

أثر إدارة الأرباح في كفاءة تسعير الأسهم: دراسة تحليلية للمصارف  
المدرجة في بورصة عمان

**The impact of earnings management on stock pricing  
efficiency: An analytical study of banks listed on the  
Amman Stock Exchange**

م. م. مصطفى احمد محسن

م. د. علي طه ياسين

جامعة البصرة / كلية الإدارة والاقتصاد

م. د. حسن عبد الرضا حسن

جامعة ذي قار / كلية الإدارة والاقتصاد

ali.yaseen@uobasrah.edu.iq

mustafa.ahmed@uobasrah.edu.iq

hassan.a.saud21@utq.edu.iq

رقم التصنيف الدولي ISSN 2709-2852

تاريخ قبول النشر: ٢٠٢٦/٢/٢٢

تاريخ استلام البحث : ٢٠٢٦/١/٢٨

المستخلص

يهدف هذا البحث إلى اختبار أثر إدارة الأرباح باستخدام المكون الاختياري لمخصص خسائر القروض في كفاءة تسعير الأسهم في المصارف الأردنية خلال الفترة (٢٠١٢-٢٠٢١)، انطلاقاً من مشكلة تتمثل في عدم وضوح تأثير ممارسات إدارة الأرباح المصرفية في كفاءة تسعير السوق للأسهم، وبفرضية مفادها وجود أثر معنوي لهذه



الممارسات في كفاءة التسعير. اعتمدت الدراسة بيانات (١٢) مصرفاً، واستخدمت نموذجين لقياس كفاءة تسعير الأسهم هما نموذج السعر ونموذج العائد. أظهرت النتائج عدم وجود تأثير معنوي لإدارة الأرباح عند قياس الكفاءة بسعر السهم، مقابل تأثير سلبي معنوي مرتفع عند قياسها بعوائد الأسهم، بما يعكس استجابة المستثمرين لممارسات إدارة الأرباح عند تقييم الأداء الاستثماري. كما لم تظهر فروق معنوية تبعاً لحجم المصرف أو خصائصه. وتوصي الدراسة بزيادة شفافية الإفصاح عن المخصصات وتعزيز الرقابة على ممارسات إدارة الأرباح، وتقتراح تطبيق النموذج في أسواق مالية عربية مشابهة، وعلى رأسها السوق العراقي، لاختبار اتساق العلاقة في بيئات مصرفية متقاربة.

**الكلمات المفتاحية:** إدارة الأرباح، مخصص خسائر القروض، كفاءة تسعير الأسهم، بورصة عمان، عوائد الأسهم.

## Abstract

This research aims to test the impact of earnings management using the discretionary component of loan loss provisions on the efficiency of stock pricing in Jordanian banks during the period (2012–2021), based on the problem of the unclear effect of banking earnings management practices on the market pricing efficiency of stocks, with the hypothesis that there is a significant impact of these practices on pricing efficiency. The study relied on data from 12 banks and used two models to measure stock pricing efficiency: the price model and the return model. The results showed no significant impact of earnings management when measuring efficiency by stock price, whereas a high negative significant impact was observed when measuring it by stock returns, reflecting investors' response to earnings management practices when evaluating investment performance. There were also no significant differences based on the size or characteristics of the bank. The study recommends increasing transparency in the disclosure of provisions and enhancing oversight of earnings management practices. It also suggests applying the model in

similar Arab financial markets, particularly the Iraqi market, to test the consistency of the relationship in closely related banking environments.

**Keywords:** Earnings Management, Loan Loss Provisions, Stock Pricing Efficiency, Amman Stock Exchange, Stock Returns.

### المقدمة

تعد كفاءة تسعير الأسهم إحدى الركائز الأساسية في تقييم فاعلية الأسواق المالية، إذ تشير إلى مدى قدرة السوق على عكس المعلومات المتوفرة في أسعار الأوراق المالية (Ball & Brown, 1968, p. 159) ويفترض في السوق الكفوء أن يستجيب لتغيرات المؤشرات المحاسبية والمالية بنحو يعكس القيمة الاقتصادية الحقيقية للشركة. إلا أن هذه الكفاءة قد تتأثر بشكل سلبي في حال لجأت الإدارة إلى ممارسات إدارة الأرباح، التي تعرف بأنها تدخل اختياري من قبل الإدارة في إعداد التقارير المالية بهدف التأثير على النتائج المحاسبية المنشورة لأغراض تعاقدية أو سوقية (Bansal, 2024, p. 630).

في السياق المصرفي، تعد مخصصات خسائر القروض من أكثر أدوات إدارة الأرباح استخداماً، نظراً لما تنطوي عليه من تقديرات محاسبية يصعب التحقق منها بشكل مباشر، ما يتيح للمصارف فرصة التلاعب في الأرباح. ووفقاً لدراسات إدارة الأرباح فإن مثل هذه الممارسات قد تؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات وتقويض جودة المعلومات المحاسبية، مما يضعف استجابة السوق ويشوه كفاءة التسعير.

بناءً على ذلك، تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر إدارة الأرباح باستخدام المكون الاختياري لمخصص خسائر القروض في كفاءة تسعير الأسهم في المصارف الأردنية، وذلك باستخدام بيانات تغطي ١٢ مصرفاً مدرجاً في بورصة عمان للفترة ٢٠١٢-٢٠٢١. وتم قياس كفاءة التسعير من خلال نموذجين، أحدهما يعتمد على سعر السهم، والآخر على العائد السنوي للسهم. وتسهم هذه الدراسة في معالجة العلاقة بين جودة الأرباح والتسعير في بيئة مالية ناشئة، ذات خصائص تنظيمية ومؤسسية شبيهة بأسواق

مجاورة مثل السوق المالي العراقي، بما يسمح بتوسيع النتائج نحو سياقات إقليمية مشابهة.

تم تنظيم هذا البحث على النحو الآتي: تم تناول منهجية البحث والدراسات السابقة في الجزء الثاني، ثم الإطار النظري لمتغيرات البحث في الجزء الثالث، وخصص الجزء الرابع لتصميم البحث، وجاء الجزء الخامس لعرض نتائج البحث ومناقشتها، وأخيراً تم عرض الاستنتاجات والتوصيات في الجزء السادس.

## ١- المبحث الأول/ منهجية البحث

### ١.١ - مشكلة البحث

تشير الدراسات المحاسبية السابقة إلى وجود تباين ملحوظ في نتائج البحوث المتعلقة بأثر إدارة الأرباح على كفاءة تسعير الأسهم، إذ توصلت بعض الدراسات إلى أن ممارسات إدارة الأرباح تضعف المحتوى المعلوماتي للأرباح وتحد من قدرة أسعار السوق على عكس المعلومات الجوهرية (Wilson, 2015, p. 1; Dang et al., 2023; Wang et al., 2022, p. 425) في حين أشارت دراسات أخرى إلى أن هذه الممارسات قد تستخدم كأداة لنقل معلومات خاصة وتحسين كفاءة التسعير في ظل بيانات تتسم بعدم تماثل المعلومات (Subramanyam, 1996, p. 249; Chen, Hope & Wang, 2011, p. 1255; Liu & Sun, 2022) في القطاع المصرفي، نظراً لاتساع نطاق التقدير الإداري في بنود محاسبية رئيسة مثل مخصصات التسهيلات الائتمانية، وما يترتب على ذلك من صعوبة تمييز السلوك الانتهازي عن السلوك المعلوماتي للإدارة. ورغم أهمية هذا الجدل، لا تزال الأدلة التجريبية من الأسواق الناشئة، ولا سيما في البيئة المصرفية، محدودة وغير حاسمة، الأمر الذي يثير تساؤلاً بحثياً جوهرياً حول طبيعة العلاقة بين إدارة الأرباح وكفاءة تسعير الأسهم في هذه الأسواق، ومدى قدرة الأسعار السوقية على استيعاب المعلومات المحاسبية في ظل هذه الممارسات.

## ٢.١ - أهداف البحث

يسعى هذا البحث الى تحقيق الأهداف الاتية:

- ١- تحليل أثر ممارسات إدارة الأرباح على كفاءة تسعير الأسهم في المصارف المدرجة في السوق الاردني.
- ٢- اختبار ما إذا كانت إدارة الأرباح تمثل سلوكاً انتهازياً يؤدي إلى إضعاف كفاءة تسعير الأسهم، أم آلية معلوماتية تسهم في تحسينها في بيئات تتسم بعدم تماثل المعلومات.
- ٣- تقييم قدرة أسعار الأسهم في القطاع المصرفي على عكس المعلومات المحاسبية الجوهرية في ظل اختلاف مستويات إدارة الأرباح.

## ٣.١ - فرضيات البحث

تشير الأدبيات المحاسبية إلى أن الأرباح المحاسبية تعد من أهم المدخلات التي يعتمد عليها المستثمرون في تقييم الشركات وتسعير أسهمها، إلا أن هذا الدور المعلوماتي للأرباح يتأثر بدرجة المرونة التقديرية المتاحة للإدارة في إعداد التقارير المالية. ففي القطاع المصرفي، تمنح المعايير المحاسبية والإطار الرقابي الإدارة مساحة واسعة من التقدير، ولا سيما فيما يتعلق بتكوين مخصصات التسهيلات الائتمانية، الأمر الذي يتيح إمكانية ممارسة إدارة الأرباح بدرجات متفاوتة. وقد أظهرت الدراسات السابقة نتائج متباينة بشأن أثر هذه الممارسات، إذ ترى بعض الدراسات أن إدارة الأرباح تؤدي إلى تشويش الإشارات المحاسبية وإضعاف المحتوى المعلوماتي للأسعار السوقية، في حين تشير دراسات أخرى إلى أن هذه الممارسات قد تستخدم لنقل معلومات خاصة وتحسين عملية التسعير في بيئات تتسم بعدم تماثل المعلومات. وبناءً على هذا الجدل النظري والتباين في النتائج التطبيقية. مما يقودنا الى وضع الافتراضات الاتية:

**H1:** توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين ممارسات إدارة الأرباح وكفاءة تسعير الأسهم

المقاسة بسعر السهم في المصارف المدرجة في السوق المالي الاردني.

**H2:** توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين ممارسات إدارة الأرباح وكفاءة تسعير الأسهم

المقاسة بعوائد الاسهم في المصارف المدرجة في السوق المالي الاردني.

#### ٤.١ - أهمية البحث

تتبع أهمية هذا البحث من إسهامه في تعميق الفهم المحاسبي لدور إدارة الأرباح في تشكيل كفاءة تسعير الأسهم في القطاع المصرفي، وذلك من خلال تقديم أدلة تطبيقية من سوق مالي ناشئ يتسم بخصوصية مؤسسية ومعلوماتية. كما يكتسب البحث أهمية خاصة على الصعيدين الرقابي والاستثماري، إذ يوفر مؤشرات يمكن أن تدعم جهود الجهات التنظيمية في تعزيز جودة التقارير المالية والحد من الممارسات التقديرية التي قد تؤثر في كفاءة السوق. وإضافة إلى ذلك، فإن النتائج المتوقعة للبحث تحمل دلالات مهمة للسياق العراقي، في ظل التقارب النسبي بين السوقين الأردني والعراقي من حيث هيكل القطاع المصرفي ومستوى تطور الأسواق المالية، بما يسهم في توسيع نطاق الاستفادة من النتائج ودعم متخذي القرار والباحثين في البيئة العراقية.

#### ٥.١ - مجتمع وعينة البحث

يتكون مجتمع البحث من جميع المصارف المدرجة في بورصة عمان والبالغ عددها ١٣ مصرف، اما عينة البحث فقد شملت جميع هذه المصارف تقريباً اذ تكونت من 12 مصرفاً أردنياً مدرجاً في سوق عمان للأوراق المالية ويمثل هذا العدد جميع المصارف المدرجة تقريباً ما عدا مصرف واحد لم يشمل ضمن العينة لعدم اكتمال بياناته. كما شملت العينة فترة زمنية امتدت إلى ١٠ سنوات متتالية، مما أتاح تكوين 120 مشاهدة (١٢ مصرفاً \* ١٠ سنوات). ويعد هذا الحجم مناسباً لإجراء التحليل واختبار الفرضيات المرتبطة بإدارة الأرباح وكفاءة تسعير الأسهم في القطاع المصرفي.

واعتمدت الدراسة على مصادر بيانات موثوقة، اذ تم الحصول على بيانات السوق، والمتمثلة في أسعار الإغلاق السنوية للأسهم، من التقارير الرسمية الصادرة عن سوق عمان للأوراق المالية، في حين تم استخراج البيانات المحاسبية من القوائم المالية السنوية المنشورة للمصارف والمتاحة عبر التقارير السنوية الرسمية. وشملت البيانات المحاسبية مؤشرات الأداء المالي مثل عائد السهم والقيمة الدفترية للسهم وتوزيعات الأرباح، فضلاً عن البيانات المتعلقة بمخصصات خسائر القروض اللازمة لقياس إدارة الأرباح. كما تم استخدام هذه

البيانات في احتساب العائد السنوي للسهم، بما يضمن اتساق القياس ودقة التحليل.

### ٦.١ - أساليب القياس المالية والإحصائية

اعتمدت الدراسة المنهج الكمي التحليلي باستخدام بيانات بانل (Panel Data) لقياس أثر إدارة الأرباح في كفاءة تسعير الأسهم في المصارف الأردنية المدرجة. وتم قياس إدارة الأرباح باستخدام المكون الاختياري لمخصص خسائر القروض (DLLP) استناداً إلى منهجية (Beaver and Engel, 1996)، من خلال تقدير نموذج مخصصات القروض واستخراج البواقي التي تمثل الجزء الاختياري. أما كفاءة تسعير الأسهم، فقد تم قياسها باستخدام مقياسين بديلين هما سعر الإغلاق السنوي للسهم وفق نموذج Ohlson (1995)، والعائد السنوي للسهم المحسوب على أساس نسبة التغير في سعر الإغلاق السنوي. ولغرض اختبار فرضيات البحث، تم استخدام نماذج الانحدار المتعدد ضمن إطار بيانات البانل لقياس أثر إدارة الأرباح في كل من سعر السهم والعائد السنوي، مع تضمين مجموعة من المتغيرات الضابطة المتمثلة في ربحية السهم (EPS)، والقيمة الدفترية للسهم (BVPS)، وتوزيعات الأرباح (DPS)، وحجم المصرف (SIZE). كما تم استخدام الإحصاء الوصفي ومصفوفة الارتباط للتحقق من خصائص البيانات واختبار مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات.

### ٢ - دراسات سابقة

#### جدول رقم (١) الدراسات السابقة المتعلقة بإدارة الأرباح وكفاءة تسعير الأسهم

ت	الباحث والسنة	عنوان الدراسة	هدف الدراسة	أسلوب الدراسة	نتائج الدراسة
١	(خلف والنوفلي، ٢٠٢١)	أثر ممارسات إدارة الأرباح باستخدام مخصص خسائر القروض على القيمة السوقية لأسهم المصارف العراقية	تحليل أثر إدارة الأرباح عبر مخصص خسائر القروض في القيمة السوقية لأسهم المصارف	دراسة تطبيقية تحليلية باستخدام بيانات المصارف العراقية	وجود أثر معنوي لممارسات إدارة الأرباح على تسعير الأسهم مما يدل على تفاعل السوق مع جودة الأرباح

<p>إدارة الأرباح تؤدي إلى إضعاف كفاءة السوق نتيجة تشويه المعلومات المحاسبية</p>	<p>دراسة تحليلية لقياس كفاءة السوق وعلاقتها بإدارة الأرباح</p>	<p>اختبار العلاقة بين إدارة الأرباح ومستوى كفاءة تسعير الأسهم في السوق</p>	<p>أثر إدارة الأرباح في كفاءة تسعير الأسهم</p>	<p>(الخلف والخفاجي، ٢٠٢٢)</p>	<p>٢</p>
<p>ارتباط إدارة الأرباح بزيادة احتمالات التقييم الخاطئ وارتفاع مخاطر انهيار الأسعار</p>	<p>تحليل قياسي للعلاقة بين إدارة الأرباح الحقيقية ومخاطر الانهيار</p>	<p>دراسة تأثير إدارة الأرباح الحقيقية على احتمالية انهيار أسعار الأسهم</p>	<p>إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم</p>	<p>(سعد ومحمد، ٢٠٢٣)</p>	<p>٣</p>
<p>إدارة الأرباح الحقيقية تخلق بيئة معلوماتية مضللة تزيد احتمال انهيار أسعار الأسهم</p>	<p>دراسة تحليلية تجريبية</p>	<p>تحليل دور إدارة الأرباح الحقيقية في تشكيل البيئة المعلوماتية للأسواق</p>	<p>أثر إدارة الأرباح عبر الأنشطة الحقيقية في البيئة المعلوماتية للأسواق المالية</p>	<p>(سعيد وطلب، ٢٠٢٤)</p>	<p>٤</p>
<p>المستثمرون يعتمدون أكثر على الربحية والملاءة المالية مع ضعف استجابة السوق لإدارة الأرباح</p>	<p>دراسة تطبيقية باستخدام بيانات سوقية ومؤشرات مالية</p>	<p>اختبار مدى استجابة المستثمرين لإدارة الأرباح مقارنة بالمؤشرات المالية التقليدية</p>	<p>أثر إدارة الأرباح والمؤشرات المالية في تسعير الأسهم في السوق الإندونيسي</p>	<p>(Pernamasari et al., 2020)</p>	<p>٥</p>
<p>وجود اختلاف مؤسسي في تأثير إدارة الأرباح مع محدودية بعض نماذج قياس الاستحقاقات التقديرية</p>	<p>دراسة مقارنة بين بيئتين مؤسسيين</p>	<p>مقارنة تأثير إدارة الأرباح بين بيئات مؤسسية مختلفة</p>	<p>الاختلافات المؤسسية في تأثير إدارة الأرباح على أسعار الأسهم (ألمانيا وهولندا)</p>	<p>Wali et al., (2019)</p>	<p>٦</p>

إدارة الأرباح تزيد عدم تماثل المعلومات وتزامن الأسعار مما يضعف كفاءة التسعير خاصة في الشركات الكبيرة	تحليل قياسي للعلاقة المعلوماتية في الشركات	تحليل أثر إدارة الأرباح على عدم تماثل المعلومات وكفاءة التسعير	إدارة الأرباح وعدم تماثل المعلومات وتزامن أسعار الأسهم	Dang et al., (2023)	٧
العقوبات لا تحسن كفاءة التسعير على المدى الطويل وقد تؤدي إلى نتائج عكسية بسبب تراجع ثقة السوق	دراسة تحليلية للأثر التنظيمي والعقابي	تقييم أثر العقوبات التنظيمية على كفاءة تسعير الأسهم بمرور الزمن	الأثر التنظيمي للعقوبات على كفاءة تسعير الأسهم	He & Fang, (2019)	٨

الجدول رقم (١) من إعداد الباحثين بالاستناد إلى تحليل ومراجعة الدراسات السابقة الواردة في قائمة المصادر.

## ٢- الإطار النظري لمتغيرات البحث

### ١.٢- مفهوم إدارة الأرباح

تعد إدارة الأرباح من أبرز الموضوعات التي حظيت باهتمام واسع في الأدبيات المحاسبية، نظراً لتأثيرها الجوهري في مستوى جودة المعلومات المحاسبية التي تقدم إلى أصحاب المصلحة. وتتبع أهمية هذا الموضوع من كون تقارير الأرباح تمثل أحد المؤشرات الأساسية لقياس أداء الشركات، إذ يعتمد عليها المستثمرون والدائنون والمحللون الماليون والجهات الرقابية في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية المختلفة (Bansal, 2024, p. 630) ووفقاً لتعريف (Healy and Wahlen (1999, p. 365)، تشير إدارة الأرباح إلى التدخل المتعمد من قبل الإدارة في عملية إعداد التقارير المالية الخارجية، بهدف تحقيق منافع خاصة، سواء من خلال تضليل مستخدمي القوائم المالية أو التأثير في البنود التعاقدية، مثل مكافآت الإدارة واتفاقيات الديون. وقد شهد الاهتمام الأكاديمي بإدارة الأرباح تصاعداً ملحوظاً منذ أوائل تسعينيات القرن الماضي، لا سيما

عقب وقوع عدد من الفضائح المالية الكبرى، وفي مقدمتها فضيحتي إنرون وورلدكوم، اللتين تعدان من أبرز النماذج التاريخية للتلاعب المحاسبي واسع النطاق. وأسهمت هذه الأحداث في دفع الجهات التنظيمية إلى تبني تشريعات رقابية أكثر صرامة، كان من أبرزها قانون ساربينز أوكسلي لعام ٢٠٠٢ في الولايات المتحدة، الذي عزز من آليات الرقابة على التقارير المالية ورفع مستوى مساءلة الإدارة (Petra & Loukatos, 2009, p. 120).

ومن الناحية النظرية، استندت غالبية الدراسات المتعلقة بإدارة الأرباح إلى إطار نظرية الوكالة، التي تفسر ظاهرة التلاعب بالأرباح في ضوء تضارب المصالح بين المالكين والمديرين، حيث قد يسعى المديرون إلى استغلال المعلومات المحاسبية لتحقيق منافع شخصية على حساب مصالح المساهمين (Shoaib & Siddiqui, 2022, p. 20). وإلى جانب ذلك، تنظر نظرية أصحاب المصلحة إلى إدارة الأرباح باعتبارها ممارسة غير أخلاقية، لما لها من أثر سلبي في تقويض ثقة ومصالح مختلف الأطراف ذات العلاقة، الذين يعتمدون على معلومات مالية دقيقة وشفافة كأساس لاتخاذ قراراتهم (Martadinata, 2022, p. 905; Martadinata & Yasa, 2023, p. 934; Ali, 2014). كما يرى Dechow and Skinner (2000, p. 235) أن إدارة الأرباح تمثل محاولة من قبل الإدارة للتأثير في الأرباح المحاسبية المعلنة من خلال استخدام التقديرات والسياسات المحاسبية المتاحة ضمن إطار المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً وذلك لتحقيق أهداف تعاقدية أو سوقية (GAAP).

## ٢.٢ - أنواع إدارة الأرباح

إدارة الأرباح بالاستحقاقات المحاسبية: تشير إدارة الأرباح المعتمدة على الاستحقاقات إلى لجوء الإدارة إلى استغلال المرونة التي توفرها المعايير المحاسبية في تقدير بنود الاستحقاق، مثل المخصصات والاندثارات وتقييم الموجودات والالتزامات، بهدف التأثير في مستوى الأرباح دون إحداث تغيير مباشر في التدفقات النقدية الفعلية. ويعد هذا النوع من إدارة الأرباح الأكثر شيوعاً في الأدبيات المحاسبية، نظراً لاعتماده على الحكم

المهني للإدارة ضمن إطار المعايير والمبادئ المقبولة عموماً (Dechow et al., 1995, p. 193). وتؤكد الدراسات اللاحقة أن هذا الشكل من إدارة الأرباح يرتبط بشكل وثيق بجودة التقارير المالية، إذ يمكن أن يؤدي الاستخدام المكثف للاستحقاقات الاختيارية إلى تقليل القدرة التنبؤية للأرباح المستقبلية وزيادة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين (Kothari, Mizik, & Roychowdhury, 2016, p. 1). وفي القطاع المصرفي، تحظى مخصصات خسائر القروض بأهمية خاصة كأداة رئيسة لإدارة الأرباح عبر الاستحقاقات، لما تتسم به من درجة عالية من التقدير وعدم التأكد، وهو ما يجعلها مقياساً أساسياً في الدراسات التي تختبر إدارة الأرباح في المصارف.

إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية: على عكس إدارة الأرباح بالاستحقاقات، تقوم إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية على اتخاذ قرارات تشغيلية أو استثمارية فعلية تهدف إلى التأثير في الأرباح، حتى وإن كان لذلك أثر سلبي محتمل على الأداء الاقتصادي في الأجل الطويل. وتشمل هذه الممارسات تسريع أو تأجيل الإيرادات، أو تعديل سياسات التسعير، أو تقليص النفقات الاستثنائية، أو تغيير توقيت الاستثمارات بما يحقق الأهداف قصيرة الأجل المتعلقة بالأرباح (Roychowdhury, 2006, p. 335). وتشير الدراسات إلى أن هذا النوع من إدارة الأرباح قد يكون أقل وضوحاً للمستثمرين مقارنة بإدارة الأرباح بالاستحقاقات، مما يجعله أكثر صعوبة في الاكتشاف وأشد تأثيراً على كفاءة السوق (Cohen, Dey, & Lys, 2008, p. 757; Lys, 2008, p. 1). كما توضح دراسات لاحقة أن بعض المديرين يفضلون إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية في البيئات التي تشهد إنفاذاً قانونياً قوياً أو ارتفاعاً في جودة التدقيق، نظراً لانخفاض مخاطر اكتشافها مقارنة بالاستحقاقات (Zang, 2012, p. 675).

### ٣.٢ - تصنيفات إدارة الأرباح

بعد توضيح مفهوم إدارة الأرباح وآليات ممارستها، يصبح من الممكن تصنيفها استناداً إلى الدوافع التي تحكم سلوك الإدارة عند إعداد التقارير المالية. إذ قد تكون هذه الدوافع

مدفوعة بمصالح شخصية للإدارة، أو نابعة من رغبة في تحسين الأداء الظاهري أو الحقيقي للوحدة الاقتصادية. وبناءً على ذلك، يمكن تقسيم إدارة الأرباح إلى عدة تصنيفات رئيسية، وفقاً لما أشار إليه (Arkan, 2015: 247)، وكما يأتي:

١- إدارة الأرباح البيضاء: تمثل هذا النوع من إدارة الأرباح الممارسات التي تقوم بها الإدارة ضمن الحدود المسموح بها في المعايير المحاسبية، مستفيدة من المرونة المتاحة في اختيار السياسات والإجراءات المحاسبية. وتعتمد هذه الممارسات على التقديرات المهنية للإدارة ومعلوماتها الخاصة بشأن التوقعات المستقبلية للتدفقات النقدية، دون أن يترتب عليها تحريف جوهري في القوائم المالية أو الإخلال بمصادقية المعلومات المحاسبية.

٢- إدارة الأرباح الرمادية: يشير هذا النوع إلى الممارسات التي تقع في المنطقة الفاصلة بين القبول والرفض من الناحية المهنية والأخلاقية، حيث تتضمن اختيار معالجات محاسبية قد تستخدم بصورة انتهازية لخدمة مصالح الإدارة، أو قد تهدف إلى تحقيق منافع محتملة للوحدة الاقتصادية ككل. ويظل هذا النوع محل جدل بين الباحثين، نظراً لتداخل الحد الفاصل بين الاستخدام المشروع للمرونة المحاسبية والسلوك الانتهازي.

٣- إدارة الأرباح السوداء: تمثل هذا التصنيف الممارسات غير المشروعة لإدارة الأرباح، والتي تتطوي على سلوك احتيالي يتمثل في التلاعب المتعمد بالأرقام المحاسبية أو تحريف أو إخفاء المعلومات الجوهرية في التقارير المالية، بما يؤدي إلى تضليل مستخدمي القوائم المالية وتقويض مبدأ الشفافية والمصادقية في الإفصاح المحاسبي.

## ٤.٢ - دوافع إدارة الأرباح

يمكن تصنيف الدوافع بناءً على الدراسات الحديثة إلى ثلاث مجموعات رئيسية:

١. **الدوافع التعاقدية:** تنبثق هذه الدوافع من العقود التي تربط الشركة بالأطراف الأخرى: **حوافز الإدارة:** ربط المكافآت السنوية بنسبة صافي الربح يدفع المديرين للتلاعب

للوصول إلى الحد الأدنى لاستحقاق المكافأة (Healy & Wahlen, 1999, p. 365).

٢. **اتفاقيات الديون:** السعي لتجنب مخالفة شروط القروض (Debt Covenants) ، حيث تؤدي مخالفة هذه الشروط إلى زيادة تكلفة الاقتراض أو استرداد القرض فوراً (عوض، ٢٠٢١، ص. ٨٥).

٣. **دوافع سوق رأس المال:** يؤدي الاعتماد المتزايد من قبل المستثمرين والمحللين الماليين على المعلومات والأرقام المحاسبية، ولاسيما أرقام الأرباح، في تقييم الأوراق المالية واتخاذ القرارات الاستثمارية، إلى خلق حوافز لدى الإدارة للتدخل في عملية إعداد التقارير المالية. ويهدف هذا التدخل غالباً إلى التأثير في أداء سعر السهم في سوق الأوراق المالية على المدى القصير، من خلال إظهار نتائج مالية تتماشى مع توقعات السوق أو تتجاوزها (Kothari, Leone, & Wasley, 2005, p. 163).

٤. **الدوافع التنظيمية والسياسية:** تخضع الشركات لمجموعة من القوانين والتشريعات المنظمة لنشاطها، وقد يدفع الالتزام بهذه الأطر القانونية والتنظيمية الإدارة إلى ممارسة إدارة الأرباح من أجل إظهار الامتثال لتلك التشريعات، وبما يسهم في تجنب التدخل أو العقوبات الحكومية. وفي بعض الحالات، قد تسعى الإدارة إلى تخفيض الأرباح المعلنة عمداً بهدف الظهور بمستوى ربحية أقل، بما يمكنها من الاستفادة من الإعانات أو المزايا الحكومية. (نصار ونعيسه، ٢٠٢٠).

## ٥.٢ - كفاءة تسعير الأسهم

### ١.٥.٢ - مفهوم كفاءة تسعير الأسهم

تعد كفاءة تسعير الأسهم من الركائز الأساسية التي تقوم عليها كفاءة الأسواق المالية، إذ تعكس مدى قدرة أسعار الأسهم على تمثيل القيمة الحقيقية للأوراق المالية في ضوء المعلومات المتاحة، وتسهم في توجيه قرارات المستثمرين وتحقيق التخصيص الكفء للموارد (Wang et al., 2022, p. 425). وقد حظي هذا المفهوم باهتمام واسع في الأدبيات المالية الحديثة، ولا سيما مع تزايد الاهتمام بجودة المعلومات المحاسبية

وممارسات إدارة الأرباح وتأثيرها في عدالة تسعير الأسهم، خصوصًا في الأسواق الناشئة (He, 2025).

كما أن كثرة التغيرات السريعة والمفاجئة التي لم يكن من الممكن التنبؤ بها مسبقًا أدت إلى أن يتسم أداء العديد من الشركات بالنقلب، بل والتدهور أحيانًا، في محاولة منها لمواكبة هذا التعقيد والتغير المتسارع (Salman et al., 2019, p. 452). وفي هذا السياق، فإن المستويات المرتفعة من تمويل الديون تؤدي إلى زيادة التكاليف نتيجة ارتفاع مستوى المخاطر. وقد تم تطوير مفهوم كفاءة التسعير بالاستناد إلى فرضية السوق الكفوءة التي قدمها (Fama (1970، والتي تقوم على قياس مدى انعكاس المعلومات في أسعار الأسهم داخل سوق رأس المال، إذ لا يقتصر السعر على عكس حجم المعلومات المتاحة فحسب، بل يعكس أيضًا درجة حساسيته لتلك المعلومات. ويشير (Diamond and Verrecchia (1987 إلى أن سرعة استجابة الأسعار للمعلومات الخاصة تعد مؤشرًا على ارتفاع كفاءة تسعير الأصول (He & Fang, 2019, p. 61).

وبما أن الأسعار تعكس المعلومات بدرجة عالية من الدقة، فإنها تمثل إشارات مهمة للقيمة وتسهم في تحقيق تخصيص أفضل لرأس المال. وعندما يكون السوق كفوءًا، فإن المعلومات تنعكس بشكل كامل وفوري في الأسعار، مما يجعل كفاءة التسعير معتمدة بصورة أساسية على جودة المعلومات وسرعة انتقالها (Ackert & Deaves, 2010, p. 29). ويقصد بالسوق الكفوء أنه السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة بشكل سريع ودقيق، بحيث يتمكن المستثمرون من استيعاب هذه المعلومات عند اتخاذ قرارات البيع والشراء. ويشير (Jones (2009 إلى أن كفاءة سوق رأس المال يمكن فهمها من خلال ثلاثة مستويات: المستوى التشغيلي، والمستوى السعري، ومستوى تخصيص الموارد. وتعد كفاءة التسعير التعبير الأدق عن كفاءة السوق، إذ تعتمد بشكل رئيسي على سرعة انعكاس المعلومات الجديدة في أسعار الأسهم والتعامل معها بوصفها عنصرًا أساسيًا في عملية التسعير (Nyamosi, 2015).

.p. 173)

وفي الأدبيات الحديثة، لم يعد مفهوم كفاءة التسعير يقتصر على الاستجابة للمعلومات التاريخية، بل امتد ليشمل مستوى معلوماتية السعر، أي مدى قدرة السعر على عكس الأداء الاقتصادي الحقيقي للشركة (He, 2025)، فضلاً عن دوره في التنبؤ بالأرباح المستقبلية (Xu, 2021). ويرى Wang et al. (2022, p. 425) أن كفاءة التسعير تمثل حلقة وصل بين جودة المعلومات المحاسبية وسلوك المستثمرين، حيث يؤدي ضعف جودة المعلومات إلى تشويه الأسعار وانخفاض قدرتها على عكس القيمة الحقيقية للأسهم.

كما تعرف كفاءة التسعير بأنها مدى قدرة أسعار الأسهم على عكس جميع المعلومات المتاحة بدقة وفي الوقت المناسب (Saffi, 2011, p. 821)، وتعرف كذلك بأنها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون وجود فاصل زمني كبير أو تكبد تكاليف مرتفعة (Fabozzi et al., 2010, p. 2096). وتعد كفاءة التسعير مؤشراً مهماً للحكم على جودة سوق رأس المال، لما لها من دور أساسي في تحقيق التخصيص الكفء لمختلف الأصول المالية (Raheemah et al., 2018, p. 296)، كما تمثل آلية سعر السهم عنصراً حيوياً في عملية التخصيص الكفء للموارد، ومن ثم تسريع عملية توزيع الأموال المحدودة بين الأسهم (Zhao et al., 2021, p. 4134).

## ٢.٥.٢ - أدوات تقييم الأسهم ودورها في قياس كفاءة التسعير

تعد مضاعفات التقييم من الأساليب الشائعة في التحليل المالي للتنبؤ بأسعار الأسهم، إذ تستخدم في التقارير المالية لتقدير القيمة الجوهرية للسهم وقياس كفاءة تسعيره، ومن أبرزها:

١- نسبة السعر إلى ربحية السهم الواحد (Price / Earnings Per Share) : (P/EPS)

تعد نسبة السعر إلى ربحية السهم من أكثر مضاعفات التقييم استخداماً في التحليل

المالي، إذ يتم احتسابها من خلال قسمة السعر السوقي للسهم على ربحية السهم الواحد. وتُظهر هذه النسبة مقدار ما يرغب المستثمرون في دفعه مقابل كل وحدة من الأرباح التي تحققها الشركة. وتستخدم هذه النسبة في تقييم أسهم الشركات أو المصارف ومعرفة قيمتها، إذ تختلف مضاعفات التقييم من قطاع إلى آخر، لذلك عند تقييم شركة معينة يجب مقارنتها بشركات تعمل في القطاع نفسه أو الصناعة ذاتها (Persson, 2006, p. 14). وتعد هذه النسبة من أكثر المؤشرات شيوعاً بين المختصين في المجال المالي، وذلك لسهولة استخدامها وبساطة تفسيرها، فضلاً عن توفر بيانات الأرباح السابقة والحالية التي تساعد على تطبيقها بسهولة (بو زيد، ٢٠٢١، ص. ٢٢٥).

## ٢- نسبة السعر إلى الربح التشغيلي (Price / Operating Earnings) (P/EO):

تعد نسبة السعر إلى الربح التشغيلي أحد المؤشرات المالية المستخدمة في تقييم ربحية الشركة، إذ تعتمد على مقارنة الأرباح التشغيلية بتكلفة التشغيل وحقوق المساهمين (سويلم، ٢٠١٣، ص. ١٢٦). كما عرفها (Arsenos, 2012) بأنها مؤشر يستخدم لقياس كفاءة الشركة أو المصرف في تحقيق الأرباح من أنشطته التشغيلية، حيث يشير ارتفاع هذه النسبة إلى قدرة الشركة على تحقيق أرباح أكبر لكل سهم يمتلكه المستثمرون (Samaras & Arsenos, 2012, p. 65).

## ٣- نسبة السعر إلى القيمة الدفترية: (Price / Book Value) (P/BV)

تعد القيمة الدفترية من المؤشرات المهمة للمستثمرين، لكونها تعكس القوة المالية للشركة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، الأمر الذي يسهم في زيادة جاذبية السهم وارتفاع أسعاره في السوق (Bustani, 2021, p. 215). وتستخدم هذه النسبة من قبل المستثمرين ومديري المحافظ الاستثمارية في مقارنة القيمة السوقية للسهم بقيمته الدفترية، إذ تعبر عن عدد المرات التي يتم فيها تداول السهم مقارنة بحقوق المساهمين، مما يجعلها أداة مهمة في تقييم الأسهم واتخاذ القرارات الاستثمارية (أبو زيد والعربي، ٢٠٢١، ص. ٢٢٤).

#### ٤- نسبة السعر إلى التدفق النقدي: (Price / Cash Flow) (P/CF)

تعد نسبة السعر إلى التدفق النقدي من المؤشرات المالية المهمة، إذ يتم احتسابها من خلال قسمة سعر السهم على التدفق النقدي التشغيلي. ويقصد بالتدفق النقدي التشغيلي مقدار النقد المتولد من الأنشطة التشغيلية المستمرة للشركة، أي الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة الناتجة عن النشاط التشغيلي، ويمكن قياسه من خلال جمع صافي الربح مع الإضافات غير النقدية وطرح التغير في رأس المال العامل (Brigham & Houston, 2019, p. 91).

ويعد التدفق النقدي التشغيلي مؤشراً مهماً للسلامة المالية، إذ كلما زادت قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية تشغيلية، دل ذلك على قدرتها على الاستمرار والبقاء في المستقبل (سعيد، ٢٠١٧، ص. ١٠٤).

#### ٥- نسبة السعر إلى المبيعات (Price / Sales) (P/S)

تقاس نسبة السعر إلى المبيعات من خلال مقارنة السعر السوقي للسهم بإيرادات الشركة، وتعد من المؤشرات المستخدمة في تقييم القيمة السوقية للشركات. وتستخدم هذه النسبة على نطاق واسع لسهولة احتسابها، إذ تعتمد على الإيرادات التي تعد أكثر استقراراً مقارنة بالأرباح، كما أنها أقل تأثراً بالتقلبات الاقتصادية والتغيرات المحاسبية من غيرها من المضاعفات (All, 2014: 70).

وتعد هذه النسبة أقل عرضة للتلاعب مقارنة بمضاعف الربحية، نظراً لأن الأرباح تتأثر بدرجة أكبر بالتغيرات الاقتصادية وبالسياسات المحاسبية، في حين تعكس الإيرادات النشاط الفعلي للشركة بشكل أوضح. كما يستخدم هذا المؤشر لتقليل أخطاء التقييم، إذ يوفر معلومات مهمة عن الأداء المالي والتشغيلي للشركة (Shittu & Alet, 2016: 56).

#### ٦- نسبة السعر إلى مجموع الموجودات (Price / Total Assets) (P/TA)

تحتسب نسبة السعر إلى مجموع الموجودات من خلال قسمة سعر السهم على إجمالي الموجودات، وتعد من المؤشرات المهمة بالنسبة للمستثمرين وأصحاب المصالح، إذ تبين

مدى كفاءة الشركة في توظيف أموالها واستغلال موجوداتها المتداولة والثابتة. كما تعكس هذه النسبة قدرة الشركة على إدارة مواردها وتأثير ذلك في أسعار أسهمها في السوق (سعيد، ٢٠١٧: ص. ١٠٣).

### ٣.٥.٢ - قياس كفاءة تسعير الأسهم

أولت الدراسات الحديثة اهتمامًا كبيرًا بقياس كفاءة تسعير الأسهم من خلال مؤشرات متعددة، تسعى جميعها إلى تقييم مدى قدرة السوق على عكس المعلومات الجوهرية في أسعار الأوراق المالية. ومن أبرز هذه المؤشرات معلوماتية السعر، والتي تعبر عن مدى احتواء سعر السهم على بيانات تعكس الأداء المستقبلي للشركة. وتشير الدراسات، ولا سيما دراسة (He (2025)، إلى أن ممارسات إدارة الأرباح تسهم في خفض معلوماتية السعر من خلال تشويه الإشارات المحاسبية المتاحة للمستثمرين.

كما تمثل مخاطر انهيار الأسعار أحد المقاييس الحديثة، إذ تعكس تراكم الأخبار السيئة غير المفصح عنها والتي قد تنفجر لاحقًا في شكل تراجع حاد في الأسعار، وقد أثبتت دراسات مثل (Loureiro & Silva (2022) وجود علاقة موجبة بين إدارة الأرباح وارتفاع هذه المخاطر. فضلًا عن ذلك، فإن السيولة وحجم التداول يعدان من المؤشرات الداعمة لكفاءة التسعير، إذ تسهم السيولة المرتفعة في سرعة انتقال المعلومات وتقليل فجوة المعلومات بين المستثمرين، كما أشار (Xu (2021).

أما في دراسات الأسواق الناشئة، فقد أشارت البحوث إلى وجود مجموعة من التحديات البنوية التي تحد من كفاءة التسعير، من أبرزها ضعف مستوى الإفصاح وتفاوت جودة التقارير المالية بين الشركات ومحدودية فعالية الرقابة على الشركات، فضلًا عن التأثير بسلك الملكية العائلية والإشاعات غير المؤكدة. ووفقًا لدراسة حديثة (AIMS Press, 2025, p. 214)، فإن سوق عمان المالي يصنف ضمن الأسواق ذات الكفاءة الضعيفة إلى شبه القوية، مما يعني أن الأسعار لا تعكس دائمًا المعلومات المحاسبية المتاحة بصورة فورية أو كاملة. وتعد هذه الخصائص دافعًا إضافيًا لدراسة أثر ممارسات إدارة الأرباح، بوصفها من العوامل التي قد تسهم في تقاوم فجوة الكفاءة في

مثل هذه الأسواق.

ومن المقاييس المستخدمة في تقييم كفاءة التسعير أيضًا عائد السهم السنوي، والذي يوظف كمؤشر يعكس قدرة السوق على استيعاب المعلومات المحاسبية وتضمينها في العوائد المستقبلية. ويعد هذا النهج امتدادًا لأعمال رواد مثل Ball & Brown (1968, p. 159) و (Ohlson 1995, p. 661)، اللذين أثبتا وجود علاقة بين أرباح الشركات والمؤشرات المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم. كما تشير دراسات لاحقة مثل Xu وWang et al. (2022, p. 425) و Xu (2021) إلى أن جودة المعلومات المحاسبية تؤثر في العلاقة بين الأرباح والعوائد، بحيث تعكس الأسواق الكفاءة تلك المعلومات بصورة أفضل في عوائد الأسهم.

وفي هذا الإطار، اعتمدت الدراسة الحالية نموذجًا بديلًا يربط بين العائد السنوي للسهم ومؤشر إدارة الأرباح المتمثل في DLLP، لقياس ما إذا كانت هذه الممارسات تؤثر في العائد وليس فقط في السعر.

## ٢.٥.٤ - أشكال كفاءة السوق وانعكاسها على تسعير الأسهم

وفقًا لنظرية كفاءة السوق، تُصنّف كفاءة السوق إلى ثلاثة مستويات رئيسية، تعبر عن درجة انعكاس المعلومات المتاحة في أسعار الأسهم، ومدى استجابة السوق لتلك المعلومات، وهو ما ينعكس بصورة مباشرة على كفاءة تسعير الأسهم (Wang et al., 2022, p. 425).

### ١ - الكفاءة الضعيفة

تفترض الكفاءة الضعيفة أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات التاريخية السابقة، مثل الأسعار السابقة وأحجام التداول، وبناءً على ذلك لا يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على التحليل الفني فقط، لأن هذه المعلومات تكون قد انعكست بالفعل في الأسعار.

### ٢ - الكفاءة شبه القوية

تفترض الكفاءة الضعيفة أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات التاريخية السابقة،

مثل الأسعار السابقة وأحجام التداول، وبناءً على ذلك لا يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على التحليل الفني فقط، لأن هذه المعلومات تكون قد انعكست بالفعل في الأسعار.

### ٣- الكفاءة شبه القوية

تشير الكفاءة شبه القوية إلى أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات العامة المتاحة، بما في ذلك القوائم المالية، والإعلانات الرسمية، والأخبار الاقتصادية. ويعد هذا المستوى الأكثر ارتباطاً بموضوع الدراسة، نظراً لاعتماده على جودة الإفصاح والمعلومات المحاسبية، والتي يمكن أن تتأثر بممارسات إدارة الأرباح، مما ينعكس بدوره على كفاءة تسعير الأسهم.

### ٤- الكفاءة القوية

تفترض الكفاءة القوية أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة، سواء كانت عامة أم خاصة، وهو مستوى يصعب تحقيقه في الواقع العملي، ولا سيما في الأسواق الناشئة، بسبب ضعف آليات الرقابة وتفاوت مستويات الإفصاح والشفافية بين الشركات.

### ٦.٢- إدارة الأرباح وكفاءة تسعير الاسهم

ترتبط إدارة الأرباح بكفاءة تسعير الأسهم عبر قنوات معلوماتية وسلوكية تؤثر مباشرة في قدرة السعر على عكس القيمة العادلة في الوقت المناسب. فحين تمارس إدارة الأرباح سواء عبر الاستحقاقات أو الأنشطة الحقيقية فإنها تضعف موثوقية الإشارات المحاسبية التي يعتمد عليها المستثمرون في التقييم، ما يزيد عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والسوق ويؤدي إلى انحراف الأسعار عن الأساسيات. وتوضح الأدبيات الحديثة أن المبالغة في تشكيل الأرباح قد تدفع المستثمرين إلى تسعير السهم بناءً على أرباح معدلة بدلاً من الأداء الاقتصادي الحقيقي، وهو ما يحد من معلوماتية السعر ويزيد احتمالات سوء التسعير (He, 2025). كما تؤكد الأدلة التطبيقية في أسواق ناشئة أن إدارة الأرباح تضعف القيمة التفسيرية للأرباح للأسعار لأن السوق يتلقى معلومات أقل موثوقية، فتتراجع جودة التسعير وفعاليتها (Burlacu et al., 2024). ومن زاوية آليات الحد من هذا الأثر، تظهر دراسات

حديثاً أن تحسين بيئة الإفصاح والمعلومات (مثل الإفصاحات المحاسبية ومعايير التقارير) يقلل انحراف الأسعار عن قيمها الأساسية ويرفع كفاءة السعر (Hrazdil et al., 2025)، كما أن تعزيز الإفصاح الرقابي في التقارير (مثل الإفصاح عن أمور المراجعة الأساسية (KAM) يساهم في تقليل سوء التسعير عبر تقليص عدم تماثل المعلومات وكبح إدارة الأرباح. (Li & Zheng, 2024).

اسناداً الى ما تقدم يرى الباحثون أن العلاقة بين إدارة الأرباح وكفاءة تسعير الأسهم تتخذ في الغالب طابعاً سلبياً او عكسياً، إذ تؤدي الزيادة في ممارسات إدارة الأرباح إلى إضعاف محتوى المعلومات الذي تحمله الأسعار. فكلما ارتفعت درجة التقدير الاختياري في القوائم المالية، تراجعت معلوماتية السعر وازدادت احتمالية انحرافه عن القيمة العادلة الحقيقية له، نتيجة تشويهه الإشارات المحاسبية التي يعتمد عليها المستثمرون في تقييمهم.

### ٣- المبحث الثالث/الجانب العملي

#### ٣.١- أساليب القياس المالية والاحصائية

إدارة الأرباح: تم قياس إدارة الأرباح من خلال نموذج مخصص خسائر القروض الائتمانية استناداً الى منهجية (Beaver and Engel (1996)، إذ تم استخدام مخصص تدني القروض المباشرة كمؤشر رئيس، بعد تقسيمه على صافي القروض لتوحيد القياس بين المصارف. ولعزل الجزء غير الاختياري من المخصص، تم تضمين متغيرات ضابطة تعكس مخاطر الائتمان وحجم المصرف وأدائه المالي، تمثلت في نسبة مخصص خسائر القروض والفوائد المعلقة إلى صافي القروض كمؤشر لمخاطر الائتمان، والعائد على الأصول (ROA) كمؤشر للأداء المالي، فضلاً عن اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الموجودات لقياس حجم المصرف. وتمثل بواقي نموذج الانحدار الناتجة عن هذا التقدير المكون الاختياري لمخصص خسائر القروض (Discretionary LLP)، والذي يستخدم كمقياس لإدارة الأرباح. ويتم تمثيل النموذج بالمعادلة الآتية:

$$\frac{LLP_{it}}{NL_{it}} = \alpha^0 + \alpha^1 CRR_{it} + \alpha^2 ROA_{it} + \alpha^3 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots (1)$$

اذ يشير  $LLP_{it}$  إلى مخصص خسائر القروض للمصرف  $i$  في الفترة  $t$ ، ويمثل  $NL_{it}$  صافي القروض القائمة، بينما تعبر  $CRR_{it}$  عن نسبة مخصص خسائر القروض والفوائد غير المحصلة إلى صافي القروض. كما يقيس  $ROA_{it}$  العائد على إجمالي الاصول، ويعبر  $SIZE_{it}$  عن اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الاصول، في حين تمثل  $\varepsilon_{it}$  حد الخطأ العشوائي في النموذج.

### ٢.٣ - كفاءة تسعير الاسهم

تم قياس كفاءة تسعير الأسهم في هذا البحث باستخدام مقياسين بديلين، وذلك للتحقق من متانة النتائج وتعزيز الاستدلال الإحصائي. تمثل المقياس الأول في سعر الإغلاق السنوي للسهم، باعتباره يعكس تقييم السوق لمستوى المعلومات المحاسبية المتاحة في نهاية الفترة المالية. ويستخدم سعر السهم على نطاق واسع في الأدبيات المالية كمؤشر مباشر لكفاءة التسعير، لا سيما في الدراسات التي تركز على مستوى الأسعار (Ohlson (1995). وعلى الرغم من أن نموذج أولسون (Ohlson, 1995) يستخدم في دراسات ملائمة قيمة المعلومات المحاسبية، إلا أن هذه الملائمة تمثل في أساسها قدرة السوق على استيعاب المعلومات المحاسبية المتاحة وانعكاسها في أسعار الأسهم، وهو ما يتسق مع مفهوم الكفاءة شبه القوية للسوق. ويمكن تمثيل نموذج السعر على النحو الاتي:

$$PRICE_{it} = \beta^0 + \beta^1 EPS_{it} + \beta^2 BVPS_{it} + \beta^3 DPS_{it} + u_{it} \dots \dots (2)$$

اذ يشير  $PRICE_{it}$  إلى سعر الإغلاق السنوي لسهم المصرف  $i$  في السنة  $t$ ، ويمثل  $EPS_{it}$  عائد السهم، بينما تعبر  $BVPS_{it}$  عن القيمة الدفترية للسهم، ويقاس  $DPS_{it}$  توزيعات الأرباح للسهم.

أما المقياس الثاني، فقد تمثل في العائد السنوي للسهم، والذي تم احتسابه على أساس نسبة التغير في سعر الإغلاق السنوي للسهم مقارنة بسعر الإغلاق في السنة السابقة، وذلك وفق المعادلة التالية:

$$RET_{it} = \frac{(\text{ClosingPrice}_{it} - \text{ClosingPrice}_{i,t-1})}{\text{ClosingPrice}_{i,t-1}} \dots \dots \dots (3)$$

اذ يشير  $RET_{it}$  إلى العائد السنوي لسهم المصرف  $i$  في السنة  $t$ ، ويعبر  $\text{ClosingPrice}_{it}$  عن سعر الإغلاق في نهاية السنة  $t$ ، في حين يمثل  $\text{ClosingPrice}_{i,t-1}$  سعر الإغلاق في نهاية السنة السابقة، ويعكس الفرق النسبي بينهما التغير السنوي في سعر السهم.

ويعد استخدام العائد السنوي مقياسا مكملا لسعر السهم، اذ يعكس استجابة السوق للتغيرات في المعلومات المحاسبية بدلا من مستوى السعر نفسه، ولعل دراسة Ball and Brown (1968) اول من أسست لهذه الفكرة. ويسهم اعتماد هذين المقياسين في تعزيز موثوقية نتائج البحث، من خلال اختبار ما إذا كان أثر إدارة الأرباح ينعكس على مستويات الأسعار أو على عوائد الأسهم.

### ٣.٣ - نماذج اختبار الفرضيات

#### نموذج اختبار الفرضية الأولى

من اجل اختبار الفرضية الأولى التي تنص على انه يوجد أثر ذو دلالة معنوية لإدارة الأرباح في كفاءة تسعير الأسهم المقاسة بسعر السهم في المصارف الأردنية المدرجة. تم بناء نموذج الانحدار الاتي:

$$PRICE_{it} = \beta^0 + \beta^1 DLLP_{it} + \beta^2 EPS_{it} + \beta^3 BVPS_{it} + \beta^4 DPS_{it} + \varepsilon_{it} \dots (4)$$

اذ يشير  $PRICE_{it}$  الى سعر السهم الذي تم قياسه وفق نموذج (1995) Ohlson، ويمثل  $DLLP_{it}$  مقياس إدارة الأرباح وفق نموذج مخصص خسائر القروض، اما بقية المتغيرات فقد تم تعريفها أعلاه.

#### نموذج اختبار الفرضية الثانية

من اجل اختبار الفرضية الثانية التي تنص على انه يوجد أثر ذو دلالة معنوية لإدارة الأرباح في كفاءة تسعير الأسهم المقاسة بعائد السهم في المصارف الأردنية المدرجة. تم بناء نموذج الانحدار الاتي:

$$RET_{it} = \beta^0 + \beta^1 DLLP_{it} + \beta^2 EPS_{it} + \beta^3 BVPS_{it} + \beta^4 DPS_{it} + \varepsilon_{it} \dots (5)$$

اذ ان جميع المتغيرات معرفة أعلاه.

٤.٣ - تحليل النتائج

١.٤.٣ - نتائج الإحصاء الوصفي

جدول رقم (٢) الإحصاء الوصفي لمتغيرات

Variable	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
PRICE	1.622	0.219	1.20	2.09
RET	-0.001	0.198	-0.453	1.071
DLLP	0.000	0.002	-0.011	0.010
EPS	0.187	0.120	-0.08	0.68
BVPS	2.421	0.932	1.12	7.41
DPS	0.101	0.074	0.00	0.45
SIZE	22.056	0.716	20.600	23.453

المصدر: من اعداد الباحثين

نلاحظ من خلال الجدول رقم (2) وجود تباين ملحوظ في خصائص متغيرات البحث بين المصارف محل التحليل، اذ بلغ متوسط سعر السهم نحو ١.٦٢، في حين بلغ متوسط العائد السنوي للسهم قيمة قريبة من الصفر، بما يعكس تقلبات في السعر. كما نلاحظ أن متوسط مخصص خسائر القروض يقترب من الصفر، وهو ما يشير إلى محدودية ممارسات إدارة الأرباح في المتوسط خلال فترة البحث. وتعكس القيم المتوسطة لمؤشرات الأداء المحاسبي، مثل عائد السهم والقيمة الدفترية وتوزيعات الأرباح، وجود اختلافات بين المصارف عينة البحث، في حين يدل تباين حجم المصارف على اختلافات جوهرية داخل العينة. وبشكل عام، تشير هذه الخصائص

## بملاءمة البيانات لإجراء التحليل واختبار فرضيات البحث.

جدول رقم (٣) مصفوفة الارتباط							
Variable	PRICE	RET	DLLP	EPS	BVPS	DPS	SIZE
PRICE	—						
RET	—	—					
DLLP	.043	-.195*	—				
EPS	.774**	.215*	.026	—			
BVPS	.783**	-.085	.006	.736**	—		
DPS	.741**	.146	.089	.725**	.653**	—	
SIZE	.753**	—	.000	.605**	.854**	.586**	—

المصدر: من اعداد الباحثين

تشير النتائج في الجدول رقم (٣) إلى عدم وجود مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة المستخدمة في نماذج البحث، إذ لم تتجاوز معاملات الارتباط الحدود الحرجة المتعارف عليها في الأدبيات القياسية. وعلى الرغم من وجود ارتباطات موجبة ومعنوية بين بعض المتغيرات، إلا أنها بقيت ضمن مستويات مقبولة لا تؤثر على استقرار تقديرات معاملات الانحدار. وبناء عليه، تعد المتغيرات المستقلة ملائمة للاستخدام في نماذج الانحدار المقترحة دون الحاجة إلى استبعاد أي منها أو إجراء تعديلات إضافية.

## ٥.٣ - نتائج اختبار الفرضيات

## ١.٥.٣ - نتائج اختبار الفرضية الأولى

جدول رقم (٤) نتائج انحدار النموذج رقم (٤)				
Variable	Coefficient ( $\beta$ )	Std. Error	z / t-statistic	p-value
Constant	-0.541	0.207	-2.610	0.010 **
DLLP	5.718	31.678	0.181	0.857

جدول رقم (٤) نتائج انحدار النموذج رقم (٤)				
Variable	Coefficient ( $\beta$ )	Std. Error	z / t-statistic	p-value
EPS	4.279	1.234	3.468	0.001 ***
BVPS	0.595	0.111	5.340	0.000 ***
DPS	6.608	1.718	3.846	0.000 ***
SIZE	3.415	2.216	4.218	0.054*
N	120			
R <sup>2</sup>	0.733			

المصدر: من اعداد الباحثين

تشير نتائج الجدول رقم (٤) الى قدرة تفسيرية مرتفعة للنموذج ( $R^2 = 0.733$ ) ، مما يؤكد أن المتغيرات المستقلة المستخدمة تفسر جزءا كبيرا من التباين في أسعار الأسهم. وقد جاءت معاملات كل من عائد السهم والقيمة الدفترية للسهم وتوزيعات الأرباح موجبة ومعنوية، وهو ما يدل على أن السوق يعكس هذه المؤشرات المحاسبية الأساسية في تسعير أسهم المصارف محل الدراسة، باعتبارها معلومات واضحة ومباشرة تتعلق بالربحية والقيمة وسياسة التوزيعات.

في المقابل، لم نجد للمتغير المستقل الرئيس للبحث وهو إدارة الأرباح التي تم قياسها بالجزء الاختياري لمخصص خسائر القروض، أي أثر ذو دلالة معنوية في سعر السهم كمقياس للكفاءة، مما يشير إلى أن السوق لا يستجيب بشكل مباشر لممارسات إدارة الأرباح عند تسعير الأسهم. ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن المستثمرين قد لا يتمكنون من تمييز الجزء الاختياري من المخصصات، أو أنهم ينظرون إليه باعتباره أقل موثوقية مقارنة بالمؤشرات المحاسبية الأخرى، الأمر الذي يؤدي إلى امتصاص محتواه المعلوماتي ضمن متغيرات مثل الأرباح والقيمة الدفترية. كما أن محدودية تباين DLLP وارتفاع خطئه المعياري يعكسان ضعفا في قدرته على التأثير المستقل في سعر السوق.

وبناء على ذلك، لا تدعم نتائج النموذج الفرضية الأولى (H1) التي تنص على وجود أثر ذي دلالة معنوية لإدارة الأرباح في كفاءة تسعير الأسهم عند قياسها بسعر السهم.

### ٢.٥.٣ - نتائج اختبار الفرضية الثانية

جدول رقم (٥) نتائج انحدار النموذج رقم (٥)				
Variable	Coefficient (β)	Std. Error	z-statistic	P-value
Constant	0.012	0.027	0.433	0.665
DLLP	-13.904	4.102	-3.390	0.001 ***
EPS	0.694	0.346	2.004	0.045 *
BVPS	-0.078	0.029	-2.697	0.007 **
DPS	0.360	0.158	2.285	0.022 *
SIZE	0.043	0.019	1.198	0.006**
N	120			
R <sup>2</sup>	0.431			

المصدر: من اعداد الباحثين

تشير نتائج الجدول رقم (٥) إلى أن إدارة الأرباح التي تم قياسها بـ (DLLP) تؤثر بشكل سلبي وبدرجة كبيرة في عوائد الأسهم في المصارف الأردنية. فقد بلغ معامل DLLP-١٣.٩٠٤، مما يعكس دلالة معنوية قوية عند مستوى ١٪. وتدل هذه النتيجة على أن السوق المالي لا يتجاهل ممارسات إدارة الأرباح المعتمدة على المخصصات، بل يتفاعل معها عكسياً، ما يؤدي إلى تراجع في أداء الأسهم في الفترات اللاحقة.

وتدعم هذه النتيجة فرضية أن المستثمرين يدركون التلاعب في الأرباح ويقومون بتسعيره عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، خاصة عند النظر إلى العوائد وليس إلى الأسعار فقط. أما بالنسبة لباقي المتغيرات، فقد أظهرت النتائج معنوية موجبة لكل من ربحية السهم وتوزيعات الأرباح، وهو ما يتماشى مع الفرضية القائلة بأن الربحية والتوزيع يعززان ثقة المستثمرين. في المقابل، جاء معامل القيمة الدفترية للسهم سالبا ومعنويا، وهي نتيجة قد تعزى إلى آثار محاسبية أو هيكلية مرتبطة بخصائص المصارف. وبالمقارنة مع نموذج السعر الذي لم يظهر فيه DLLP دلالة معنوية، تشير هذه النتائج إلى أن تأثير إدارة الأرباح يكون أكثر وضوحا عندما يقاس تسعير السوق للأسهم باستخدام العائد بدلاً من مستوى السعر، مما يعكس حساسية العوائد تجاه جودة المعلومات المحاسبية.

#### ٤- المبحث الرابع/ الاستنتاجات والتوصيات

##### ١.٤ - الاستنتاجات

من خلال ما تم التوصل إليه من نتائج فإن الباحثون يضعون الاستنتاجات التالية:

١. أظهرت النتائج أن ممارسات إدارة الأرباح في المصارف الأردنية، المقاسة باستخدام المكون الاختياري لمخصص خسائر القروض الائتمانية، لا تؤثر بشكل معنوي في أسعار الأسهم عند اعتماد سعر السهم كمؤشر لكفاءة التسعير.

٢. في المقابل، عند استخدام العائد السنوي للسهم كمقياس لكفاءة تسعير الأسهم، تبين وجود أثر سلبي ومعنوي لإدارة الأرباح في عوائد الأسهم. تشير هذه النتيجة إلى أن السوق المالي الأردني يتفاعل مع جودة الأرباح عبر الزمن، بحيث ينعكس أثر ممارسات إدارة الأرباح في الأداء الاستثماري طويل الأجل (العوائد) أكثر من انعكاسه في مستويات الأسعار اللحظية.

٣. تدل النتائج على أن المستثمرين يمتلكون درجة من الوعي المحاسبي تمكنهم من تمييز ممارسات التلاعب بالأرباح عند تقييم العائد الاستثماري الحقيقي للأسهم.

٤. أظهرت الدراسة أيضا أن أثر إدارة الأرباح لا يختلف جوهريا باختلاف حجم المصرف، مما يشير إلى استقرار العلاقة بين إدارة الأرباح وكفاءة التسعير عبر البنوك ذات الأحجام المختلفة.

٥. بينت النتائج أن بعض المؤشرات المحاسبية الأخرى، مثل ربحية السهم وتوزيعات الأرباح، حافظت على دلالة معنوية مستقرة في جميع نماذج لقياس.  
٦. رغم ذلك، كانت إدارة الأرباح المتغير الأكثر ارتباطاً بالتغيرات في عوائد الأسهم مقارنة ببقية المتغيرات. تدعم هذه النتيجة إمكانية استخدام إدارة الأرباح كمقياس بديل لجودة الأرباح في الدراسات المستقبلية التي تبحث العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة التسعير في الأسواق الناشئة.

#### ٢.٤ - التوصيات

من خلال ما تقدم من استنتاجات فإن الباحثون يوصون بالآتي:

١. ضرورة عدم الاعتماد على مستويات أسعار الأسهم فقط كمؤشر للحكم على كفاءة التسعير في الدراسات المستقبلية، والتوسع في استخدام مؤشرات ديناميكية تعكس استجابة السوق عبر الزمن.

٢. تعزيز متطلبات الإفصاح المحاسبي المتعلقة بمخصصات خسائر القروض للحد من الممارسات التي قد تؤثر سلباً في العوائد الاستثمارية للمساهمين.

٣. تشجيع الجهات التنظيمية على دعم الإفصاح طويل الأجل وتحسين جودة التقارير الدورية بما يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية قائمة على الأداء المستدام.

٤. تعزيز برامج التثقيف المالي والمحاسبي للمستثمرين وزيادة شفافية التقارير المالية بما يدعم كفاءة تحليل المعلومات المتاحة في السوق.

٥. تطبيق سياسات رقابية موحدة على جميع المصارف بغض النظر عن حجمها، مع عدم افتراض انخفاض مخاطر إدارة الأرباح في المصارف الكبيرة مقارنة بالصغيرة.

٦. تشجيع الباحثين مستقبلاً على اعتماد مقاييس إدارة الأرباح، خصوصاً المرتبطة بالمخصصات المصرفية، كمؤشرات بديلة لقياس جودة الأرباح وكفاءة التسعير في الأسواق الناشئة.

#### المصادر

#### المصادر العربية:

١. باسل نصاروراما نعيصة. (٢٠٢٠). أثر هيكل الملكية في ممارسة إدارة الأرباح. مجلة

جامعة اللاذقية-سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، ٤٢(٦).

٢. الخلف، أحمد عبد، والخفاجي، علي حسن. (٢٠٢٢). أثر إدارة الأرباح في كفاءة تسعير الأسهم: دراسة تطبيقية في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد

٣. خلف، سجاد طاهر، & النوفلي، نعيم صباح جراح. (٢٠٢١). أثر متغيرات إدارة الأرباح وفقاً لنموذج مخصص خسائر القروض (LLPS) على القيمة السوقية لأسهم المصارف: دراسة تطبيقية لعينة من المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة الاقتصادي الخليجي، ٣٧(٤٨)، ١٦٥-٢١٦

٤. سعيد، حوراء ساجد محمد، & طلب، حسنين راغب. (٢٠٢٤). ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ظل ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية: مراجعة أدبيات. مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، ٢٠(٣)، ١٧٠-١٨٠

٥. عوض، حسام (٢٠٢١). المحاسبة الإبداعية وإدارة الأرباح: الإطار النظري والتطبيق العملي. دار الكتب العلمية، القاهرة.

٦. محمد، حوراء ساجد. (٢٠٢٣، ٢٦ يناير). مناقشة رسالة ماجستير بعنوان: العلاقة بين هيكل الملكية ومخاطر انهيار اسعار الأسهم في ظل ادارة الارباح بالأنشطة الحقيقية (دراسة تطبيقية في عينة من المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية). كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة الكوفة.

#### المصادر الأجنبية:

1. AIMS Press. (2025). Testing weak-form market efficiency in emerging markets: Evidence from the Amman Stock Exchange. AIMS Mathematics, 10(1), 214–229.
2. Ali, E. S. (2014). Fundamental analysis and relative valuation multiples: Determination value. University of Portsmouth.
3. Arkan, T. (2015). The effects of earning management techniques, net income and cash flow on stock price. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, (74 T. 2 Mierzenie i ocena wyników przedsiębiorstw), 245-258.
4. Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. Journal of Accounting Research, 6(2), 159–178.

<https://doi.org/10.2307/2490232>

5. Bansal, M. (2024). Earnings management: a three-decade analysis and future prospects. *Journal of Accounting Literature*, 46(4), 630-670.
6. Beaver, W. H., & Engel, E. E. (1996).
7. Bouzid, K., El Araby, G., & Gharsi, A. (2021). Financial valuation of the shares of holding companies using market-based multiples. *Al-Manhal Al-Iqtisadi Journal*, 4, University of El Chahid Hamou Lakhdar El Oued, Algeria.
8. Burlacu, G., Robu, I.-B., & Munteanu, I. (2024). Exploring the influence of earnings management on the value relevance of financial statements: Evidence from the Bucharest Stock Exchange. *International Journal of Financial Studies*, 12(3), 72.  
<https://doi.org/10.3390/ijfs12030072>
9. Bustani, K. R. W. (2021). The effect of earnings per share, price to book value, dividend payout ratio, and net profit margin on the stock price in Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Maksipreneur: Manajemen, Koperasi, dan Entrepreneurship*, 10(2), 215–226.
10. Chen, F., Hope, O.-K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255–1289.
11. Cohen, D. A., Dey, A., & Lys, T. Z. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes–Oxley periods. *The Accounting Review*, 83(3), 757–787.  
<https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.3.757>
12. Dang, D. Q., Korkos, I., & Wu, W. (2023). The effects of earnings management on information asymmetry and stock price synchronicity. *Cogent Economics & Finance*, 11(2), 2290359.
13. Dang, D. Q., Korkos, I., & Wu, W. (2023). The effects of earnings management on information asymmetry and stock price synchronicity. *Cogent Economics & Finance*.
14. Darras, G., & Asadi, A. A. Q. (2019). The impact of profit quality on the value of stocks for industrial companies listed in the Palestine Stock Exchange and the Amman Securities Exchange (Master's thesis). Al-Najah National University, Nablus, Palestine.
15. Dechow, P. M., et al. (2020). Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies and Their Real-World Implications. *Accounting and Finance Review*.

16. Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235–250.
17. Discretionary behavior with respect to allowances for loan losses and the behavior of security prices. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1–3), 177–206.
18. He, Q., & Fang, C. (2019). Regulatory sanctions and stock pricing efficiency: Evidence from the Chinese stock market. *Journal of Corporate Finance*, 58, 61–83.  
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.05.003>
19. He, Z. (2025). Earnings management and price informativeness. Working Paper, Princeton University.
20. Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365-383.
21. Hrazdil, K., Li, Y., & Scott, T. (2025). Accounting disclosures and stock price efficiency: Evidence from mandatory IFRS adoption. *Global Finance Journal*, 67, 101152.  
<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2025.101152>
22. Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197.
23. Li, W., & Zheng, X. (2024). Key audit matter disclosure and stock mispricing: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 67(Part B), 105843. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105843>
24. Liu, C., & Sun, J. (2022). Earnings management and stock price informativeness. *Journal of International Accounting Research*.
25. Loureiro, G., & Silva, G. (2022). Earnings management and stock price crashes post U.S. cross-delistings. *Journal of Financial Stability*, 59, 100987.  
<https://doi.org/10.1016/j.jfs.2022.100987>
26. Maronga, E., Nyamosi, D., & Onsando, P. L. (2015). Nairobi stock exchange: A review of pricing efficiency after earnings announcements. *International journal of arts and commerce*, 4(4), 172-186.
27. Martadinata, I. P. H. (2022). Idealisme, love of money, dan intensi untuk melakukan manajemen laba dalam skema pemberian bonus: Sebuah pendekatan eksperimen. *Fair Value: Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Keuangan*, 4(7), 905-916.

28. Martadinata, I. P. H., & Yasa, I. N. P. (2023). Relativisme Etis Dan Intensi Untuk Melakukan Manajemen Laba: Studi Eksperimen Dalam Konteks Tekanan Kepatuhan. *JIMAT (Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi) Undiksha*, 14(04), 934-944.
29. Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
30. Pernamasari, R., Purwaningsih, S., Tanjung, J., & Rahayu, D. P. (2020). Effectiveness of firm performance and earnings management to Stock prices. *EPR International Journal of Multidisciplinary Research (IJMR)*, 6(1), 75-83.
31. Persson, E. (2006). The market efficiency: A study of market efficiency (Master's thesis). Linköping University, School of Management and Economics, International Business Program.
32. Petra, S. T., & Loukatos, G. (2009). The Sarbanes-Oxley Act of 2002: a five-year retrospective. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 9(2), 120-132.
33. Rachev, S. T., Bianchi, M. L., & Fabozzi, F. J. (2010). Tempered stable and tempered infinitely divisible GARCH models. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2096-2109.
34. Raheemah, S. H., Al Zahraa, S. C., Gatea, E. A., & Alshabebi, K. W. (2018, November). The Impact of the Coherence of the Working Group in Confronting the Obstacles of the Application of Electronic Administration-An Analytical Study. In 2018 1st Annual International Conference on Information and Sciences (AiCIS) (pp. 296-305). IEEE.
35. Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370.
36. Saeed, B. N. (2017). Analysis of the relationship between stock valuation multiples and the prediction of the market value of stocks: An applied study on a sample of Iraqi banks listed in the Iraqi Securities Market. *Journal of Administration and Economics*, College of Administration and Economics, Karbala University, Iraq.
37. Saffi, P. A., & Sigurdsson, K. (2011). Price efficiency and short selling. *The Review of Financial Studies*, 24(3), 821-852
38. Salman, S. M., Raheemah, S. H., & Saeed, S. A. (2019). Knowledge management factors and their impact on competitive priorities. *Opción:*

Revista de Ciencias Humanas y Sociales, 35(20), 450–467.

39. Shittu, A. C., Ahmad, A., & Ishak, Z. (2016). Price to book value, price to sales multiples and stock price: Evidence from Nigerian listed firms. *Journal of Advanced Research in Business and Management Studies*, 3(1), 85–93. <https://doi.org/ISSN:2462-1935>
40. Shoaib, A., & Siddiqui, M. A. (2022). Earnings management and theoretical adjustment in capital structure performance pattern: Evidence from APTA economies. *Borsa istanbul review*, 22(1), 20-36.
41. Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1–3), 249–281.
42. Swelim, M. A. (2013). *Investment tools in the stock exchange* (1st ed.). Dar Al-Matbuat Al-Jami‘yyah, Faculty of Law, Ain Shams University.
43. Wali, K., Saleh, S., & Van Paridon, K. (2019). The causes and effects of earnings management on stock prices. *Journal of Economics and Administrative Sciences*, 25(116), 93-110.
44. Wang, Q., Chen, X., & Li, Y. (2022). Information disclosure quality, earnings management and stock price crash risk. *International Journal of Accounting & Information Management*, 30(3), 425–445. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-10-2021-0224>
45. Wilson, G. R. (2015). The effect of real earnings management on the information content of earnings. *Journal of Finance and Accountancy*, 19.
46. Xu, L. (2021). Stock price informativeness and managerial efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101892. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101892>
47. Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675–703. <https://doi.org/10.2308/accr-10196>
48. Zhao, X., Ran, G., Shen, B., & Li, X. (2021). Do ETFs Improve the pricing efficiency of the A-share market—examining ETF holdings of individual stocks. *Applied Economics*, 53(35), 4134-4147.