمة (1) إذا كانت الشركة تمارس إدارة الأرباح، و(0) خلاف ذلك.

إدارة الأرباح

تقاس إدارة الأرباح باستخدام (Modified Jones Model, 1995)، حيث أشارت دراسة (Jean et al., 2004) إلى أنه الأقوى بين النماذج المستخدمة في الكشف عن إدارة الأرباح، وتدعى بطريقة المستحقات الاختيارية ولقياس المستحقات الاختيارية يجب القيام بالخطوات التالية:

1. قياس المستحقات الكلية والتي يمكن قياسها بطريقة التدفق النقدي التي تحتسب فيها المستحقات الكلية بالفرق بين صافي الربح التشغيلي والتدفق النقدي من العمليات التشغيلية وذلك من خلال النموذج التالي:

$$TACC_{i,t} = ONI_{i,t} - OCF_{i,t}$$

حيث أن:

$TACC_{i,t}$: تمثل المستحقات الكلية للشركة (i) للفترة (t).

$ONI_{i,t}$: تمثل صافي الربح التشغيلي للشركة (i) للفترة (t).

$OCF_{i,t}$: تمثل التدفق النقدي من العمليات التشغيلية للشركة (i) للفترة (t).

2. نموذج الانحدار الذي يقدر معامل النموذج الذي سيتم من خلاله احتساب المستحقات غير الاختيارية ($NDACC_{i,t}$)

من خلال معادلة الانحدار التالية، والتي تتم لمجموعة شركات العينة في كل سنة على حدة.

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{(i,t-1)}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{(i,t-1)}} \right) + \alpha_2 \left[\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{(i,t-1)}} \right] + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{(i,t-1)}} \right) + e_{i,t}$$

حيث:

$TA_{i,t}$: المستحقات الكلية للشركة (i) للفترة (t).

$A_{(i,t-1)}$: اجمالي الأصول للشركة (i) للفترة (t).

$\Delta REV_{i,t}$: التغير في إيرادات للشركة (i) للفترة (t).

$\Delta REC_{i,t}$: التغير في الذمم المدينة للشركة (i) للفترة (t).

$PPE_{i,t}$: (Property, plant & Equipment) قيمة العقارات والممتلكات والآلات للشركة (i) للفترة (t).

$e_{i,t}$: الخطأ العشوائي (البواقي)، وتمثل الجزء من إجمالي المستحقات الذي لم يتم تفسيره من خلال متغيرات نموذج الانحدار، ويستخدم كمؤشر على المستحقات الاختيارية.

تقدير معالم النموذج ($\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$) التي يتم من خلالها احتساب قيم المستحقات غير الاختيارية.

3. تحديد المستحقات غير الاختيارية العادية ($NDACC_{i,t}$) من خلال معادلة الانحدار التالية والتي تتم لمجموعة شركات العينة في كل سنة على حدة.

$$NDACC_{i,t} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left[\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right] + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + e_{i,t-1}$$

4. يتم احتساب المستحقات الاختيارية ($DACC_{i,t}$) لكل شركة بالفرق بين المستحقات الكلية والمستحقات غير الاختيارية.

$$DACC_{i,t} = TACC_{i,t} - NDACC_{i,t} \quad (4) \dots\dots$$

5. حساب متوسط المستحقات الاختيارية لكل شركة من شركات العينة خلال سنوات الدراسة وذلك لغرض تصنيفها إلى شركات ممارسة وغير ممارسة لإدارة الأرباح.

تصنيف الشركات: ممارسة وغير الممارسة لإدارة الأرباح، تكون الشركة ممارسة لإدارة الأرباح إذا كانت قيمة مستحقات الاختيارية في السنة تساوي أو تزيد عن قيمة متوسط مستحقاتها الاختيارية، بينما تعتبر الشركة غير ممارسة لإدارة الأرباح إذا انخفضت قيمة مستحقاتها الاختيارية في السنة عن قيمة متوسط مستحقاتها الاختيارية، وإذا كانت قيمه المطلقة للمستحقات الاختيارية للشركة خلال فترة الدراسة أكبر من متوسط مستحقاتها الاختيارية فإن الشركة تمارس إدارة الأرباح، وإذا كانت أقل من متوسط مستحقاتها الاختيارية فإن الشركة لا تمارس إدارة الأرباح.

فرضيات الدراسة والنماذج القياسية

لقد سعت الدراسة الحالية إلى تحقيق هدفين: الأول، كشف العلاقة المحتملة بين خصائص الشركة، الممثلة بكل من (الربحية، والهيكلية، وحجم الشركة، وتركز الملكية في الشركة، وجودة تدقيق) والقيمة السوقية للشركة. والثاني: الكشف عن الدور المعدل لممارسة إدارة الأرباح على العلاقة بين خصائص الشركة والقيمة السوقية للشركة. وقد تم تحديد هذين الهدفين من خلال استعراض الدراسات السابقة، حيث نجد أن العديد منها قد ربط وجود العلاقة السببية المباشرة والمعدلة بين خصائص الشركة والقيمة السوقية للأسهم، والتي بدورها تنعكس على عوائد الأسهم السوقية، ولهذا نجد أن الدراسات السابقة قد بنت النماذج القياسية التي تعتمد عليها الدراسة على العديد من الخصائص التي تكررت في تلك الدراسات، ولهذا نجد أن دراسة (Chaopricha et al., 2007) قد ضمنت حجم الشركة وربحيته في الخصائص المؤثرة على عوائد الأسهم السوقية،

والمرتبطة بسعر السهم السوقي والقيمة السوقية للشركة، كما تضمن كل الربحية والسيولة والمديونية في النموذج القياسيالمبحوث في دراسة (Fauzi&Wahyudi, 2016). وأظهرت دراسة (Tahir et al., 2013) الدور المعدل لحجم الشركة في أثر خصائص الشركة على العائد على السهم. ومن جهة أخرى تضمنت دراسة (كبلان، 2016) وكذلك دراسة (المرياني، الساعدي والشاوين، 2015) ممارسات إدارة الأرباح على أسعار الأسهم. وعند استعراض الكثير من الدراسات نجد أن متغيرات نموذج الدراسة الحالية جميعها قد تم تضمينها في نماذج الدراسات السابقة، إلا أن الدراسة الحالية قد عرضت نموذج الدراسة على مرحلتين، الأولى من خلال دراسة أثر كل من (الربحية، وهيكلية الشركة، وحجم الشركة، هيكل ملكية الشركة، وجودة التدقيق) على القيمة السوقية، حيث تم عرض هذا الأثر من خلال النموذج القياسي الأول (نموذج رقم (1)). وفي المرحلة الثانية، تم تضمين ممارسة إدارة الأرباح على خطوتين، الخطوة الأولى باعتباره متغير مستقل يمثل إحدى خصائص الشركة الذي يعكس ممارسات الإدارة، والخطوة الثانية، باعتبار إدارة الأرباح متغير معدل، من المحتمل أن يغير في أثر خصائص الشركة - المذكورة في النموذج الأول - على القيمة السوقية. واعتمدت الدراسة على أن الخصائص المذكورة في النموذج الأول تعتمد في قياسها من قبل مستخدم المعلومات المحاسبية على مدى تقييمه لموثوقية تلك المعلومات، وفي حالة الكشف عن وجود ممارسات لإدارة الأرباح، فإن هذه الموثوقية قد تتخفف أو تتلاشى، ومن هنا جاء الدور المعدل لإدارة الأرباح.

H01: لا يوجد أثر لربحية الشركة على القيمة السوقية للشركة.

H02: لا يوجد أثر لهيكلية لشركة على القيمة السوقية للشركة.

H03: لا يوجد أثر لحجم الشركة على القيمة السوقية للشركة.

H04: لا يوجد أثر لهيكل ملكية الشركة على القيمة السوقية للشركة.

H05: لا يوجد أثر لجودة تدقيق الشركة على القيمة السوقية للشركة.

وقد تم صياغة النموذج القياسي الذي يمثل الفرضيات السابقة على النحو التالي:

$$LMV = a_1 + b_1ROA + b_2DEBT + b_3SIZE + b_4ECR + b_5AUD + e_{it} \dots\dots\dots (1)$$

حيث: LMV= القيمة السوقية للشركة، ROA= العائد على الأصول، DEBT= نسبة المديونية، SIZE: حجم الشركة، ECR: نسبة تركيز الملكية، AUD= جودة التدقيق، e_{it} = الخطأ العشوائي

وقد تم اخضاع الفرضيات السابقة والممثلة في النموذج (1) بانحدار التأثير الثابت fixed effect regression. أما الفرضية التي تمثل الدور المعدل لممارسة الأرباح على العلاقة بين خصائص الشركة والقيمة السوقية للشركة، فقد تم صياغتها على النحو التالي:

H06: لا تؤدي ممارسة إدارة الأرباح إلى أختلاف في أثر خصائص الشركة (الربحية، والهيكلية، وحجم الشركة، وتركز الملكية في الشركة، وجودة تدقيق) على القيمة السوقية للشركة.

وقد تم صياغة النموذج القياسي الذي يمثل الفرضية السادسة على النحو التالي:

$$LMV = a_1 + b_1ROA + b_2DEBT + b_3SIZE + b_4ECR + b_5AUD + b_6EM + e_{it} \dots\dots (2-a)$$

$$LMV = c_1 + c_1ROA + c_2DEBT + c_3SIZE + c_4ECR + c_5AUD + c_6EM + c_7ROA*EM + c_8DEBT*EM + c_9SIZE*EM + c_{10}ECR*EM + c_{11}AUD*EM + e_{it} \dots\dots\dots (2-b)$$

حيث: EM = ممارسة إدارة الأرباح، في حين تمثل ROA*EM, DEBT*EM, SIZE*EM, ECR*EM, AUD*EM الحدود التفاعلية interaction terms.

وقد تم اخضاع الفرضية السادسة والمتمثلة في النموذج (2) بانحدار التأثير الثابت fixed effect regression، مع تضمين ممارسة إدارة الأرباح كمتغير معدل.

نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

اعتمدت الدراسة على البيانات الخاصة بالشركات الصناعية والخدمية للفترة (2011-2016)، والجدول (2)، والجدول (3) يعرض الاحصاء الوصفي لمتغيرات نموذج الدراسة في الشركات المبحوثة حسب نوع القطاع.

الجدول (2) الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة الكمية

المتغير	القطاع الخدمي (ن=246)		القطاع الصناعي (ن=300)		جميع الشركات (ن = 546)	
	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي
MV (دينار)	165,869,593	74,317,013	384,757,858	87,105,620	305,491,109	81,311,886
ROA (%)	6.71	2.01	15.20	1.37	12.11	1.66
DEBT (%)	23.48	32.16	181.80	42.70	135.52	37.93
ASSETS (دينار)	268,566,391	1,167,34,405	207,034,135	74,190,042	237,502,882	93,385,933
ECR (%)	22.40	61.22	25.07	59.90	23.89	60.50

من الجدول (2) نلاحظ أن المتوسط العام للقيمة السوقية (MV) في الشركات الصناعية، كان أكبر منه في الشركات الخدمية، إلا أن التباين في القيم السوقية في الشركات الخدمية كان أكبر، وهذا قد يعود للتنوع الكبير في القطاعات الصناعية، وبشكل عام كان التباين في القيمة السوقية لجميع الشركات كبيراً، مما يدل على اختلاف الشركات فيما بينها من حيث تقييم المتعاملين في السوق المالي لأسهم هذه الشركات. كما كان معدل الربحية (ROA) في الشركات الخدمية أكبر منه في الشركات الصناعية، ويتجانس أعلى. مما يدل على زيادة قدرة الشركات الصناعية على توليد الأرباح من خلال الموارد المادية والمالية المتاحة مقارنة بالشركات الصناعية، وهذا قد يعود لاختلاف طبيعة الأصول في الشركات الصناعية، حيث تمثل الأصول الثابتة نسبة عالية من إجمالي الأصول.

ومن جهة أخرى، تبين أن الشركات الصناعية، بشكل عام، تعتمد على الديون طويلة الأجل (DEBT) في تمويل أصولها وعملياتها، أكثر من الشركات الخدمية، إلا أنه قد ظهر هنالك تباين بين الشركات الصناعية في الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية. أما حجم الشركة (إجمالي الأصول) (SIZE)، فقد تبين أن معدل إجمالي الأصول في الشركات الخدمية أكثر منه في الشركات الصناعية، مما يدل على أن معدل النمو في الشركات الخدمية يفوق مثيله في الشركات الصناعية. وأخيراً، فقد تقاربت نسبة تركيز الملكية (ECR) بين الشركات الصناعية مما يشير إلى وجود تشابه في سياسات هيكل الملكية بين الشركات.

الجدول (3) الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة النوعية

القطاع الخدمي (ن=246)		القطاع الصناعي (ن=298)		جميع الشركات (ن = 544)		المتغير
الأربعة الكبار	غير ذلك	الأربعة الكبار	غير ذلك	الأربعة الكبار	غير ذلك	حجم مكتب التدقيق AUD
107	139	90	210	197	349	عدد المشاهدات
43.5	56.5	30.0	70.0	36.1	63.9	النسبة المئوية%
ممارس	غير ممارس	ممارس	غير ممارس	ممارس	غير ممارس	ممارسة إدارة الأرباح EM
76	170	133	167	209	337	عدد المشاهدات
30.9	69.1	44.3	55.7	38.3	61.7	النسبة المئوية%

نلاحظ من الجدول (3) أن الشركات الخدمية والصناعية بشكل عام تعتمد على مكاتب التدقيق المحلية في عملية التدقيق على حساباتها، كما تبين أن نسبة الشركات الخدمية (43.5%) التي توكل مهام التدقيق لمكاتب التدقيق من الأربعة الكبار (Big4)، يفوق نسبتة في الشركات الصناعية (30.0%). ومن جهة أخرى، فقد تبين أن عدد مشاهدات عدم وجود ممارسات لإدارة الأرباح في الشركات الخدمية والصناعية يفوق عدد مشاهدات وجودها، كما تبين أن نسبة المشاهدات التي تظهر وجود ممارسة لإدارة الأرباح في الشركات الصناعية (44.3%)، يفوق مثيلتها في الشركات الخدمية (30.9%).

اختبار ملائمة النموذج

قبل القيام بتقدير نموذج البيانات المقطعية الزمنية، يجب التأكد من أن النماذج القياسية المستخدمة ملائمة من الناحية الإحصائية، والجدول التالي يظهر نتائج الاختبار.

الجدول (4) اختبار الارتباط الخطي المتعدد والنموذج المقدر الأفضل

المتغير التابع LMV				المتغيرات المستقلة
Hausman Test	Berush-Pagan LM Test	Tolerance	VIF	
Chi ² = 141.130 p-value = 0.000	Chi ² = 511.843 p-value = 0.000	0.921	1.086	ROA
		0.840	1.191	DEBT
		0.898	1.114	SIZE
		0.984	1.016	ECR
		0.977	1.023	AUD

تشير قيم معامل تباین التضخم (VIF) إلى خلو البيانات من مشكلة الارتباط الخطي المتعدد Multicollinearity، حيث كانت جميع قيم المعامل، وعند جميع المتغيرات المستقلة، أكبر من العدد (1)، وأقل من العدد (5). ولتحديد فيما إذا كان نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression) أم نموذجي الآثار الثابتة والعشوائية (Fixed & Random Effect Model) هو الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة، فقد تم استخدام اختبار Berush-Pagan LM Test، حيث بلغت قيمة مربع كاي (Chi² = 511.843)، وهي قيمة معنوية عند مستوى دلالة أقل من 0.05، مما يشير إلى ملائمة نماذج الآثار الثابتة والعشوائية لبيانات الدراسة.

ولتحديد أي من النموذجين أفضل، تم استخدام اختبار هاوسمان Hausman Test، حيث بلغت قيمة مربع كاي (Chi² = 141.130)، وهي قيمة معنوية عند مستوى دلالة أقل من 0.05، مما يشير إلى ملائمة نماذج الآثار الثابتة لبيانات الدراسة.

اختبار فرضيات الدراسة

لتحديد أي من العوامل (الربحية، والهيكلية، وحجم الشركة، وتركز الملكية، وجودة التدقيق)، لها أثر على القيمة السوقية للشركة، تم عرض نتائج اختبار الفرضيات (H01 إلى H05)، حيث يعرض الجدول (5) نتائج اختبار الانحدار المتمثل بنموذج الآثار الثابتة fixed effect، على النحو التالي:

الجدول (5) نتائج اختبار نموذج الدراسة الأول بالاعتماد على نموذج الآثار الثابتة.

المتغير التابع	المتغيرات المستقلة	معامل الانحدار	قيمة t المحسوبة	مستوى الدلالة Prob.
القيمة السوقية للشركة	الربحية	1.128	3.818	0.000
	الهيكلية	0.044	1.723	0.085
	حجم الشركة	0.782	30.848	0.000
	تركز الملكية	0.780	5.141	0.000
	جودة التدقيق	0.408	5.250	0.000
	ثابت الانحدار	2.663	6.224	0.000
معامل التحديد R^2		0.737		
معامل التصحيح $Adj R^2$		0.732		
قيمة F المحسوبة		146.332		
مستوى الدلالة Prob. F		0.000		
عدد المشاهدات		546		

نلاحظ من الجدول (5) أن أثر المتغيرات المستقلة العوامل (الربحية، والهيكلية، وحجم الشركة، وتركز الملكية، وجودة التدقيق) على القيمة السوقية للشركة كان أثراً معنوياً، حيث بلغت قيمة ($F=146.332$)، وبمستوى دلالة ($Prpb. F = 0.000$)، كما بلغ معامل التحديد ($R^2=0.737$)، وفي ذلك إشارة إلى أن المتغيرات المستقلة مجتمعة، قد فسرت ما نسبته (73.7%) من التباين في القيمة السوقية للشركة.

نتائج اختبار الفرضية الأولى H01: لا يوجد أثر لربحية الشركة على القيمة السوقية للشركة.

نلاحظ من الجدول (5) أن قيمة معامل الانحدار عند المتغير (الربحية) قد بلغ (1.128)، وبمستوى دلالة ($Prob = 0.000$)، وهو أقل من 0.05، وعليه يمكن القول بوجود أثر معنوية للربحية على القيمة السوقية للشركة.

H02: لا يوجد أثر لهيكلية الشركة على القيمة السوقية للشركة.

نلاحظ من الجدول (5) أن قيمة معامل الانحدار عند المتغير (الهيكلية) قد بلغ (0.044)، وبمستوى دلالة ($Prob = 0.085$)، وهو أكبر من 0.05، وعليه يمكن القول بعدم وجود أثر معنوية للهيكلية على القيمة السوقية للشركة.

H03: لا يوجد أثر لحجم الشركة على القيمة السوقية للشركة.

نلاحظ من الجدول (5) أن قيمة معامل الانحدار عند المتغير (حجم الشركة) قد بلغ (0.782)، وبمستوى دلالة ($Prob = 0.000$)، وهو أقل من 0.05، وعليه يمكن القول بوجود أثر معنوية لحجم الشركة على القيمة السوقية للشركة.

H04: لا يوجد أثر لهيكل ملكية الشركة على القيمة السوقية للشركة.

نلاحظ من الجدول (5) أن قيمة معامل الانحدار عند المتغير (تركز الملكية) قد بلغ (0.780)، وبمستوى دلالة (Prob = 0.000)، وهو أقل من 0.05، وعليه يمكن القول بوجود أثر معنوية لتركز الملكية على القيمة السوقية للشركة.

H05: لا يوجد أثر لجودة تدقيق الشركة على القيمة السوقية للشركة.

نلاحظ من الجدول (5) أن قيمة معامل الانحدار عند المتغير (جودة التدقيق) قد بلغ (0.408)، وبمستوى دلالة (Prob = 0.000)، وهو أقل من 0.05، وعليه يمكن القول بوجود أثر معنوية لجودة التدقيق على القيمة السوقية للشركة.

وتشير نتائج اختبار الفرضيات إلى وجود أثر معنوي لجميع العوامل السابقة على القيمة السوقية للشركة وعند مستوى دلالة 0.05، باستثناء متغير (الهيكلية) حيث كانت مستوى الدلالة أقل من 0.10، ويمكن تفسير عدم ظهور الأثر المعنوي للهيكلية عند دراسة أثر العوامل مجتمعة، إلى أن المتعاملين في السوق المالي من وسطاء ومستثمرين وحملات أسهم، يعتبرون العوامل الأخرى أكثر أهمية عند تقييم سعر السهم، سيما وأن زيادة اعتماد الشركة على المصادر الخارجية لتمويل أصولها وعملياتها، لا يضعف مركزها المالي، عندما تمتاز الشركة بربحية عالية وحجم أصول كافٍ لمواجهة الأزمات المالية المستقبلية.

كما تبين أن تركيز الملكية قد ظهر كإحدى العوامل التي تزيد من الثقة بأسهم الشركات، إضافة إلى وجود الأثر المعنوي لجودة التدقيق على القيمة السوقية. وبهذا نصل إلى نتيجة أن جميع العوامل كان لها الأثر الإيجابي المعنوي على القيمة السوقية للشركة، باستثناء الرفع المالي الذي لم يظهر الأثر المعنوي.

وبالاعتماد على نتائج الجدول (5)، يمكن كتابة نموذج الدراسة الأول، على النحو التالي:

$$LMV = 2.663 + 1.128*ROA + 0.044*DEBT + 0.782*SIZE + 0.780*ECR + 0.408*AUD + e_{it} \quad (1)$$

نتائج اختبار الفرضية السادسة H06: لا تؤدي ممارسة إدارة الأرباح إلى اختلاف في أثر خصائص الشركة (الربحية، والهيكلية، وحجم الشركة، وتركز الملكية في الشركة، وجودة تدقيق) على القيمة السوقية للشركة.

الجدول (6) يعرض نتائج أثر المتغير المعدل (إدارة الأرباح) على العلاقة بين خصائص الشركة (الربحية، والهيكلية، وحجم الشركة، وتركز الملكية في الشركة، وجودة تدقيق) وقيمتها السوقية. وقد تم عرض نتائج اختبار الفرضية بتضمين المتغير المعدل في النموذج الثاني (a)، وتفاعله مع المتغيرات المستقلة في النموذج الثاني (b).

الجدول (6) نتائج اختبار نموذج الدراسة الثاني بالاعتماد على نموذج الآثار الثابتة.

النموذج الثاني <i>b</i>			النموذج الثاني <i>a</i>			المتغيرات المستقلة
مستوى الدلالة Prob.	قيمة <i>t</i> المحسوبة	معامل الاتحدار	مستوى الدلالة Prob.	قيمة <i>t</i> المحسوبة	معامل الاتحدار	
0.000	7.422	4.316	0.000	3.616	1.068	الربحية
0.352	0.932	0.023	0.082	1.744	0.045	الهيكلية
0.000	23.742	0.822	0.000	30.467	0.775	حجم الشركة
0.000	4.071	0.790	0.000	5.002	0.757	تركز الملكية
0.000	3.977	0.383	0.000	5.387	0.418	جودة التدقيق
0.055	1.926	1.623	0.022	-2.302	-0.166	إدارة الأرباح
0.000	-6.331	-4.242				الربحية * إدارة الأرباح
0.342	-0.950	-0.251				الهيكلية * إدارة الأرباح
0.086	-1.721	-0.088				حجم الشركة * إدارة الأرباح
0.564	-0.577	-0.168				تركز الملكية * إدارة الأرباح
0.947	-0.066	-0.010				جودة التدقيق * إدارة الأرباح
0.001	3.332	1.959	0.000	6.580	2.859	ثابت الاتحاد
0.765			0.740			معامل التحديد R^2
0.758			0.734			معامل التصحيح $Adj R^2$
105.158			134.606			قيمة <i>F</i> المحسوبة
0.000			0.000			مستوى الدلالة <i>Prob. F</i>
546			546			عدد المشاهدات

عند استعراض نتائج اختبار الفرضية السادسة (H06)، والمتمثلة في النموذج الثاني (a)، حيث تم تضمين إدارة الأرباح إلى خصائص الشركة، نجد أن أثر متغير إدارة الأرباح قد أظهر وجود الأثر المعنوي السالب، وهذا مؤشر على أن إدارة الأرباح تؤثر سلباً على قيمة الشركة السوقية، وهذا قد ينتج من عدم ثقة مستخدمي البيانات المالية بالبيانات المنشورة من قبل الشركات التي تقوم بممارسة إدارة الأرباح، وبالتالي سوف يعزفون عن التعامل بأسهم هذه الشركة. أما نتائج الأثر التفاعلي لإدارة الأرباح مع خصائص الشركة، فقد أظهرت أن أثر الربحية على القيمة السوقية كان الوحيد المتأثر بممارسة الشركة لإدارة الأرباح، حيث تبين وجود الأثر السلبي لتفاعل الربحية مع إدارة الأرباح، وهذا مؤشر على أن مستخدمي البيانات المالية

سوف يعيدون تقييم ربحية الشركة المنشورة بالقوائم المالية، عندما يتبين لهم أن الشركة تمارس إدارة الأرباح، في حين لن يتأثر تقييمهم لبقية الخصائص عندئذٍ.

النتائج والتوصيات

في ضوء نتائج تحليل بيانات وفرضيات الدراسة، فقد تم التوصل لما يلي:

- 1- تباينت الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المساهمة العامة من حيث (القيمة السوقية، والربحية، والهيكلية، الحجم، وتركز الملكية)، وهذا قد يعود لعوامل داخلية خاصة بالشركة، وخارجية خاصة بالقطاع الصناعي، والاقتصاد الكلي.
- 2- تبين أن الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المساهمة العامة تعتمد في عمليات التدقيق الخارجي، بشكل عام، على مكاتب التدقيق المحلية، أكثر من اعتمادها على مكاتب التدقيق العالمية.
- 3- تبين أن ممارسة إدارة الأرباح في الشركات الصناعية والخدمية الأردنية المساهمة العامة لا يعتبر ظاهرة شائعة، حيث أن نسبة الشركات التي تمارس الأرباح أقل من نسبة الشركات التي لا تمارس إدارة الأرباح.
- 4- وجود أثر معنوي إيجابي لخصائص الشركة على قيمتها السوقية، باستثناء الرفع المالي الذي أظهر أثراً إيجابياً غير معنوي.

5- وجود أثر معنوي سلبي لممارسه إدارة الأرباح على قيمة الشركة السوقية.

6- لم يظهر وجود أثر لإدارة الأرباح وخصائص الشركة على القيمة السوقية، إلا عند متغير الربحية، وكان أثراً سلبياً.

وقد توافقت نتيجة هذه الدراسة مع نتيجة دراسة (Fauzi & Wahyudi, 2016) والتي توصلت إلى أن انخفاض ربحية الأصول يؤثر على عوائد الاسهم، وتوافقت مع نتيجة دراسة (Chaopricha et al., 2007) والتي توصلت إلى وجود تأثير لربحية وحجم الشركة على عائدات الاسهم، كما توافقت مع نتيجة دراسة (Idris & Bala, 2015) والتي توصلت إلى وجود تأثير إيجابي لربحية الشركة على حقوق الملكية على العوائد السوقية للسهم، وتوافقت أيضاً مع نتيجة دراسة (العيسى محمد، 2017) والتي توصلت إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمعدل العائد على الأصول على القيمة السوقية للأسهم، وكذلك مع نتيجة دراسة (جرادات، 2009) والتي توصلت إلى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الاسهم للشركات، ونتيجة دراسة (المرياني، الساعدي والشاوين، 2015) والتي توصلت إلى وجود علاقة سلبية غير دالة إحصائياً بين إدارة الأرباح وعوائد الأسهم للشركات الصناعية. وكذلك نتيجة دراسة (اللوذي، 2013) التي أظهرت أن ما نسبته 53.5% من الشركات تمارس إدارة الأرباح في حين أن 46.5% لم تمارس إدارة الأرباح، وهذا مؤشر على وجود تقارب نسبي بين الشركات الممارسة وغير الممارسة، وبالتالي لا تعتبر ممارسة إدارة الأرباح ظاهرة شائعة. ونتيجة دراسة (عواد، 2011) والتي بينت إلى أن 44% من الشركات تمارس إدارة الأرباح.

إلا أنها اختلفت مع نتيجة دراسة (جرادات، 2009)، والتي توصلت إلى عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية للربحية وحجم الشركة على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم للشركات، ونتيجة دراسة (Fauzi & Wahyudi, 2016)، والتي توصلت إلى أن ارتفاع نسبة الدين يؤثر على عوائد الأسهم، واختلفت كذلك، مع نتيجة دراسة (Idris & Bala, 2015) والتي توصلت إلى وجود تأثير إيجابي لتمويل الدين على العوائد السوقية للسهم. كما اختلفت مع نتيجة (الشيخ، 2014)، والتي أظهرت وجود علاقة إيجابية بين إدارة الأرباح وسعر السهم السوقية.

وقد تم صياغة التوصيات على النحو التالي:

- 1- عدم اعتماد مستخدمي التقارير المالية على القوائم المالية المنشورة كأرقام مسلم بها لغايات تقييم الاستثمار، وتقييم استمرارية واستقرار الأرباح، وذلك كون هذا الاستقرار قد يكون ناتج عن ممارسة إدارة الأرباح، تلبية لأهداف الإدارة بمختلف مستوياتها ومكوناتها.
- 2- ضرورة التحذير من الآثار السلبية لممارسة إدارة الأرباح على الأداء العام للشركة، وخاصة تلك التي يوجد لديها ممارسات لإدارة الأرباح، كما أنه من الضروري أن يتم وضع ضوابط محاسبية خاصة بالمستحقات المقدرة وغير المقدرة وكيفية معالجتها بحيث لا يترك خيار التقدير لإدارة الشركة.
- 3- العمل على وجود الزام قانوني رادع بحق الشركات التي لديها ممارسات غير قانونية لإدارة الأرباح، لأن تلك الممارسات من شأنها خداع مستخدمي القوائم المالية.
- 4- العمل على بث الاطمئنان لدى المساهمين على أموالهم، وكيفية إدارتها داخل الشركة، وتقليل المخاطر التي يتعرضون لها نتيجة سوء الإدارة، وذلك من خلال العمل على تمكين مستخدمي التقارير السنوية من التعرف على احتياجاتهم.
- 5- اعتماد القيمة السوقية كمؤشر لأداء الإدارة، والوحدة الاقتصادية ككل، مع ضرورة الأخذ بعين الاعتبار المؤثرات الخارجية على القيمة السوقية، ومن أهمها، حجم التداول، والسيولة، والظروف السياسية الراهنة.
- 6- هناك فجوة بين توقعات بعض الوسطاء والمحللين والأداء الفعلي للسوق، حيث يفترض أن تصدر هذه التوقعات عن جهات متخصصة سواء محلية أو أجنبية، تتوفر فيها الكفاءة والمهنية والخبرة والتخصص والحيادية والالتزام بشرف المهنة، مع افتراض أن الجهات الرقابية تراقب هذه التوصيات والتوقعات والتحليلات للتأكد من مصداقيتها بسبب اعتماد عدد كبير من المستثمرين على هذه التوصيات في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.
- 7- . وأخيراً يوصي الباحثان، بضرورة القيام بدراسات أخرى، تهدف إلى استكشاف المزيد من الأساليب المستخدمة في إدارة الأرباح من قبل الشركات الأردنية، وتوضيح كيفية الكشف ومعالجتها.

المراجع العربية

- أبو عجيلة، عماد وحمدان، علام (2013)، أثر جودة التدقيق في الحد من إدارة الأرباح: دليل من الأردن، *المجلة العربية للعلوم الادارية*، مجلد (17)، عدد (2)، ص ص 76-126، البحرين.
- الحباشنة، فضل، شحاتيت، محمد، البدور، جابر، العمارين، زينة (2015)، العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي في بورصة عمان. *دراسات العلوم الادارية*، المجلد (42)، العدد (2). جامعة مؤتة.
- ابو شنب، سامح عبد الكريم محمود (2008)، اثر العوائد والمخاطر على القيمة السوقية لأسهم الشركات: دراسة تطبيقية، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة عمان العربية.
- البراجنة، أمجد ابراهيم (2009) اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الاسلامية- غزة عمادة الدراسات العليا كلية التجارة قسم المحاسبة والتمويل.
- الكيلاني، قيس اديب (2003)، التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم : دراسة لعينة من الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة، *قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة*.
- الكيلاني، قيس اديب، قديمي، عدنان (2004) اثر القيمة الدفترية للسهم على قيمتها السوقية- حالة احتجاز الأرباح، دراسة تحليلية على البنوك الاردنية، *قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة*.
- _ اللوزي، خالد محمد (2013)، اثر ممارسة ادارة الأرباح على سعار الأسهم، دراسة اختبارية على الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الاوسط.
- _ الشيخ، عماد يوسف احمد (2011)، تاثير عملية ادارة الأرباح في سعر السهم للشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن، *قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة*.
- _ التل، هبة عمر محمد (2015)، اثر ادارة الارباح على الأسعار السوقية للأسهم دراسة اختبارية على الشركات الهندسية والأثناوية الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الاوسط.
- الدباس، قاسم احمد، (2015)، اثر جودة التدقيق على القيمة السوقية للسهم في البنوك الاردنية المدرجة في بورصة عمان، اطروحة دكتوراة غير منشورة، جامعة العلوم الاسلامية العالمية.
- الذنيبات، زياد فراس، (2015)، محددات القيمة السوقية لأسهم البنوك التجارية الاردنية المدرجة في بورصة عمان، *المجلة الاردنية للعلوم التطبيقية*، مجلد (17) العدد (1).
- المرياني، محمد عبدالحسين، الساعدي، علاء عبدالمحسن صالح، الشاوي، الهام جعفر حميد (2015)، ادارة الارباح وعلاقتها بعوائد الأسهم: دراسة تطبيقية على عينة الشركات الصناعية في دولة الإمارات العربية المتحدة. *مجلة البحوث الاقتصادية والمالية*، العدد (4).
- جرادات، مراد (2009)، أثر خصائص الشركة والأرباح الموزعة على عوائد الأسهم لشركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، اربد.

كبلان، معتز عبد الحميد علي (2016)، أثر ممارسات إدارة الأرباح على أسعار أسهم الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية الليبي: "دراسة تحليلية". *مجلة البحوث المالية والاقتصادية، الإصدار (1) مقالة رقم (2)*.
مرعي، ليلي أحمد، (2002)، تقييم مدة جودة الأرباح المحاسبية الصادرة عن الشركات المساهمة المصرية، من منظور ممارسات إدارة الأرباح، *مجلة الدراسات المالية والتجارية، جامعة القاهرة، العدد (3)*.
عواد، بهاء صبحي عبد اللطيف (2011)، أثر إدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على القيمة السوقية للشركة، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان العربية.
غرفة صناعة الأردن، العدد الثاني عشر (2017) <http://www.jci.org.jo>
رمضان، عماد زياد (2004)، أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات الأردنية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان العربية.
نادر، نهاد الياس، (2016)، أثر الملكية الادارية في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، *مجلة تشرين للبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (38)، العدد (2)*.
يحيوي، نعيمة وبوسلمة، حكيمة (2012)، دور الحاكمية المؤسسية في تحسين الأداء المالي للشركات، "الملتقى الوطني لحوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، مخبر مالية بنوكو إدارة الأعمال، 6-7 (5).

المراجع الأجنبية

- Ahmad, H., Fida, B. A. & Zakaria, M. (2013). The co-determinants of capital structure and stock returns: evidence from the Karachi stock exchange. *Lahore Journal of Economics*, 18 (1), 81-92.
- Al-Attar, A. and Suwaidan, M. (2012), Corporate Governance and Earnings Management: Jordanian Evidence, *International Business Research*, Jordan, 5(1): 222 -216.
- Al-Mousawi, R. and Al-Thuneibat, A. (2011), The Effect of Audit quality on the Earnings Management Activities, *Dirasat Journal*, the University of Jordan, 38(2).
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of financial and quantitative analysis*, 43(1), 59.
- Abed et al, 2012, Corporate governance and earning management, Jordan evidence, *International business research*, 5 (1), pp. 216-225.
- Alves, S., 2012, Ownership structure and earning management evidence from Portugal, *Australasian accounting, business and finance journal*, vol 6 issue 1.
- Albrecht, W.D. and F.M. Richardson, 1990. Income smoothing by economy sector. *Journal of Business Finance and Accounting*, 17(5): 713-730.
- Aivazian, A., Y. Ge and J. Qiu, 2005. The impact of leverage on firm investment: The Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2): 277-291.

- Alkhatib, K. and Al Bzour, A. (2011) Predicting Corporate Bankruptcy of Jordanian Listed Corporate Bankruptcy of Companies: Using Altman and Kida Models, *Jordanian Listed International Journal of Business and Management*, Vol. 6, No. 3, p 208-215.
- Banz, Rolf W. 1981. "The Relationship between Return and Market value of Common Stocks." *Journal of Financial Economics*, vol.9, no.1 (March):3-18.
- Bassiouny, Sara. W; Soliman, Mohamed. Mustafa; Ragab, Aiman, (2016), The Impact of Firm Characteristics on Earnings Management: An Empirical Study on the Listed Firms in Egypt. *The Business and Management Review*, Vol. 7 (2).
- Berger, A., Klapper and G. Udell (2001), "The Ability of Banks to Lend to Informational Opaque Small Businesses", *Journal of Banking and Finance*, Vol.25, pp. 2127-2167.
- Bhandari, L.C. (1988) Debt/Equity ratio and expected common stock returns; Empirical evidence. *Journal of Finance* 43, 507-528.
- Ball, R. and J. Foster, 1982. Corporate financial reporting: A methodological review of empirical research. *Journal of Accounting Research*, 20: 161-234.
- Banz, R.W., (1981) "The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock", *Journal of Financial Economics*, , pp. 3-18.
- Chaopricha, Panu; Chan, Peng; Pillard, Dennis, (2007), Firm Characteristics and Stock Return, *Asian and Pacific DSI*.
- Cheng, M., and Tzeng, Z. (2011), "The Effect of Leverage on Firm Value and How the Firm Financial Quality Influence on this Effect", *World Journal of Management*, 3(2), pp. 30-53.
- Chris, Brooks; Tsolacos, Sortiris; Lee, Stephen (2000), The cyclical relations between traded property stock prices and aggregate time - series, *Journal of property investment and finance*, 18, 6, 540 - 564.
- Chung, R & Firth, M & Kim, J 2005, 'Earnings management, surplus free cash flow and external monitoring', *Journal of business research*, vol.58, no.6, pp. 766-776
- Collins, Daniel W.; Pincus, Morton (1999), equity valuation and negative earnings: the role of Book value of equity, *accounting review journal*, 1-4.
- Chung, R & Firth, M & Kim, J (2005), 'Earnings management, surplus free cash flow and external monitoring', *Journal of business research*, vol.58, no.6, pp. 766-776
- Chau, G., and S., Gary (2010), "Family Ownership, Board Independence and Voluntary Disclosure: Evidence from Hong Kong", *Journal of International Accounting, Auditing*
- DeGeorge, F., J. Patel and R. Zeckhauser, (1999). Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business*, 72(1): 1-33.
- Emanuel . D, And Wong. N ,(2003), "Efficient Contracting And Accounting", *Accounting and Finance*, Vol. 43, pp.149 -166.
- Fayzui, Rizaldi; Wahyudi, Imam, (2016), The Effect of Firm and Stock Characteristics on Stock Returns: Stock Market Crash Analysis. *The Journal of Finance and Data Science*, Vol. 2: pp. 112-124.

- Fung, S & Goodwin, J (2013), 'Short term debt maturity, monitoring and accruals- based earningsmanagement', *Journal of contemporary accounting and economics*, vol.9, no.1, pp. 67-82.
- Gill, A., and Obradovich, O., (2012), "The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms", *International Research Journal of Finance and Economics*, 91(2): 1450-2887.
- Haniffa, R. and Hudaib, M. (2006), "Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies", *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(7): 1034-1062.
- Idris, Ibrahim; Bala, Hussaini, (2015), Firm's Specific Characteristics and Stock Market Returns: (Evidence from Listed Food and Beverages Firms in Nigeria). *Journal of Finance and Accounting*, Vol. 6, (16).
- Jean, B., Sonda, M. and Courteau, L. (2004), The Effect of Audit Committee Expertise, Aggressive Earnings Management, Auditing: *A Journal of Practice and Theory*, 23(2): 13-35.
- Jensen M.C and Meckling, W. H. (1976), "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 11(4): pp. 305-360.
- José L. Gallizo, Manuel Salvador, (2006) "Share prices and accounting variables: a hierarchical Bayesian analysis", *Review of Accounting and Finance*, Vol. 5 Issue: 3, pp.268-278,
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976), Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Kenny, G. (2005), "Strategic Planning and Performance Management: Develop and Measure a Winning Strategy", *Elsevier Butterworth-Heinemann*, Oxford.
- Kester, S. (1986), "Capital and Ownership Structure: A Governance", *Journal of Administration and Governance*, 3(1): 22-31.
- Lakonishok, J. & Shapiro, A. (1984). Stock returns, beta, variance and size: an empirical analysis. *Financial Analysts Journal*, 40 (36).
- Lukacs, P. (2002). Stock returns distribution and market capitalization. *Hungarian Statistical Review*, special number 7.
- Lee, B.B. and B. Choi, 2002. Company size, auditor type, and earnings management. *Journal of Forensic Accounting*, 3: 27–50.
- Mulugetta, Abraham; Movassaghi, Hormoz (2002), the influence of S & P's ranking changes on stock price performance, managerial finance, **28, 4, 19 - 30**.
- Myers, S. and Majluf, N. (1984), "Corporate Finance and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do not Have", *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- Okolie Augustine O.; Izedonm Famous I. O. i; The Impact of Audit Quality on the Share Prices of Quoted Companies in Nigeria Research *Journal of Finance and Accounting* www.iiste.org ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847 (Online) Vol.5, No.8, 2014
- Pandey, I. M. (2001). The expected stock returns of Malaysian firms: a panel data analysis. *IIMA Working Paper*, 09 (01).
- Press, E.G. and J.B. Weintrop, 1990. Accounting-based constraints in public and private debt agreements: Their association with leverage and impact on accounting choice. *Journal of Accounting & Economics*, 12(1-3): 65-95.
- Rangan, S., 1998. Earnings around seasoned equity offerings: Are they overstated? *Journal of Financial Economics*, 50(October): 101-122.
- Rusmin, R 2010, 'Auditor quality and earnings management: Singapore evidence', *Managerial Auditing Journal*, vol.25, no.7, pp. 618-638.

- Stolowy, H. and Gaétan, B. (2004), Accounting Manipulation: A literature Review and Proposed Conceptual Framework, *The Review of Accounting and*
- Sánchez-Ballesta, J. and E. García-Meca, 2007. Ownership structure, discretionary accruals and the informativeness of earnings. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4): 677-691.
- Sweeney, A.P., 1994. Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting & Economics*, 17(3): 281-308.
- Finance*, 3(1): 5 – 65.-Sundaresan, H. & Fan, H. (2000). Debt valuation, renegotiation and optimal dividend policy. *Review Finance Studies*, 13 (4), 1057-1099.
- Tahir, S, Hussain; Sabir, H, Muhammad; Alam, Toheed; Isamil, Ammara, (2013), Impact of Firm's Characteristics on Stock Return: A Case of Non-Financial Listed Companies in Pakistan. *Asian Economic and Financial Review*, Vol. 3 (1): pp. 51-61.
- Tornyeva, K. and Wereko, T. (2012), "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from the Insurance Sector of Ghana", *European Journal of Business and Management*, 4(13).
- Tudor, C. (2010). Firms specific factors as predictors of future returns for Romanian common stock: empirical evidence. *International business and Economics Department*, Academy of Economics Studies from Bucharest, Romania.
- Uwubanmwun, A. E. & Obayagbona, J. (2012). Company fundamentals and returns in the Nigerian stock exchange. *JORIND*, 10 (2).
- Uwuigbe, Uwalomwa; Ranti, Olubukunola; Bernard, Okorie (2015), *Asian Economic and Financial Review*, Vol. 5 (2): pp. 218-228.
- Ujah, N. and J. Brusa, 2011. Earnings management, financial leverage, and cash flow volatility: Do economic conditions matter? Working paper. Available from <http://ssrn.com/abstract=1929550> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1929550>.
- Wajid, K., Arab, N., Madiha, K., Waseem, K. Q. K. & Shabeer, A. (2013). The impact of capital structure and financial performance on stock returns: a case of Pakistani textile industry. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 16 (2), 289-295.
- Waweru, N. M., and Riro, G. K. (2013), Corporate Governance, Firm Characteristics and Earnings Management in an Emerging Economy. *Journal of Applied Management Accounting Research*, Vol. 11(1): 43-64.
- Watts, R. and J. Zimmerman, (1986). Positive accounting theory. Englewood Cliffs, New Jersey, USA: Prentice-Hall.
- Watts, R & Zimmerman, J (1983), 'Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm: Some Evidence', *Journal of Law and Economics*, vol.26, no.3, pp. 613-633
- Yang, C. C., Lee, C. F., Gu, Y. X. & Lee, Y. W. (2010). Co-determination of capital structure and stock a LISREL approach: an empirical test of Taiwan stock markets. *Quarterly Review of Economics and Finance* returns –, 50(2), 222–233.
- Yasar, A (2013), 'Big four auditor's audit quality and earnings management: Evidence from Turkish stock market', *International journal of business and social science*, vol. 4, no. 17, pp. 153-163