

قياس ممارسات إدارة الأرباح عند عملية الإدراج الأولي في البورصة - حالة بورصة الجزائر

Measurement of earning management at initial public offering on the stock exchange - Algerian Stock Exchange

حسنين نابي، مخبر الإقتصاد الجزائري خارج المحروقات، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر،
h.bennabi@univ-boumerdes.dz

صباح شنايت، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، chenait.sabah@gmail.com

تاريخ القبول: 2022/03/12

تاريخ الاستلام: 2022/01/09

ملخص: تهدف هذه الدراسة من خلال اعتماد المنهج الوصفي التحليلي إلى اختبار تأثير IPO على ممارسات إدارة الأرباح حالة بورصة الجزائر، شملت الدراسة عينة من 3 شركات من 2011 إلى 2020. وقد توصلت إلى وجود ممارسات لإدارة الأرباح في الاتجاهين خلال السنة التي تسبق سنة الإدراج، خلال سنة الإدراج وبعدها مباشرة وينسب متفاوتة، لتؤكد فرضية أن الشركات تلجأ خلال IPO إلى إدارة الأرباح إما بتخفيضها تحقيقاً لما يعرف بتدني التقييم، أو بتضخيمها بهدف إعطاء إشارات موجبة للمستثمرين حول ربحية الشركة وبالتالي الرفع من قيمة الأسهم.

الكلمات المفتاحية: إدارة الأرباح؛ IPO؛ المستحقات الاختيارية.

تصنيفات JEL: G10 ; G01 ; M40

Abstract: This research aims by adopting the descriptive analytical methodology to test the impact of the IPO context on earnings management on the Algiers stock exchange on a sample of 3 companies over 2011 to 2020. Our empirical results indicate the existence of earning management the year before IPO, during and the year after. This reinforces the hypothesis that IPO is an incentive for firms to manage the profits either by reducing profits (Undervaluation phenomenon), or by increasing to generate a positive signal to about the profitability and increase the shareprice.

Keywords: Earning Management; IPO; Non-Discretionary Accruals.

JEL classifications codes: G10 ; G01 ; M40

مقدمة:

تحتل بورصة الأوراق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة، إذ تمثل إحدى أدوات السياسة المالية للدولة المعتمد عليها في جذب الفائض من الأموال وتوظيفه في الدورة الاقتصادية، كما أن كفاءة البورصة تقتضي توفر قدر كافي من المعلومات المالية وغير المالية حول المؤسسة حيث أن أية مؤسسة تبتغي القيام بعملية طرح الأسهم بحاجة إلى تقييم أصولها وتحديد قيمة تقريبية لأسهمها كخطوة أولية قبل الكشف عن سعر أو المجال السعري للعرض .

لقد اثبتت عدة دراسات سابقة أن عملية الإصدار الأولي للأسهم تعد بمثابة بيئة ملائمة للمسيرين من أجل إدارة أرباح ونتائج المؤسسة بما يخدم مصالحهم الشخصية أو مصالح الأطراف ذات العلاقة وذلك من خلال استغلال بما يعرف بتباين المعلومات المالية Asymmetric Information، وبالإعتماد على القوائم المالية كمدخلات، إضافة إلى الجانب التقديري لأعضاء الإدارة، في حين جاءت أغلب الدراسة لتؤكد أثر البيانات والمعلومات المحاسبية على سعر الإصدار وأسهم الشركات. كما أنا البورصة من خلال هيئاتها التشريعية والتنظيمية مطالبة فتوفير مكنائزمات تسمح بضمان موثوقية كافة البيانات وحماية المستثمرين بالقدر الكافي.

بناء على ما سبق، تكون صياغة اشكالية هذه الدراسة كالآتي:

أ- الإشكالية:

هل هناك علاقة تأثير أو تأثر بين عملية الإدراج الأولي وإدارة الأرباح خلال عمليات IPO؟ ما هو اتجاه العلاقة إن وجدت؟

ب- الفرضيات:

H1: المؤسسات التي تقوم بعملية الإصدار الأولي والإكتتاب العام تقوم فعلا بإدارة قوائمها المالية وذلك من خلال إدارة الأرباح من طرف المسيرين خلال الأشهر التي تسبق عمليات الإصدار الأولي للأسهم.

H2: إدارة الأرباح تكون في الإتجاه الموجب وذلك لإعطاء إشارة موجبة على أداء المؤسسة.

ج- أهداف الدراسة:

بالإضافة إلى قياس درجة ممارسة إدارة الأرباح عند عملية الإدراج الأولي بالنسبة للشركات الجزائرية المسعرة، فيمكن إستخدام نتائج هذه الدراسة من طرف الهيئات المنظمة والمشرعة في بورصة الجزائر كمرجع محوري لتوجيه الإصلاحات بغية الرفع من درجة حوكمة الشركات والتي ستعكس نتائجها حتما على الرفع من كفاءة البورصة وحماية المستثمرين بدرجة أولى.

د- أهمية الدراسة:

هنالك العديد من الدراسات الوطنية التي عنيت بدراسة ممارسات إدارة الأرباح سواء في المؤسسات المدرجة في البورصة أو غير ذلك، ولكن حسب علمنا، فإن هذه الدراسة هي الأولى من نوعها التي حاولت قياس ممارسات إدارة الأرباح خلال عملية الإدراج الأولي في البورصة وذلك إنطلاقاً من فرضية أن طرح أسهم الشركة للإكتتاب العام من أهم محفزات إدارة الأرباح إستناداً لنظرية الإشارة Signal theory ورغبة في انجاح عملية الإدراج.

هـ- منهجية الدراسة:

تحقيقاً لأهداف الدراسة، فإننا سوف نعتمد على المنهج الوصفي التحليلي وذلك بإجراء إختبار للفرضيات الموضوعية وإسقاطها ميدانياً من خلال إعتداد المنهج التجريبي كذلك.

و- الدراسات السابقة:

الدراسات الأجنبية

دراسة (Miloud, 2014) بعنوان Earnings Management And Initial Public Offerings: An Empirical Analysis : شاملة هذه الدراسة عينة من 866 شركة خلال عمليات الإدراج الأولي، وقد توصلت الدراسة إلى وجود إدارة للأرباح خلال سنة الإدراج من طرف المسيرين وذلك من خلال إدارة المبيعات للوصول إلى الأهداف المسطرة اعتمادا على المستحقات الغير اختيارية، كما تشير نتائج الدراسة إلى أن الشركات ذات أعلى مستوى من المستحقات التقديرية تعرف تدني في الأداء البورصي خلال العام الثالث تاليا بعد الإدراج الأولي مقارنة بالشركات المماثلة.

دراسة (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995) بعنوان Detecting Earnings Management: هدفت هذه الدراسة إلى تقييم ومفاضلة إحصائية للنماذج المستخدمة في قياس إدارة الأرباح عن طريق مدخل المستحقات، وقد تم إجراء الدراسة على عينة مكونة من 3032 شركة، وتوصلت الي أن لجميع النماذج القدرة على الكشف عن إدارة الأرباح بنسب مختلفة، كما إعتبرت نموذج جونز المعدل أكثر النماذج قدرة على الكشف عن إدارة الأرباح.

الدراسات العربية

دراسة (بعنوان : دور المصاريف والنواتج غير النقدية واحتياجات رأس المال العامل في إدارة الأرباح - حالة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر).

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل مدى ممارسة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر لإدارة الأرباح، وذلك بالاعتماد على المصاريف غير النقدية، والنواتج غير النقدية، وبنود احتياجات رأس المال العامل، وتشير النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المستحقات الاختيارية من جهة، والمخصصات، الديون قصيرة الأجل والمخزونات من أخرى، مما يعني

أن المؤسسات الجزائرية تستخدم هذه البنود في إدارة الأرباح كما تشير إلى أن مخصصات الدورة تعتبر الأكثر استخداماً في إدارة الأرباح.

دراسة (Chabchoub & Mrabet, 2007) بعنوان Gestion du résultat et introduction en bourse: cas des entreprises Tunisiennes حيث قام الباحثون بدراسة مدى ممارسة إدارة الأرباح في الشركات التونسية الغير مالية، وذلك بإستخدام أكثر من نموذج تقييم للمستحقات الاختيارية، توصلت النتائج إلى عدم وجود دلالة إحصائية لممارسة الأرباح، في حين وبعد إقصاء المؤسسات العمومية، فإن المؤسسات الخاصة تقوم بإدارة الأرباح من خلال التضخيم وذلك خلال السنة التي تسبق عمليات الإدراج في البورصة، كما تواصلت المؤسسات إدارة الأرباح في السنوات الموالية للإدراج من أجل إخفاء الممارسات السابقة وتحقيق الأهداف المسطرة قبل الإدراج.

أولاً- التأصيل النظري للدراسة:

1- مفهوم ممارسات إدارة الأرباح:

تلجأ العديد من المؤسسات ومنذ سنوات عديدة إلى تسيير المعلومات المحاسبية والتي عرفت المراجع النظرية تحت عدة تسميات: إدارة الأرباح Earning management، تكيف النتائج المحاسبية Income smoothing، المحاسبة الإبداعية Big، Creative accounting، Window dressing، bath accounting والتي تصب كلها في معنى متقارب (Hervé & Gaétan, 2003, p. 125) حيث عرف (Dechow & Skinner, 2000, p. 238) إدارة الأرباح على أنها تدخل متعمد من طرف مسيري المؤسسة في عملية إعداد وعرض المعلومة المالية بهدف تحقيق عوائد شخصية، كما ذهب (M. Healy & Wahlen, 1998, p. 371) إلى التأكيد أن إدارة الأرباح تتحقق عند إستعمال المسيرين للأحكام الشخصية في إعداد

التقارير المالية من أجل تحليل الأطراف ذات العلاقة حول الأداء المالي أو التأثير على النتائج التعاقدية التي تعتمد على الأرقام المحاسبية.

على الرغم من القبول الواسع لهاته التعاريف، إلا أنه من الصعب ربط إدارة الأرباح مباشرة مع التقارير المالية والأرقام المحاسبية كونها تعتمد أكثر على رغبة وأحكام المسيرين الغير مرئية والتي يصعب قياسها .

2- دوافع ممارسات إدارة الأرباح:

إن دراسة الدوافع التي تؤدي بالمسيرين والمديرين إلى ممارسة إدارة الأرباح أثارت إهتمام الكثير من الأبحاث باختلاف البيئات الإقتصادية (Hervé & Gaétan, 2003, p. 134) وبالإعتماد على عدد كبير من الدراسات السابقة الأسباب إلى ثلاث مجموعات: تخفيض التكاليف السياسية ومثال ذلك تخفيض الضرائب، التفاوض مع الغير أو نتيجة تنظيمات محددة؛ تخفيض تكاليف الاستدانة في إطار الإكتتاب العام في البورصة، الدمج والإستحواذ، إعادة التفاوض حول عقود الدين والصعوبات المالية، توزيعات الأرباح؛ تعظيم أرباح المسيرين في إطار تعظيم مكافآتهم، ممارسة الرقابة، تغيير تركيبة الإدارة. ذهب kellog & kellog من خلال تحليل هذه الظاهرة إلى وجود عاملين إثنين رئيسيين لإدارة الأرباح والمتمثلة في الرغبة في تحفيز المستثمرين لشراء أسهم الشركة والرغبة في الرفع من القيمة السوقية لهاته الأسهم.

3- المتغيرات المعتمدة في إدارة الأرباح:

تعددت أساليب إدارة الأرباح نتيجة المرونة الكبيرة للمعايير والنظم المحاسبية، مما يتيح للمسيرين عدة طرق لإدارات الأرباح دون إثارة الشكوك أو خرق للمبادئ والتشريعات القانونية (Hervé & Gaétan, 2003, p. 142)، ومن بين المتغيرات المستخدمة لإدارة الأرباح نجد

الائتمان الضريبي للاستثمار، تصنيف العناصر غير العادية، النواتج في شكل أرباح، مكاسب وخسائر السندات، مؤونات التقاعد، تكاليف البحث والتطوير وتكاليف الإشهار والتسويق، الاختيار بين التوبوب المحاسبي حسب قيمة الحياة أو فارق المعادلة، تغييرات طرق الاهتلاك من المتناقص إلى الاهتلاك الخطي.

4- علاقة التأثير والتأثر بين قيمة الأسهم وإدارة الأرباح:

اثبتت دراسة kellog & kellog من خلال تحليل ظاهرة إدارة الأرباح إلى وجود عاملين إثنين رئيسيين لإدارة الأرباح والمتمثلة في الرغبة في تحفيز المستثمرين لشراء أسهم الشركة والرغبة في الرفع من القيمة السوقية لهاته الأسهم (Hervé & Gaétan, 2003, p. 133)، ويمكن ذلك من خلال إستخدام ما يعرف بـ "نظرية الإشارة" للتأثير على المستثمرين حيث أثبتت دراسة (Kim & R. Ritter, 1999, p. 411) إلى وجود علاقة موجبة بين الأرقام الموجودة بالقوائم المالية المفصح عنها وسعر العرض خلال عملية الإدراج الأولي في البورصة بالنسبة للشركات الأمريكية فيلجأ المسيريون إلى إدارة المعلومة المالية لإعطاء إشارة موجبة للمستثمرين عن الربحية المحتملة للشركة، في حين يستخدم بعض المديرين التنفيذيين ما يعرف بتدني التقييم، وذلك للتقليل من قيمة الأسهم من أجل حث المستثمرين غير المطلعين على المشاركة في الاكتتاب وضمان الطلب الكافي على أسهم الشركة لتعزيز نجاح عملية الإصدار، كما يتم اللجوء أيضا إلى هذه الطريقة كإشارة على جودة الشركة حيث أن الشركات نفسها تقدر قيمة التدني التي تضحي بها بهدف استرجاعها مستقبلا وأن المستثمرين بدورهم يوقنون أن الشركات ذات الصلابة المالية فقط هم القادرون على إسترجاع تكلفة تدني التقييم (Allen & Faulhaber, 1989, p. 319) & (Welch, 1989, p. 445)، كما قد يلجأ المسيريون إلى إدارة الأرباح بعد عملية الإصدار الأولي وذلك بهدف المحافظة على سعر السهم بعد الإصدار وتجنب إنخفاض قيمته.

كما يوضع المسكرون تحت ضغط كبير من أجل بلوغ الأهداف المحددة خلال عملية طرح الأسهم حيث أنه خلال الحملة الترويجية للإكتتاب وطرح الأسهم، يتم وضع توقعات وأهداف للأرباح من قبل مديري الشركة والمحللين التابعين للبنوك وشركات الاستثمار، من ناحية أخرى، تتعرض الشركة المصدرة للضغط لتحقيق هذه التوقعات من أجل الحفاظ على سمعتها والحفاظ على رأس مال المستثمرين (بما في ذلك شركات الاستثمار) وتجنب الإجراءات القانونية وعقوبات المستثمرين الغير راضين نتيجة انخفاض الأرباح بعد الإكتتاب .

(Chabchoub & Mrabet, 2007)

5- تحليل إنتقادي لنماذج قياس إدارة الأرباح:

تعتمد أغلب الدراسات التجريبية في قياس ممارسات إدارة الأرباح على عدة نماذج مالية تقوم أغلبها إن لم نقل كلها على مدخل المستحقات Accruals للشركة وذلك تطبيقاً لمبدأ الإستحقاق المحاسبي القائم على مقابلة الإيرادات والمصروفات والذي يتيح المجال إلى العديد من التقديرات والاجتهادات الشخصية من طرف المسيرين نتيجة الفارق الزمني بين توقيت حدوث التدفقات النقدية وتوقيت الاعتراف المحاسبي مما يشكل مرجعية رئيسية لممارسة إدارة الأرباح، كما تنقسم المستحقات إلى نوعين، اختيارية وهي التي تعتمد في قياسها على الحكم الشخصي وغير اختيارية وهي التي لا تعتمد في قياسها على الحكم الشخصي وإنما على الحدث المالي القائم فعلاً. ويتم التعبير عن إجمالي المستحقات من خلال العلاقة التالية :

$$\text{Total Accruals} = \text{Discretionary Accruals} + \text{Non-Discretionary Accruals}$$

$$TA_{i,t} = NDA_{i,t} + DAC_{i,t}$$

بحيث:

$TA_{i,t}$: المستحقات الكلية للشركة i في السنة t

$NDA_{i,t}$: المستحقات الغير اختيارية للشركة i في السنة t

t : المستحقات الاختيارية للشركة i في السنة t

ويتم تحديد المستحقات الكلية بطريقتين:

- طريقة الميزانية العامة: والتي يعبر عنها بالصيغة التالية:

$$TA_{(i,t)} = \Delta CA_{(i,t)} - \Delta Cash_{(i,t)} - \Delta CL_{(i,t)} + \Delta STD_{(i,t)} - Dep_{(i,t)}$$

حيث:

TA : المستحقات الكلية للشركة

ΔCA : التغير في الأصول المتداولة للشركة

$\Delta Cash$: التغير في النقدية وما يعادلها

ΔCL : التغير في الإلتزامات المتداولة

ΔSTD : التغير في الديون طويلة الأجل المدرجة ضمن الإلتزامات المتداولة للشركة، أو

بعبارة أخرى الديون طويلة الأجل التي تصبح واجبة الاستحقاق في الأجل القصير (السلفات المصرفية)

Dep : إجمالي مخصصات الإهلاكات والمؤنات للشركة

- طريقة قائمة التدفقات النقدية: وتمثل المستحقات الكلية وفقا لهذا المنهج الفرق بين

النتيجة الصافية والتدفقات النقدية التشغيلية للشركة وذلك وفق المعادلة التالية :

$$TA_{i,t} = NI_{i,t} - CFO_{i,t}$$

حيث:

TA : المستحقات الكلية للشركة

NI : النتيجة الصافية للشركة

CFO : التدفقات النقدية التشغيلية للشركة

تباينت الدراسات في عرض نماذج إدارة الأرباح فمنها من إستخدمت إجمالي المستحقات كمقياس ومنها من إعتمدت على تقسيم المستحقات إلى اختيارية وغير اختيارية ومن أهم النماذج نعدد:

5-1- نموذج (Healy, 1985)

يقوم نموذج healy لقياس الأرباح على مقارنة متوسط المستحقات الاجمالية إلى إجمالي الأصول للسنة السابقة (Bartov, Gul, & Tsui, 2000, p. 429).

$$NDA_{it} = TA_{it} / A_{it-1}$$

حيث:

NDA_{it} : المستحقات الغير اختيارية للشركة i في الفترة t

TA_{it} : إجمالي المستحقات الكلية للشركة i في الفترة t

A_{it} : إجمالي أصول السنة السابقة للشركة i في الفترة t

3-2- نموذج (DeAngelo, 1986)

يعتبر هذا النموذج حالة خاصة من نموذج Healy حيث أن DeAngelo نفسه يعتبر أن الفرق الرئيسي بين النموذجين يكمن في أن Healy قام بحساب تقريبي للتدفق النقدي التشغيلي عن طريق تعديل صافي النتيجة لمراعاة اعباء الاهتلاك والتغيرات في المخزون، الحسابات المدينة والدائنة، ضرائب الدخل المستحقة، والضرائب المؤجلة على الدخل كما أن هذا النموذج ينسب المستحقات الغير اختيارية إلى إجمالي الأصول لسنة سابقة، ويعبر عنه

$$TA_1 - TA_0 = [(NI_1 - NI_0) - (CF_1 - CF_0)] / A_0$$

حيث:

TA: المستحقات الكلية Accruals

NI: النتيجة الصافية Net Income

CF: التدفقات النقدية Cash Flow

A : إجمالي الأصول Total Assets

مع وضع: (Anne-Laure, 1999, p. 67)

التدفقات النقدية = النتيجة الصافية - (القدرة على التمويل الذاتي - التغير في إحتياج رأس المال العامل)

التغير في المستحقات بين سنتين مختلفتين يعود بالكامل إلى تقدير المساهمين، كما يفترض أن العوامل الاقتصادية التي قد تؤثر في مستوى المستحقات كرقم الأعمال تكون مستقرة نسبيا بإعتبار قصر المدة، فإذا كانت المستحقات غير اختيارية ثابتة على مدى الفترات الزمنية والمستحقات الاختيارية تساوي الصفر في فترة التقدير فإن النموذجين سيقيسان المستحقات غير الاختيارية بدون أخطاء (Anne-Laure, 1999, p. 70)، في حين إنتقد (Kaplan, 1985) في دراسته فرضية ثبات المستحقات الغير اختيارية حيث أن طبيعة محاسبة الاستحقاق تفرض أن يتغير مستوى المستحقات الاختيارية استجابة للتغير في الظروف الاقتصادية.

3-5- نموذج (Jones 1991)

طرح هذا النموذج للتخفيف من حدة الفرضية التي جاءت بها النماذج السابقة والتي مفادها أن المستحقات غير الاختيارية تعتبر ثابتة، حيث جاء هذا النموذج بفرص متغيرين هما الأصول الصافية التي تمثل الملكية الكلية للشركة والمتغير الثاني هورقم الأعمال أو الإيرادات، حيث أن إدخال هذين المتغيرين يجعلنا نأخذ بعين الإعتبار التغيرات التي تحصل

للمستحقات الكلية المرتبطة بالتطور الاقتصادي للشركة، وبالتالي فإن نموذج Jonse1991 يكون كما يلي :

$$TA_{it} / A_{it-1} = \beta_1(1/A_{it-1}) + \beta_2(\Delta REV_{it}/A_{it-1}) + \beta_3(PPE_{it}/ A_{it}) + \varepsilon_{it}$$

هذا النموذج لم يخلو بدوره من الانتقادات، فأهم انتقاد وجه إليه كان وقوفه عند فرضية أن رقم الأعمال غير اختياري، في حين انه بإمكان المسير تأخير استلام المشتريات في سنة الإختبار لتحقيق رقم الأعمال وتأجيل هذه المبيعات للسنة المقبلة، ففي حال تلاعب المسير برقم الأعمال فإن تقدير ممارسات إدارة الأرباح وفق هذا النموذج سينحرف (بن عمارة، كسكس، و زرقو، 2018، صفحة 31).

4-5 نموذج The Modified Jones Model (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995)

قام الباحثون من خلال تعديل نموذج جونز على محاولة القضاء على الإتجاه التقديري لقياس المستحقات الاختيارية حيث يتم تقدير المستحقات غير الاختيارية خلال الفترات التي يتم فيها افتراض إدارة الأرباح، مع الأخذ بعين الإعتبار التغير الحاصل في حساب الزبائن.

$$NDA_{it} / A_{it-1} = \beta_1(1/A_{it-1}) + \beta_2[(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) / A_{it-1}] + \beta_3(PPE_{it}/ A_{it}) + \varepsilon_{it}$$

تفترض النسخة المعدلة من نموذج جونز ضمناً أن جميع التغيرات في حساب المبيعات لأجل خلال فترة الحدث هي نتيجة لإدارة الأرباح، حيث أنه من السهل إدارة الأرباح من خلال ممارسة السلطة التقديرية بشأن الاعتراف المحاسبي بالمبيعات لأجل على إدارة الأرباح عن طريق الإعتراف بالمبيعات نقداً.

القصور الرئيسي لهذا النموذج (Fakhfakh, 2009, p. 74) يكمن في كونه يعتبر أن كل تغير في رقم الأعمال لأجل هو نتيجة لإدارة الأرباح، في حين ما إذا تمت ممارسة إدارة

الأرباح من خلال المبيعات نقدا فإن نفس الإشكال المطروح في نموذج (Jones, 1991) سيطرح هنا أيضا، وذلك بسبب عدم الأخذ بعين الاعتبار الجزء الاختياري في نموذج تقدير المستحقات الغير الاختيارية، كما ذهب آخرون أن صحة هذه الفرضية ليست مطلقة ولا توافق الواقع إلا في حالة وجود إدارة أرباح فعالة وبشرط أيضا أن يكون التغير في حساب الزبائن في نفس الاتجاه الممارس في إدارة الأرباح.

5-5- نموذج (Kothari, Leone, & Wasley, 2005)

ذهب مجموعة من الباحثين إلى تأكيد أن إدارة الأرباح مرتبطة بأداء الشركة، حتى في حالة كان أداء الشركة جيد أو سيئ، مقدمين كذلك توصيات بإدراج أداء الشركة في النماذج المعتمدة على المستحقات، وهو ما لم يكن في النماذج السابقة (Fakhfakh, 2009, p. 77) يقوم نموذج (Kothari, Leone, & Wasley, 2005) على الربط والمقارنة بين أداء الشركة والعائد على الأصول ROA وهو يساهم في مراقبة تأثير الأداء على المستحقات التقديرية المقاسة.

ويتم تقدير المستحقات غير الاختيارية وفق هذا النموذج كما يلي:

$$NDA_{i,t} / A_{i,t-1} = \beta_1 (I / A_{i,t-1}) + \beta_2 [(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) / A_{i,t-1}] + \beta_3 (PPE_{i,t} / A_{i,t-1}) + \beta_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

ثانيا - الإطار التطبيقي:

1- عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في جميع الشركات التي قامت بالإكتتاب العام للأسهم في بورصة الجزائر IPO في الفترة الممتدة من 1998 إلى 2020 وليتم إنتقاء الشركة ضمن العينة، يجب تحقق الشروط التالية:

- عملية طرح الأسهم كانت في إطار الإكتتاب العام وعملية الإدراج الأولي في البورصة؛
- توفر المعلومات المالية على الأقل للسنة التي سبقت عملية الإدراج الأولي؛

الجدول 01: " الشركات المدرجة في إطار IPO ببورصة الجزائر "

قائمة الشركات	الرمز البورصي	النشاط / القطاع	سنة الإدراج	القيمة الاسمية	عدد الأسهم
SAIDAL	SAI	صناعة صيدلانية	1999	200	9 287 217
EGH EL AURASSI	AUR	فندقة	2000	250	6 000 000
ALLIANCE ASSURANCES	ALL	تأمينات	2011	250	10 000 000
NCA Rouiba	ROUI	صناعة غذائية	2013	100	8 491 950
BIOPHARM	BIO	صناعة صيدلانية	2016	200	25 521 875
AOM Invest spa	AOM	سياحة	2019	100	1 702 989

المصدر: من إعداد الباحثان بالإعتماد على موقع البورصة <https://www.sgbv.dz>

تم استبعاد شركة ALL كونها تنشط في قطاع التأمينات ونظرا لخصوصية نظامها المحاسبي وقوائمها المالية، إضافة إلى شركة SAI و AUR لعدم توفر القوائم المالية المعنية بفترة الدراسة، ليتم في الأخير اعتماد ثلاث شركات، وقد بلغ عدد المشاهدات 9 مشاهدات وتمثلت في سنة الإدراج نفسها والسنة التي سبقت وتلت عملية IPO لكل شركة على حدى.

2- نموذج الدراسة

كما وسبق التطرق إليه، هنالك العديد من النماذج لقياس ممارسات إدارة الأرباح، وأغلبها تعتمد على التفرقة بين المستحقات الاختيارية وغير الاختيارية إستنادا على سلاسل زمنية كمشاهدات، حسب (Cormier & Magnan, 1995) أن نتائج معظم الشركات خلال عملية IPO تظهر إتجاه غير خطي، والتي يصعب نمذجتها في تحليل السلاسل الزمنية، ومنه صعوبة إجراء تحليل السلاسل الزمنية على عينة الدراسة. بناءا على ما سبق تم تبني نموذج (DeAngelo, 1986) للدراسة التطبيقية، ومنه قياس إدارة الأرباح ستكون بالفرق بين مبلغ المستحقات خلال السنة التي تسبق عملية IPO مع مبلغ المستحقات خلال سنة الإدراج، أو بصيغة أخرى ما يسمى بالإنحراف غير الطبيعي للمستحقات.

$$TA_1 - TA_0 = [(NI_1 - NI_0) - (CF_1 - CF_0)] / A_0$$

سنقوم بالدراسة على السنة التي تسبق سنة الإدراج IPO-1 والسنة التي تلي سنة الإدراج IPO+1 وتحليل الإتجاه العام للنتائج.

ثالثا- تحليل النتائج واختبار فرضيات الدراسة:

يعرض الجدول الموالي النتائج المتواصل إليها لقياس ممارسة إدارة الأرباح خلال عملية

الإدراج الأولي في بورصة الجزائر حسب نموذج DeAngelo

الجدول 2: نتائج ممارسة إدارة الأرباح خلال عملية IPO في بورصة الجزائر حسب نموذج

" DeAngelo

	YEAR	NI	CFO	Actif Total t-1	Δ Ac
ROUI	2011	188 042 941	130 202 000	/	/
	2012	168 602 699	252 546 048	4 059 896 615	-0,035
	2013*	228 869 539	565 223 837	4 594 799 546	-0,055
	2014	310 853 613	388 077 370	5 482 582 945	0,047
BIO	2014	3 854 368 188	1 412 000 000	/	/
	2015	4 453 571 856	3 405 815 000	32 617 332 282	-0,043
	2016*	5 552 092 789	3 591 898 000	38 195 806 244	0,024
	2017	6 498 667 964	1 655 326 000	40 255 181 266	0,072
AOM	2017	750 803	-2 454 226	/	/
	2018	1 247 445	-23 612 518	267 645 610	0,081
	2019*	750 312	-79 930 330	359 661 745	0,155
	2020	-3 893 162	-38 881 366	430 592 957	-0,106

/ المصدر: من إعداد الباحثان بالإعتماد على موقع البورصة <https://www.sgbv.dz>

*سنة الإدراج IPO

وقد كانت النتائج متباينة من شركة إلى أخرى ويمكن تحليلها كما يلي :

- شركة ROUI: كانت نتائج التغير في إجمالي المستحقات في الاتجاه السالب خلال السنة التي تسبق IPO وكذلك خلال سنة الإدراج عند قيمة -0.035 و -0.055- على التوالي وبتغير نسبته 57% مقارنة ب 1-IPO- في حين كان الاتجاه موجب خلال السنة المالية للإدراج، فيمكن القول أن الشركة قامت بممارسة إدارة الأرباح عن طريق تخفيضها خلال سنة الإدراج، ويمكن تفسير ذلك بما يعرف بتدني التقييم، وذلك للتقليل من قيمة الأسهم من أجل حث المستثمرين غير المطلعين على المشاركة في الاكتتاب وضمان الطلب الكافي على أسهم الشركة لتعزيز نجاح عملية الإصدار، كما يتم اللجوء أيضا إلى هذه الطريقة كإشارة على جودة الشركة من خلال التضحية بمبلغ

معين خلال سنة الإدراج بهدف استرجاعها مستقبلا وهو ما يمكن تأكيده من خلال الإتجاه الموجب للتغير في المستحقات خلال IPO+1 .

- شركة BIO& AOM: نلاحظ من خلال النتائج المتوصل إليها إلى وجود إدارة موجبة للأرباح خلال سنة الإدراج مقارنة مع سنة IPO-1 بتغير نسبته 156% بالنسبة لـ BIO و 92% بالنسبة AOM ، في حين إنخفض المعدل بعد سنة الإدراج للنسبة لـ AOM ويمكن تفسير ذلك من خلال إستخدام ما يعرف بنظرية الإشارة للتأثير على المستثمرين عن طريق إدارة المعلومة المالية لإعطاء إشارة موجبة للمستثمرين عن ربحية الشركة والرفع من سعر السهم وبالتالي تحقيق مبالغ إضافية في عملية رفع المال.

بناء على النتائج المتوصل إليها، نستنتج وجود عملية إدارة الأرباح في بورصة الجزائر خلال عملية IPO ومنه يمكن إثبات صحة الفرضية H1 المبينة على أن المؤسسات التي تقوم بعملية الإصدار الأولي والإكتتاب العام تقوم فعلا بإدارة قوائمها المالية وذلك من خلال إدارة الأرباح من طرف المسيرين خلال الأشهر التي تسبق عمليات الإصدار الأولي للأسهم، وقد كانت الممارسة في كلا الإتجاهين وإن كان الإتجاه الموجب هو الغالب بمقدار 3/2، ويمكن القول أن H2 صحيحة نسبيا .

خاتمة:

عنيت هذه الدراسة بظاهرة ممارسة إدارة الأرباح وذلك من خلال ربطها بعملية IPO للشركات المدرجة في بورصة الجزائر بغية إختبار فرضية أنعملية الإدراج البورصي تعتبر كحافز لهاته الممارسات، وقد شملت الدراسة الميدانية على عينة مكونة من 3 شركات بثلاث مشاهدات لكل شركة، وعلى حد علمنا، وحسب المراجع والدراسات التي قمنا بتصفحها، لم يسبق وأن تم قياس إدارة الأرباح من منظور IPO باعتباره حافز لإدارة الأرباح.

استخلص من الدراسة الميدانية والنتائج المتوصل إليها أن الشركات الجزائرية تقوم بإدارة الأرباح المعلن عنها في القوائم المالية المتعلقة بسنة الإدراج الأولى في البورصة إما عن طريق تخفيض الأرباح وذلك للتقليل من قيمة الأسهم من أجل حث المستثمرين غير المطلعين على المشاركة في الاكتتاب وضمان الطلب الكافي على أسهم الشركة وذلك بما يعرف بتدني التقييم، أو عن طريق انتهاج سياسة تضخيم الأرباح لإعطاء إشارة موجبة للمستثمرين عن ربحية الشركة والرفع من سعر السهم وبالتالي تحقيق مبالغ إضافية في عملية رفع المال.

ككل بحث علمي، فدراستنا هذه لا تخلو من النقائص سواء على المستوى النظري أو التجريبي، وتأكيد هذه الدراسة يبقى نسبي بالرجوع إلى درجة كفاءة بورصة الجزائر بالدرجة الأولى وصغر حجم العينة والمؤسسات المدرجة في البورصة، وكأفاق لهذه الدراسة يمكن توسيع الاختبارات على بورصات أخرى بنفس المميزات والتركيبية الإقتصادية كبورصة تونس والمغرب، كما يمكن التجربة باستخدام نماذج أخرى غير المستخدم في دراستنا هذه. كما تكمن أفاق هذه الدراسة في البحث عن الميكانيزمات التي تسمح بالكشف أو الحد من ممارسات إدارة الأرباح حتى وإن كانت بطرق قانونية-، ضمانا لنوعية المعلومات المالية المنشورة عن طريق البورصة ولإعطاء قدر كافي من الحماية للمستثمرين وتحقيق درجة مقبولة من الكفاءة.

قائمة المراجع:

- Allen, F., & Faulhaber, R. (1989). Signaling by underpricing in the IPO market. *Journal of financial Economics*, 303-323.
- Anne-Laure, L. N. (1999). La gestion des résultats comptables précédant les opérations de LBO françaises. *Comptabilité - Contrôle - Audit*, 61-82.

- Bartov, E., Gul, F. A., & Tsui, J. S. (2000). Discretionary-Accruals Models and Audit Qualifications. *Journal of accounting and economics*, 421-452.
- Chabchoub, M., & Mrabet, M. (2007). Gestion du resultat et introduction en bourse : cas des entreprises Tunisiennes . *Comptabilité et Environnement*, CD-Rom.
- Cormier, D., & Magnan, M. (1995). La gestion stratégique des résultats. Le cas des firmes publiant des prévisions lors d'un premier appel public à l'épargne. *Comptabilité - Contrôle - Audit*, 45-61.
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, 400-420.
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 235-250.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *Accounting review*, 193-225.
- Fakhfakh, B. A. (2009). Free cash flow, gestion des résultats et gouvernement des entreprises, étude comparative des entreprises françaises et américaines. *Thèse Doctorale*, 1-292.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 85-107.
- Hervé, S., & Gaétan, B. (2003). La gestion des données comptables: une revue de la littérature. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 125-152.
- Kaplan, R. S. (1985). Comments on Paul Healy: Evidence on the effect of bonus schemes on accounting procedure and accrual decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 109-113.

- Kim, M., & R. Ritter, J. (1999). Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics*, 409-437.
- Kothari, S., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 163-197.
- M. Healy, P., & Wahlen, J. M. (1998). A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting horizons*, 365-383.
- Miloud, T. (2014). Earnings Management And Initial Public Offerings: AnEmpirical Analysis. *Journal of Applied Business Research*, 117-134.
- Welch, I. (1989). Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 421-449.
- ممارسات إدارة الأرباح في شركات قطاع (2018). زرقو، م &، بن عمارة، ع. ا، كسكس، م
المجلة الجزائرية للتنمية. إتصالات الجزائر -دراسة تطبيقية خلال الفترة 2009-2016
الاقتصادية، 26-42.
- قياس ممارسات إدارة الأرباح في الشركات المسجلة ببورصة (بدون سنة). فداوي، أ
مجلة التنظيم و العمل. الجزائر 45-62.
- دور المصاريف والنواتج غير النقدية واحتياجات رأس المال العامل في إدارة (2014). كيموش، ب
مجلة الباحث. الأرباح - حالة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر 43-56.

الملاحق: