



جمهورية العراق
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة البصرة – كلية الإدارة والاقتصاد
قسم العلوم المالية والمصرفية



قياس وتحليل العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية دراسة مقارنة للمدة 2015 - 2019

اطروحة تقدم بها
سعد الله محمد عبيد النعيمي

إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة البصرة وهي جزء من متطلبات نيل
درجة الدكتوراه فلسفة في العلوم المالية والمصرفية

بإشراف
الأستاذ الدكتور
منتظر فاضل سعد البطاط

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

وَمَا أُوتِيتُمْ مِنَ الْعِلْمِ إِلَّا

قَلِيلًا

سورة الاسراء

من الآية 85

اقرار المشرف

اشهد بأن اعداد هذه الاطروحة الموسومة (قياس وتحليل العلاقة بين نوعية
العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية دراسة مقارنة للمدة
2015-2019) قد جرى تحت اشرافي في كلية الادارة والاقتصاد/ جامعة البصرة
وهي جزء من متطلبات نيل شهادة الدكتوراه فلسفة في العلوم المالية والمصرفية.

التوقيع
المشرف: أ.د. منتظر فاضل سعد البطاط
التاريخ: 2 / 3 / 2022

توصية رئيس القسم
بناءً على توصية المشرف ارشح هذه الاطروحة للمناقشة

التوقيع
الاسم: أ.م.د. عقيل عبد محمد الحمدي
التاريخ: 2 / 3 / 2022

أقرار المقوم الاحصائي

أشهد بان الأطروحة الموسومة (قياس وتحليل العلاقة بين نوعية
العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية دراسة مقارنة
للمدة 2015-2019) للطالب (سعد الله محمد عبيد النعيمي) في قسم العلوم
المالية والمصرفية قد انبسطت بي مهمة تقويمها احصائياً وهي مرشحة
للمناقشة.



التوقيع:

الاسم: أ.م.د. وليد ميه روين

التاريخ: / / 202

اقرار الخبير اللغوي

أشهد ان الاطروحة الموسومة بـ (قياس وتحليل العلاقة بين نوعية
العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية دراسة مقارنة
للمدة 2015-2019) للطالب (سعد الله محمد عبيد النعيمي) في قسم العلوم
العالية والمصرفية قد انيطت بي مهمة تقويمها لغوياً واعتقد انها مستوفية
شروط السلامة اللغوية.



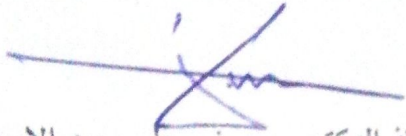
التوقيع:

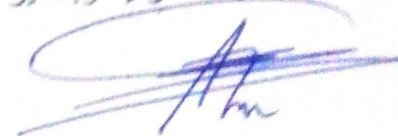
الاسم: أ. د. عماد مجيد علي

التاريخ: 202 / /

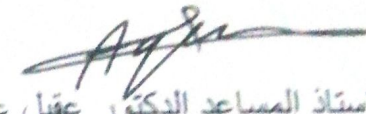
قرار لجنة المناقشة

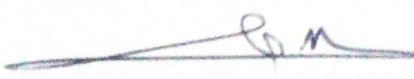
نشهد بأننا أعضاء لجنة التقييم والمناقشة، قد اطلعنا على هذه الأطروحة الموسومة (قياس وتحليل العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية دراسة مقارنة للمدة 2015-2019) للطلاب (سعدالله محمد عبيد النعيمي) وقد ناقشناه في محتوياتها وفيما له علاقة بها، وهي جديرة بالقبول لنيل درجة الدكتوراه فلسفة في العلوم المالية والمصرفية وبتقدير (امتياز).

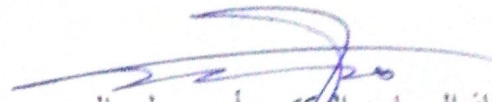

الاستاذ الدكتور يوسف علي عبد الاسدي
كلية النفط والغاز / جامعة البصرة
عضواً


الاستاذ الدكتور احمد جاسم محمد
كلية الادارة والاقتصاد / جامعة البصرة
رئيساً


الاستاذ المساعد الدكتور فائز هليل سريح
كلية الادارة والاقتصاد / جامعة الانبار
عضواً


الاستاذ المساعد الدكتور عجيل عبد محمد
كلية الادارة والاقتصاد / جامعة البصرة
عضواً


الاستاذ الدكتور منتظر فاضل البطاط
كلية الادارة والاقتصاد / جامعة البصرة
عضواً ومشفراً


الاستاذ المساعد الدكتور امير علي الموسوي
كلية الادارة والاقتصاد / جامعة كربلاء
عضواً

مصادقة مجلس الكلية

صادق مجلس كلية الادارة والاقتصاد / جامعة البصرة على اقرار لجنة المناقشة

الاستاذ الدكتور

عبد الحسين توفيق شبلي
عميد كلية الادارة والاقتصاد

2022 / 3 / 2

الاهداء

إلى المعلم الأول للبشرية الذي أخرجهم من الظلمات إلى النور..... المبعوث
رحمة للعالمين سيدنا محمد صلى الله عليه وعلى اله وصحبه وسلم....
إلى منبع الحكمة والعفة والصبر والعطاء وصور الود الجميلة (والدي رحمة
الله).....

لو بحثتُ في قواميس الكلام عن كلمة تزيل همي لم أجد أجمل من كلمة (أمي)
ادامها الله لي ذخراً.....

إلى عزي وعزوتي وأبي الروحي وقدوتي في الحياة أخي الكبير (رحمه الله) (جاسم)
ففضل الله ثم فضلك وتوجيهاتك ونصائحك التي لم تزل عالقة في ذهني وصلت
لما كنت تتمناه أن تراني عليه، لقد خطفك الموت قبل حضورك مناقشتي وقبل أن
تراني أكمل مشوارتي، أقول لك نم قرير العين فإني إن شاء الله وصلت إلى نهاية
الطريق.

إلى من تحمل معي عناء السهر وتوسموا بالصبر..... زوجتي وبناتي
كل من ديمه وديننا..... وإلى من انارت لي الكون في مجيئها للدنيا في يوم
مباشرتي في الدكتوراه ابنتي سما.... وإلى سر سعادتي ابني علي.....

إلى نبع الحنان وعوني وسندي اخوتي واخواتي.....

مشرفي واساتذتي الأفاضل.....

الأهل والأصدقاء.....

زملائي في الدراسة.....

.....أهدي ثمرة هذا الجهد المتواضع.....

الباحث

شكر وثناء

الحمد لله، اللهم لك الحمد حتى ترضى ولك الحمد بعد الرضا والصلاة والسلام على خاتم الأنبياء وسيد الخلق اجمعين الذي أرسله الله رحمةً للعالمين محمد(صلى الله عليه وسلم) وعلى آله وأصحابه...

وبعد فضل الله ورحمته لا بد لي من وقفة احترام وإشادة بالشكر الجزيل للسيد المشرف الأستاذ الدكتور (منتظر فاضل سعد البطاط) الذي منحني من وقته ووافر علمه ومتابعته وإرشاداته مما ساعدني في تخطي وتذليل الصعوبات الكثيرة التي اعترضت سبل تقدمي في مسيرة أطروحتي هذه، إذ كان لأرائه السيدة وتوجيهاته الحكيمة الفضل الأول في إخراج هذه الأطروحة على ما هي عليه، أدامه الله ذخراً للعلم ومنبعاً للعطاء.

وتقديراً واحتراماً ووفاءً ... يسرني أن اشكر جميع أساتذة كلية الإدارة والاقتصاد وقسم العلوم المالية والمصرفية في جامعة البصرة الذين كانوا خير سند وموجه وداعم علمياً ومعنوياً. وفي مقدمتهم السيد عميد الكلية والسيد رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية أ.م.د. عجيل الحمدي، والسادة التدريسيين أ.د. احمد جاسم المطوري وأ.د. عبدالرضا بدرابي وأ.د. حسين جواد وأ.د. إخلاص النجار وأ.م.د. مصطفى مهدي وأ.م.د. نعيم صباح جراح، والشكر والعرفان موصول للأساتذة الأفاضل كافة في القسم وأخص منهم أ.د. مهدي صالح أ.م.د. محمد جاسم وإلى السيدة فائزة الجشعبي. وإلى جميع اساتذة ومنتسبي الكلية ومنهم أ.د. طاهر الغالبي وأ.م.د. عبدالخالق البدران . حفظهم الله من كل سوء ، والرحمة والجنان للاستاذ الدكتور على مجيد حمادي ،ويبقى جميلهم محفوظاً في الذاكرة ومنقوشاً في القلب.

وأوجه شكري وتقديري إلى السادة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة لتحملهم عناء المراجعة وتصويب الأطروحة بالاتجاه الأفضل. والشكر والعرفان إلى السيد المقوم العلمي والسيد المقوم الاحصائي والمقوم اللغوي لما تحملوه من عناء في إخراج هذا العمل بشكله الصحيح.

ولا يفوتني ان اشكر وأُثني على جميع موظفي كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة البصرة واخص منهم موظفي المكتبة ووحدة الدراسات العليا لتسهيلهم انجاز الاعمال بالدقة والتمام فجزاهم الله كل الخير .

وأقدم شكري وتقديري الجزيل إلى زملائي في الدراسة جميعاً لمساعدتهم الأخوية التي أعانتي لتخطي صعوبات الدراسة واتمنى لهم كل التوفيق.

وأخيراً أقدم شكري لكل من أسهم في تقديم المساعدة وفاتني ذكره، وفق الله الجميع لما يحبه ويرضاه، وجزاهم الله جميعاً عنا خير الجزاء .

المستخلص

تعد نوعية العوائد (earning quality)¹ احد أهم مواضيع الإدارة المالية الأكثر جدلاً لحدائته، ويمثل إحدى الطفرات البحثية في مجال العلوم المالية، لأنه قاده الى التحول من جانب التحليل المالي الكمي الى التحليل المالي النوعي، وان دراسته الى جانب كفاءة الاستثمار أضاف بعداً آخر لعرض النظريات والعلاقات المنطقية والآراء البحثية بما يتوافق مع حافات المعرفة المالية، فشكل عنواناً فلسفياً مفاده قياس وتحليل العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات، اذ اشتملت عينة الدراسة على تسع وثلاثين شركة توزعت الى تسع شركات عراقية وخمس عشرة شركة كويتية وبما يناظرها من الشركات السعودية، وغطت مدة الدراسة خمس سنوات للفترة من 2015 - 2019، ولتحقيق هدف الدراسة الأساسي المتمثل ببيان مدى تأثير نوعية العوائد بمكوناتها على كفاءة الاستثمار عبر النقص في الاستثمار والإفراط به، تم تقييم نوعية العوائد باستخدام أربعة نماذج وهي كل من (أنموذج نوعية المستحقات، وأنموذج المستحقات غير الطبيعية وأنموذج تجانس العوائد، فضلاً عن أنموذج القدرة على التنبؤ)، وتم الاعتماد على بواقي تلك النماذج بعدها المعلمة التي تعبر عن نوعية العوائد، وتم تقييم كفاءة الاستثمار في الشركات باستخدام أنموذج الانحدار المتعدد الذي يأخذ حجم الاستثمار باعتباره متغيراً معتمداً، ومحددات تلك الكفاءة بعدها متغيرات مستقلة، وتم الاعتماد على بواقي ذلك الأنموذج بعدها المعلمة التي تعبر عن كفاءة الاستثمار، فالبواقي السلبية تعبر عن النقص في الاستثمار اما البواقي الايجابية فتعبر عن الإفراط في الاستثمار، كما تم تقسيم مكونات نوعية العوائد الى مكوناتها الجوهرية والتقديرية، واختبار فرضيات الدراسة تم استخدام نوعين من التحليل الأول مالي لبيان مكانة كل شركة من حيث نوعية عوائدها ومدى قربها او بعدها من مستوى الكفاءة في الاستثمار نسبةً الى الشركات الأخرى العاملة معها في نفس البلد، فضلاً عن المقارنة بين الشركات على مستوى بلدان العينة والثاني قياسي لتقدير نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار وتقسيم الأولى حسب مكوناتها وبيان مدى تأثيرها على كفاءة الاستثمار وعلى مستوى كل بلد ومن ثم المقارنة بين تلك البلدان وأظهرت نتائج الدراسة تفوق كل من الشركات السعودية والكويتية على نظيراتها العراقية من حيث تحقيقها لنوعية عوائد عالية فضلاً عن استثمارها بالقرب من مستوى الكفاءة، وان لنوعية العوائد بمكوناتها تأثير على كفاءة الاستثمار في شركات دول العينة كافة، إلا أن هنالك تبايناً في حجم ذلك التأثير، وهذا ناتج عن تباين حجم العلاقات المصرفية بين المصارف والشركات مما أدى الى تباين قدرتها على تعزيز كفاءة الاستثمار، مما يتوجب حث تلك الشركات على تبني مدخل نوعية العوائد لتعزيز كفاءة الاستثمار.

(¹) يطلق عليها بعض الباحثين جودة الارباح

الصفحة	الموضوع
أ	الاية القرآنية
ب	الاهداء
ج	شكر وثناء
د	المستخلص
هـ- ز	ثبت المحتويات
ح- ك	ثبت الجداول
ل	ثبت الاشكال
1	المقدمة
3	الفصل الأول: منهجية الدراسة والدراسات السابقة ذات العلاقة
3	المبحث الأول: منهجية الدراسة
3	أولاً: مشكلة الدراسة
4	ثانياً: أهمية الدراسة
5	ثالثاً: أهداف الدراسة
6	رابعاً: فرضيات الدراسة
6	خامساً: مجتمع الدراسة
7	سادساً: عينة الدراسة
8	سابعاً: أساليب جمع البيانات والمعلومات
8	ثامناً: مدة الدراسة
9	تاسعاً: أسلوب الدراسة
10	عاشراً: الأنموذج الافتراضي للدراسة
11	المبحث الثاني: الدراسات السابقة ذات العلاقة
11	أولاً: الدراسات المحلية
14	ثانياً: الدراسات العربية
19	ثالثاً: الدراسات الأجنبية
28	الفصل الثاني: مفهوم ومكونات نوعية العوائد وتقييمها
29	المبحث الأول: مفهوم نوعية العوائد ومكوناتها
29	أولاً: مفهوم نوعية العوائد

الصفحة	الموضوع
38	ثانياً. مكونات نوعية العوائد
41	ثالثاً: فصل مكونات نوعية العوائد
45	المبحث الثاني: تقييم نوعية العوائد
45	أولاً. أساليب ونماذج تقييم نوعية العوائد
66	الفصل الثالث: التأطير الفلسفي والمفاهيمي لكفاءة الاستثمار وعلاقتها بنوعية العوائد
66	المبحث الأول: مفهوم كفاءة الاستثمار ونظرياتها
66	أولاً: مفهوم كفاءة الاستثمار في الشركات
71	ثانياً. النظريات المفسرة لكفاءة الاستثمار في الشركات
90	المبحث الثاني: التأطير الفلسفي للعلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات
90	أولاً: أثار نوعية العوائد ودوافعها.
93	ثانياً. مخاطر المعلومات مراجعة في أدبيات الفكر المالي
94	ثالثاً. العلاقة غير المباشرة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات
98	رابعاً. العلاقة المباشرة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار
102	الفصل الرابع: الجانب التطبيقي للدراسة
102	المبحث الأول: توصيف وتشخيص نماذج الدراسة ومتغيراتها
102	أولاً: توصيف وتشخيص نماذج الدراسة
107	ثانياً. توصيف وتشخيص المتغيرات الداخلة في نماذج الدراسة
109	المبحث الثاني: تقدير نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار للشركات الصناعية العربية عينة الدراسة
109	أولاً. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج نوعية المستحقات
117	ثانياً. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية
122	ثالثاً. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج تجانس العوائد.
125	رابعاً. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج القدرة على التنبؤ
130	خامساً. تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات

الصفحة	الموضوع
136	المبحث الثالث: تقييم وتحليل نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار للشركات الصناعية العربية والمقارنة بينها
136	أولاً. تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية العربية والمقارنة بينها
168	ثانياً. تقييم وتحليل كفاءة الاستثمار للشركات الصناعية العربية والمقارنة بينها
180	المبحث الرابع: تأثير نوعية العوائد بمكوناتها على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية
180	أولاً. فصل مكونات نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية
194	ثانياً. تأثير نوعية العوائد الكلية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة
203	ثالثاً. تأثير نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة
209	الاستنتاجات والتوصيات
209	أولاً. الاستنتاجات
212	ثانياً. التوصيات
214	المصادر
214	أولاً: المصادر باللغة العربية
215	ثانياً: المصادر باللغة الانكليزية
237	الملاحق
A	Abstract

ثبت الجداول

الجدول	الموضوع	الصفحة
1	الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	7
2	الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	7
3	الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	8
4	نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية العراقية عينة البحث	110
5	نتائج تطبيق أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	111
6	نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	113
7	نتائج تطبيق أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	114
8	نتائج اختبار Dickey-Fuller Augmented لمتغيرات أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	115
9	نتائج تطبيق أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	116
10	نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	117
11	نتائج تطبيق أنموذج المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	118
12	نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	119
13	نتائج تطبيق أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	120
14	نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	121
15	نتائج تطبيق أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	122

الصفحة	الموضوع	الجدول
123	التوصيف الاحصائي لتجانس العوائد في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	16
124	التوصيف الإحصائي لتجانس العوائد في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	17
125	التوصيف الاحصائي لتجانس العوائد في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	18
126	نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	19
127	نتائج تطبيق أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	20
127	نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	21
128	نتائج تطبيق أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	22
129	نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	23
129	نتائج تطبيق أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	24
130	نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	25
131	نتائج تطبيق أنموذج تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	26
132	نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	27
133	نتائج تطبيق أنموذج تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	28
134	نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	29

الجدول	الموضوع	الصفحة
30	نتائج تطبيق أنموذج تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	135
31	بواقي أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	137
32	بواقي أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	140
33	بواقي أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	142
34	متوسط بواقي أنموذج نوعية المستحقات للشركات الصناعية العربية عينة الدراسة	143
35	المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	145
36	المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	158
37	المستحقات غير الطبيعية للشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	150
38	متوسط المستحقات غير الطبيعية للشركات الصناعية العربية عينة الدراسة	151
39	تجانس العوائد في الشركات العراقية عينة الدراسة خلال فترة الدراسة	154
40	تجانس العوائد للشركات الكويتية عينة الدراسة خلال مدة الدراسة	155
41	تجانس العوائد في الشركات السعودية عينة الدراسة	157
42	متوسط تجانس العوائد للشركات الصناعية العربية عينة الدراسة	159
43	بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	161
44	بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	163
45	بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	165
46	متوسط بواقي القدرة على التنبؤ للشركات الصناعية العربية عينة الدراسة	167
47	بواقي أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	169

الجدول	الموضوع	الصفحة
48	بواقي أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	172
49	بواقي أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	175
50	المقارنة بين الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة وفقاً لكفاءة استثمارها	177
51	نتائج اختبار استقرارية المتغيرات الداخلة في نماذج فصل نوعية العوائد للشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	181
52	نتائج أنموذج فصل نوعية العوائد الى مكوناتها الجوهرية والتقديرية للشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	182
53	نتائج اختبار استقرارية المتغيرات الداخلة في نماذج فصل نوعية العوائد للشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	186
54	نتائج أنموذج فصل نوعية العوائد الى مكوناتها الجوهرية والتقديرية للشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	187
55	نتائج اختبار استقرارية المتغيرات الداخلة في نماذج فصل نوعية العوائد للشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	190
56	نتائج أنموذج فصل نوعية العوائد الى مكوناتها الجوهرية والتقديرية للشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	191
57	نتائج تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	197
58	نتائج تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	198
59	نتائج تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	200
60	المقارنة بين نتائج تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة	202
61	بعض مؤشرات القطاعات المصرفية العربية	203
62	نتائج تأثير نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	205
63	نتائج تأثير نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	206
64	نتائج تأثير نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	207

ثبت الاشكال

الصفحة	العنوان	الشكل
10	المخطط الافتراضي للدراسة	1
40	مكونات نوعية العوائد ومصادرها	2
47	اساليب ونماذج تقييم نوعية العوائد	3
69	العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة	4
140	بواقي أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	5
142	بواقي أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	6
144	بواقي أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	7
146	المقارنة بين الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة وفقاً لمتوسط بواقي أنموذج نوعية المستحقات	8
148	المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	9
150	المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	10
152	المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	11
154	المقارنة بين الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة وفق لمتوسط مستحقاتها غير الطبيعية	12
156	تجانس العوائد في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة للمدة 2015-2019	13
158	تجانس العوائد في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	14
160	تجانس العوائد في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة	15
162	المقارنة بين الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة وفقاً لمتوسط تجانس عوائدها	16
164	بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ للشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	17
166	بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ للشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	18
168	بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ للشركات الصناعية السعودية	19
170	المقارنة بين الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة وفق لمتوسط بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ	20
173	بواقي أنموذج كفاءة الاستثمار للشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة	21
176	بواقي أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	22
179	بواقي أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة	23
181	المقارنة بين الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة وفقاً لكفاءة استثمارها	24

المقدمة

تعد الاستثمارات الكفوءة هدفا حيويًا لكافة الشركات لمساهمتها في تحقيق نمو مستدام وتعظيم قيمة الشركة، لقد أصبح التحقق من أداء الشركات أحد القضايا الأساسية في الوقت الحالي بسبب التغيرات الاقتصادية والسياسية وتكرار حدوث الأزمات والتطورات التكنولوجية المتسارعة وازدياد حدة المنافسة والتغيرات السريعة في أذواق المستهلكين والتلاعب في الكشوفات المالية وغياب الشفافية، إذ لا يتمثل ذلك التحقق في التعرف على مدى انخفاض العوائد في محاولة لتعزيزها بل يمتد إلى فحص كفاءة الشركات في التعامل مع فرصها الاستثمارية، إذ تعد تلك الكفاءة أحد أهم الجوانب الأساسية التي تحدد قيمة الشركات وبالتالي ثروة المساهمين، وتؤثر الانحرافات عبر النقص في الاستثمار والإفراط به سلباً على حقوق أصحاب المصالح، وتوصف استثمارات الشركة بالكفاءة عندما تستثمر بمشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة وبما يتوافق مع فرص النمو المتاحة، وإن أي انحراف عن ذلك يؤدي إلى قلة الاستثمار أو الإفراط به حيث يوصف كلاهما بعدم كفاءة الاستثمار والذي غالباً ما ينتج عن عيوب أسواق رأس المال والمتمثلة بعدم تماثل المعلومات بين المطلعين من داخل الشركة والموردين الخارجيين لرأس المال مما يدفع بالشركات إلى التخلي عن مشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة في ظل وجود فرص النمو عندما يصعب عليها الحصول على رأس المال أو قد يكون مكلفاً مما يؤدي إلى قلة الاستثمار، كما إن عدم تماثل المعلومات يؤدي إلى حدوث مشكلة الليمون (Lemons Problem) مما يدفع الشركات نحو قلة الاستثمار أو الإفراط به، لذلك لابد من حل تلك المشاكل بما يسهل حصول الشركات على التمويل اللازم وبتكلفة معقولة حتى لا يتم الإضرار بأدائها في ظل انخفاض فرص الاستثمار التي يمكن استغلالها.

لقد جاء مدخل نوعية العوائد كأحد السبل الأساسية لتقليل عدم تماثل المعلومات والحد من تعارضات الوكالة وبالتالي تقليل احتكاكات السوق المتمثلة بالمخاطر الأخلاقية والاختيار العكسي.

لقد حاول الباحث البدء من حيث انتهى الآخرون من خلال تناوله لموضوع قياس وتحليل العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات، إذ يعد أحد أهم موضوعات الإدارة المالية في الوقت الحاضر لكونه يوضح الطرق والمسارات التي تمكن الشركات من الوصول إلى درجة الكفاءة في استثماراتها اعتماداً على نوعية عوائدها، مما يمكنها من تحقيق هدفها الأساسي والمتمثل بتعظيم ثروة المساهمين. وقد تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول خصص الفصل الأول لمنهجية الدراسة والدراسات السابقة ذات العلاقة، إذ تضمن مبحثين خصص الأول لعرض منهجية الدراسة، بينما تناول المبحث الثاني لعرض الدراسات السابقة ذات العلاقة، فيما خصص

الفصل الثاني للتعرف على مفهوم نوعية العوائد ومكونات وتقييمها واشتمل على مبحثين خصص الأول للتعرف على نوعية العوائد من حيث المفهوم والمكونات، بينما تضمن الثاني عرضاً لأساليب وطرق تقييم تلك النوعية فيما جاء الفصل الثالث ليتناول التأطير الفلسفي والمفاهيمي لكفاءة الاستثمار وعلاقتها بنوعية العوائد، وقد اشتمل على مبحثين أيضاً خصص الأول للتعرف على مفهوم كفاءة الاستثمار ونظرياتها، فيما جاء المبحث الثاني متناولاً التأطير الفلسفي للعلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات، أما الفصل الرابع والأخير فقد خصص للجانب التطبيقي للدراسة، إذ اشتمل على أربعة مباحث خصص الأول لتوصيف نماذج الدراسة ومتغيراتها، فيما خصص المبحث الثاني لتقدير نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار، كما اشتمل المبحث الثالث على تقييم وتحليل نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات، فيما جاء المبحث الرابع والأخير للتعرف على مدى تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار للشركات عينة الدراسة، كما جاءت الدراسة بمجموعة من الاستنتاجات والتوصيات.

الفصل الأول

منهجية الدراسة والدراسات السابقة ذات العلاقة

المبحث الأول

منهجية الدراسة

أولاً: مشكلة الدراسة

يرتبط قرار الاستثمار إلى حد بعيد بقرار التمويل، وإن عدم تماثل المعلومات بين المطلعين من داخل الشركة وأصحاب المصالح الآخرين يؤدي إلى حدوث نوع من الاحتكاكات (Frictions) في الأسواق المالية والتي يمكن تمثيلها بالخطر المعنوي ومشكلة الليمون، مما يدفع بالشركات إلى توقيت إصداراتها من الأوراق المالية، أي بيعها عندما تكون قيمتها السوقية أكبر من قيمتها الحقيقية (أي بيع إصداراتها بسعر مبالغ به)، ووفقاً للرأي القائل إن زيادة التدفقات النقدية للشركة قد يدفع المديرين إلى المبالغة بالمشايير الاستثمارية (الإفراط بالاستثمار)، أو إنفاق تلك التدفقات على تحقيق مصالحهم الخاصة وهو ما نصت عليه نظرية الوكالة هذا من جانب، ومن جانب آخر فإن قيام الشركات بإصدار الأسهم العادية لتمويل استثماراتها قد يُفسر من قبل المستثمرين إن مستقبل الشركة غير واعد، وبناءً على المبادلة بين العائد والمخاطر فإن المستثمرين سوف يطلبون معدل عائد مرتفع يعكس درجة المخاطر الضبابية مما يزيد من تكلفة التمويل، وبالتالي فإن المشايير الاستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة ربما تتحول إلى مشايير ذات صافي قيمة حالية سالبة، قد يدفع الشركات إلى التخلي عن تلك المشايير وبالتالي حدوث نقص في الاستثمار، كما إن الشركات المقيدة ماليا والتي تحظى بفرص نمو قد تجعل المديرين يرفضون الانخراط بالمشايير الاستثمارية وتمويلها بالاقتراض خوفاً من مغبة الإفلاس وفقدان وظائفهم، وإن ما سبق ذكره يجعل الشركات تستثمر بعيداً عن مستوى الكفاءة، مما يقلل من مساهمتها في دعم الاقتصاد الوطني لاسيما وإن الاقتصاد العراقي أحادي الجانب ويعتمد في توفير احتياجاته على الاستيراد، مما تبرز الحاجة إلى دعم تلك الشركات للاقتراب من مستوى الكفاءة في استثماراتها. وبناءً على ما سبق يمكن بيان مشكلة الدراسة بالتساؤلات التالية:

1. هل إن العوائد في الشركات الصناعية العربية (العراقية والكويتية والسعودية) ذات نوعية عالية أم منخفضة؟
2. هل إن الشركات الصناعية العربية (العراقية والكويتية والسعودية) تعاني من قلة الاستثمار أم الإفراط به؟

3. هل هنالك تأثير لنوعية العوائد الكلية على كفاءة الاستثمار (الإفراط في الاستثمار والنقص به) في الشركات الصناعية العربية (العراقية والكويتية والسعودية)؟.
 4. هل هنالك تأثير لنوعية العوائد الجوهرية على كفاءة الاستثمار (الإفراط في الاستثمار والنقص به) في الشركات الصناعية العربية (العراقية والكويتية والسعودية)؟.
 5. هل هنالك تأثير لنوعية العوائد التقديرية على كفاءة الاستثمار (الإفراط في الاستثمار والنقص به) في الشركات الصناعية العربية (العراقية والكويتية والسعودية)؟.
- ثانياً: أهمية الدراسة**

إن التوجهات الحديثة للتحليل المالي هي البحث في ما وراء الأرقام في محاولة لاكتشاف تأثيرها على اتخاذ القرار، إذ إن الأرقام المعلنة في القوائم المالية قد لا تعبر عن صدق الأداء التشغيلي للشركات، مما يتوجب تقييم نوعية العوائد للتعرف على ما إذا كانت العوائد المعلن عنها تعكس وبالفعل واقع الشركات، ويتم هذا التقييم بناءً على مجموعة نماذج تأخذ على عاتقها التعرف على مدى استدامة العوائد وقدرتها على التنبؤ بالعوائد المستقبلية ومدى الانحراف في المستحقات التقديرية، إذ إن التعرف على نوعية العوائد يقلل من عدم تماثل المعلومات وصولاً إلى انحصار مشكلة الليمون والخطر المعنوي، مما يجعل قرارات الاستثمار التي يتخذها أصحاب المصلحة (مساهمون محتملون، مقرضون، وحتى المحللون الماليون) تتصف بالرشد والعقلانية وتتوافق مع المبادلة بين العائد والمخاطرة مما يسهل عملية تمويل المشاريع الاستثمارية للشركات وفقاً لفرص النمو المتاحة ويزيد من كلف تمويل المشاريع الاستثمارية للشركات التي لا تتمتع بوجود فرص للنمو إذا وجدت من يمولها، هذا من جهة ومن جهة أخرى فإن تقليل عدم تماثل المعلومات يقلل من تكاليف الوكالة بحيث يمكن لأصحاب المصلحة مراقبة أداء المديرين بصورة فاعلة مما يجعلهم يحدون عن سعيهم لتفضيل مصالحهم الخاصة وبناء (الإمبراطورية)، ومن خلال ما سبق يمكن بيان أهمية الدراسة بالآتي:

1. زيادة الوعي بأهمية نوعية العوائد بعدها من أساليب التحليل النوعي التي لا غنى عنها سواء لإدارة الشركات أو المستثمرين والمقرضين والمحللين الماليين، إذ تمكن نوعية العوائد من تقليل مخاطر المعلومات، وبالتالي يمكن أن يستفيد منها مجموعة من الأطراف وهم كل من:
 - أ. المستثمرون: إذ إن تقييم نوعية العوائد يمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية سليمة من خلال المفاضلة بين أسهم الشركات من خلال نوعية عوائدها مما يمكنهم من تجنب مخاطر الاختيار العكسي والخطر المعنوي.
 - ب. المقرضون: فتقييم نوعية العوائد يمكنهم من الاطمئنان والتعرف على قدرة الشركات المقترضة على سداد قروضها.

ت. المحللون الماليون: إذ إن تقييم نوعية العوائد يمكنهم من إصدار التوصيات الخاصة بعمليتي الإقراض والاستثمار.

ث. إدارة الشركات: إذ يمكن لها التعرف على الكيفية التي يمكن أن تنعكس بها نوعية الإبلاغ المالي عن العوائد في كفاءة استثمارها وبالتالي قيمتها.

2. تمكين الشركات من تحقيق النمو المستدام نتيجة لدور نوعية العوائد في تقليل تكاليف الاستثمار مما يمكنها من استغلال كافة الفرص الاستثمارية المتاحة والتي تتوافق مع فرص النمو مما ينعكس إيجاباً على تحقيق هدفها الاسمي والمتمثل بتعظيم ثروة مالكيها فضلاً عن زيادة مساهمة تلك الشركات في دعم الاقتصاد الوطني.

ثالثاً. أهداف الدراسة

1. التعرف على المفاهيم الأساسية والنماذج المستخدمة في تقييم كل من نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار والتأثير الفلسفي للعلاقة بينهما.
2. بيان العلاقة بين كل من نوعية العوائد الكلية والجوهرية والتقديرية مع كفاءة الاستثمار في الشركات.
3. التعرف على الطريقة التي يمكن بها لنوعية العوائد العالية من زيادة الاستثمار في الشركات التي تتصف بقلّة الاستثمار وتقليل الاستثمار في الشركات التي تتصف بالإفراط في الاستثمار وصولاً إلى مستوى الكفاءة الاستثمارية.
4. المقارنة بين الشركات الصناعية العراقية والكويتية والسعودية عينة الدراسة من حيث نوعية عوائدها ومدى قربها من كفاءة الاستثمار ومدى تأثير الأولى على الثانية.
5. التوصل إلى استنتاجات تدعم التراكم المعرفي وتهتم بإدارات الشركات والمستثمرين والمقرضين والمحللين الماليين والمهتمين بهذا المجال.

رابعاً: فرضيات الدراسة

من اجل تحقيق أهداف الدراسة وبما يتوافق مع أهميتها ومشكلتها فان الأمر يتوجب اختبار الفرضيات التالية:

1. تتباين نوعية العوائد للشركات الصناعية العربية عينة الدراسة تبعاً لتباين النماذج المستخدمة في تقديرها.
2. تتباين الشركات الصناعية العربية (العراقية والكويتية والسعودية) عينة الدراسة من حيث قربها من مستوى الكفاءة في الاستثمار.
3. تعاني غالبية الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة من مشكلة النقص في الاستثمار.
4. هنالك تأثير ايجابي ذو دلالة إحصائية لنوعية العوائد الكلية على كفاءة الاستثمار للشركات الصناعية العربي عينة الدراسة.
5. تتباين نوعية العوائد الكلية من حيث أهمية تأثيرها في كفاءة الاستثمار تبعاً لتباين الشركات على مستوى دول العينة.
6. هنالك تأثير ايجابي ذو دلالة إحصائية لنوعية العوائد الجوهرية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة.
7. هنالك تأثير ايجابي ذو دلالة إحصائية لنوعية العوائد التقديرية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة.

خامساً: مجتمع الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة بالشركات الصناعية العربية المدرجة في الأسواق المالية في دول (العراق والكويت والسعودية) والتي تلعب دوراً محدوداً في خارطة الاقتصاديات العالمية، اذ تسعى تلك الدول جاهدة إلى زيادة مساهمته شركاتها الصناعية في التنمية الاقتصادية، لا سيما وان تلك الشركات تعمل في بيئة خارجية متغيرة باستمرار وبنسب متفاوتة في محاوله للمقارنة بينها من حيث نوعية عوائدها وكفاءة استثماراتها، ويمكن بيان أسباب اختيار شركات القطاع الصناعي وفق الآتي:

1. اختلاف بنود القوائم المالية وتباينها بين شركات القطاعات المختلفة مما يمثل صعوبة تماثل تلك البنود واحتسابها بوصفها متغيرات تدخل في نماذج الدراسة.
2. إن لكل قطاع من القطاعات خصوصية ينفرد بها عن غيره، إذ إن للتباينات الكبيرة من حيث المبيعات والرافعة المالية وكثافة الموجودات الملموسة وغير الملموسة ورأس المال العامل والدورة التشغيلية وحجم المستحقات اثاراً قد تؤدي إلى تباين النتائج التي تتمخض عنها الدراسة.

3. تنفرد شركات القطاع الصناعي بخصائص تميزها عن بقية الشركات والتي قد تشكل فرص او تهديدات لنوعية عوائدها، إذ تتصف تلك الشركات بامتلاكها لذمم مدينة كبيرة وكميات كبيرة من الممتلكات والمصانع والمعدات والتي تعد من العناصر الأساسية لمستحققاتها.
4. إن بعض نماذج الدراسة قد طبقت في الأساس على الشركات الصناعية وبالتالي فإن تطبيقها على الشركات الأخرى قد يلقي ضللاً من الشك حول صحت نتائج ذلك التطبيق.
- سادساً. عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة بمجموعة من الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية (العراق والكويت والسعودية) التي انطبقت عليها الشروط التالية:

1. أن لا يكون قد تم وقف التداول على أسهم تلك الشركات خلال مدة الدراسة.
2. أن تكون القوائم المالية منشورة وبشكل رسمي وعدم وجود أي نقص في البيانات الخاصة باحتساب المتغيرات المكونة لنماذج الدراسة، وبهذا بلغت عدد الشركات الصناعية العربية في دول العينة التي استوفت تلك الشرط هي (9) شركات عراقية و(15) شركة كويتية و(15) شركة سعودية والجدول (1)(2)(3) توضح تلك الشركات.

الجدول (1)

الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

اسم الشركة		
الخياطة الحديثة	العراقية لتصنيع وتسويق التمور	الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات
الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية	العراقية للسجاد والمفروشات	بغداد لصناعة مواد التغليف
الصناعات الكيماوية العصرية	المنصور للصناعات الدوائية	بغداد للمشروبات الغازية

المصدر: من اعداد الباحث

الجدول (2)

الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

اسم الشركة		
الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية	اسمنت بورتلاند الكويت	المعادن والصناعات التحويلية
الشارقة للاسمنت والتنمية الصناعية	اسيكو للصناعات	المعدات
الوطنية للرماية	الشعبية الصناعية	مبرد
اسمنت الكويت	الصناعات الهندسية الثقيلة وصناعة السفن	هيومن سوفت
اسمنت الهلال	الصناعات الوطنية	كي جي ال لوجستيك

المصدر: من اعداد الباحث

الجدول (3)

الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

اسم الشركة		
اللجين	السعودية لأنابيب الصلب	كيان السعودية للبتر وكيمياويات
اسمنت المدينة	الوطنية للبتر وكيمياويات	ينبع الوطنية للبتر وكيمياويات
اسمنت حائل	اسمنت نجران	التصنيع الوطنية
المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي	اسمنت المنطقة الشمالية	المتقدمة للبتر وكيمياويات
نماء للكيمياويات	كيماويات الميثانول	السعودية للصناعات الأساسية

المصدر: من اعداد الباحث

سابعاً. أساليب جمع البيانات والمعلومات

تم الاستعانة بالكتب والدراسات والبحوث وأوراق العمل لتوضيح البناء النظري والمفاهيمي لنوعية العوائد وكفاءة الاستثمار ونماذج تقييمها، فضلاً عن الاعتماد على البيانات المالية المنشورة على المواقع الرسمية للأسواق المالية العربية لدول العينة (العراق والكويت والسعودية) والخاصة بالشركات عينة الدراسة في احتساب المتغيرات الداخلة في نماذج الدراسة والمتمثلة بكل من (الميزانية العامة، وكشف الدخل، وكشف التدفق النقدي).

ثامناً. مدة الدراسة

امتد مدة الدراسة لتغطي خمس سنوات للفترة من (2015) ولغاية (2019) والسبب في اختيار هذه المدة هو لحدثة بياناتها وتوفرها، وقد تم استبعاد سنة (2020) من الدراسة بسبب توقف الحياة الاقتصادية نتيجة المشاكل التي واجهتها الاقتصاديات العالمية لاسيما العربية منها والنتيجة عن انتشار وباء (Coved 19) إذ إن الأخذ بتلك السنة قد يؤدي إلى حالة من عدم الاستقرار في المتغيرات الداخلة في نماذج الدراسة مما قد يؤثر على نتائجها، فضلاً عن عدم توفر القوائم المالية للشركات الصناعية العراقية والخاصة بالسنة المذكورة بسبب تأخر نشرها من قبل هيئة سوق الأوراق المالية، ومن الجدير بالذكر إن احتساب بعض المتغيرات الداخلة في نماذج الدراسة استلزم العودة الى بيانات سنوات سابقة كالانحراف المعياري لكل من التدفقات النقدية التشغيلية والمبيعات التي استلزم العودة إلى بيانات السنوات (2011، 2012، 2013، 2014) والتغير في كل من الموجودات والمطلوبات المتداولة والنقد والإيرادات والقروض قصيرة الأجل والذمم المدينة فضلاً عن اجمالي الموجودات التي استلزم العودة الى بيانات سنة (2014).

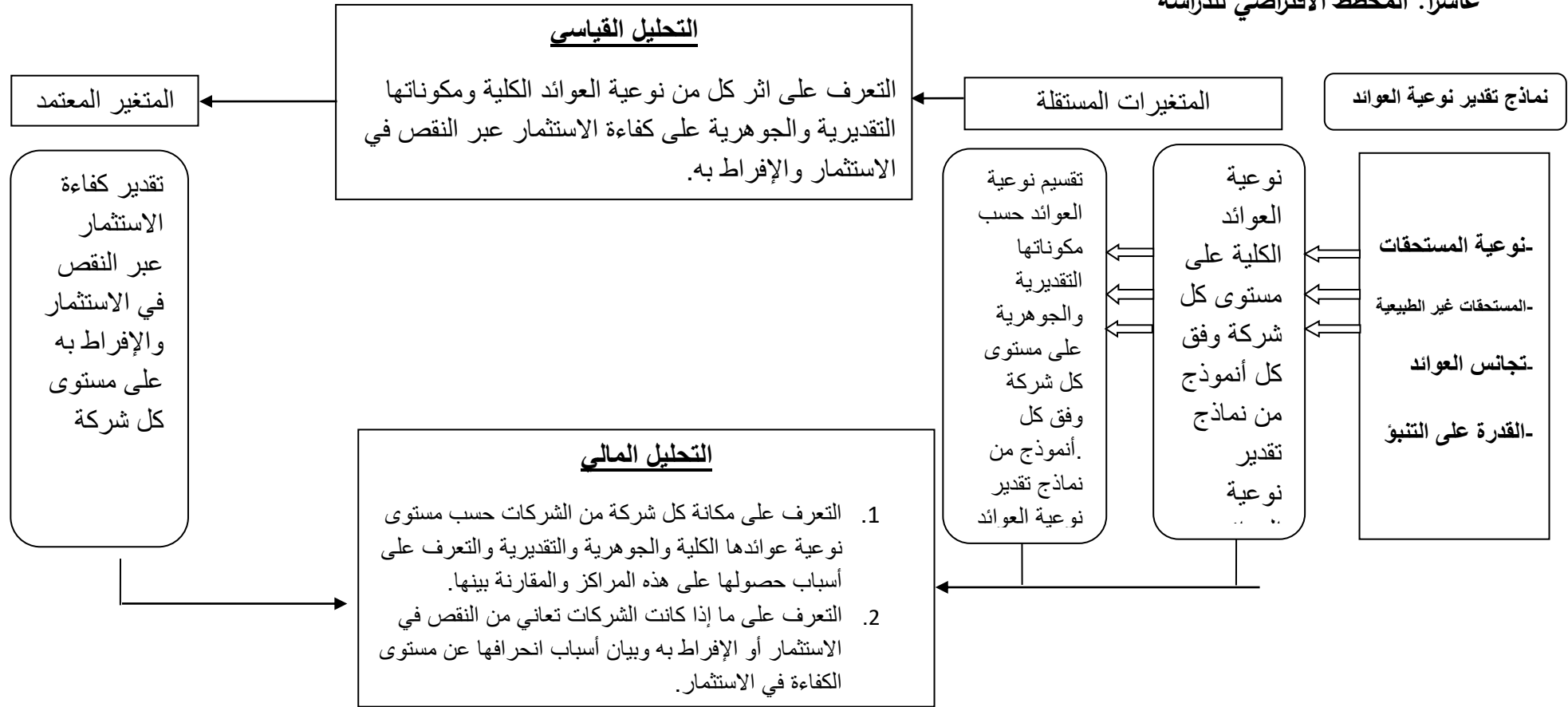
تاسعاً. أسلوب الدراسة

تم استخدام السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) في تقدير كل من نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات، فضلاً عن بيان تأثير الاولى على الثانية بعده من الاساليب الحديثة نسبياً والمستخدمه في التحليل القياسي، وقد اكتسب هذا الاسلوب في الآونة الاخيرة اهتماماً كبيراً في الدراسات المالية على وجه التحديد، لأنها تأخذ في الاعتبار اثر تغير الزمن واثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء، اي انها تجمع بين خصائص السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية في نفس الوقت، لكونها تمزج بين بيانات المقطع العرضي والسلاسل الزمنية حيث يتم قياس نفس المقطع العرضي للوحدة في اوقات مختلفة، فاذا كان لدينا فترة زمنية ($t=1,2,3,\dots,T$) وعدد من الافراد ($i=1,2,3,\dots,N$) فعند استخدام البيانات الطولية يكون لدينا اجمالي مشاهدات $N*T$ ، فاذا كانت الفترة الزمنية نفسها لكل الافراد تسمى البيانات الطولية الموزونة، اما اذا كان عدد الوحدات الزمنية مختلف لكل فرد فتسمى بالبيانات الطولية غير الموزونة (Zulfikar & Stp, 2019:1) ومن مميزات اسلوب البيانات الطولية هو زيادة الدقة في التقدير نتيجة لزيادة عدد المشاهدات الناتجة من تجميع عدد الفترات الزمنية لكل فرد (Kupolus et al, 2015:42) وان استخدامه يسمح لنا بالتعرف على العلاقات الديناميكية وهذا غير ممكن باستخدام مقطع عرضي واحد (Wooldridge, 2010:169) كما انه يوفر المزيد من التباين ويقلل من العلاقات الخطية المتداخلة بين المتغيرات (Baltagi, 2008:5).

وبالنظر لوجود بعض القيم الشاذة (المتطرفة) في البيانات المبحوثة والتي تشير الى وجود بعض المشاهدات التي لا تتبع غالبية البيانات في النماذج والتي قد تكون ناتجة عن التباين الجوهرى للبيانات، ولإجراء تحليل انحدار للبيانات التي تحتوي على قيم شاذة يمكن استخدام طريقة المربعات الصغرى الموزونة (Weighted least Squares Estimators) (Gao & Fang, 2015:2) اذ ان استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية في ظل وجود القيم المتطرفة يؤدي الى ضعف القوة التفسيرية للأنموذج، وغالباً ما يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى الموزونة كأساس لإيجاد انموذج انحدار قوي، حيث يتم معالجة القيم المتطرفة بإعطائها وزناً اقل مقارنةً بالقيم الاخرى، وتتميز هذه الطريقة ايضاً بقدرتها على معالجة مشكلتي التعدد الخطي وعدم تجانس تباين الخطأ (Sulaimon, 2015:47).

وتضمن التحليل محاولة التوصل الى افضل أنموذج مقدر يتمثل بالمتغيرات ذات الاهمية في التأثير على المتغير المعتمد من خلال استخدام اسلوب الانحدار المتدرج (Stepwise) وتم تطبيق ذلك باستخدام كل من برنامج Eviews-10 و Mnitab-13 و Excel-2010.

عاشراً. المخطط الافتراضي للدراسة



الشكل (1)

المخطط الافتراضي للدراسة

المصدر: من إعداد الباحث

المبحث الثاني

الدراسات السابقة ذات العلاقة

إن مراجعة الدراسات السابقة ذات العلاقة تعد ذو أهمية كبيرة لأنها تمنع عملية تكرار تلك الدراسات، كما أنها تساعد على فتح آفاق بحثية جديدة، فضلاً عن محاولة مد جسور من التواصل يربط الدراسات السابقة لمختلف الباحثين مع الدراسة الحالية، وتحديد الثغرات البحثية في محاولة لوضع الدراسة الحالية في المسار الصحيح بعد ملء تلك الثغرات، لهذا تم تقسيم تلك الدراسات وفق الآتي:

أولاً: الدراسات المحلية

1. دراسة (طاهر، 2014)

عنوان الدراسة	دور جودة الأرباح المحاسبية في تعزيز قرارات المستثمرين دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية.
نوع الدراسة	رسالة ماجستير في العلوم المحاسبية
هدف الدراسة	تهدف الدراسة إلى إبراز أهمية جودة الأرباح في تعزيز قرارات المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية، فضلاً عن تحديد العوامل المؤثرة في جودة الأرباح في بيئة سوق العراق للأوراق المالية واعتبارها مؤشرات داعمة لمقاييس جودة الأرباح.
عينة الدراسة	تمثلت عينة الدراسة بـ 21 شركة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
مدة الدراسة	2010-2008
أسلوب الدراسة	تم استخدام الانحدار الخطي في قياس جودة الأرباح والارتباط في بيان العلاقة بين جودة الأرباح والعوامل المؤثرة فيها.
أهم ما توصلت إليه الدراسة	توصلت الدراسة إلى أن جودة الأرباح ذات أهمية في اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية، فضلاً عن وجود أثر ذات دلالة معنوية لكل من الحجم والتغير في الإيرادات على نوعية العوائد ووجود علاقة ضعيفة بين كل من عمر الوحدة الاقتصادية وكثافة موجوداتها مع جودة الأرباح.

جوانب الشبه	الشبه في بعض المفاهيم النظرية لنوعية العوائد
جوانب الاختلاف	تم الاعتماد على التطورات المنهجية لنماذج نوعية العوائد وتطبيقها على مستوى كل شركة وتقسيم نوعية العوائد الى مكوناتها الجوهرية والتقديرية وهذا ما تقتصر الية دراسة طاهر فضلاً عن اختلاف المتغير الثاني كفاءة الاستثمار.

2. دراسة (مجيد، 2015)

عنوان الدراسة	استخدام نوعية العوائد مدخلاً لتفسير هيكل رأس المال لعينة عمدية من الشركات المساهمة المدرجة في سوقي العراق وعمان للأوراق المالية للمدة من 2010-2014.
نوع الدراسة	أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمصرفية
هدف الدراسة	تقديم دليل تجريبي لأثر نوعية العوائد في كلفة رأس المال، وبناء الاختبارات لتوضيح الآثارها على هيكل رأس المال بالاستناد إلى طروحات نظريتي المبادلة والإشارة.
عينة الدراسة	عينة عمدية من الشركات المدرجة في سوقي العراق وعمان للأوراق المالية.
مدة الدراسة	2010-2014
أسلوب الدراسة	تم الاعتماد على نماذج الانحدار البسيط والمتعدد فضلاً عن أنموذج الانحدار للبيانات الطولية Panel Data.
أهم ما توصلت إليه الدراسة	كشفت نتائج الدراسة انخفاض نوعية العوائد في الشركات العراقية مقارنة بمثيلاتها الأردنية وبالتالي يمكن تفسير هيكل رأس المال في الشركات العراقية وفقاً لنظرية الإشارة كنتيجة لانخفاض نوعية عوائدها وارتفاع مخاطرها، وتفسير هيكل رأس المال في الشركات الأردنية وفقاً لنظرية المبادلة وإتباع التسلسل الهرمي لمصادر التمويل.
جوانب الشبه	الشبه في بعض النماذج المستخدمة في تقدير نوعية العوائد.

اعتمدت دراسة مجيد على إيجاد نوعية العوائد لأجمالي الشركات عينة الدراسة، أي نتيجة واحدة تعبر عن نوعية العوائد للشركات كافة، أما الدراسة الحالية فقد اعتمدت على إيجاد نوعية العوائد على مستوى كل شركة من الشركات عينة الدراسة، فضلاً عن تقسيم نوعية العوائد حسب مكوناتها الجوهرية والتقديرية، فضلاً عن اختلاف المتغير الثاني (كفاءة الاستثمار).	جوانب الاختلاف
---	----------------

3. دراسة (حسين وعلي، 2018)

أثر الخصائص التنظيمية للمصارف في جودة الأرباح المحاسبية دراسة تجريبية في العراق	عنوان الدراسة
بحث منشور	نوع الدراسة
يهدف البحث إلى اختبار اثر الخصائص التنظيمية في جودة الأرباح المحاسبية في القطاع المصرفي العراقي وهي كل من (الرافعة المالية، السيولة، الربحية، النمو، المبيعات، الحجم)	هدف الدراسة
عدد من المصارف العراقية البالغة 21 مصرفاً.	عينة الدراسة
2014-2010	مدة الدراسة
تم استخدام نماذج الانحدار الخطي المتعدد ونماذج الارتباط.	أسلوب الدراسة
أظهرت نتائج الدراسة تفاوتاً في مستوى جودة الإرباح في المصارف عينة الدراسة، وان بعض الخصائص التنظيمية كان لها تأثير معنوي وهي كل من (الرافعة المالية، الربحية) فضلاً عن التفاوت في ذلك التأثير تبعاً لاختلاف نماذج تقدير جودة الإرباح.	أهم ما توصلت إليه الدراسة
هنالك تشابه في بعض نماذج تقدير نوعية العوائد	جوانب الشبه
تم تقسيم نوعية العوائد في دراستنا الحالية إلى مكونين الأول نوعية العوائد الجوهرية والثاني نوعية العوائد التقديرية ومن ثم بيان أثرها على كفاءة الاستثمار في الشركات وهو ما تقتقر الية دراسة (حسين وعلي).	جوانب الاختلاف

4. دراسة (البامرني، 2020)

تحديد نمط استخدام إدارة العوائد ونوعيتها وأثرها في صناعة القرار الاستثماري الرأسمالي	عنوان الدراسة
أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمصرفية	نوع الدراسة

التعرف على علاقة الارتباط بين نوعية العوائد وإدارتها والقرار الاستثماري الرأسمالي، فضلاً عن معرفة الآثار الناتجة عن إدارة العوائد من خلال العلاقة بين نوعية العوائد وإدارتها والقرار الاستثماري الرأسمالي.	هدف الدراسة
عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والبالغة (10) شركات.	عينة الدراسة
2017-2009	مدة الدراسة
تم الاعتماد على نماذج الانحدار البسيط والمتعدد فضلاً عن أنموذج الانحدار للبيانات الطولية Panel Data.	أسلوب الدراسة
توصلت الدراسة إلى عدم وجود اثر لإدارة العوائد في القرار الاستثماري الرأسمالي المقاس من خلال التغير في الرواتب والأجور والتغير في الإنفاق الرأسمالي، فضلاً عن وجود اثر لنوعية العوائد المحسوبة وفقاً لبعض نماذجها في القرار الاستثماري، فضلاً عن عدم وجود تأثير للقرار الاستثماري في التنبؤ بالعوائد المستقبلية.	أهم ما توصلت إليه الدراسة
هنالك شبهة في بعض النماذج المستخدمة في تقدير نوعية العوائد.	جوانب الشبهة
اعتمدت دراسة (البامرني، 2020) في التعبير على متغير القرار الاستثماري الرأسمالي من خلال التغير في كل من الرواتب والأجور والإنفاق الرأسمالي ، أما دراستنا الحالية فقد أخذت متغير الكفاءة في استثمار الشركات وتم إيجادها من خلال أنموذج قياسي كما واكبت دراستنا الحالية التطورات المنهية في نماذ تقدير نوعية العوائد وطبقته فضلاً عن تقسيم نوعية العوائد إلى مكونين أحدهما جوهري والآخر تقديري وهو ما تقنقر اليه دراسة (البامرني).	جوانب الاختلاف

ثانياً: الدراسات العربية

1. دراسة (المعاضدي، 2010)

(تحليل نوعية العوائد وعلاقتها بمخاطر تقلبات أسعار الأسهم).	عنوان الدراسة
أطروحة دكتوراه في إدارة الأعمال	نوع الدراسة
تهدف الدراسة إلى محاولة ربط عملية قياس نوعية العوائد مع مخاطر أسعار الأسهم لاكتشاف طبيعة تلك العلاقة ومحاورها.	هدف الدراسة
عدد من الشركات المدرجة في عدد من الأسواق المالية العربية وهي الدوحة والبحرين ودبي وأبو ظبي للأوراق المالية.	عينة الدراسة

2008-2004	مدة الدراسة
استخدام نماذج الانحدار المتعدد والمتدرج لمعرفة تأثير نوعية العوائد على مخاطر تقلبات أسعار الأسهم المعبر عنها بمعامل بيتا	أسلوب الدراسة
توصلت الدراسة إلى وجود تباين في الأسواق المالية المبحوثة فيما يتعلق بنوعية العوائد وتقلب أسعار الأسهم، وتباين الأسواق في مستوى نوعية العوائد من أنموذج إلى آخر مما يؤشر عدم ثبات النتائج بين النماذج بصورة عامة، فضلاً عن عدم تشخيص علاقة قوية وثابتة بين متغيري الدراسة.	أهم ما توصلت إليه الدراسة
الشبه في بعض المتغيرات المستخدمة في أنموذج نوعية المستحقات الخاص بتقدير نوعية العوائد	جوانب الشبه
اعتمدت دراسة المعاضدي على إيجاد نوعية العوائد على مستوى السوق أما دراستنا الحالية فقد عمدت على إيجاد نوعية العوائد على مستوى كل شركة من الشركات عينة الدراسة فضلاً عن تقسيم تلك النوعية حسب مكوناتها الجوهرية والتقديرية، فضلاً عن اختلاف المتغير الثاني (كفاءة الاستثمار).	جوانب الاختلاف

2. دراسة (الصايغ وعبد المجيد، 2015)

قياس اثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية	عنوان الدراسة
بحث منشور	نوع الدراسة
تهدف الدراسة إلى قياس جودة التقارير المالية السنوية وكفاءة الاستثمار في الشركات المصرية ومعرفة اثر المتغير الأول على المتغير الثاني.	هدف الدراسة
تتمثل عينة الدراسة في 21 شركة غير مالية مدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية.	عينة الدراسة
2013-1998	مدة الدراسة
تم استخدام أنموذج الانحدار الخطي المتعدد في تحديد العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار، وتم إيجاد جودة التقارير المالية بالاعتماد على الإيرادات الاختيارية واستمرارية حسابات الاستحقاق وحسابات الاستحقاق الاختيارية وتم تحديد حجم الاستثمار المتوقع باعتباره دالة لنمو	أسلوب الدراسة

الإيرادات.	
توصلت الدراسة إلى وجود انخفاض ملحوظ في جودة التقارير المالية للشركات المصرية وزيادة عدد الشركات التي تعاني من نقص الاستثمار مقارنةً بالشركات التي تعاني من الزيادة في الاستثمار، فضلاً على أن ارتفاع جودة التقارير المالية تؤدي إلى التقليل من حالات نقص الاستثمار والإفراط به.	أهم ما توصلت إليه الدراسة
الاعتماد على بواقي أنموذج الاستثمارات المقدرة في تحديد النقص في الاستثمار والإفراط به.	جوانب الشبه
الاختلاف في نماذج الدراسة.	جوانب الاختلاف

3. دراسة (سعد الدين، 2015)

تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال وأثرها على قيمة المنشأة.	عنوان الدراسة
بحث منشور	نوع الدراسة
تهدف الدراسة إلى بيان مدى العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال وانعكاس هذه العلاقة على قيمة المنشأة.	هدف الدراسة
مجموعة من الشركات المصرية المدرجة في البورصة والبالغة 32 شركة.	عينة الدراسة
2012-2008	مدة الدراسة
تم استخدام نسبة P/E (مضاعف الربحية) لتقدير تكلفة حقوق الملكية ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لقياس التحفظ في التقارير المالية ونسبة Tobin Q لتحديد قيمة المنشأة، فضلاً عن استخدام أنموذج الانحدار والارتباط للتعرف على اثر المتغيرات المستقلة في المتغير المعتمد.	أسلوب الدراسة
توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط وتأثير معنوية بين التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال كما توجد علاقة ارتباط وتأثير بين التحفظ المحاسبي وقيمة المنشأة.	أهم ما توصلت إليه الدراسة
بعض الجوانب المفاهيمية للتحفظ إذ يمثل التحفظ احد سمات نوعية العوائد.	جوانب الشبه
اختلاف النماذج المستخدمة في الدراسة فضلاً عن اختلاف المتغير الثاني كفاءة الاستثمار.	جوانب الاختلاف

3. دراسة (النجار، 2016)

عنوان الدراسة	العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار: دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية
نوع الدراسة	رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل
هدف الدراسة	تهدف الدراسة إلى بيان العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار للشركات غير المالية المدرجة في البورصة الفلسطينية.
عينة الدراسة	الشركات غير المالية المدرجة في البورصة الفلسطينية والبالغة 31 شركة.
مدة الدراسة	2015-2013
أسلوب الدراسة	استخدام نسب مالية بسيطة للتعبير عن جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار وأنموذج الانحدار المتعدد للتعرف على اثر المتغير الأول على الثاني.
أهم ما توصلت إليه الدراسة	توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متوسط جودة التقارير المالية ومتوسط كفاءة الاستثمار، وان التقارير المالية للشركات عينة الدراسة تتمتع بجودة عالية فضلاً عن انخفاض كفاءة الاستثمار في الشركات المبحوثة.
جوانب الشبه	جزء مفاهيمي بسيط لكفاءة الاستثمار
جوانب الاختلاف	اعتمدت دراسة النجار على نسب مالية بسيطة في قياس كل من جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار وهي كل من معدل العائد على أجمالي الموجودات ومعدل العائد السوقي للسهم لقياس كفاءة الاستثمار وتم قياس جودة التقارير المالية من خلال إيجاد الفرق بين الدخل التشغيلي والتدفق النقدي التشغيلي وتقسيم الناتج على أجمالي الموجودات فضلاً عن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، أما دراستنا الحالية فقد اعتمدت على نماذج قياسية في تقدير كل من نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار فضلاً عن تقسيم نوعية العوائد حسب مكوناتها إلى الجوهرية والتقديرية وتقسيم الشركات إلى شركات تعاني من النقص في الاستثمار وشركات مفرطة به.

4. دراسة (ابراهيم، 2017)

عنوان الدراسة	قياس تأثير القدرة الإدارية على جودة الأرباح المحاسبية في بيئة الأعمال المصرية:دراسة تطبيقية
نوع الدراسة	رسالة ماجستير في المحاسبة
هدف الدراسة	تهدف الدراسة إلى تحليل القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وبيان علاقتها بجودة الأرباح المحاسبية.
عينة الدراسة	تمثلت عينة الدراسة بـ (129) شركة غير مالية مدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.
مدة الدراسة	2013-2012
أسلوب الدراسة	استخدم الباحث أنموذج Jones المعدل وأنموذج تمهيد الأرباح لتقدير جودة الأرباح وأنموذج انحدار البيانات الطولية Panel Data للتعرف على اثر القدرة الإدارية في جودة الأرباح.
أهم ما توصلت إليه الدراسة	توصلت الدراسة إلى أن هنالك تأثيراً ايجابياً للقدرة الإدارية على القيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية وأنشطة تمهيد الأرباح المحاسبية مما ينعكس ذلك بالتبعية على انخفاض جودة الأرباح المحاسبية.
جوانب الشبه	يتمثل الشبه في بعض المفاهيم النظرية لنوعية العوائد.
جوانب الاختلاف	تميزت دراستنا الحالية باستخدام نماذج لتقييم نوعية العوائد الأكثر حداثة وتقسيم نوعية العوائد حسب مكوناتها الجوهرية والتقديرية فضلاً عن اختلاف المتغير الثاني كفاءة الاستثمار.

5. دراسة (الشريف، 2017)

عنوان الدراسة	جودة الأرباح في الشركات الصناعية المدرجة في البورصات الفلسطينية والأردنية دراسة مقارنة.
نوع الدراسة	رسالة ماجستير في إدارة الأعمال
هدف الدراسة	تهدف الدراسة إلى ترتيب الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في كل من بورصة فلسطين وبورصة عمان للأوراق المالية حسب مستوى جودة أرباحها فضلاً عن المقارنة بين متوسط جودة المستحقات للشركات الصناعية بين كلا البورصتين.
عينة الدراسة	تتمثل عينة الدراسة بـ (12) شركة صناعية مدرجة في بورصة فلسطين

للأوراق المالية و(43) شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.	
2014-2006	مدة الدراسة
تم استخدام أنموذج Jones المعدل لإيجاد نوعية العوائد فضلاً عن استخدام اختبار (Independent Sample t-test) للتأكد من إن الفروقات بين المتوسطات في بورصتي فلسطين وعمان ذات دلالة إحصائية.	أسلوب الدراسة
توصلت الدراسة إلى أن الشركات الصناعية المدرجة في كل من بورصة عمان للأوراق المالية تتمتع بمستوى جودة أرباح أعلى من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية.	أهم ما توصلت إليه الدراسة
الشبه في بعض المفاهيم النظرية لنوعية العوائد	جوانب الشبه
تميزت دراستنا الحالية باستخدام عدد أكبر من نماذج تقييم نوعية العوائد الأكثر شيوعاً وحداثاً وتقسيم نوعية العوائد حسب مكوناتها الجوهرية والتقديرية فضلاً عن اختلاف المتغير الثاني كفاءة الاستثمار.	جوانب الاختلاف

ثالثاً: الدراسات الأجنبية

1. دراسة (Cherkasova&Rasadi,2017)

"Earnings Quality And Investment Efficiency: Evidence From Eastern Europe".	عنوان الدراسة
(نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار: أدلة من أوروبا الشرقية).	
بحث منشور	نوع الدراسة
تهدف الدراسة إلى تحديد العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار على مستوى الشركة لقطاعين اقتصاديين هما القطاع الصناعي وقطاع التجزئة ومن ثم مقارنة تلك العلاقة بين الشركات العامة والخاصة.	هدف الدراسة
تمثل عينة الدراسة 7546 شركة من دول أوروبا الشرقية.	عينة الدراسة
2015-2010	مدة الدراسة
تم استخدام النماذج القائمة على المستحقات لتقدير نوعية العوائد فضلاً عن استخدام بواقي أنموذج تحديد الاستثمار المقدر لتقدير كفاءة الاستثمار	أسلوب الدراسة

وأ نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتحديد اثر نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار.	
توصلت الدراسة إلى إن نوعية العوائد العالية تخفض من فرط الاستثمار والنقص به وإن العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار كانت أقوى في القطاع الصناعي، كما أظهرت الشركات العامة في المتوسط نوعية عوائد أعلى وإفراط في الاستثمار اقل.	أهم ما توصلت إليه الدراسة
استخدام النماذج القائمة على المستحقات لتقدير نوعية العوائد على الرغم من اختلاف متغيراتها فضلاً عن استخدام بواقي أنموذج تحديد الاستثمار المقدر لتقدير كفاءة الاستثمار على الرغم من اختلاف متغيرات ذلك الأنموذج.	جوانب الشبه
تتميز الدراسة الحالية باستخدامها لعدد اكبر من النماذج لتقدير نوعية العوائد فضلاً عن تقدير تلك النوعية على مستوى كل شركة وتقسيمها حسب مكوناتها الجوهرية والتقديرية وزيادة عدد المتغيرات في أنموذج تحديد الاستثمار المقدر.	جوانب الاختلاف

2- دراسة (Rezaee&Tuo,2017)

"Are The Quantity And Quality Of Sustainability Disclosures Associated With The Innate And Discretionary Earnings Quality?". (هل هنالك علاقة بين كمية ونوعية الافصاحات المستدامة ونوعية العوائد الجوهرية والتقديرية؟).	عنوان الدراسة
بحث منشور	نوع الدراسة
تهدف الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين نوعية وكمية الافصاحات المستدامة ونوعية العوائد في إطار القيم الأخلاقية للشركة وثقافتها.	هدف الدراسة
تمثلت عينة الدراسة بـ (2066) شركة امريكية	عينة الدراسة
2005-1999	مدة الدراسة
تم استخدام أنموذج (Dechow&Dichev,2002) المعدل لإيجاد نوعية العوائد فضلاً عن استخدام كل من اختبار الفرق بين المتوسطات والانحدار الخطي المتعدد للتعرف على العلاقة بين المتغيرين	أسلوب الدراسة

توصلت الدراسة إلى إن كمية الإفصاح عن الاستدامة ترتبط بشكل ايجابي بنوعية العوائد الجوهرية وسلباً بنوعية العوائد التقديرية إي ترتبط سلباً في التخفيف من التلاعب الإداري بالعوائد وسلوك الإبلاغ الانتهازي غير الأخلاقي، وإن نوعية الإفصاح عن الاستدامة يمكن أن تعزز العلاقة الايجابية بين نوعية العوائد الجوهرية وكمية الإفصاح عن الاستدامة وتحقيق العلاقة السلبية بين نوعية العوائد التقديرية وكمية الإفصاح عن الاستدامة.	أهم ما توصلت إليه الدراسة
إن كلا الدراستين استخدمتا أنموذج (Dechow&Dichev,2002) المعدل وأنموذج الفصل بين نوعية العوائد الجوهرية والفطرية	جوانب الشبه
إن الدراسة الحالية استخدمته مجموعة اكبر من النماذج لتقدير نوعية العوائد ومن ثم فصل تلك النوعية إلى مكون جوهرية وآخر تقديري باستخدام منهجية مختلفة.	جوانب الاختلاف

3- دراسة (Carvalho&Kalatzis,2018)

"Earnings Quality, Investment Decisions, And Financial Constraint". (نوعية العوائد قرارات الاستثمار والقيود المالية).	عنوان الدراسة
بحث منشور	نوع الدراسة
تهدف الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين نوعية المستحقات والقيود المالية وقرارات الاستثمار فضلاً عن التعرف على ما إذا كانت نوعية العوائد تؤثر على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.	هدف الدراسة
تمثل عينة الدراسة بـ(958) شركة غير مالية من سبع دول من أمريكا ألاتينية وهي كل من (الأرجنتين، البرازيل، شيلي، كولومبيا، المكسيك، بيرو، فنزويلا).	عينة الدراسة
2009-1992	مدة الدراسة

أسلوب الدراسة	تم استخدام أنموذج نوعية المستحقات لإيجاد نوعية العوائد، فضلاً عن استخدام بواقي أنموذج تحديد الاستثمار المقدر لتقدير كفاءة الاستثمار.
أهم ما توصلت إليه الدراسة	توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية ضعيفة بين نوعية المستحقات ومعدلات الاستثمار للشركات ذات الاستثمار المفرط، وعلاقة سلبية بين جودة المستحقات ومعدلات الاستثمار للشركات التي تعاني من قلة الاستثمار وان نوعية المستحقات تؤثر على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية للشركات التي تعاني من القيود المالية.
جوانب الشبه	تتشابه الدراستان في تطبيقهما لأنموذج نوعية المستحقات فضلاً عن اعتمادهما على بواقي أنموذج الاستثمار المقدر للتعرف على كفاءة الاستثمار.
جوانب الاختلاف	اعتمدت دراستنا الحالية على دراسة العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار على مستوى الشركة، فضلاً عن اعتمادها على عدد اكبر من النماذج لتقدير نوعية العوائد وتقسيمها حسب مكوناتها إلى نوعية العوائد الجوهرية ونوعية العوائد التقديرية، فضلاً عن اختلاف أنموذج الاستثمار المقدر.

4- دراسة (Linhares,2018)

عنوان الدراسة	"earning management and investment efficiency". (إدارة العوائد وكفاءة الاستثمار).
نوع الدراسة	بحث منشور
هدف الدراسة	تهدف الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين نوعية المعلومات المحاسبية المقاسة بإدارة العوائد وكفاءة الاستثمار.
عينة الدراسة	تتمثل عينة الدراسة بالشركات ذات الملكية العامة المدرجة في بورصة البرازيل والبالغة 4498 شركة.
مدة الدراسة	2012-1996
أسلوب الدراسة	استخدام أنموذج Jones المعدل لتقييم إدارة العوائد و اعتمدت على النمو في المبيعات كمتغير يمكن من خلاله تحديد حجم الاستثمار المقدر، فضلاً عن الانحدار اللوجستي متعدد الحدود لتحديد العلاقة بين إدارة العوائد وكفاءة الاستثمار.

أهم ما توصلت إليه الدراسة	توصلت الدراسة إلى أن لإدارة العوائد علاقة ايجابية بمستويات الاستثمار مما يعني كلما ارتفعت إدارة العوائد زاد احتمال انحراف الشركة عن المستوى الأمثل للاستثمار.
جوانب الشبه	تناولت الدراستان أنموذج Jones المعدل
جوانب الاختلاف	إن دراستنا الحالية استخدم عدداً أكبر من النماذج لتقدير نوعية العوائد فضلاً عن تقسيم نوعية العوائد إلى مكوناتها وهي الجوهرية والتقديرية، فضلاً عن اعتماد دراستنا الحالية على عدد أكبر من المتغيرات التفسيرية لتقدير حجم الاستثمار المقدر.

5- دراسة (Karimi et al.,2020)

عنوان الدراسة	"Earning Quality And Investment Efficiency: Do Board Characteristic Matter? Evidence From Tehran Stock Exchange". (نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار: هل إن خصائص مجلس الإدارة ذات أهمية؟ أدلة من بورصة طهران).
نوع الدراسة	بحث منشور
هدف الدراسة	تهدف الدراسة إلى تحديد العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار مع التركيز على الدور الوسيط لخصائص مجلس الإدارة بما في ذلك استقلاليته وازدواجية المديرين التنفيذيين والخبرة المالية للأعضاء.
عينة الدراسة	تم اختيار عينة عمدية من الشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية والبالغة 78 شركة.
مدة الدراسة	2018-2008.
أسلوب الدراسة	اعتمدت الدراسة على أنموذج (Dechow&Dichev,2002) لتقدير نوعية المستحقات والنمو في المبيعات بعده دالة لحجم الاستثمار المقدر فضلاً عن استخدام أنموذج الانحدار المتعدد لتحديد العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار

أهم ما توصلت إليه الدراسة	توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية وهامة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات وان استقلالية مجلس الإدارة والمعرفة المالية لأعضائها تزيد من تلك العلاقة.
جوانب الشبه	يتمثل الشبه بين الدراستين في بعض المفاهيم النظرية.
جوانب الاختلاف	في دراستنا الحالية تم استخدام عدد اكبر من النماذج لتقدير نوعية العوائد فضلاً عن تقسيم نوعية العوائد إلى مكوناتها وهي الجوهرية والتقديرية، فضلاً عن اعتماد دراستنا الحالية على عدد اكبر من المتغيرات التفسيرية لتقدير حجم الاستثمار المقدر.

6- دراسة (Chen et al.,2020)

عنوان الدراسة	"Project Level Disclosure And Investment Efficiency:Evidence From China". (الإفصاح على مستوى المشروع وكفاءة الاستثمار: دليل من الصين).
نوع الدراسة	بحث منشور
هدف الدراسة	تهدف الدراسة إلى بناء مقياس للإفصاح على مستوى المشروع للاستثمارات الحالية والمستقبلية وبيان أثرها على كفاءة الاستثمار في الشركات.
عينة الدراسة	جميع الشركات المساهمة الصينية والبالغة 1027 باستثناء الشركات المالية.
مدة الدراسة	2011-2007
أسلوب الدراسة	استخدمت الدراسة نمو الإيرادات في أنموذج الانحدار لتحديد كفاءة الاستثمار في الشركات، فضلاً عن استخدام أنموذج الانحدار المتعدد للتعرف على اثر الإفصاح على مستوى المشروع في كفاءة الاستثمار.
أهم ما توصلت إليه الدراسة	توصلت الدراسة إلى أن الإفصاحات التفصيلية عن الاستثمار ترتبط بحدود فعل أقوى في السوق لاسيما للشركات ذات الحوكمة القوية، فضلاً على أن الإفصاح على مستوى المشروع يؤدي إلى ارتفاع مستوى كفاءة الاستثمار في المستقبل للشركات ذات الحوكمة القوية وعلى النقيض من ذلك لم يتم العثور على علاقة مماثلة في الشركات ذات الحوكمة الضعيفة.

جوانب الشبه	بعض الجوانب المفاهيمية لكفاءة الاستثمار في الشركات فضلاً عن الاعتماد على بواقي الأنموذج الخاص بتحديد الاستثمار المقدر بعدها داله لكفاءة الاستثمار.
جوانب الاختلاف	الاختلاف في عدد المتغيرات التفسيرية المستخدمة في تحديد الاستثمار المقدر إذ اعتمدت دراسة (Chen et al.,2020) على النمو في المبيعات كمتغير يمكن من خلاله تحديد حجم الاستثمار المقدر.

7- دراسة (Hung et al.,2020)

عنوان الدراسة	"Impacts Of Earnings Quality And Debt Maturity On Investment Efficiency: Study Case in Vietnam". (تأثير نوعية العوائد واستحقاق الديون على كفاءة الاستثمار: دراسة حالة في فيتنام).
نوع الدراسة	بحث منشور
هدف الدراسة	تهدف الدراسة إلى التعرف على تأثير كل من نوعية العوائد واستحقاق الدين على كفاءة الاستثمار.
عينة الدراسة	عينة من الشركات المدرجة في سوق فيتنام للأوراق المالية والبالغة 4704 شركة.
مدة الدراسة	2010-2018
أسلوب الدراسة	تم استخدام نماذج الانحدار للبيانات الطولية panel data لتقدير العلاقة بين نوعية العوائد واستحقاق الديون وكفاءة الاستثمار في الشركات.
أهم ما توصلت إليه الدراسة	توصلت الدراسة إلى أن كل من نوعية العوائد واستحقاق الديون لها تأثير ايجابي على كفاءة الاستثمار وان لنوعية العوائد تأثير اكبر من استحقاق الديون وان كلا المتغيرين يؤثران ايجابياً على النقص في الاستثمار والإفراط به إلا إن التأثير على الإفراط في الاستثمار كان أقوى.
جوانب الشبه	يتمثل الشبه بين الدراستين في الاعتماد على بواقي أنموذج تحديد الاستثمار المتوقع لإيجاد الإفراط في الاستثمار والنقص به.
جوانب الاختلاف	إن دراستنا الحالية استخدم عدد اكبر من النماذج لتقدير نوعية العوائد فضلاً عن تقسيم نوعية العوائد إلى مكوناتها وهي الجوهرية والتقديرية.

8- دراسة (Khoufi,2020)

عنوان الدراسة	"Accounting information quality and investment decisions in the emerging markets". (نوعية المعلومات المحاسبية وقرارات الاستثمار في الأسواق الناشئة).
نوع الدراسة	بحث منشور
هدف الدراسة	تهدف الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين نوعية المعلومات المحاسبية وقرارات الاستثمار في تونس.
عينة الدراسة	تمثل عينة الدراسة في الشركات المدرجة في بورصة تونس للأوراق المالية والبالغة 50 شركة.
مدة الدراسة	2016-2012
أسلوب الدراسة	اعتمدت الدراسة على أنموذج (Dechow&Dichev,2002) لتقدير جودة المستحقات، واعتمدت على المستحقات غير المتداولة بعدها مؤشر للتحفظ المحاسبي، والنمو في المبيعات بعدها دالة لحجم الاستثمار المقدر فضلاً عن استخدام أنموذج الانحدار المتعدد لتحديد العلاقة بين نوعية المعلومات المحاسبية وكفاءة الاستثمار
أهم ما توصلت إليه الدراسة	توصلت الدراسة إلى عدم وجود أي تأثير لجودة المستحقات في تقليل الإفراط في الاستثمار بل إنها تزيد من النقص به، وأن التحفظ المحاسبي ليس له أي تأثير على كفاءة الاستثمار.
جوانب الشبه	يتمثل الشبه بين الدراستين في الاعتماد على بواقي أنموذج تحديد الاستثمار المتوقع لإيجاد الإفراط في الاستثمار والنقص به، وأن كلا الدراستين اعتمدت على نماذج المستحقات.
جوانب الاختلاف	اعتمدت دراستنا الحالية على عدد اكبر من المتغيرات التفسيرية لإيجاد حجم الاستثمار المقدر فضلاً عن تطبيقها للتطورات المنهجية لنماذج المستحقات .

أهم النقاط الواجب ذكرها بعد استعراض الدراسات السابقة ذات العلاقة

1. هنالك خلط وعدم وضوح في الدراسات سوى المحلية أو العربية في ترجمة مصطلح (Earning Quality) فبعض الدراسات تترجم المصطلح على انه جودة الإرباح، بينما دراسات أخرى تترجم المصطلح على انه نوعية العوائد، فعلى الرغم من الاختلاف الكبير بين المصطلحين فالأرباح (Profit) تشير إلى ما تم تحقيقه من نتائج خلال الفترة السابقة، أما العوائد فغالباً ما تشير إلى ما هو متوقع تحقيقه من نتائج في الفترات المستقبلية ويعبر عنه في الغالب بنسبة مئوية على عكس الإرباح التي تكون رقم مطلق، ولكون إن اغلب النماذج الخاصة بـ (Earning Quality) تعتمد على بيانات الأرباح الماضية في تقدير الخصائص المستقبلية للعوائد، لذا يمكن القول إن (Earning Quality) تعني نوعية العوائد.
2. على الرغم من اطلاع الباحث على عدد كبير من الدراسات سوى العربية أو الانكليزية⁽²⁾ فإن دراسته الحالية تتميز عن تلك الدراسات من حيث:
 - أ. تعد من أوائل الدراسات التي طبقت في البيئة العربية لاسيما العراقية ومن أوائل الدراسات التي طبقة في الأسواق الناشئة.
 - ب. حسب اطلاع الباحث لا توجد أي دراسة سابقة مماثلة للدراسة الحالية من حيث استخدامها لنوعين من التحليل الأول مالي لتحليل نوعية العوائد ومكوناتها وكفاءة الاستثمار النقص في الاستثمار والإفراط به وعلى مستوى كل شركة، وإجراء المقارنة بين الشركات، والثاني قياسي لتحديد اثر نوعية العوائد عبر مكوناتها على كفاءة الاستثمار واستخدامها لعدة نماذج في تقدير نوعية العوائد.
 - ت. حسب اطلاع الباحث لا توجد أي دراسة تجمع كلا المتغيرين تم من خلالها تقسيم مكونات نوعية العوائد الى نوعية عوائد جوهرية وأخرى تقديرية واختبرت تأثيرها على كفاءة الاستثمار.

(2) لقد استفاد الباحث من إمكانية الوصول المجاني إلى اكبر المكتبات العالمية أثناء انتشار وباء كورونا لقيام تلك المكتبات بإتاحة الفرصة أمام الباحثين من الوصول إلى مقتنياتها العلمية مجاناً أثناء تلك الفترة.

الفصل الثاني

مفهوم ومكونات نوعية العوائد وتقييمها

تعد نوعية العوائد احد أهم المواضيع في مجال الادارة المالية، اذ تلقت المزيد من الاهتمام في السنوات القليلة الماضية وبالأخص من قبل المستثمرين والدائنين ومديري الشركات والمنظمين والباحثين في هذا المجال، اذ تمثل القوائم المالية المصدر الرئيس للمعلومات والتي تهدف الى تمثيل واقع الشركة ومساعدة المستخدمين على اتخاذ قراراتهم، ولان العوائد تمثل المعلومات الأكثر أهمية في تلك القوائم فمن هنا تبرز حاجة أصحاب المصلحة لتلك المعلومات في اتخاذ قراراتهم المختلفة.

بالنظر لكون العوائد هي الاساس لمعظم القرارات ونماذج تقييم الاسهم مما يتوجب ان تكون ذات نوعية عالية لضمان موثوقيتها ودقتها لعدم امكانية الاعتماد على كميتها فقط لاتخاذ تلك القرارات، بسبب امكانية التلاعب بها من قبل الإدارة لذا يتوجب على اصحاب المصلحة تحليلها كمياً ونوعياً قبل اتخاذ قراراتهم بسبب ارتباطها المباشر بالدقة والموثوقية والتأكد والقدرة على التنبؤ وحسن التوقيت لاسيما وان المستثمرين والمحللين وصانعي السياسات يحتاجون الى معلومات موثوقة لتقييم الاداء الحقيقي للشركة قبل اتخاذ قراراتهم، ويبقى السؤال الأكثر أهمية هو ما إذا كانت تلك العوائد تلبي حاجات اصحاب المصالح لتلك المعلومات؟.

المبحث الأول

مفهوم نوعية العوائد ومكوناتها

أولاً. مفهوم نوعية العوائد

تعد نوعية العوائد من القضايا الأساسية والمهمة التي حظيت بالاهتمام الكبير بعد ان شكت هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (Securities Exchange Commission) SEC بتركيز المدراء على الفرص الانتهازية⁽³⁾ وان المدققين متعاونون معهم في خداع الجمهور بسبب الحوافز المتوفرة للمديرين والخاصة بتلبية توقعات اسواق راس المال وفي أوائل عام (2000) اندلعت فضائح مالية كبيرة في الولايات المتحدة وأوروبا والمتمثلة بقيام العديد من الشركات بممارسة ادارة العوائد كشركة (World& Enron & Parmalat) (Menicucci, 2020:4)، وفي هذا الخصوص ذكر (Arthur Levitt) رئيس هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية في مقالة له تحت عنوان لعبة الارقام (The numbers games) إن إحدى الشركات فشلت في تلبية توقعات عوائدها بسنت واحد الا انها فقدت (6%) من قيمة أسهمها في يوم واحد (Korkmaz et al.,2018:4) فمن اجل استعادة ثقة المستثمرين تم التركيز وبشكل كبير على نوعية العوائد (Menicucci,2020:4).

يعد Lev أول من نشر مفهوم نوعية العوائد بين الباحثين والأكاديميين بعدها صفة وصفية للعوائد عندما ذكر إن احد التفسيرات المحتملة لانخفاض R^2 المعدل في نماذج العوائد هو عدم بذل أي محاولة جادة للتشكيك في التقارير المالية التي تفصح عن عوائد الشركات قبل ربطها بالعوائد السوقية (Dechow& Schrand,2010:2)، وعلى الرغم من الاهتمام المتزايد بنوعية العوائد والحجم الكبير للأدبيات المتعلقة بها إلا ان مفهومها غير محدد بشكل جيد فالمصطلح غامض ويصعب تعريفه، إذ تعرض الأدبيات الخاصة بها جوانب مختلفة لهذا المفهوم ومن الصعب العثور على مفهوم شامل لها، وتشير الأبحاث المتعلقة بهذا المجال إلى إن هذا المفهوم متعدد الأبعاد مما لم يجعل الباحثين يتفقون على مفهوم واضح لنوعية العوائد (Mayanja,2014:29)، ينظر البعض الى نوعية العوائد لتشمل الأداء الاقتصادي الاساسي للشركة والبيانات التي تشير الى ذلك الاداء، وينظر البعض الاخر الى نوعية العوائد على انها تشير فقط الى المعلومات الخاصة بالعوائد (Menicucci,2020:4)، وينظر باحثون

(3) ويقصد بها ممارسة ادارة العوائد من خلال زيادة العوائد المبلغ عنها لزيادة مبلغ التعويضات او المكافآت التي سيتم تلقيها (Farichah,2017:72).

آخرون إلى أن الاستقرار في عوائد الشركة يعد بمثابة عوائد ذات نوعية عالية وقيل أيضاً أن نوعية العوائد تمثل المصادقية التي تعكسها العوائد المفصح عنها في كشف الدخل (Al-Shar&Dongfang,2017:23)، وفي هذا الصدد ذكر كل من (Dechow &Schrand) في مقدمة دراستهما الخاصة بنوعية العوائد أن فهم نوعية العوائد يتطلب خبرة في مجال الإدارة المالية والمحاسبة واستراتيجية الشركة ومعرفة قوية في الصناعة التي تعمل بها الشركة واليات الحوكمة وتعويزات المديرين والموظفين، وعلى الرغم من استخدام عبارة نوعية العوائد على نطاق واسع إلا أنه لا يوجد نموذج مقبول عموماً لتقييمها كما لاحظ (Barker,2004) عدم قيام مجلس معايير المحاسبة المالية FASB بتقديم تعريف للعوائد في الإطار المفاهيمي مما يجعل من الصعب فهم نوعية العوائد (Menicucci,2020:4-5) ويمكن بيان مفهوم نوعية العوائد وفقاً لعدة أبعاد وهي:

1. وفق المنظور الاقتصادي

يركز هذا المنظور ضمناً على المحافظة على رأس المال ويستخلص مفهوم نوعية لعوائد من نظرية الدخل الاقتصادي (Martin,2002:19)، وتعرف نوعية العوائد وفق هذا المنظور بأنها المدى الذي تمثل فيه العوائد المبلغ عنها بإخلاص دخل (Hicks) إذ يعني التمثيل الأمين أو الاتفاق بين المقياس أو الوصف والظاهرة التي يهدف إلى تمثيلها (Li,2011:14) (Ismail,2011:21)، ويقدر هذا المنظور نوعية العوائد بناءً على ارتباطها بالعوائد الحقيقية التي لا تبني على قواعد الاعتراف المحاسبي، إذ تعد العوائد الحقيقية معياراً محايداً وخالياً من العيوب لكن من الصعب تقييمها لكون أن دخل (Hicks) لا يمكن ملاحظته، لذلك فإن هذا المنظور لا يمكن قياسه (Ismail,2011:21)(Kamarudin& Wan Ismail,2014:22) وبعبارة أخرى أن قواعد الاعتراف المحاسبي تحول دون تسجيل العديد من الموجودات والمطلوبات بقيمتها الاقتصادية لصعوبة تسجيلها بشكل موثوق به بسبب تأثير عناصر التقدير والحكم التي تتخذها الإدارة فضلاً عن تأثير المدققين (Li,2011:14) (Ibrahim,2011:19) يعد التمثيل الأمين إحدى السمات النوعية الأساسية للمعلومات المالية المفيدة للمستخدمين، كما أن هنالك ثلاث خصائص فرعية للتمثيل الأمين وهي أن تكون محايدة وكاملة وخالية من الأخطاء وعلى وجه الخصوص يجب أن يشعر المستخدمون بالثقة في أن المعلومات تمثل ما يجب أن تمثله (Martin,2002:19)، يربط بعض الباحثين نوعية العوائد بالتمثيل الدقيق للمعاملات والأحداث الاقتصادية ووفقاً لذلك تعرف نوعية العوائد على أنها الدرجة التي يختلف فيها صافي الدخل عن العوائد الحقيقية، إذ يستخدم المستثمرون نوعية العوائد كمقياس شرطي لاستخراج المعلومات المتعلقة بالتقييم من أنماط العوائد لذلك فهي ذات أهمية كبيرة

للمستثمرين الحاليين والمستقبليين وكذلك لأغراض التعاقد، كما عرفت نوعية العوائد بانها الدرجة التي تُمثل فيها الارقام المحاسبية بشكل ادق الاساسيات الاقتصادية للشركة ومدى رسمها او عرضها في التدفق النقدي التشغيلي، كما عرفت بانها الدرجة التي يعكس بها العائد المبلغ عنه اساسيات التشغيل ويقدم تمثيلاً دقيقاً للمعاملات والاحداث الاقتصادية الاساسية، لذلك فهي تشير الى مدى كشف العوائد التي تم الابلاغ عنها بدقه العوائد الاساسية للشركة، وفي هذا الصدد ذكر (Teetes,2002) ان نوعية العوائد تمثل الاداء الاقتصادي للشركة وكذلك المعايير المحاسبية التي تقدم تقارير عن ذلك الاداء، ويعرف (Pratt,2000) نوعية العوائد بانها مدى اختلاف صافي الدخل الموضح في كشف الدخل عن العوائد الحقيقية (Menicucci,2020:9)، كما عرفت نوعية العوائد بأنها قدرة العوائد الحالية على تقديم صورة حقيقية عن الشركة وقدرتها على البقاء في المستقبل (Awwad et al.,2019:386)، ويمكن ان تكون نوعية العوائد عالية عندما يكون العائد على حقوق الملكية مقياساً جيداً لمعدل العائد الداخلي لمحفظة المشاريع الحالية للشركة (Dechow& Schrand,2004:5).

ان نوعية العوائد تعتمد على عنصرين رئيسين هما العوائد الاساسية والعوائد المبلغ عنها الاول هو العائد الذي يقيس قدرة الشركة على دفع مقسوم الارباح في المستقبل في حين ان الاخير هو اشارة غير كاملة او تقدير للعوائد الاساسية التي تبلغ عنها الشركة، وبالتالي فان نوعية العوائد تعتمد على قدرة العوائد المبلغ عنها في كشف العوائد الاساسية للشركة بالسرعة والدقة الممكنة فكلما كانت العوائد اكثر دقة وتم الابلاغ عنها في الوقت المناسب وتعكس الصدمات في القيمة الحالية للعوائد المستقبلية المتوقعة زادت نوعيتها (Ismail,2011:22) (Kamarudin& Wan Ismail,2014:227)، وان المدى الذي يتم من خلاله ربط العوائد المحاسبية بالعوائد الاقتصادية يسمى عدم اليقين بالمعلومات (مخاطر المعلومات) وتُمثل العوائد الاقتصادية بالعوائد التي تعكس القيمة الحقيقية للشركة، وهي مفهوم نظري غير متاح في التقارير المالية، ان الغرض من العوائد المحاسبية هو تقديم معلومات حول تقدير قيمة الشركة لفترة زمنية محددة، وان رقم العوائد المحاسبية الذي يجسد بشكل مثالي العوائد الاقتصادية لن يقدم اي شك بالنسبة للمستثمرين بشأن تحديد قيمة الشركة، ومع ذلك فان هذا الرقم غير موجود في الواقع بسبب تأثر العوائد المحاسبية ببعض مشاكل القياس التي قد تشوه تصوير العوائد الاقتصادية وبالتالي تخلق حالة من عدم اليقين بالنسبة للمستثمرين (Setterberg,2011: 80-81).

2. وفق منظور فائدة القرار

يتم تعريف نوعية العوائد بناءً على أهداف صناع القرار وعلى الدور الذي تلعبه العوائد في أنموذج القرار، إذ تستخدم العوائد بشكل كبير لأغراض التعاقد على الدين، وتقييم الاسهم وخطط التعويض للمديرين، ووفقاً لما سبق تعرف نوعية العوائد العالية بأنها العوائد التي توفر معلومات حول ميزات الاداء المالي للشركة ذات الصلة بقرار محدد يتخذه صانع قرار محدد والسبب في تفضيل العوائد على التدفقات النقدية لأغراض صنع القرار هو ان المستحقات التي تمثل جزء من العوائد تخفف من مشاكل التوقيت وعدم التطابق في التدفقات النقدية مما يجعل منها افضل قدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية (Ramerman,2019:4-5), كما ان العوائد لديها ارتباط كبير مع قيم الاسهم مقارنةً بالتدفقات النقدية الحالية (Menicucci,2020:14) يشتمل المفهوم في اعلاه على ثلاثة سمات اساسية وهي: (Ta,2014:58)

أ. ان نوعية العوائد مشروطة بمدى صلتها بالقرار.

ب. تعكس نوعية العوائد الاداء الاساسي للشركة.

ت. المحددات المشتركة لنوعية العوائد.

فيما يخص السمة الاولى من المهم ملاحظة ان نوعية العوائد مشروطة بمدى صلة المعلومات المالية بالقرار، وهذا يعني انه في سياق فائدة القرار يصبح مفهوم نوعية العوائد ذات قيمة ومن دونه يصبح هذا المصطلح لا فائدة له، اما فيما يتعلق بالسمة الثانية فأن نوعية العوائد التي تفصح عنها الشركة تستند الى المعلوماتية لهذا الرقم المبلغ عنه والخاصة بالاداء الاساسي للشركة، ومن المهم مراعات حقيقة ان العديد من ميزات الاداء لا يمكن ملاحظتها، مما يدل على الاهمية المعلوماتية لأرقام العوائد التي تقدمها الشركة، كما تعكس السمة الثالثة عاملين اساسيين يظهران نوعية العوائد بشكل مشترك وهما صلة القرار بالاداء المالي المستمد من المعلومات المقدمة وما اذا كان النظام المحاسبي الذي تطبقه الشركة قادر على اظهار الاداء المالي وقياسه، تشير هذه السمة الى السمتين الاوليتين كمحددات لنوعية العوائد مما يدل على الترابط والتداخل بين هذه السمات (Ta,2014:58) وفي هذا السياق فقد عرف (Dechow&Schrand,2004) نوعية العوائد بأنها مستوى المعلومات المتاحة والدقيقة لغرض تقييم اداء الشركة المرتبط بأنشطتها الاساسية الحالية والمستقبلية (Almomani,2015:256) (Martin,2002:24)، ويصف Lev نوعية العوائد من خلال فائدتها للقرار الخاص بتقييم الاسهم ويؤكد على اهمية معامل النوعية لنماذج تقييم الاسهم على اعتبار ان هذا المعامل يعكس خصائص الشركة كسياسة مقسوم الارباح والحجم والسمعة والمركز المالي والتوقعات المستقبلية

وطبيعة عمل الشركة والعوامل الكلية بما في ذلك المزاج العام للسوق (Dechow et al.,2010:59) اما (Dechev et al.,2013) فيوسعون هذا المفهوم بالقول ان نوعية العوائد العالية هي العوائد التي تعكس الاداء الحالي للشركة وتكون مؤشر جيد للأداء المستقبلي ومقياساً للقيمة الحقيقية للشركة (5: Ramerman,2019)، ولتوفير فهم افضل لنوعية العوائد يعيد كل من (Dechow et al.,2010) تشكيل الافكار حول الكيفية التي ينبغي بها تقديم العوائد في البيانات المالية، اذ يعرف العوائد المبلغ عنها على انها دالة غير قابلة للرصد كـ X حيث ان X هي عوامل تحدد الاداء المالي للشركة ووفقاً لمفهومهم يلعب النظام المحاسبي دوراً رئيساً في الابلاغ عن عوامل الاداء المالي غير القابلة للرصد في شكل عوائد يمكن ملاحظتها، بمعنى اخر يساعد النظام المحاسبي على تحويل X غير القابلة للرصد الى عوامل مذكورة في البيانات المالية، تتمثل الاهمية الاولى لمفهوم العوائد في ان عوامل X لاتخص اصحاب مصلحة⁽⁴⁾ محددين اذ يمكن تطبيق المفهوم على حاملي الديون قصيرة وطويلة الاجل والمساهمين واصحاب المصلحة الاخرين، الاهمية الثانية ان العوائد دالة لعوامل لايمكن ملاحظتها او رصدها تحدد الاداء المالي للشركة وانها ليست مقياساً مثالياً او حقيقياً للأداء المالي، وهناك ثلاث تفسيرات للعوائد غير المعبرة عن الاداء الاساسي للشركة وهي: (Nguyen,2019:16-17)

1. من غير المحتمل ان توفر البيانات المالية معلومات تناسب قرارات جميع المستخدمين المتمثلين بمقدمي التمويل حاملي الاسهم والديون والموردين واصحاب المصلحة الاخرين.
2. ان البدائل المحاسبية الخاصة بقياس وتسجيل عوامل X محددة مسبقاً وبالتالي من غير المحتمل ان مبدأ او قاعدة محاسبية معينة يمكن ان تناسب جميع الشركات وفي كافة المواقف.
3. تسمح المعايير المحاسبية باستخدام التقديرات والاحكام المحاسبية لقياس عوامل X غير القابلة للرصد والملاحظة مما قد يؤدي الى اخطاء او انحياز كإدارة العوائد، وبصورة عامة تتأثر نوعية العوائد بكل من مدى ملائمة المعلومات المتعلقة بالأداء المالي المفصح عنها من خلال العوائد لعملية صنع القرار ونوعية النظام المحاسبي في تسجيل الاداء، وخلاصة القول ان المفهوم الواسع لـ (Dechow et al.,2010) يتبنى فائدة العوائد لتقييم الاوراق المالية ولأي قرار اخر يعتمد على معلوماتية العوائد.

(4) يشمل مصطلح اصحاب المصلحة كل من مقدمي رأس المال والمنظمين ووكالات التصنيف الائتماني والمحللين الماليين وأرباب العمل والموردين والعلاء. (Machado,2018:4).

3. وفق منظور مستخدمي القوائم المالية

ان الهدف الاساسي للقوائم المالية هو توفير المعلومات حول الاوضاع الاقتصادية الخاصة بالشركة من اجل استخدامها لاتخاذ القرارات المختلفة وان نوع القرار الذي يتم اتخاذه من قبل المجموعات المختلفة هو الذي يحدد مدى فائدة وقيمة تلك المعلومات، ولكي تكون تلك المعلومات مفيدة وقيمة يجب ان تتسم ببعض السمات منها الملائمة (المعلومات لديها القدرة على التنبؤ بأداء الشركة) حسن التوقيت (هل ان المعلومات مقدمه في الوقت المطلوب) الموثوقية (تشير الى امكانية التحقق) والأمانة التمثيلية (حيادية المعلومات المقدمة) وامكانية المقارنة (يتوجب ان تكون المعلومات المالية متناسقة طوال الفترة المالية) والقابلية للفهم والشمول (Ibrahim,2011:44)

تعرف نوعية العوائد وفق هذا المنظور بأنها قدرة العوائد الاساسية التي تم الابلاغ عنها في مساعدة المستخدمين على اتخاذ قراراتهم، كما عرفها (Vincent,2004) بأنها فائدة العوائد المبلغ عنها في دعم قرارات مستخدميها وفي هذا السياق فان نوعية العوائد تمثل بمعلومات العوائد التي لا غنى عنها في اتخاذ القرارات المتعلقة بتخصيص الموارد في اسواق راس المال (Lyimo,2014:19)، اذ تمكن العوائد ذات النوعية العالية مستخدمي البيانات المالية من اتخاذ قرارات اكثر عقلانية في فترات الاضطراب المالي عندما يكون هنالك تقلبات كبيرة في السوق. (Machado,2018:4).

ان تعدد مستخدمي القوائم المالية يجعلهم يعرفون نوعية العوائد بشكل مختلف (Ibrahim,2011:30)، فتعرف نوعية العوائد من وجهة نظر المحلل المالي بانها العوائد التي يتم أستقراءها قبل الابلاغ عنها في كشف الدخل وهي مؤشر جيد للعوائد المستقبلية، يركز هذا المفهوم على ان استخدام الاتساق في الطرق المحاسبية يؤدي الى الإبلاغ المستدام والذي يجعل العوائد ذات نوعية عالية بسبب استدامة التنبؤ بالعوائد المستقبلية (Lyimo,2014:18)، وبناءً على وجهة نظر المحللين فان العوائد تكون ذات نوعية عالية عندما تعكس ارقام العوائد أداء الشركة وتكون مؤشراً لأدائها المستقبلي وتمثل مقياساً جيداً للقيمة الحقيقية للشركة (Kamarudin& Wan Ismail,2014:227) (Ibrahim,2011:30)، وهذا ما يتوافق مع اهداف المحللين الماليين المتمثلة بتقييم أداء الشركة وتقييم مدى اشارة العوائد الحالية للأداء المستقبلي وتحديد ما اذا كان سعر السهم يعكس قيمة الحقيقية، كما يرى المنظمون بأن العوائد ذات نوعية عالية اذا كانت خالية من الاحتيال وتظهر رؤية حقيقية وعادله لأداء الشركة (Kamarudin& Wan Ismail,2014:227) ووفقاً لـ (Ibrahim,2011) تكون العوائد ذات نوعية عالية وفق وجهة نظر المنظمين إذا امتثلت للأسس والقواعد المحاسبية المقبولة عموماً، كما

يمكن عد العوائد ذات نوعية عالية من وجهة نظر الاعلام المالي في حال كانت العوائد المبلغ عنها خالية من الأنشطة الاحتمالية والعناصر غير العادية الاستثنائية وتم الابلاغ عنها بشفافية (Ibrahim,2011:30)، وتختلف وجهة نظر المنظمين عن الاعلام المالي اذ يفترض الأخير ان العوائد ذات نوعية منخفضة في حال عدم استيفائها للشروط المذكورة سابقاً حتى لو كانت العوائد المبلغ عنها متوافقة مع مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً (Dechow&Schrand,2004:2)، اما الدائنون فيرون بأن العوائد ذات نوعية عالية عند إمكانية تحويلها الى تدفقات نقدية بسهولة، كما تعرف لجان التعويضات (الخاصة بتحديد رواتب العاملين) نوعية العوائد العالية بانها انعكاس للأداء الحقيقي للمديرين وقليلة التأثير بالعوامل الخارجة عن سيطرة الإدارة (Ibrahim,2011:30) وينظر واضعو المعايير المالية الى نوعية العوائد على انها التغذية العكسية غير المباشرة لتقييم معايير اعداد التقارير المالية (Menicucci,2020:12).

ويرى المستثمرون نوعية العوائد من حيث امكانية استخدام العوائد الحالية كمؤشر موثوق في التنبؤ بالعوائد المستقبلية، لكون ان المستثمرين يستهدفون الحصول على عائد مستقبلي بالاعتماد على العوائد الحالية التي ابلغت عنها الشركة (Pagalung& Sudibdyo,2006:106)

وفي دراسة قام بها (Dichev et al,2013) لدراسة اراء المديرين الماليين حول المفهوم المناسب لنوعية العوائد واستناداً الى النتائج التي توصلوا اليها يرى المديرون الماليون بأن العوائد ذات النوعية العالية هي عوائد مستدامة ومتكررة وعلى وجه الخصوص تعتبر العوائد التي يتم الابلاغ عنها بما يتوافق مع خيارات اعداد التقارير المالية والتي تتطابق مع التدفقات النقدية الفعلية وغياب التقديرات طويلة الاجل عوائد ذات نوعية عالية (Almaharmeh,2017:63)

4. وفق منظور ادارة العوائد

يمكن ان يبدأ مفهوم نوعية العوائد بإدارة العوائد والتي تنشأ عندما يستخدم المديرين الماليون الحكم في التقارير المالية للتأثير على النتائج التعاقدية التي تعتمد على الارقام المالية المبلغ عنها او لخداع بعض اصحاب المصلحة فيما يخص الاداء الاقتصادي الاساسي للشركة (Martin,2002:22) (Dechow&Schrand,2004:25) وتتمثل ادارة العوائد باختيار السياسات المحاسبية التي تستخدم الحكم او الاجراءات الحقيقية (هيكله المعاملات) للتأثير على العوائد عن طريق تحقيق هدف محدد للإبلاغ، كتضليل اصحاب المصلحة او التأثير على النتائج التعاقدية (Ahmadpour&Shahsavari,2016:80)، ويشار الى ادارة العوائد بالمحاسبة الابداعية او المحاسبة التجميلية وتتمثل بعرض البيانات المالية التي تتوافق مع نص

القانون والمعايير المحاسبية دون الاخذ بنظر الاعتبار روح القانون مما يعني انها مضللة وهو اجراء يؤثر على العوائد المبلغ عنها ولا يوفر اي ميزة اقتصادية حقيقية للشركة ويكون ضاراً على المدى الطويل (Mayanja,2014:23)، كما عرفت ادارة العوائد بأنها التدخل الهادف في عملية اعداد التقارير المالية الخارجية بقصد الحصول على بعض المكاسب الخاصة، ويعرفها البعض الاخر بأنها جهود ادارية للتلاعب بالعوائد باستخدام طرق محددة لتحقيق اهداف محددة مسبقاً والقدرة على تحريف اداء الشركة كقيام الإدارة بتأجيل او تسريع النفقات والايرادات او طرقاً أخرى يمكن ان تؤثر على العوائد في الاجل القصير، ومن الاسباب التي تدفع المدراء الى التلاعب بالعوائد هي للحصول على التمويل بتكلفة منخفضة ولتجنب قيود ميثاق الدين او للحصول على مكافآت اكبر على اساس العوائد او لبيع الممتلكات بأسعار مبالغ بها (Ibrahim,2011:36) ومن خلال ملاحظة المفهوم في اعلاه يمكن ان نلاحظ نقطتي الضعف الاولى عدم وضعه حدود واضحة بين ادارة العوائد والأنشطة العادية التي تولد العوائد والثانية هي ان ليست كل عملية ادارة عوائد مضللة، وفي هذا الصدد تعرف ادارة العوائد في ثلاث مجموعات الابيض والرمادي والاسود، تشير المجموعة الاولى الى ادارة العوائد المفيدة التي من المفترض ان تعزز شفافية التقارير المالية من خلال الإشارة الى المستثمرين بخصوص التوقعات الخاصة بالتدفقات النقدية المستقبلية فالشركات ذات التوقعات المستقبلية الجيدة هي التي تحقق تجانساً (Smoothness) في العوائد كما ان الاقتراض من المستقبل يمكن ان يكون كارثياً لشركة ضعيفة الاداء عندما تتفجر المشكلة في الاجل القصير (Basilico,2014:5) اذ يمكن ان يعمل التجانس على اظهار نمو مطرد في العوائد مما يؤدي الى زيادة ثقة المستثمرين، كما ان التجانس يمكن الإدارة من تمرير المعلومات الداخلية وبالتالي منح المستثمرين صورة افضل عن السلامة المالية للشركة (Houque et al.,2015:17)، كما ان السماح للمديرين الذين يملكون معلومات خاصة باستخدام التقدير والحكم في التقارير المالية عبر مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً يزيد من محتوى المعلومات للعوائد المبلغ عنها، اما المجموعة الثانية فتشير الى التلاعب في التقارير المالية على حساب المساهمين، تتوافق هذه المجموعة مع المفهوم الذي جاء به (Scott,2003) بخصوص ادارة العوائد اذ يرى ان ادارة العوائد تمثل اختيار المدير للسياسات المحاسبية لتحقيق اهداف محددة، اما المجموعة الثالثة السوداء فتشير الى الابلاغ عن التحريف والاحتياال في نهاية المطاف (Basilico,2014:10)

توفر مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً للمديرين الماليين إمكانية إعداد البيانات المالية ببعض المرونة من خلال اختيار السياسات المحاسبية وطرق القياس البديلة للموجودات

والمطلوبات والايرادات والنفقات، وبالتالي فان ادارة العوائد هي استخدام هذه المرونة في اعداد التقارير المالية لتغيير النتائج المالية للشركة (Li,2011:2).

ان درجة الحكم او التقدير ضرورية في تطبيق مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً، لكنها تختلف وفقاً لمدى القابلية للقياس وامكانية التنبؤ وما اذا كانت المعاملة شائعة الاستخدام، اذ يمكن للإدارة القيام بذلك من خلال تطبيق سياستها الاحتياطية وتفسير الافتراضات الاساسية بطريقة يمكن وصفها بأنها ذات طبيعة محافظة⁽⁵⁾ أو مجازفة نسبياً (Menicucci,2020:57) ومن خلال ماسبق يمكن القول ان ادارة العوائد تتمثل بجعل البيانات المالية تعكس رغبات الإدارة بدلاً من الاداء الاساسي للشركة،(Herly ,2015:11).

تتكون العوائد من جزئين، هما التدفقات النقدية والمستحقات ويؤثر التلاعب في اي مكون على العوائد، اذ يمكن للمديرين اتخاذ اجراءات اقتصادية تؤثر على التدفقات النقدية كتحفيض نفقات البحث والتطوير وزيادة المبيعات من خلال تقديم المنتجات بخصم، ان هذا التلاعب لا يمثل انتهاكاً لمبادئ المحاسبة المقبولة عموماً ويطلق على هذا النوع من التلاعب بإدارة العوائد الحقيقية، اما الاسلوب الاخر للمديرين لإنتاج رقم العوائد المطلوب هو ادارة المستحقات لزيادة العائد من خلال تقليل مخصصات الحسابات المشكوك في تحصيلها وتجنب شطب الموجودات وتحديد التكاليف بدلاً من انفاقها ويسمى هذا بالتلاعب على اساس الاستحقاق، اذ يؤثر هذا التلاعب على توقيت الاعتراف بالعوائد فقط لكون ان تقليل قيمة مصروفات الديون المعدومة في فترة واحدة تؤدي الى المبالغة في العوائد المتحققة مما يؤدي الى شطب حسابات مستحقة القبض تزيد عن المخصص في فترة اخرى مما يعني عوائداً أقل (Dechow&Schrand,2004:39-40)

كما يمكن ان يكون الهدف من ادارة العوائد هو تخفيض العوائد المبلغ عنها وبالأخص عندما تكون تعويضات المديرين مرتبطة بمقدار مستهدف من العوائد فاذا كانت هنالك صعوبة في الوصول الى العوائد المستهدفة فان المدراء سيعملون على تخفيض العوائد الحالية عن طريق تأجيل الايرادات او تسريع الاندثار لزيادة احتمالية تحقيق العوائد المستهدفة مستقبلاً وتسمى هذه العملية بالاستحمام (Taking a Bath).(Herly , 2015:23)

ان تقدير الادارة في اختيار واستخدام السياسات والاساليب المحاسبية تؤثر على نوعية العوائد، اذ يمكن ان تكون تلك الاساليب ليبرالية اي انها تبني على نظرة متفائلة للمستقبل او يمكن ان تكون متحفظة، فلدى المديرين دوافع مختلفة لاختيار اساليب محاسبية معينة قد

(5) يعرف التحفظ بانه استخدام أقل تقدير متفائل اذ كان هنالك نتيجتان مختلفتان بنفس القدر (Herly ,2015:8).

يتصرف المدراء بشكل انتهازى من خلال اختيار طرق محاسبية من المرجح انها تزيد تعويضهم على مدى السنوات القليلة القادمة بدلاً من اختيار الطريقة التي توفر للمستثمرين المعلومات الأكثر صلة بالقيمة (Mayanja,2014:36)

ترتبط ادارة العوائد ارتباطاً وثيقاً بنوعيتها اذ يشير التلاعب الانتهازى بالعوائد الى تدهور نوعيتها، بينما ادارة العوائد المدفوعة بنوايا ايجابية تتمثل بعرض المعلومات الداخلية فأنها تعمل على رفع مستوى نوعيتها (Muller,2015:6) وتكون ادارة العوائد فعالة اذا استخدم المديرون تقديراتهم لإيصال المعلومات الخاصة بعوائد الشركة بينما تكون ادارة العوائد انتهازية اذا استخدم المديرون تقديراتهم لزيادة منفعتهم (Ahmadpour&Shahsavari,2016:84)، كما تعمل ادارة العوائد على تآكل نوعيتها لأنها تؤدي الى زيادة تظليل العوائد ومخاطر المعلومات (Machado,2018:5)، وبهذا الصدد تعرف نوعية العوائد بانها القيمة المرتبطة سلباً بمستوى ادارة العوائد المقاسة بالمستحقات التقديرية (Priem& Van Der, 2018:5)، كما يعرف (Barth et al.,2012) العوائد عالية النوعية بأنها العوائد التي تظهر الإدارة الأقل لها مما يعني ان النوعية خاصية فطرية بل تمثل غياب التلاعب (Herly 2015:5).

ثانياً. مكونات نوعية العوائد

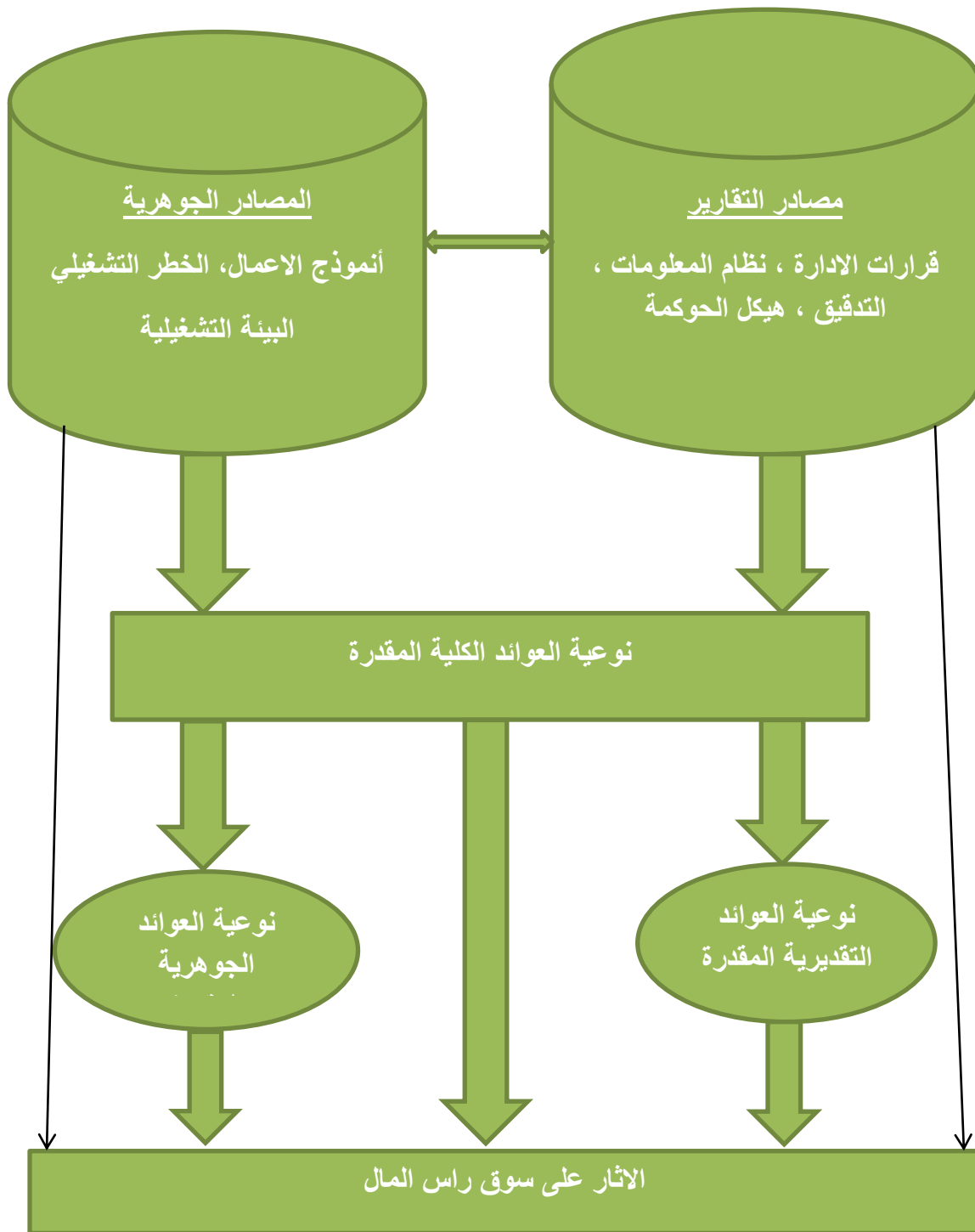
ان الفصل بين مكونات نوعية العوائد مبني على ما اذا كانت تلك النوعية تتحدد من خلال اساسيات الاعمال او من خلال استراتيجية اعداد التقارير المالية (Raman et al.,2013: 1079)، اي لا يتم النظر الى نوعية العوائد على انها نتيجة للخيارات الادارية فقط بل تشترك معها القرارات الاستراتيجية طويلة الامد حول ما الذي يجب ان تكون عليه خطط عمل الشركة (Francis et al.,2006:262)، وبناء على ما سبق تصنف نوعية العوائد الى مكونين هما نوعية العوائد الجوهرية (الاساسية) ونوعية العوائد التقديرية، تشير الاولى الى نوعية العوائد المستمدة من السمات الجوهرية للشركة كوظيفة الانتاج وأنموذج الاعمال والبيئة التنافسية (Rezaee&Tuo,2017:2) والتشغيلية (4: kent et al,2010)، ونوع الصناعة والقوى على مستوى الاقتصاد، اذ ان هناك القليل الذي يمكن للشركات واصحاب المصلحة القيام به ازاء هذه العوامل باستثناء فهمها والاعتراف بها فأنشطة البحث والتطوير تؤدي الى قلب العوائد، لان نتائجها متقلبة ويصعب التنبؤ بها، مما يعني ان العوامل الجوهرية مرتبطة بعوامل يصعب السيطرة عليها (Dichev et al.,2012:19-22) اذ ان ارتفاع نوعية العوائد الجوهرية قد يشير الى ان مستحقات الشركة تتوافق مع التدفقات النقدية الحالية والسابقة والمستقبلية مع القليل من التدخل الاداري مقارنةً بالشركات ذات نوعية العوائد الجوهرية المنخفضة اي ان المستحقات المغيرة للدخل تكون اكثر دقة في الشركات ذات نوعية العوائد

الجوهرية العالية لكونها تعمل في بيئة تشغيلية اقل تقلباً او قد تكون الدورة التشغيلية للشركة قصيرة (Jr,2014:12).

تعكس نوعية العوائد التقديرية محددات اعداد التقارير المالية كالخيارات المحاسبية والقرارات والاختفاء الادارية والتدقيق والحوكمة وما الى ذلك (Eliwa,2015:29)، فضلاً عن تأثرها بالحكم الاداري قصير الاجل، مما يعني ان نوعية العوائد التقديرية تحركها السلوكيات التقديرية للمدراء (Rezaee&Tuo,2017:2)، وهذا ما دفع (Kent, 2010) الى ربط نوعية العوائد التقديرية بإدارة العوائد، (4: kent et al,2010).

تتكون نوعية العوائد التقديرية من ثلاثة عناصر⁽⁶⁾ يشير الاول الى الاداء المستقبلي وينشأ الثاني بسبب الانتهازية الادارية اما العنصر الاخير فيشير الى الضوضاء (الخطاء) (Demirkan et al.,2011:511) ونتيجة لذلك تعكس نوعية العوائد التقديرية مزيجاً من التأثيرات التي تزيد وتقلل من مخاطر المعلومات في نفس الوقت (Wu et al.,2017:159) وفي هذا الصدد ناقش (Flos,2005) ثلاثة مكونات فرعية لنوعية العوائد التقديرية وتأثيرها على مخاطر المعلومات، اذ ينشأ عنصر الاشارة عن الاداء المستقبلي عندما تستخدم الادارة المستحقات لتعزيز قدرة العوائد على اظهار اداء الشركة بأمانة، وبالتالي من المتوقع ان يقلل هذا العنصر من مخاطر المعلومات بينما تؤدي مكونات نوعية العوائد التقديرية الاخرى وهي الانتهازية الادارية والضوضاء الى زيادة مخاطر المعلومات، اما التأثير الصافي للعناصر الثلاث على مخاطر المعلومات فهو غير مؤكد (Gray et al.,2009:56)، ان ارتفاع مستوى نوعية العوائد الجوهرية يقلل من تكلفة توليد عوائد ذات نوعية عالية لان المديرين يمتلكون معلومات جيدة ناتجة عن خصائص الشركة، وعلى العكس من ذلك تزداد تكاليف تحقيق عوائد ذات نوعية عالية من خلال المكون التقديري المنسوب الى الخيارات التي يستخدمها المديرون بسبب الحاجة الى بذل المزيد من الجهد الاداري لذلك يتحمل مدراء الشركات ذات نوعية العوائد الجوهرية (التقديرية) الاعلى تكلفة اقل (اكبر) للحصول على المعلومات عند اعداد المعلومات المتعلقة بالعوائد (Jr,2014: 2) والشكل (1) يوضح مكونات نوعية العوائد ومصادرها وتأثيرها على اسواق راس المال.

(6) تتوافق هذه العناصر مع تقسيم ادارة العوائد الذي تم ذكره سابقاً، اذ يمثل العنصر الاول بإدارة العوائد البيضاء ويشير العنصر الثاني الى ادارة العوائد السوداء والعنصر الثالث الى ادارة العوائد الرمادية.



الشكل (2)

مكونات نوعية العوائد ومصادرها

Source: Kristina,Roshchina, 2016, Analysis Of Earnings Manipulation Practices Of Finnish And German Companies Using Beneish M-Score Model, Bachelor's Thesis, Degree Programmer In International Business,JAMK University Of Applied Sciences,Finland,p,12

يتضح من خلال الشكل أن أنموذج الاعمال والبيئة التشغيلية والمخاطر التشغيلية هي المصادر الأساسية لنوعية العوائد الجوهرية، وتتأثر مصادر التقارير من عملية اعداد التقارير المالية بما في ذلك قرارات الادارة والتي تشمل الاحكام والتقديرية ونظم المعلومات المستخدمة فضلاً عن أنشطة التدقيق بنوعيتها الداخلي والخارجي وأنشطة الحوكمة بما في ذلك الاجراءات التي تتخذها مجالس الإدارة والتعويضات وهيكل الملكية، وكما يتضح ايضاً ان هنالك ترابطاً وعلاقة سببية في بعض الاحيان بين المصادر الجوهرية ومصادر التقارير في التأثير على نوعية العوائد الكلية ومن ثم تأثيرها على اسواق راس المال (Kristina, 2016:13)، اذ من الممكن ان تتأثر هياكل الحوكمة كتكوين مجلس الإدارة بعوامل جوهرية كأنموذج عمل الشركة (Francis et al., 2006:277)، لقد استخدم عدد من الباحثين اختيار الشركة لمدقي الحسابات الكبار باعتباره مقياساً للاختيار الاداري، الا ان في الشركات متعددة الجنسية لا يمكن عد هذا الاختيار مقياساً تقديرياً لكونه يرتبط بعوامل جوهرية مثل حجم الشركة وبيئتها التشغيلية المعقدة (Francis et al., 2006:282).

ثالثاً: فصل مكونات نوعية العوائد

تفترض الأدبيات المالية التي حاولت الفصل بين المكونات الجوهرية والتقديرية لنوعية العوائد ان المحددات الجوهرية بطيئة التغير نسبياً لذلك فأنها تظهر تلك المحددات مسبقاً في اي تاريخ ابلاغ على الرغم من احتمالية تغيرها عبر الزمن، إذ إن بعض التغيرات يمكن أن تكون مفاجئة (كارتماع معدل دوران الذمم المدينة وغلق خط انتاجي) في حين إن عوامل أخرى يمكن ان تتغير تدريجياً (كبناء علامة تجارية وإدخال خط انتاجي جديد بوسائل أخرى غير الاستحواذ على شركة قائمه) (Eliwa, 2015:29-30).

هنالك أنموذجان للفصل بين نوعية العوائد الجوهرية عن نوعية العوائد التقديرية، الأول هو الأنموذج الذي طوره كل من (Francis et al., 2005) و (Kent, 2010)، والذي يأخذ نوعية العوائد الكلية كمتغير معتمد، ومحددات نوعية العوائد الجوهرية التي تصف أنموذج الأعمال والبيئة التشغيلية للشركة كحجمها والانحراف المعياري لكل من التدفقات النقدية والمبيعات وطول الدورة التشغيلية للشركة وعدد سنوات تكرار الخسارة كمتغيرات مستقلة (Eliwa, 2015:30)، على اعتبار ان المحددات الجوهرية الخمس تستوعب الأساسيات الاقتصادية للشركة، فمن المتوقع للشركات التي تتصف بصغر حجمها وتقلب تدفقاتها النقدية ودورتها التشغيلية أطول وتكرار حدوث الخسارة ان تكون نوعية عوائدها منخفضة (Wu et al., 2017:160) والأنموذج التالي يوضح ذلك:

(Gray et al., 2009:57) (Huang, 2011:15).

$$\text{Total EQ}_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \text{Size}_{jt} + \beta_2 \sigma \text{CFO}_{jt} + \beta_3 \sigma \text{Sales}_{jt} + \beta_4 \text{OperCycle}_{jt} + \beta_5 \text{NegEarn}_{jt} + \mu_{jt}$$

اذ ان:

EQ_j Total: مقياس الباحث لنوعية العوائد الاجمالية للشركة اذ استخدم (Francis et al.2005) أنموذج (Dechow& Dichevs, 2002) لنوعية المستحقات حيث تشير القيم الأكبر إلى نوعية عوائد منخفضة.

Size_{jt} : حجم الشركة j يعبر عنه باللوغاريتم الطبيعي لمجموع الموجودات في السنة t .

σCFO_{jt} : الانحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية للشركة j في السنة t .

σSales_{jt} : الانحراف المعياري لمبيعات الشركة j في السنة t .

OperCycle_{jt} : الدورة التشغيلية للشركة j في السنة t .

NegEarn_{jt} : عدد السنوات التي حقق بها الشركة j لصافي دخل سلبي قبل البنود غير العادية في السنة t .

μ_{jt} : البواقي في معادلة الانحدار.

ان القيمة المقدرة للأنموذج تمثل نوعية العوائد الجوهرية InnEQ بحيث كلما زادت نسبة نوعية العوائد الكلية التي تفسرها العوامل الجوهرية كلما قلت نوعية العوائد التقديرية، لذلك يمكن تعريف نوعية العوائد الجوهرية وفق المعادلة التالية: (Wu et al.,2017:160)

$$\text{InnEQ}_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \text{Size}_{jt} + \beta_2 \sigma \text{CFO}_{jt} + \beta_3 \sigma \text{Sales}_{jt} + \beta_4 \text{OperCycle}_{jt} + \beta_5 \text{NegEarn}_{jt} + \dots$$

كما تمثل نوعية العوائد التقديرية DEQ قيمة البواقي في الأنموذج المقدر، لذا يمكن تعريفها وفق الاتي: (Westerholm,2011:27)

$$\text{DEQ}_{jt} = \mu_{jt} \dots$$

تشير نوعية العوائد الجوهرية (التقديرية) الى درجة خطأ التقدير المنسوب (غير المنسوب) الى السمات الاساسية للشركة لذلك ترتبط نوعية العوائد الجوهرية بعدم اليقين الكامن في البيئة التشغيلية للشركة في المقابل تعكس نوعية العوائد التقديرية السلوكيات التقديرية للإدارة (Rezaee& Tuo,2017:9) وبما ان $\text{DEQ}_{jt} = \mu_{jt}$ فان هذا يعني ان العوائد التقديرية لديها ارتباط صفري مع جميع المتغيرات التفسيرية مما يعني انها تقيس فقط مخاطر المعلومات بدلاً

من المخاطر الأساسية من ناحية أخرى يشير الارتباط التام لنوعية العوائد الجوهرية مع الأساسيات المقترحة للشركة ان نوعية العوائد التقديرية تلتقط فقط الضوضاء في العوائد (Westerholm, 2011:26-27) وكتطور منهجي قام عدد من الباحثين بإضافة متغيرات تفسيرية أخرى الى الأنموذج لزيادة قدرة المحددات الجوهرية على تفسير نوعية العوائد الكلية، اذ تم اضافة متغير كثافة راس المال CAP معبر عنه بنسبة الاصول الرأسمالية (القيمة الدفترية للأبنية والمصانع والمعدات) الى مجموع الموجودات وكثافة الموجودات غير الملموسة (INT (Intangible Assets) معبر عنها بنسبة نفقات البحث والتطوير ومصاريف الاعلان الى مجموع الموجودات مع اضافة متغير وهمي (INTDUM) يأخذ الرقم 1 في حال كانت نفقات البحث والتطوير (R&D) صفر، وصفر خلاف ذلك (Rezaee&Tuo, 2017:9) (Jr, 2014:57)، كما اضاف (Musa& Latif) متغير اخر يعكس الفرص الاستثمارية (InvOp (Investment Opportunity) معبر عنه بمعدل النمو في المبيعات (Musa& Latif, 2017:668) .

ومن الجدير بالذكر ان هذا الأنموذج قد يعاني من خطأ من النوع الاول، لان العوامل الجوهرية قد تعكس اخطاء التقدير التي تؤدي الى تقليل قوة البواقي في عكس نوعية العوائد التقديرية (Eliwa, 2015:30).

ويبنى الأنموذج الثاني من خلال اضافة العوامل الجوهرية كمتغيرات تحكم (متغيرات ضابطة) الى أنموذج الانحدار الخطي المتعدد ونوعية العوائد الكلية كمتغير معتمد بحيث يلتقط العامل المقدر نوعية العوائد التي تجسد جزءاً من نوعية العوائد المرتبطة بمتغير الاختبار ويضيفه تدريجياً الى التأثيرات التي تلتقطها العوامل الجوهرية ويعرف هذا المكون بالتقديري فاذا رغب احد الباحثين في معرفة اثر طرق الاندثار التي تتبعها الشركات على نوعية العوائد يمكنه اختبار ذلك من خلال الأنموذج التالي: (Francis et al., 2006:280)

$$\text{Total EQ}_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \text{DepnMethod}_{jt} + \beta_2 \text{Innate K}_{jt} + \mu_j \dots \dots \dots$$

اذ ان:

DepnMethod_{jt} : متغير وهمي يأخذ القيمة 1 في حال كانت الشركة تستخدم طريقة القسط الثابت في الاندثار وصفر خلاف ذلك.

Innate K_j : متجه من العوامل الجوهرية للشركة

فاذا كانت $\beta_1 < 0$ فان ذلك يشير الى ان طريقة القسط الثابت تؤدي الى انخفاض نوعية العوائد، اما اذا كانت $\beta_1 > 0$ فان ذلك يشير الى ان طريقة القسط الثابت تؤدي الى زيادة نوعية العوائد بعد التحكم بالمكون الفطري لنوعية العوائد، وعلى افتراض ان جميع العوامل الجوهرية قد

تم تضمينها في K_j فان قيمة β_1 تشير الى تأثير طريقة الاندثار على نوعية العوائد التقديرية.

بصورة عامة لا يمكن اعتبار الأنموذجين المستخدمين في فصل نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية بأنهما أنموذجان متبادلان لكون ان الأنموذج الاول فقط يسمح بأجراء مقارنة مباشرة بين نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية، لأنه يعطي تقديرات منفصلة لهذه المكونات، بينما الأنموذج الثاني لا يتمتع بهذه الميزة، علاوة على ذلك لا يختلف هذان الأنموذجان من حيث حساسيتهما للعوامل الجوهرية المحذوفة التي لم يتم تضمينها في الأنموذج (Eliwa,2015:36).

وبناءً على ما سبق واستناداً الى المبادلة Trade off بين العائد والمخاطر ولكون ان نوعية العوائد الجوهرية (التقديرية) تعكس المخاطر التشغيلية (مخاطر المعلومات) ولكون ان تلك المخاطر قابلة للتنوع فان انخفاض نوعية العوائد الجوهرية قد لا تؤثر على كلفة راس المال، اما في حال انخفاض نوعية العوائد التقديرية فان ذلك يؤدي الى ارتفاع مخاطر المعلومات لذا يبقى السؤال مفتوحاً هل ان مخاطر المعلومات هي عامل خطر مسعر؟ وبعبارة اخرى هل ان المستثمرين يأخذون بنظر الاعتبار مخاطر المعلومات عند استثمارهم في اسهم الشركات ؟ وهل ان ارتفاع مخاطر المعلومات تؤدي الى ارتفاع تكلفة راس المال والذي يؤثر بدوره على كفاءة الاستثمار في الشركات ؟

المبحث الثاني

تقييم نوعية العوائد

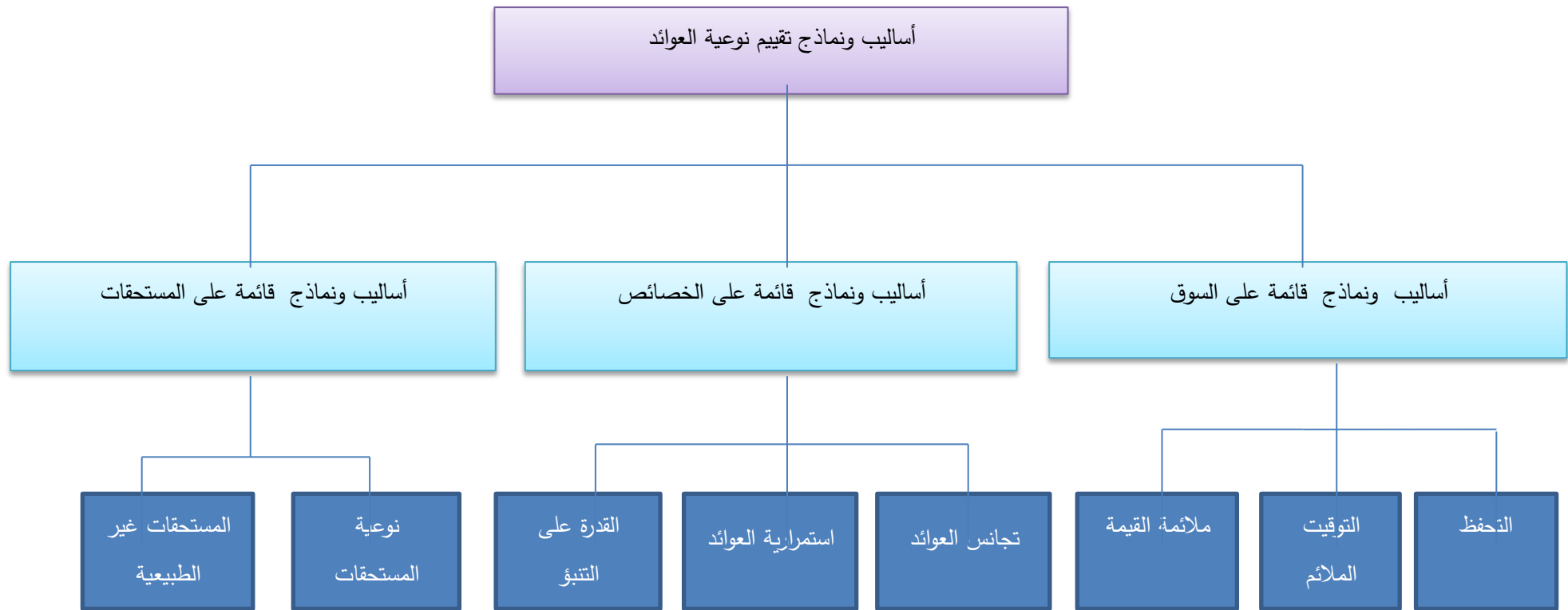
حظيت نوعية العوائد باهتمام خاص من قبل الباحثين، إذ ركزت الأدبيات المالية على إيجاد مفاهيم مختلفة والعديد من الأساليب والنماذج لتقييمها، يستخدم الباحثون نماذج مختلفة مرتبطة بالخصائص المرغوبة للمعلومات المالية، وعلى الرغم من العدد الكبير من النماذج إلا أنه لا يوجد نموذج شامل أظهر تفوقه على بقية النماذج، لأن نوعية العوائد تمثل مفهوماً متعدد الأبعاد يسمح للمستخدمين المختلفين بتفسيره بشكل مختلف، لذلك فإن اختيار أحد النماذج لتقييم نوعية العوائد يعتمد على منهجية الدراسة ومدى توفر البيانات.

أولاً. أساليب ونماذج تقييم نوعية العوائد

تمثل نوعية العوائد مفهوماً متعدد الأبعاد ويصعب قياسها وتقييمها، ولكونها غير قابلة للرصد بصورة مباشرة، فقد طورت الأدبيات عدداً من النماذج (Menicucci, 2020:24)، التي تهدف إلى التقاط الشفافية في البيانات المالية، إذ كلما كانت نوعية العوائد منخفضة دلت على انعدام الشفافية و بالعكس (Ana Domingues et al., 2015:7)، فضلاً عن تركيزها على سمات معينة لتلك النوعية (Menicucci, 2020:24)، إن عدم وجود أنموذج يجمع كافة سمات العوائد يمكن استخدامه لجميع أنواع القرارات (Al maharmeh, 2017: 63) هو ناتج عن حقيقة إن مفهوم النوعية يعتمد على سياق القرار وإن المستخدمين المختلفين يستخدمون معلومات العوائد لاتخاذ قرارات مختلفة (Ana Domingues et al., 2015:6) لذا فإن اختيار الأنموذج المناسب يمثل قضية بحثية حرجية، من المحتمل أن يكون لها تأثير على نتائج الدراسة ولسوء الحظ هنالك القليل من التوجهات حول الأنموذج الأفضل لتقييم نوعية العوائد وفي أي ظرف أو دراسة يستخدم (Menicucci, 2020:7)، علاوة على ذلك فإن الدراسة في العلاقات بين أبعاد نوعية العوائد المختلفة محدود والاستنتاجات مختلفة (Menicucci, 2020:26).

تتعامل بعض الدراسات مع نماذج نوعية العوائد على أنها بدائل وتختبر الفرضيات المقترحة حول محددات نوعية العوائد أو عواقبها باستخدام أنموذج واحد، إلا أن هذا الأنموذج قد لا يقيس البنية النظرية بشكل مناسب، أي عدم وجود توافق بين البناء النظري لفائدة القرار والأنموذج المستخدم (Dechow et al., 2010:203)، لذا فإن اختيار أنموذج لتقييم نوعية العوائد يعتمد على منهجية الدراسة المطروحة ومدى توفر البيانات (Ta, 2014:46)، وعلى الرغم من ذلك هنالك حقيقة تشير إلى إن وصول الباحثين إلى نتائج متوافقة وقوية عبر تعدد نماذج التقييم هو ناتج عن وجود عنصر مشترك في تلك النماذج المختلفة وهو العوائد

الأساسية للشركة (Dechow et al., 2010:23)، فمن أجل الحصول على فهم أكثر شمولاً والتقاط جوانب مختلفة لنوعية العوائد نحاول استعراض مجموعة كبيرة من نماذج تقييم نوعية العوائد الأكثر شيوعاً، لذا يمكن تصنيف الأساليب التي تتدرج تحتها نماذج تقييم نوعية العوائد إلى الأساليب القائمة على المستحقات والأساليب القائمة على الخصائص والأساليب القائمة على السوق (Herly, 2015:13)، والشكل (3) يوضح تلك الأساليب والنماذج القائمة عليها.



الشكل (3)

أساليب ونماذج تقييم نوعية العوائد

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (Menicucci ,2020,27).

1. الأساليب القائمة على المستحقات

أن النماذج التي تدرج تحت هذا الأسلوب يمكن استنباطها من المعلومات الخاصة بالتدفق النقدي والمستحقات (Menicucci, 2020:27)، تستخدم الشركات طريقتين لتسجيل عملياتها اليومية: الأولى هي المحاسبة على الأساس النقدي، والثانية هي المحاسبة على أساس الاستحقاق والتي تمثل الطريقة الأكثر استخداماً في الشركات، وإن المفاضلة بين هاتين الطريقتين تعتمد إلى حد ما على حجم التعاملات وما إذا كانت تلك التعاملات أجلة، وتمثل البنود غير النقدية في الميزانية العامة البنية الأساسية للمحاسبة على أساس الاستحقاق، إذ تتضمن العديد من العناصر كالحسابات المدينة والدائنة والشهرة والالتزامات الضريبية وغيرها (Ioannis, 2015:10)، ويتم تسجيل الإيرادات وفق تلك الطريقة عندما يتم تقديم السلعة أو الخدمة إلى العميل وليس عند الحصول على قيمتها، وتخفيض المصاريف من صافي الموجودات المرتبطة بإنشاء تلك الإيرادات (Basilico, 2014:22)، وقد أدى استخدام المحاسبة على أساس الاستحقاق إلى زيادة المعلومات المالية إذ إن تسجيل المعاملات النقدية فقط لا يقدم معلومات حول الأنشطة المهمة للشركة، ومع استخدام المحاسبة على أساس الاستحقاق أصبح بإمكان الشركات تقدير ما تدين به للمستقبل والإيرادات التي تتوقع الحصول عليها، كما سمح للشركات عرض الموجودات التي ليس لها قيمة نقدية كالشهرة (Ioannis, 2015:10).

إن البيانات المعدة على أساس الاستحقاق أكثر أهمية في تقييم الأداء المالي للشركة فضلاً عن قدرتها على أظهار الوضع المالي الحقيقي للشركة والتنبؤ بالتدفق النقدي المستقبلي وقدرتها على التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل (Pagalung & Sudibdyo, 2006:106) لذا فإنها أكثر فائدة، لأنها تخفف من مشاكل التوقيت وعدم التطابق في قياس التدفقات النقدية على فترات قصيرة الأجل، وبالتالي فإنها تمثل مقياس متفوق لأداء الشركة مقارنةً بالأساس النقدي وإن الهدف منها هو مساعدة المستثمرين على تقييم الأداء الاقتصادي للشركة (Ibrahim, 2017,24).

تمثل العوائد ببساطة إيرادات ونفقات الفترة الحالية التي يتم استلامها ودفعها نقداً فضلاً عن المستحقات، وبالتالي فإن تحليل العوائد إلى مكونين هما التدفق النقدي والمستحقات يوفر نظرة ثاقبة على استمرارية كل عنصر ونوعية العوائد بشكل عام (Menicucci, 2020:19) فكلما كان التدفق النقدي هو الجزء الأكبر من العوائد ارتفعت نوعيتها، فالسؤال المهم هنا هل إن المستحقات تحتوي على معلومات تحسن من توقعات التقييم؟ يتفق معظم الممارسين والأكاديميين على أن التدفقات النقدية أكثر موثوقية من العوائد لاحتواء الأخيرة على المستحقات، فضلاً على إن التدفقات النقدية لا تحتوي على عنصر التقدير، وتتمثل الوظيفة الأساسية للمستحقات في تقليل مستوى الغموض في التدفقات النقدية لتحقيق العوائد، إذ

تواجه التدفقات النقدية المتحققة مشاكل توقيت ومطابقة تجعلها مقياساً غير دقيقٍ لأداء الشركة لذا فإن المستحقات تغير توقيت الاعتراف بالتدفقات النقدية في العوائد للحد من الغموض وينتج عن ذلك علاقة عكسية بين المستحقات والتدفقات النقدية التشغيلية، وتتمثل الوظيفة الثانية للمستحقات في الاعتراف بالمكاسب والخسائر غير المتحققة في الوقت المناسب، وتتمثل المستحقات في الفرق بين العوائد والتدفقات النقدية التشغيلية (Menicucci, 2020: 40)، ومع ذلك تتطلب المستحقات افتراضات وتقديرات للتدفق النقدي المستقبلي، وهذا يعني إن المستحقات ناتجة عن أحكام وتقديرات ومخصصات (Li, 2011:37)، قد تحدث أخطاء في المستحقات لأن المديرين يتوجب عليهم عمل توقعات وأحكام عند تحديد المستحقات، وحتى إذا كان التقدير غير منحاز فسيحتوي على أخطاء تتطلب التصحيح في الفترات المستقبلية، يتمتع المديرين بمرونة أكثر في التلاعب بالمستحقات مقارنةً بالتدفق النقدي لأن التلاعب في الأولى لا يتطلب سوى تعديل بعض المستندات على العكس من التلاعب بالتدفق النقدي الذي يتطلب التواطؤ مع أطراف أخرى أو التلاعب في المعاملات وتوقيتها (Dechow & Schrand, 2004:13)، إذ يمكن للإدارة استخدام السلطة التقديرية للإشارة إلى معلوماتها الخاصة، أو التلاعب بالعوائد بشكل انتهازي فمن المحتمل أن تؤدي تلك الإشارات إلى تطوير قدرة العوائد على قياس أداء الشركة، أما إذا استخدم المديرين تقديراتهم للتعامل مع المستحقات بشكل انتهازي فإن العوائد تصبح مقياس أقل موثوقية لأداء الشركة مما يفقدها أهميتها في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، وبذلك تكون التدفقات النقدية الحالية أكثر تفضيلاً عند تكوين التوقعات حول المردود المستقبلي لحاملي الأسهم (Menicucci, 2020: 42)، ووفقاً لـ (Dechow & Dichev, 2002) فإن دور المستحقات هو تعديل الاعتراف بالتدفقات النقدية مع مرور الوقت بحيث تقيس النتيجة المعدلة أداء الشركة وتتنبأ بالعوائد والتدفقات النقدية المستقبلية بشكل أفضل، وفي دراسة قام بها (Sloan, 1996) للتعرف على طبيعة المعلومات الواردة في كل من المستحقات والتدفق النقدي اللذان يكونان العائد وإلى أي مدى يؤثران على أسعار الأسهم كشفت نتائجها إن عنصر المستحقات أقل استمراراً مقارنةً بالعنصر النقدي، فضلاً عن إغفال المستثمرين الأخذ بالاعتبار الاستمرارية والمفاضلة بين العنصرين، مما يوحي بتوفر المزيد من الفرص للإدارة للتلاعب بالمستحقات لتحقيق أهدافها الخاصة مما قد يؤدي إلى تضخيم السعر الحالي للسهم وانخفاض الأداء في المستقبل (Ibrahim, 2011:31).

يصف مصطلح المستحقات الشاذة الارتباط السلبي بين المستحقات والعوائد المستقبلية للأسهم، إذ يعتمد هذا الشذوذ على المنطق القائل إن من المهم قياس ما إذ كانت عوائد الشركة التي تم الإبلاغ عنها تعتمد على التدفق النقدي الحقيقي أو على أساس الاعتراف بالإيرادات من خلال الممارسات المحاسبية المشكوك بها، فالشركات التي لديها مستويات منخفضة من

المستحقات لديها المزيد من العوائد الحقيقية وبالتالي يجب أن تحقق أسهمها عوائد أعلى في السوق، بحيث يمكن استغلال هذا الشذوذ من خلال الحصول على مركز طويل الأجل في الشركات التي لديها مستحقات منخفضة ومركز قصير الأجل في الشركات ذات المستحقات المرتفعة، إن إهمال المستثمرين للتمييز بين عنصري المستحقات والتدفق النقدي اللذان يكونان العائد يجعلهم ينجذبون نحو الشركات التي تتصف بارتفاع عوائدها حتى لو كان الجزء الأكبر من تلك العوائد عبارة عن مستحقات، مما يجعلهم يحققون عوائد غير طبيعية منخفضة لكون إن أسهم تلك الشركات ذات تسعير مضخم، ويتعدون عن الشركات ذات العوائد الأقل حتى لو كان الجزء الأكبر من تلك العوائد عبارة عن تدفقات نقدية حقيقية مما يجعل أسهم تلك الشركات تحقق عوائد غير طبيعية مرتفعة لأن تسعيرها مخفض⁽⁷⁾ (Ioannis,2015:11)، وتدرج تحت هذه الاساليب عدة نماذج يمكن من خلالها تقييم نوعية العوائد وهي:

أ. المستحقات غير الطبيعية

تهدف المستحقات غير الطبيعية إلى التقاط التشوهات الناتجة عن تطبيق القواعد المحاسبية أو إدارة العوائد (Ana Domingues et al,2015:16)، من خلال فصل المستحقات إلى قسمين هما المستحقات العادية (التي لا تخضع للتقدير) والمستحقات غير الطبيعية (التي تخضع للتقدير) (Herly, 2015:16) إذ تعكس الأولى الأداء الطبيعي للشركة، وتلتقط الثانية التشوهات الناتجة عن تطبيق المعايير المحاسبية أو التشوهات الناتجة عن التلاعب المتعمد بالعوائد (Machado, 2018:6)، وإن الفكرة أو المنطق من نماذج المستحقات غير الطبيعية هو إن العناصر الأساسية كالإيرادات والموجودات الثابتة يجب أن تحدد حجم المستحقات العادية (Herly, 2015:16)، وإن التفسير العام لهذه النماذج هو إذا تم التعبير عن المكون العادي من المستحقات بشكل صحيح فإن المكون غير الطبيعي يمثل تشوه ينذر بنوعية عوائد منخفضة (Menicucci, 2020:44)، تستخدم المستحقات غير الطبيعية كمقياس لإدارة العوائد ويتم حسابها بأنها أجمالي المستحقات مطروح منها المستحقات العادية، إذ يتم استخدام نماذج المستحقات التقليدية لتقدير المستويات العادية من المستحقات في حين تستخدم بواقي هذه النماذج لقياس المستحقات غير الطبيعية (Papadopoulos,2019:22)، هنالك العديد من النماذج التي تم تطويرها في محاولة لتمييز المستحقات غير الطبيعية عن المستحقات العادية في عوائد الشركات وإن هذه النماذج تفسر أن الشركات ذات المستحقات الكبيرة لديها أيضا

(7) وفي هذا الصدد يوثق الباحث إمكانية القيام ببحوث مستقبلية تأخذ عنوان اختبار إستراتيجية التداول المستندة على المستحقات وتشكيل محفظتها.

مستحقات غير طبيعية كبيرة مما يعني انخفاض نوعية العوائد بسبب زيادة احتمالية وجود أخطاء تقديرية (Al maharmeh, 2017:59).

قام (Jones, 1991) بتطوير أنموذجه إذ استخدم المستحقات غير الطبيعية لقياس التلاعب في العوائد وحسب وجهة نظره فإن التغيرات في إجمالي المستحقات تنتج عن التغيرات غير الطبيعية، لأن المستحقات العادية تتصف بالثبات، ويعرف المستحقات على أنها دالة في الإيرادات والممتلكات والمنشأة والمعدات، إذ يتم استخدام الإيرادات للتحكم بالبيئة الاقتصادية للشركة والممتلكات والمنشأة والمعدات للتحكم في إجمالي المستحقات وبالأخص في الجزء الخاص بمصروفات الاندثار غير النقدية (Machado, 2018:6)، وتشير المستحقات التي لم تفسرها هذه المتغيرات إلى إدارة العوائد وهو المتغير المعكوس لنوعية العوائد والصيغة التالية توضح أنموذج (Jones, 1991) (Korkmaz et al., 2018:5):

$$\frac{TA_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta Rev_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \mu_{i,t}$$

إذ أن:

TA_{it} : إجمالي المستحقات

ΔRev : التغير في الإيرادات

PPE : إجمالي الممتلكات والمنشأة والمعدات

μ : خطأ التنبؤ في الانحدار والذي يمثل مستوى المستحقات غير الطبيعية

ويمكن تعريف المستحقات العادية (الطبيعية) وفق الآتي:

$$NDA_t = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta Rev_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}}$$

إذ إن:

NDA_t : المستحقات العادية (الطبيعية).

لقد افترض Jones 1991 أن التغير في الإيرادات يمثل مستحقات عادية (غير تقديرية) أي لا يتم التلاعب بها، ويرى (Dechow et al, 2010) أن الانتقاد الرئيس لأنموذج Jones هو انخفاض قوته التفسيرية إذ لا تمثل سوى 10% من التغير في المستحقات، فضلاً على أنه يعاني من أخطاء من النوع الثاني الناتجة عن سوء تصنيف المستحقات على أنها مستحقات عادية عندما تكون غير طبيعية، وفي محاوله لتلافي هذه الانتقادات قام (Dechow et al, 1995) بتعديل أنموذج (Jones, 1991) عن طريق خصم التغير في الذمم المدينة من التغير في الإيرادات بسبب إمكانية التلاعب بالإيرادات الآجلة في

كثير من الأحيان، وبالتالي فإن من شأن هذا التعديل أن يزيد من قدرة الأنموذج على إنتاج بواق تعكس معالجة الإيرادات والصيغة التالية تمثل أنموذج Jones المعدل: (Machado, 2018:6)

$$\frac{TA_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta Rev_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \mu_{i,t}$$

إذ إن:

ΔRec = التغير في الذمم المدينة.

ونتيجة لبعض الأبحاث التي حاولت تحسين أنموذج (Jones, 1991) اثبت (Kothari et al, 2005) إن أداء الشركات يؤثر على المستحقات غير الطبيعية (Machado, 2018:6)، وإن نماذج المستحقات غير الطبيعية يتم تحديدها بشكل خاطئ في ظل الأداء المتطرف، ويرى باحثون آخرون إمكانية تخفيف تلك الأخطاء إذا لم يتم القضاء عليها من خلال تضمين العائد على الموجودات إلى الأنموذج بحيث يصبح الأنموذج وفق الصيغة التالية: (Herly, 2015:17).

$$\frac{TA_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta Rev_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 ROA_{i,t} + \mu_{i,t}$$

ب. نوعية المستحقات

تمثل نوعية المستحقات مقياساً لنوعية العوائد بناءً على الرأي القائل إن العوائد التي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالتدفقات النقدية ذات نوعية عالية (Francis et al., 2006:295) (Mayanja, 2014:30)، إذ يتطلب تقييم نوعية العوائد في بعض الأحيان فصل العوائد إلى المكون النقدي ومكون المستحقات فكلما ارتفعت نسبة المكون النقدي من العوائد زادت نوعية المستحقات وبالتالي نوعية العوائد، أن تركيز تحليل نوعية المستحقات ينصب على التمييز بين الأرقام الصلبة (الحقيقية) الناتجة عن التدفقات النقدية والأرقام الضعيفة الناتجة عن المستحقات التي تخضع للتقدير (Mayanja, 2014:30)، وبناءً على ما سبق واستناداً إلى مقدار المستحقات يمكن تعريف نوعية العوائد على أنها درجة اقتراب عوائد الشركة من تدفقاتها النقدية ونتيجة لذلك فإن انخفاض المستحقات يشير إلى ارتفاع نوعية العوائد، ويمكن أن تختلف تلك النوعية بين الشركات كدالة في مستحقاتها حتى في ظل التلاعب والأحكام، إذ تحتاج بعض الشركات إلى توقعات وتقديرات أكثر من غيرها كالشركات النامية التي لديها مستحقات عالية مما يشير تساؤلاً حول الموثوقية لأن المستحقات من المحتمل أن تحتوي على أخطاء التقدير لذا ممكن

أن تشير المستحقات الكبيرة إلى تقلب كبير في عمليات الشركة، وانخفاض نوعية العوائد حتى عندما لا تتصرف الشركة بشكل انتهازي (Menicucci, 2020:41)، يوضح مفهوم نوعية المستحقات الدرجة التي تكون فيها المستحقات عرضة للخطأ فيما يتعلق بالقياس والتقدير إذ تظهر البواقي من النماذج القائمة على المستحقات مكونات المستحقات الناتجة عن تقدير الإدارة أو أخطاء التقدير التي تقلل من كفاية البيانات المالية التي توفرها القوائم المالية (Fischinger, 2017:17).

قدمت دراسة قام بها كل من (Dechow&Dichev, 2002) أنموذجاً لتقدير نوعية العوائد بناءً على فكرة أن وظيفة المستحقات هي ضبط الاعتراف بالتدفقات النقدية مع مرور الوقت بحيث تعكس بشكل أفضل أداء الشركة (Ismail, 2011:47)، إذ يتم تقييم مدى ارتباط مستحقات رأس المال العامل في تحقيق التدفقات النقدية التشغيلية للفترة السابقة والحالية واللاحقة، وإن أخطاء تقدير المستحقات هي جزء من الاختلاف في مستحقات رأس المال العامل التي لا يمكن تفسيرها من خلال تحقيق التدفقات النقدية، ترتبط نوعية المستحقات بشكل عكسي بحجم خطأ تقدير المستحقات الذي يمكن أن ينتج من الأخطاء المقصودة وغير المقصودة في الأحكام المتعلقة بتحقيق التدفق النقدي، إذ يتم إجراء التحليل من خلال انحدار مستحقات رأس المال العامل كمتغير معتمد على التدفقات النقدية التشغيلية الحالية والسابقة واللاحقة كمتغيرات تفسيرية، وتمثل القيمة المطلقة لبواقي الانحدار أو الانحراف المعياري لها تقديراً لنوعية العوائد ويمكن توضيح الأنموذج وفق الصيغة التالية: (Sarun, 2016:48)

$$\frac{TCA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{CFO_{i,t-1}}{A_{i,t}} + \beta_2 \frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t}} + \beta_3 \frac{CFO_{i,t1}}{A_{i,t}} + \mu_{i,t}$$

إذ إن:

$TCA_{i,t}$ = المستحقات الحالية للشركة i في السنة t.

$A_{i,t}$ = متوسط أجمالي الموجودات في بداية ونهاية السنة t للشركة

$CFO_{i,t}$ = التدفق النقدي التشغيلي في السنة t والذي يحسب من خلال صافي الدخل التشغيلي قبل البنود غير العادية مطروح منه مجموع المستحقات.

يلتقط هذا الأنموذج كلاً من خطأ تقدير المستحقات المقصودة وغير المقصودة الناتجة عن عمل الإدارة، وهو المقياس العكسي لنوعية العوائد بمعنى آخر يقيس خطأ التقدير بشكل غير مباشر دور المستحقات في تحقيق النقد، إذ تشير المطابقة الضعيفة إلى النوعية المنخفضة للعوائد، ومن الانتقادات الموجهة لهذا الأنموذج هو عدم تمييزه بين أخطاء التقدير غير المقصودة عن إدارة العوائد المقصودة (Ismail, 2011:48) فضلاً عن اقتصره على

المستحقات الحالية ولا يمكن استخدامه لتحديد نوعية المستحقات طويلة الأجل (Al maharmeh, 2017:61)، لقد قام (McNichlos, 2002) بأجراء تعديلات على أنموذج (Dechow&Dichev, 2002) من خلال إضافة التغيرات في الإيرادات والمنشأة والممتلكات والمعدات كمتغيرات مستقلة إلى الأنموذج لمساهمتها في تكوين التوقعات الخاصة بالمستحقات الحالية بحيث يصبح الأنموذج وفق الصيغة التالية: (Shadi, 2007:8)

$$\frac{TCA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{CFO_{i,t-1}}{A_{i,t}} + \beta_2 \frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t}} + \beta_3 \frac{CFO_{i,t+1}}{A_{i,t}} + \beta_4 \frac{\Delta Rev_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \mu_{i,t}$$

يتصف أنموذج (Dechow&Dichev, 2002) المعدل بارتفاع قدرته التفسيرية وانخفاض خطأ القياس مقارنة بأنموذج (Dechow&Dichev, 2002) الأصلي، تمثل البواقي أي الجزء غير المفسر في الأنموذج المستحقات التي لا تفسرها التدفقات النقدية السابقة والحالية واللاحقة والتغير في المبيعات والمصانع والممتلكات والمعدات وبالتالي كلما كانت القيمة المطلقة للبواقي كبيرة كلما زاد احتمال وقوع أخطاء كبيرة في تقدير المستحقات وبالتالي فإن اخذ معكوس الجزء غير المفسر من التباين في TCA سيسهل تفسير نوعية المستحقات مما يؤدي إلى نتيجة إن البواقي الكبيرة تمثل نوعية عوائد أعلى (Fischinger, 2017:18).

2. الأساليب القائمة على الخصائص

أن النماذج التي تنطوي تحت هذه الأساليب يمكن استخلاصها من خصائص نوعية العوائد والمتمثلة باستمرارية العوائد و القدرة على التنبؤ وتجانس العوائد، وتستند هذه النماذج على المعلومات الخاصة بالتدفق النقدي والعوائد (Menicucci, 2020:27)، ويمكن بيانها وفق التالي:

أ. استمرارية العوائد

تعد استمرارية العوائد من المواضيع التي أخذت حيزاً كبيراً من الاهتمام في الأدبيات الخاصة بأسواق رأس المال على مدى الثلاثين سنة الماضية (Lin& Yu, 2015:42)، وعرف كل من (Sloan, 1996) و (Penman&Zhang, 2002) و (Richardson, 2003) و (Menicucci, 2020: 29) و (Ismail, 2011) نوعية العوائد من حيث الاستمرارية والاستدامة (Menicucci, 2020:29) (Ismail, 2011:54)، كما حدد (Bodie et al., 2002) نوعية العوائد على أنها المدى الذي يتوقع أن يستمر فيه مستوى العوائد المبلغ عنها، وبالتركيز على أدراك المستثمرين لنوعية العوائد يرى (Ayres, 1994) إن احد

وجهات النظر الخاصة بنوعية العوائد تتعلق بالاستمرار العام للعوائد، أي العوائد التي يمكن الحفاظ عليها لفترة طويلة (Ismail, 2011:54)، كما تتمثل الاستمرارية بالإبلاغ عن العوائد بطريقة تتماشى مع النظرة طويلة الأجل لعوائد الشركة من دون سحب العوائد المستقبلية أو دفع العوائد الحالية إلى المستقبل لجعلها تبدو أفضل، وإنما تتمثل في محاولة عكس بطريقة أو أخرى الاقتصاديات الأساسية للقيمة طويلة الأجل الكامنة في صافي موجودات الشركة (Dichev et al, 2012:16)، كما عرفت الاستمرارية بأنها المدى الذي تبقى فيه سلسلة العوائد في الفترة الحالية إلى الفترة المستقبلية (Sarun, 2016:44)، وحدده كل من (Miller&Rock, 1985) الاستمرارية على أنها القيمة الحالية لتغيرات العوائد المستقبلية المتوقعة الناتجة عن العوائد الحالية وتحدد الدراسات السابقة استمرارية العوائد من منظور فائدة القرار لمساعدة المستثمرين على تقييم الأسهم عن طريق قياس مدى استمرارية العوائد الحالية وتكرارها في المستقبل (Eliwa, 2015:32)، على اعتبار أن العوائد المستمرة تؤدي إلى نتائج تقييم أفضل (Nguyen, 2019:18)، فضلاً عن كونها سمة مثالية لتخفيض المخاطر عند التقييم (Lin&Yu, 2015:42)، فالشركات التي تتصف باستمرارية عوائدها لديها تقييمات أسهم أكثر دقة، أي أن أسهمها تباع وفق قيمتها الحقيقية إذ ما اخذ المستثمرين بهذه السمة، مما يعني فائدة أكثر في اتخاذ القرار (Dechow et al., 2010:54).

وتعكس استمرارية العوائد مدى استمرارية صدمات عوائد الفترة الحالية في المستقبل لذا فإن العوائد المستمرة هي العوائد الحالية التي يحتمل الاحتفاظ بها في المستقبل وترتبط تلك الاستمرارية بالاستقرار والاستدامة وتكرار العوائد بمرور الوقت كما يمكن تمثيلها بالسلوك المنظم للعوائد وتعد من السمات المرغوبة لها (Menicucci, 2020:29).

اتجهت العديد من الدراسات الخاصة باستمرارية العوائد إلى تقسيم العوائد إلى مكوناتها (المستحقات والتدفقات النقدية) وتحليل خصائص المعلومات حول العوائد المستقبلية الواردة في هاذين المكونين والدراسة في مدى انعكاس معلوماتها في أسعار الأسهم إذ توصل (Sloan, 1996) إلى أن المكون الأول أقل موثوقية واستمرارية مقارنةً بالمكون الثاني، مما يدل على وجود علاقة سلبية بين المستحقات واستمرارية العوائد (Ismail, 2011, 52) وهذا ما أكدته كل من (Dechow et al., 2010) في دراستهم الخاصة والتي اخذت عنوان (Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences) إذ أكدوا على أن التدفق النقدي أكثر استمرارية من المستحقات وأن المستحقات غير الطبيعية أقل استمرارية من المستحقات العادية (Dechow et al., 2010:27)، كما وجد (Richardson et al., 2005) أن المستحقات طويلة

الأجل تؤدي إلى عوائد أكثر استمرارية مقارنةً بالمستحقات قصيرة الأجل (Nguyen, 2019:18).

ويشير (Dechow et al., 2008) إلى أن استمرارية المكون النقدي يستمد أهميته من استمرارية المكون الفرعي الخاص بحقوق الملكية أي مقسوم الأرباح على اعتبار أن التدفق النقدي الذي يمثل أحد مكونات العائد ينقسم إلى ثلاثة مكونات فرعية وهي التغير في النقد المحتفظ به والتوزيع النقدي لحاملي الدين ومقسوم الأرباح لحاملي الأسهم (Ta, 2014, 46). يتم قياس استمرارية العوائد من خلال الانحدار على مستوى الشركة لتتار العوائد الحالية على العوائد السابقة، ويستخدم معامل الميل المقدر كمقياس لاستمرارية العوائد والأنموذج التالي يوضح ذلك:

$$\frac{EARN_{j,t}}{ASSET_{j,t-1}} = a + \beta 1 \frac{EARN_{j,t-1}}{ASSET_{j,t-1}} + \mu_{j,t}$$

حيث أن:

$EARN_{j,t}$: هو صافي دخل الشركة j قبل البنود غير العادية في السنة t .

$ASSET_{j,t-1}$: مجموعة الموجودات للشركة j في السنة $t - 1$.

تشير القيم المقدرة لـ $\beta 1$ القريبة من الواحد إلى عوائد مستمرة للغاية، بينما تشير القيم القريبة من الصفر إلى عوائد عابرة للغاية ينظر إلى الأولى أي العوائد المستمرة على أنها ذات نوعية عالية بينما ينظر إلى الثانية أي العوائد العابرة بأنها ذات نوعية منخفضة (Li, 2011:78) وبالتالي فإن التغير غير المتوقع في سلسلة العوائد يؤدي إلى قيام المستثمرين بمراجعة توقعاتهم حول العوائد المستقبلية وتوصل كل من (Vincent & Schipper, 2003) في دراستهما الخاصة بنوعية العوائد إن العلاقة بين العوائد الحالية والمستقبلية تتأثر بأنموذج عمل الشركة والخيارات المحاسبية التي تتخذها الإدارة لهذا فإن الإدارة تعمل على تجانس العوائد عن قصد بهدف زيادة استمراريته (Ibrahim, 2011:33)، ومن خلال ما سبق يمكن القول أن استمرارية العوائد تتحدد من خلال العمليات الأساسية للشركة وبيئتها التشغيلية بعدها من المصادر الجوهرية لنوعية العوائد والخيارات المحاسبية التي تتخذها الإدارة بعدها من المصادر التقديرية لتلك النوعية.

تعرضت الاستمرارية بعدها أحد سمات نوعية العوائد إلى عدة انتقادات، منها إن العوائد المستمرة قد تكون نتيجة للتجانس الانتهازي للعوائد، كما إن العوائد العابرة غير المستمرة قد تعكس البيئة الاقتصادية المتقلبة وبالتالي فإنها لا تشير إلى انخفاض نوعية العوائد (Herly, 2015:26).

ب. القدرة على التنبؤ

تعرف نوعية العوائد وفق هذا المدخل على أنها القدرة النسبية للمستثمرين على التنبؤ بالعوائد المتوقعة في المستقبل بناءً على متغيرات القوائم المالية المبلغ عنها (Martin, 2002:24)، وغالباً ما يربط المحللون الماليون بين نوعية العوائد المرتفعة وإمكانية التنبؤ بالعوائد على المدى القصير والمتمثلة بقدرة العوائد الحالية على التنبؤ بالعوائد المستقبلية (Menicucci, 2020:32)، يوضح مفهوم القدرة على التنبؤ القدرة التنبؤية للمعلومات، أما إمكانية التنبؤ بالعوائد فتوصف بأنها علاقة العوائد المبلغ عنها في العام الحالي والماضي بعوائد العام المقبل فمع ازدياد العلاقة تزداد القدرة على التنبؤ (Menicucci, 2020:90) وتوصف المعلومات المفيدة على أنها ذات قيمة تنبؤية إذا كان بإمكانها أن تساعد المستخدمين على التنبؤ بالنتائج المستقبلية كالأداء، فمن أجل الحصول على قيمة تنبؤية يجب أن لا تأخذ المعلومات شكل التوقعات الصريحة، إذ يمكن استخدام المعلومات المتعلقة بالمعاملات والأحداث السابقة كأساس للتنبؤ بشأن المستقبل، ووفقاً لما سبق تستخدم الأدبيات الأكاديمية إمكانية التنبؤ بالعوائد كمقياس لقدرة العوائد الحالية ومكوناتها على التنبؤ بالعوائد المستقبلية، وبهذا يعرف (Vincent & Schipper, 2003) إمكانية التنبؤ على أنها القدرة الكامنة في نظام أعداد التقارير المالية بما في ذلك مكونات العوائد على تعزيز قدرة المستخدمين على التنبؤ بالعناصر التي تهمهم كالعوائد المستقبلية (Muller, 2015:36) ويعرف (Francis et al., 2006) القدرة على التنبؤ في إطار نوعية العوائد بأنها قدرة العوائد على التنبؤ بنفسها، ويستند مقياسها على الرأي القائل بأن العوائد التي تميل إلى تكرار نفسها تعد ذات نوعية عالية، وأن هذا الرأي لا يختلف عن رأي (Dechow & Schrand, 2004) القائل أن العوائد ذات النوعية العالية تمثل مؤشر جيد للعوائد المستقبلية (Francis et al., 2006:301) لذا فإن القدرة التنبؤية تجسد أهمية العوائد المتنبأ بها في صنع القرار (Eliwa, 2015:33) وفي دراسة قام به (Brekerd et al., 2001) لدراسة آراء المحللين حول التقارير المالية السنوية ونوعية العوائد توصلوا إلى أن العوائد ذات النوعية العالية مرتبطة بإمكانية التنبؤ بالعوائد قصيرة الأجل وبالتالي فإن نوعية العوائد ستحدد من خلال مساهمة العوائد الحالية في تعزيز قدرة المستثمرين على التنبؤ بالعوائد المستقبلية وكلما زادت هذه المساهمة زادت نوعية العوائد (Martin, 2002:24)، وعلى غرار الاستمرارية ينظر إلى القدرة على التنبؤ بأنها أحد سمات العوائد المرغوب بها لأنها تزيد من دقة التقييم، مما يعزز أهميتها في اتخاذ القرار وتنعكس تلك القدرة في تباين أسعار الأسهم عند الإعلان عن العوائد، ومن منظور القياس تستند إمكانية التنبؤ بالعوائد على تباين صدمات العوائد، إذ إن التباين الأعلى يعني إمكانية تنبؤ

اقل، ومع زيادة تلك الإمكانية يصبح الحجم المطلق لصدمات العوائد اصغر مما يؤدي إلى انخفاض التباين في تغيرات الأسعار (Menicucci, 2020:33)، ترتبط القدرة على التنبؤ ارتباطاً كبيراً بالشفافية، إذ تمثل الأولى مدى قدرة المستثمرين على توقع ما سيحدث، وإن ذلك لا يعني أن يكون لديهم توقعات مثالية لأن هناك عناصر ديناميكية في عمل الشركة يصعب توقعها، بل يجب أن يكونوا على معرفة تامة بمحددات توليد القيمة في الشركة، لذا من الصعب القول إن عوائد الشركة ذات نوعية عالية ما لم يكن المستثمرون قادرين على تبرير العوائد التي تحققها الشركة، مما يتوجب على الإدارة جعل أنموذج عمل الشركة أكثر شفافية للتخلص من الخوف والشك الذي يدور في أفكار المستثمرين والمتمثل بقيام الشركة بإدارة عوائدها (Dichev et al, 2012:16).

تقاس إمكانية التنبؤ بالعوائد من خلال استخدام أنموذج استمرارية العوائد، إذ يمثل الجذر التربيعي لخطأ الأنموذج مقياساً للقابلية على التنبؤ، فالقيمة الكبيرة (الصغيرة) تمثل عوائد ذات نوعية منخفضة (عالية) (Mayanja, 2014:33) والصيغة التالية توضح ذلك:

$$Pred_{jt} = \sqrt{\sigma^2 \hat{\mu}_{jt}}$$

إذ إن:

$\sigma^2 \hat{\mu}_{jt}$ هو تباين الخطأ المقدر للشركة j في السنة t محسوب من أنموذج استمرارية العوائد ويضيف (Barua, 2006) أنموذج آخر لبيان القدرة على التنبؤ إذ يتم من خلاله انحدار العوائد المستقبلية على العوائد الحالية، والصيغة العامة للأنموذج هي: (Barua, 2006:20)

$$ROA_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 ROA_t + e_t$$

إذ إن:

ROA : العائد إلى الموجودات

e_t : بواقي الأنموذج وهو مقياس عكس لقدرة العوائد الحالية على التنبؤ بالعوائد المستقبلية إن بنية القدرة على التنبؤ مشابهة لبنية استمرارية العوائد من حيث تمثيلها بالسلاسل الزمنية للعوائد (Kamarudin & Wan Ismail, 2014:231)، وعلى الرغم من قياسهما من خلال أنموذج الانحدار إلا إنهما سمتان منفصلتان، فبالنسبة لنفس مستوى الاستمرارية يمكن أن يكون تباين عنصر الخطأ مرتفعاً أو منخفضاً (Herly, 2015:26) كما قد تكون العوائد المتقلبة ذات نوعية عالية من حيث الاستمرارية (أي أن العوائد تتبع السير العشوائي) لكنها ذات نوعية منخفضة من حيث

القدرة على التنبؤ (أي أن حجم الصدمة الأنموذجية للعوائد كبيراً) (Menicucci، 2020:34) (Ismail ، 2011:56).

ج. تجانس العوائد

يقصد به قيام المديرين بتخفيف التقلبات في العوائد والإبلاغ عن عوائد أكثر استقراراً، ويعرف أيضاً بأنه محاولة المديرين المتعمدة في الحد من التقلبات غير الطبيعية (معادلة العائد إلى مستوى معين في كل فترة زمنية) في العوائد المبلغ عنها بمرور الوقت باستخدام طرق معينة، لذا يمكن للمديرين اتخاذ إجراءات لزيادة العوائد عندما تكون منخفضة نسبياً وتخفيضها عندما تكون مرتفعة نسبياً وفي كلتا الحالتين يتم زيادة العائد في العام الحالي على حساب العائد في السنوات المقبلة، أو على العكس من ذلك تقليل العوائد الحالية من أجل زيادتها في المستقبل (Menicucci, 2020:63)، يبنى تجانس العوائد على فكرة أن المديرين يستخدمون معلوماتهم الخاصة حول العوائد المستقبلية لتخفيف التقلبات الانتقالية وبالتالي تحقيق عوائد أكثر تمثيلاً لأداء الشركة، مما يعني أن العوائد المتجانسة تشير إلى عوائد ذات نوعية عالية (Ibrahim, 2017:24).

هنالك جدل بين رواد الإدارة المالية حول ما إذا كان تجانس العوائد يعمل على تحسين نوعية العوائد أم تخفيضها، إذ يرى البعض إن التجانس يظلل المستخدمين لأنه يعمل على حجب الأداء الاقتصادي الحقيقي للشركة، مما يعني أن التجانس يشير إلى انخفاض نوعية العوائد، ووفقاً لـ (Leuz et al., 2003) فإن تجانس العوائد يعكس المدى الذي تسمح فيه معايير المحاسبة المالية للمديرين من الحد بشكل مصطنع من تقلبات العوائد للحصول على مزايا سوق رأس المال، ووفقاً لهذا الرأي فإن التجانس يعكس نوعية عوائد منخفضة (Eliwa, 2015:34) ويشير كل من (Frances et al., 2004) أن المشاركين في أسواق رأس المال يكافئون الشركات ذات العوائد الأكثر تجانساً بتكاليف منخفضة لرأس المال، يتوافق هذا الرأي مع الرأي القائل أن تجانس العوائد أمر مرغوب به على الأقل في نظر المستثمرين، ومع ذلك لا يستبعد (Frances et al, 2004) احتمال مكافئة المستثمرين لتجانس العوائد لأسباب لا تتعلق بنوعيتها (Eliwa, 2015:34) (Francis et al., 2006:302)، كما إن هنالك العديد من الدراسات التي أنجزت في الولايات المتحدة الأمريكية كدراسة (Graham et al., 2005) ودراسة (Tucker & Zarowin, 2006) ودراسة (Dicher & Tang, 2008) والتي خلصت إلى أن التجانس يحسن كل من الاستمرارية والقدرة على التنبؤ مما يؤدي إلى توليد عوائد مفيدة للمستثمرين للتنبؤ بالقيمة، وتعد تلك العوائد ذات نوعية عالية ويستند هؤلاء على الرأي القائل إن الغرض الرئيس للمحاسبة هو تحديد العوائد

والمتمثلة بكل من المستحقات والتدفقات النقدية وإن الغرض من المستحقات هو تحقيق التجانس في التدفقات النقدية من خلال تصفية بعض تقلباتها (Eliwa,2015:34).

لقد وجد (Ahrens,2009) حلاً للجدل الدائر عن طريق تقسيم تجانس العوائد إلى قسمين هما التجانس الطبيعي والتجانس المتعمد، يقوم الأول على أتمتة المستحقات دون معالجة من قبل الإدارة مما ينتج تدفق سلس للعوائد ويعكس نوعية عوائد عالية (Menicucci, 2020:63) أما الثاني وهو التجانس المتعمد والذي يحدث عندما تقوم الشركات بتخفيض تقلبات العوائد عمداً للاستفادة من مزاياها، ويحدث هذا في حالتين الأولى عندما تقدم الإدارة توضيحات بشأن اتخاذ إجراءات للإبلاغ عن عوائد متجانسة وهو ما قد يحصل عندما يكون لديها معلومات خاصة مما يعني إن التجانس مفيد في هذه الحالة، أما الحالة الثانية يمكن أن تحدث عندما ترغب الإدارة في تحقيق منافع خاصة مما يدفعها إلى القيام بعملية التجانس دون أعلام المستثمرين في هذه الحالة يؤدي التجانس إلى تضليل أصحاب المصلحة لأن العوائد لا تعكس العوائد الحقيقية للشركة (Eliwa,2015:35).

من المثير للاهتمام إن المديرين يسعون إلى تقليل عدم اليقين لدى المستثمرين (أي المخاطر) الخاص بالوضع الاقتصادي والمالي للشركات التي يديرونها، وبهذا يمكن تقسيم عدم اليقين لدى المستثمرين إلى عنصرين هما عدم اليقين الاقتصادي الخاص بالشركة (مخاطر الشركة) وعدم تناسق المعلومات بين المستثمرين والمديرين، يقاس العنصر الأول بتشتت أو تباين العوائد بمرور الوقت والذي يمكن تخفيضه من خلال تجانس العوائد، وبناءً على ذلك يعد انخفاض مخاطر الشركة كما يراها المستثمرون أحد الدوافع الأكثر شيوعاً لتجانس العوائد (Menicucci, 2020:65)، وبناءً على ثنائية العائد والمخاطر، يؤدي العائد المتجانس للشركة إلى انخفاض معدل الخصم (معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين) الذي تخصم به العوائد في سوق رأس المال للوصول إلى القيمة الحقيقية لأسهم الشركة مما ينعكس إيجاباً على تلك القيمة والذي يمثل الهدف الأساسي الذي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقه.

ففي ظل السوق غير الكفوء يمكن للمديرين استخدام التجانس لتحقيق الاستقرار في العائد والذي يؤدي إلى انخفاض المخاطر من أجل تخفيض كلفة رأس المال، أما في حال كانت الأسواق المالية كفوءة وكانت لدى الإدارة معلومات خاصة حول العوائد المستقبلية فإن التجانس يمثل وسيلة للكشف عن تلك المعلومات، مما يعني إن التجانس يأخذ دور الإشارة، وفي حال كانت تلك الإشارة غير قابلة للتحقق فإن المشاركين في السوق ينظرون إلى التجانس بأنه حديث رخيص لا جدوى له (Menicucci, 2020:65).

ولتقدير مدى تجانس العوائد يتم استخدام التدفق النقدي التشغيلي كبناء مرجعي للعوائد غير المتجانسة، وتستخدم نسبة التقلبات في صافي الدخل إلى التقلب في التدفق النقدي

التشغيلي، وفي حال استخدام المستحقات لتحقيق التجانس في العائد فسوف تظهر التدفقات النقدية التشغيلية المزيد من التقلبات مقارنة بالعوائد وستكون النسبة كبيرة، (Shadi, 2007:4) والمعادلة التالية توضح آلية تقدير تجانس العوائد: (Ahmadpour& Shahsavari, 2016:89)

$$\text{Smooth} = \sigma \left(\frac{CFO_{jt}}{TA_{jt-1}} \right) / \sigma \left(\frac{EARN_{jt}}{TA_{jt-1}} \right)$$

إذ إن:

Smooth: تجانس العوائد

EARN: صافي الدخل

TA: إجمالي الموجودات

CFO: التدفق النقدي التشغيلي

تمثل القيمة الكبيرة (الصغيرة) للمعادلة السابقة مؤشر لانخفاض (ارتفاع) تجانس العوائد مما يعكس نوعية عوائد منخفضة (مرتفعة)، ويؤشر النفور من المخاطر إلى أن التباين المنخفض مفضل على التباين المرتفع إلا أن هنالك أدلة تشير إلى عدم اخذ المستثمرين للتباين في عين الاعتبار (Liu&Skerratt, 2014:9).

3. الأساليب القائمة على السوق

إن النماذج التي تتدرج تحت هذه الأساليب يمكن استخلاصها من خصائص نوعية العوائد المرتبطة بالسوق والمتمثلة بملائمة القيمة والتوقيت الملائم والتحفظ، وتستند هذه الخصائص على العلاقة المقدرة بين عوائد الشركات وعائد الأسهم في السوق وأسعارها (Menicucci, 2020:27).

أ. ملائمة القيمة

تمثل ملائمة القيمة المقياس الأكثر شيوعاً من بين المقاييس القائمة على السوق، (Menicucci, 2020:37) ويتم من خلاله تقييم نوعية العوائد عن طريق التعرف على مدى ملائمة القيمة للمستثمرين فيما يخص تقييم الأسهم، إذ تربط العديد من الدراسات كدراسة (Lang et al., 2006) (Cheng& Hsieh&Yip 2007) عوائد الشركات بصورة مباشرة بأسعار الأسهم أو عوائدها السوقية، وتشير العلاقة (معامل الانحدار أو القوة التفسيرية للنموذج) بين عوائد الشركات وأداء أسهمها في أسواق رأس المال إلى إن العوائد ملائمة وموثوق بها من قبل المستثمرين، (Kamarudin& WanIsmail, 2014:231) (Ismail, 2011:57)، وبعبارة أخرى تشير العلاقة الكبيرة بين عوائد الشركات والتغيرات في أسعار أسهمها إلى أن تلك العوائد أكثر موثوقية مما يعني إمكانية المستثمرين من الاعتماد عليها عند تقييمهم لأسهم الشركات، (Menicucci, 2020:37) لان تلك العوائد تعكس وبشكل

أفضل الأداء الأساسي للشركة (Herly,2015:31)، وبهذا الصدد يرى (Barth et al.,2001) أن هذا النهج يقيس الملائمة والموثوقية معاً لأن المعلومات تنعكس في أسعار الأسهم عندما تكون ذي صلة وموثوق بها من قبل المستثمرين (Barua ,2006:13) كما تعد العوائد ذات نوعية عالية إذ كانت ذا صلة اكبر بالقيمة، كما أن تحسين نوعية العوائد يؤدي إلى تحسين العلاقة بين قيمة الشركة وعوائدها وبالعكس (Kamarudin& Wan Ismail, 2014:231) (Ismail ,2011:57).

تعتمد ملائمة القيمة كمقياس لنوعية العوائد على فكرة إن الأرقام المفصح عنها في القوائم المالية يجب أن تفسر المعلومات الكامنة في عوائد الأسهم، لذا فإن أهمية القيمة هي قدرة العوائد المبلغ عنها في القوائم المالية على تفسير التباين في عوائد الأسهم (Francis et al.,2006:303)، وتمثل تلك القدرة مقياس مباشر لفائدة القرار الذي ينبع من الإطار المفاهيمي لنوعية العوائد (Herly,2015:31)، وتعد العوائد ذات القدرة التفسيرية الأكبر مرغوب بها، أي أن عوائد الشركات التي تفسر وبصورة اكبر التباين في عوائد الأسهم تعد ذات نوعية عالية (Francis et al.,2006:302)، إذ يتم تحديد العوائد المبلغ عنها على أنها ملائمة للقيمة إذا كانت لها علاقة متوقعة بقيم سوق الأسهم (Menicucci,2020:37)، كما عرفت ملائمة القيمة بأنها مقياس موجز للكيفية التي تعكس بها الأرقام المفصح عنها بشكل جيد الأساسيات الاقتصادية للشركة (Herly,2015:31)، لذا فإن ملائمة القيمة ترتبط ارتباطاً وثيقاً بأنموذج التوقعات العقلانية في سوق رأس المال والتي تجسد فكرة أن العوائد ذات نوعية عالية إذا كانت قادرة على شرح التغيرات في أسعار الأسهم (Ewert &Wagenhofer,2013:30).

يتم قياس مدى ملائمة القيمة بناءً على مقياسين الأول هو أنموذج السعر الذي يستند على القوة التفسيرية لانحدار أسعار الأسهم إلى قيمتها الدفترية وصافي دخلها والأنموذج التالي يوضح ذلك (Ta,2014:49)

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 BVE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

اذ إن:

$P_{i,t}$: سعر سهم الشركة i في السنة t

$EPS_{i,t}$: ربحية سهم الشركة i في السنة t

$BVE_{i,t}$: القيمة الدفترية لسهم الشركة i في السنة t

أما المقياس الثاني فهو أنموذج العائد الذي يبنى على انحدار عائد السهم على صافي دخل الشركة والتغير في صافي دخل الشركة مقسوماً على أجمالي الموجودات والأنموذج التالي يوضح ذلك: (Eliwa,2015:37) ، (Ta,2006:302) (Francis et al .,2006:49)

$$Return_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Earning_{i,t} + \beta_2 \Delta Earning_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

اذ إن:

$Return_{i,t}$: عائد سهم الشركة i في السنة t

$Earning_{i,t}$: صافي الدخل قبل البنود غير العادية للشركة i في السنة t

$\Delta Earning_{i,t}$: التغير في صافي دخل الشركة i قبل البنود غير العادية بين السنتين t و $t-1$
ووفقاً لكلا المقياسين تشير القيم الأعلى لـ R^2 المعدل إلى إن العوائد أكثر ملائمة للقيمة

و ذات نوعية عالية، (Ta, 2014:41)

ب. التوقيت الملائم (حسن التوقيت)

أن عرض المعلومات المالية في الوقت المناسب (بما في ذلك العوائد) ذات أهمية كبيرة لمستخدمي البيانات المالية، وبناءً على هذه الفكرة تستخدم الدراسات ذات الصلة التوقيت الملائم كواحدة من صفات العوائد المرغوب بها، إذ يعرف حسن التوقيت بأنه طول الوقت الذي تستغرقه المعلومات لتنعكس في العوائد، وبهذا يمكن عد العوائد المبلغ عنها ذات توقيت مناسب عندما تعكس بالكامل المعلومات التي أدرجها السوق في تسعير الأسهم، وتكون العوائد ذات توقيت غير ملائم عندما لا يتم دمج التغيرات في القيمة التي تم التعرف عليها من قبل السوق في القوائم المالية للفترة الحالية، (Kamarudin & Wan Ismail, 2014:232)، كما يعرف حسن التوقيت بأنه تقديم المعلومات في البيانات المالية في الوقت المناسب وهو ما يعني الاعتراف بجميع المعلومات ذات الصلة (كالإيرادات والنفقات والتغيرات في قيمة الموجودات) لتمكين مستخدمي البيانات المالية الحالية من تكوين توقعاتهم حول التدفقات النقدية المستقبلية (Barua, 2006:7) ويمكن تمثيل حسن التوقيت بأنه إتاحة المعلومات لصناع القرار قبل أن تفقد قدرتها في التأثير على تلك القرارات، وبهذا الصدد قد يقلل تأخير عرض التقارير المالية من أهميتها -في صنع القرار، فالمعلومات الخاصة بالطقس تكون ذي صلة فقط إذ تم تقديمها قبل التاريخ المعني وبعد ذلك يمكن استخدامها فقط لتأكيد ما إذا كانت التوقعات موثوق بها أم لا، لكونها فقدت معظم أهميتها في صنع القرار (Menicucci, 2020:90)، كما يمكن تمثيل حسن التوقيت بأنه الوقت الذي تنعكس فيه الحالة الاقتصادية للشركة سواء كانت جيدة أم سيئة في العوائد المبلغ عنها ويتم قياسها على أنها القوة التفسيرية للانحدار العكسي لعوائد الشركة إلى عوائد أسهمها إذ تشير القيم الصغيرة لـ R^2 المعدل إلى إن عوائد الشركة لا تعكس حسن التوقيت (أي ذات نوعية منخفضة) والعكس بالعكس، ويقدر الأنموذج على مستوى الشركة لانحدار السلاسل الزمنية (Eliwa, 2015:36) والأنموذج التالي يوضح ذلك: (Eliwa, 2015:36)

(Francis et al., 2006:306) (Mayanja, 2014:34)

$$EARN_{jt} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{jt} + \beta_2 RET_{jt} + \beta_3 NEG_{jt} * RET_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

إذ إن:

EARN: هو صافي الدخل قبل البنود غير العادية مقسوم على أجمالي الموجودات.

NEG: هو متغير وهمي يأخذ القيمة 1 إذا كان $RET < 0$ وصفر خلاف ذلك.

RET: عائد فترة الاحتفاظ بالسهم في الفترة السابقة.

ت. المحافظة

أن الاعتراف بجميع عناصر الدخل الاقتصادي في القوائم المالية في وقتها المناسب يجعلها أكثر فائدة للمستخدمين، ويتم ذلك من خلال الاعتراف بالمكاسب والخسائر الاقتصادية في وقتها المناسب أو من حيث الأخبار الجيدة والسيئة، إذ يمثل الأخير امراً حاسماً لنوعية العوائد، إلا أن هنالك طلباً أعلى على المعلومات الاقتصادية المتعلقة بالخسائر الاقتصادية وعرضها في الوقت المناسب مما ينتج عنها قيام الإدارة بطلب درجة أعلى من التحقق للأخبار الجيدة مقارنةً بالأخبار السيئة ويشار إلى هذا التباين في الاعتراف بالمحافظة (Sarun,2016:44)

وباستخدامه للأساليب القائمة على السوق لتقييم نوعية العوائد عرف (Ball et al.,2000) المحافظة بأنها القدرة التفاضلية للعوائد لتعكس الخسائر الاقتصادية (التي تقاس بالعوائد السلبية للأسهم) مقارنةً بالمكاسب الاقتصادية (التي تقاس بالعوائد الإيجابية للأسهم) (Francis et al.,2006:306)، وبهذا تعرف المحافظة بأنها الميل إلى مستوى أعلى من التحقق في تسجيل المكاسب مقارنة بالخسائر، كما تعرف بأنها نظرة تشاؤمية لا تتوقع الحصول على العوائد المستقبلية إلا في حال تحققها ولكنها تتوقع جميع الخسائر المحتملة، وفي ظل ظروف التشاؤم فإن المحافظة تمنع الميول الانتهازي للمديرين (Memon et al.,2020:87)، كما وتعني عدم التناقص في استجابة العوائد للأخبار السيئة والجيدة مما يعني إن القيمة الدفترية يتم تدوينها في ظل الظروف المعاكسة ولا تدون في ظل الظروف المواتية إلا بعد تحققها (Eliwa,2015:37).

لقد حدد كل من (Chan et al.,2009) نوعين من المحافظة الأولى هي المحافظة السابقة وتسمى أيضاً بالمحافظة على العوائد والمحافظة المشروطة وهي المحافظة التي تعتمد على الإخبار وترتبط بالدخل وتتمثل بالاعتراف المبكر بخسائر الشركة مقارنةً بأرباحها أما الثانية فهي المحافظة غير المشروطة أو كما تسمى المحافظة على الميزانية العمومية (Memon et al.,2020:88)، والتي تتمثل باتباع سياسة تؤدي إلى انخفاض القيمة الدفترية للموجودات مقابل قيمة دفترية أعلى للمطلوبات، والتي تعرف بأنها تحيز منهجي في القيمة الدفترية مقارنةً بالقيمة السوقية الناشئة عن جوانب العملية المحاسبية التي يتم تحديدها في بداية

حيازة الموجودات والمطلوبات كاستخدام طريقة LIFO في نظام تكلفة المخزون واستخدام الاندثار المعجل كطريقة للاندثار (Eliwa,2015:37-38).

هنالك جدل بين الباحثين حول ما إذا كانت المحافظة تؤدي إلى تحسين نوعية العوائد أو الأضرار بها، إذ يرى كل من (Ericson,2006) و (Barney,1991) إن العوائد الأكثر تحفظاً ذات نوعية عالية، بينما يرى (Schipper,1998) إن التحفظ يؤدي إلى تغيرات في القيمة العادلة للموجودات مما يجلب أخطاء القياس إلى التقارير المالية ويؤدي إلى تنبؤات وأحكام إدارية غير دقيقة، مما يعني انخفاض نوعية العوائد، من جهة أخرى ينظر (Penman& Zhang,2002) إلى التحفظ بأنه يزيد من الاحتياطات في الشركات الكبيرة وبالتالي من الممكن أن يؤدي إلى تضخيم الدخل في المستقبل من خلال الإفراج عن الأموال في حال انخفاض النمو مما يجعل العوائد المستقبلية غير مستقرة، من جانب آخر قد يلجئ المدراء إلى إدارة العوائد من خلال الإيفاء بتوقعات المستثمرين من أجل تجنب التأثير السلبي على أسعار الأسهم، وبما أن التحفظ يعتمد على مبدأ الاعتراف بالخسائر على الفور وتأخير الاعتراف بالأرباح حتى تصبح مؤكدة مما يقلل من تأثير الأخبار على أسعار الأسهم، وبالتالي يحد من حوافز المديرين على إدارة العوائد ويمنع تحيزها مما يزيد من نوعية العوائد، وإن هذا الرأي مدعوم من قبل كل من (Yengar& Zampelli,2010) (Memon et al,2020:89).

فمن منظور السوق يمكن رؤية المحافظة من خلال نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية فوفقاً للمحافظة يتم دمج الخسائر الاقتصادية في العوائد في الوقت المناسب مما يقلل من صافي موجودات الشركة مما يعني أن نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية الصغيرة تدل على المحافظة على العوائد ، وهنالك طريقة أخرى لتقييم مدى التقليل من قيمة صافي الموجودات وهي استخدام أنموذج الدخل المتبقي في التقييم (Sarun ,2016:44)

ويتم قياس التحفظ من خلال أنموذج (Basu,1997) والذي يعد من أكثر مقاييس الاعتراف بالخسارة استخداماً والمتمثل باستخدام الانحدار العكسي لعوائد الشركة إلى عوائد أسهمها، وهو نفس الأنموذج المستخدم في اختبار حسن التوقيت، إلا أن الاختلاف يكمن في الاعتماد على قيمة β_3 للتعرف على المحافظة، إذ تشير القيم الكبيرة β_3 إلى إن صافي الدخل يلتقط الأخبار السيئة الخاصة بالشركة مما يدل على المحافظة وبالتالي نوعية عوائد عالية. (Ta, 2014:51).

الفصل الثالث

التأطير الفلسفي والمفاهيمي لكفاءة الاستثمار وعلاقتها بنوعية العوائد

المبحث الأول

مفهوم كفاءة الاستثمار ونظرياتها

تعد قرارات الاستثمار إحدى قرارات الإدارة المالية الثلاث والأكثرها أهمية، لتأثيرها على الأداء المستقبلي وتحديد لقيم الشركات وثروة مساهميها، فضلاً عن تأثيرها على الاقتصاد ككل إذ إن وتيرة ونمط الاستثمار يؤثر بشكل كبير على الاقتصاد، وبالنظر لذلك فقد استحوذت تلك القرارات على جزء مهم من أجندة البحث الأكاديمي لعقود من الزمن، فمن منظور الاقتصاد الكلي تُعد قرارات الاستثمار الكفوء ذات أهمية كبيرة وبالأخص للدول النامية على اعتبار إن الاستثمار الخاص هو أحد المحركات الأساسية للنمو الاقتصادي، أما من منظور الاقتصاد الجزئي فإن الشركات في تلك الدول تواجه قيود كبيرة خاصة بتمويل المشاريع الاستثمارية، لان الموارد الداخلية مقيدة بفرص النمو والموارد الخارجية مقيدة بمحدودية الوصول إلى الائتمان والتخلف في الأسواق المالية تضاف هذه القيود إلى مشاكل الوكالة المحتملة والمرتبطة بعملية الاستثمار، وهذا ما دفعنا إلى دراسة كفاءة الاستثمار في الشركات والغور فيها.

أولاً: مفهوم كفاءة الاستثمار في الشركات

تعد قرارات الاستثمار إحدى أهم القرارات الأساسية التي تتخذها الشركات للمخاطرة بأموالها على أمل توليد تدفقات من الإيرادات في المستقبل (Meng, 2012:18)، كما يمكن تمثيلها بالالتزام الحالي بالأموال لفترة زمنية معينة من أجل الحصول على التدفقات النقدية المستقبلية التي تعوض المستثمرين عن فترة الالتزام وحالة عدم التأكد المصاحبة للتدفقات النقدية (Nurcholisah, 2016:844) وإن أفضل طريقة تسترشد بها الشركات عند القيام باستثماراتها هي أسلوب صافي القيمة الحالية، والذي يبنى على خصم كل من التدفقات النقدية الداخلة والخارجة المتوقعة في المستقبل لمشروع ما إلى قيمتها الحالية بمعدل خصم مناسب وتلخيصها للحصول على صافي القيمة الحالية (NPV)، وبالتالي فإن المشاريع التي تحقق (NPV) موجبة ستكون سبباً بإضافة قيمة للشركة مما يعني قبولها، وعلى العكس من ذلك فإن المشاريع التي تحقق (NPV) سالبة ستضر بقيمة الشركة مما يعني رفضها، لقد اكتسب هذا الأسلوب شعبية كبيرة منذ إيجاده في خمسينيات القرن الماضي، إلا أنه قد تعرض إلى العديد من الانتقادات منها إن تقدير التدفقات النقدية المستقبلية للمشروع والمعدل الذي تخصم به تلك التدفقات تتحدد بناءً على تقديرات ذاتية، مما يعني إن السمات السلوكية للمدراء تؤثر على هذه

العملي

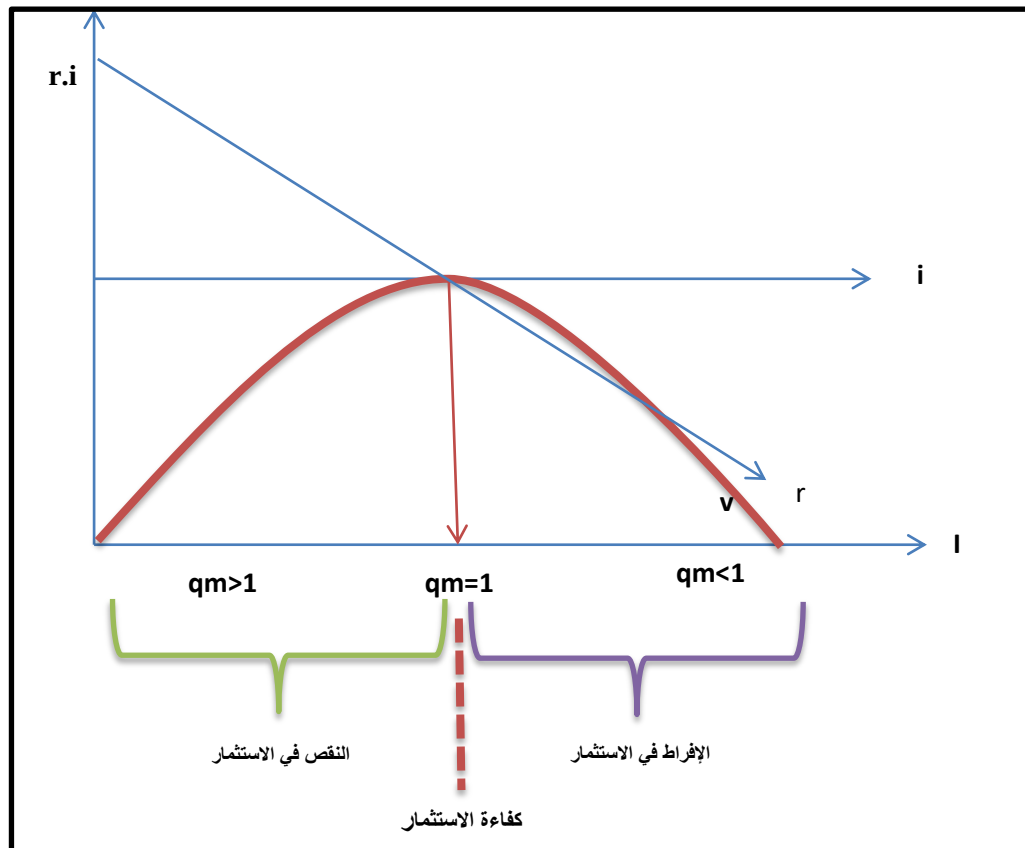
(Meng,2012:3) كما لاحظ كل من (Dixit& Pindyck,1994) إن معدلات الخصم التي تحددها الشركات لخصم مشاريعها الاستثمارية تزيد في الواقع عن تكلفة رأس المال بثلاثة أو أربعة أضعاف، كما قام كل من (Owyong&Murinde,2009) بمسح عينة من (159) شركة غير مالية بريطانية مدرجة في بورصة لندن، فوجدوا إن هنالك فجوة كبيرة بين النظرية والتطبيق لهذا الأسلوب، وإن تلك الفجوة تعود إلى الافتراضات غير العملية التي يقوم عليها أسلوب (NPV) لذا فإن ذلك الأسلوب يوفر القليل من القوة التفسيرية لسلوك الاستثمار في الشركات (Meng,2012:18) .

تعد كفاءة الاستثمار مصدر قلق كبير في الإدارة المالية (Xin,2017:14)، وتتمثل بالدرجة التي تستثمر بها الشركات في مشاريع ذات (NPV) موجبة في ظل سيناريو عدم وجود احتكاكات في السوق كالاختيار العكسي وتكاليف الوكالة (Biddle et al.,2009,113)، كما يمكن تمثيلها بدقة الاحتياجات الاستثمارية التي يتم تحديدها بناءً على الفرص المتاحة وهي دالة لنمو الإيرادات والتدفق النقدي والثروة الإضافية (Nurcholisah,2016:844) بينما ينسبها آخرون بعدها دالة للعائد والمخاطر والتكلفة الإجمالية للاستثمار وإنها تخضع للقيود المالية وغير المالية، لذا يمكن عدها مزيجاً من الكفاءة المالية وغير المالية (Hodgson et al.,2000:451)، كما يمكن للشركات الوصول إلى مستوى الكفاءة الاستثمارية من خلال تحديد المشاريع الاستثمارية ذات (NPV) الموجبة وتمويلها وتنفيذها، أما عدم الكفاءة فتتمثل بزيادة عرض فرص الاستثمار ذات (NPV) الموجبة (نقص الاستثمار) أو اختيار المشاريع الاستثمارية ذات (NPV) السالبة (الإفراط في الاستثمار) (Hosni&Meysamy,2018:2) وبالتالي فإن الانحراف عن مستوى الكفاءة يؤدي إلى نقص الاستثمار أو الإفراط به وكلاهما يصنف على أنه عدم كفاءة الاستثمار (Elberry,2018:23) ومن الجدير بالذكر إن أول من فصل الانحراف عن كفاءة الاستثمار إلى الإفراط بالاستثمار والنقص به هو كل من (Biddle et al.,2009) تتمثل الأولى بعدم استغلال فرص الاستثمار ذات (NPV) الموجبة، وتتمثل الثانية بالاستثمار بالمشاريع ذات (NPV) السالبة (Biddle et al.,2009:3) والتي تعرف بأنها نفقات استثمارية تتجاوز تلك المطلوبة للمحافظة على الموجودات في مكانها وتمويل الاستثمارات الجديدة المتوقع أن تحقق (NPV) موجبة (Agarwal,2016: 50)، كما يمكن تمثيلها بإساءة استخدام الإدارة لسلطتها في اتخاذ القرار من خلال تبني مشاريع استثمارية غير مربحة أو تنطوي على مخاطر مفرطة يمكن أن تضر بمصالح المساهمين وأصحاب الديون (Rocca et al.,2007:80).

ينبع مفهوم كفاءة الاستثمار من الحدس الذي جاء به (Keynes, 1936) و (Grunfeld, 1960) والمبني على إن زيادة مستوى الاستثمار مرتبط بالقيمة السوقية للشركة فإذا زاد الاستثمار من تلك القيمة يتوجب على الشركة القيام به وبالعكس (Gustafsson & Sundqvist, 2010:4) وهذا ما يتماشى مع هدف الشركة المتمثل بتعظيم القيمة الحالية المخصومة لصافي التدفقات النقدية المعرضة للقيود التكنولوجية التي تلخصها دالة الإنتاج (Elberry, 2018:23)، ووفقاً لـ (New Classic Theory) تحقق الشركات الكفاءة في استثماراتها عندما تصل إلى النقطة التي يكون فيها المعدل الحدي للعائد على الاستثمار مساوياً لتكلفة رأس المال وهو ما يطلق عليه بـ q الحدية ($marginal\ q$)، ومع ذلك تنحرف الشركات عن تلك النقطة عندما تستثمر بمعدلات عائد أكبر من تكلفة رأس المال وهو ما نطلق عليه نقص الاستثمار، حيث ما يزال هناك المزيد من المشاريع التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة لم يتم استغلالها، وفي الجانب الآخر قد تستثمر الشركات بمعدل عائد أقل من تكلفة رأس المال لكونها استنفذت فرصها الاستثمارية المربحة واستثمرت في المشاريع التي تحقق (NPV) سالبة وهو ما نطلق عليه الإفراط في الاستثمار (Gustafsson & Sundqvist, 2010:4) وبالتالي فإن النقص في الاستثمار والإفراط به لن يؤديا إلى تعظيم قيمة الشركة، مما يدفعنا إلى الافتراض إن العلاقة بين الاستثمار وقيمة الشركة ليست رتيبة بل إن قيمة الشركة ستأخذ بالزيادة إلى أن تصل إلى مستوى الكفاءة الاستثمارية لكون إن الشركة قد استنفذت كافة مشاريعها التي تحقق (NPV) موجبة، وبعد هذا المستوى فإن قيمة الشركة تأخذ بالانخفاض لكونها ابتدأت بالاستثمار في مشاريع (NPV) السالبة (Morgado & Pindado, 2002:3)، ووفقاً لما سبق يمكن القول إن وصول الشركة إلى مستوى الكفاءة في الاستثمار يمكنها من تعظيم قيمتها لكون إن العلاقة بين الاستثمار وقيمة الشركة تأخذ شكل حرف U المقلوب مما يعني إن زيادة مستوى الاستثمار يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة إلى أن تصل إلى مستوى الكفاءة التي تكون عندها قيمة الشركة أعلى ما يمكن وبعد ذلك المستوى فإن زيادة الاستثمار يؤدي إلى الأضرار بقيمة الشركة وهذا ما سيتم تضمينه في الشكل (4).

بأتباع الحجج التي جاء بها (James Tobin) والمتضمنة عالمياً خال من العيوب والضرائب في أسواق رأس المال فإن استثمار الشركات الذي يزيد من صافي ثروتها سيعتمد على نسبة توبن والتي تقترض إن إستراتيجية الاستثمار السليمة في الشركات ستجعل المستثمرين يقيمون الشركة بقيمة أعلى من تكلفة الموجودات المطلوبة للقيام بالإنتاج، وبالتالي إذ كانت نسبة القيمة السوقية للموجودات إلى تكلفة استبدال هذه الموجودات أكبر من (1) فسيتم تشجيع الشركة على الاستثمار (Bhaumik et al., 2011:6) وعلى العكس من ذلك يجب على الشركات التي تقل فيها النسبة السابقة عن (1) أن تقلص الاستثمار، ووفقاً لذلك تلخص نظرية

Tobin's Q أشار جميع العوامل ذات الصلة بقرارات الاستثمار في الشركة، مما يتوجب أن يكون استثمار الشركات دالة متزايدة بنسبة Q، وبعبارة أخرى تشير النظرية إلى إن جميع المعلومات ذات الصلة بالربحية المستقبلية المتوقعة تؤثر على قرارات الاستثمار في الشركات من خلال تأثيرها على نسبة Q، ويتم الوصول إلى مستوى الكفاءة في الاستثمار عندما تكون القيمة السوقية للوحدة المتزايدة لرأس المال مساوية لتكلفة استبدالها أي عندما تكون نسبة Q مساوية للواحد (Meng,2012:19)، وبهذا الصدد يرى (Cherkasova & Rasadi,2017) إن نسبة Q هي المحدد الأساسي لاستثمار الشركات لأنها تضمن التوزيع الأمثل لرأس المال (Cherkasova & Rasadi,2017: 446)، فضلاً على أنها توضح مقدار الزيادة في القيمة السوقية للشركة المصاحبة لاستثمارها بمقدار وحدة واحدة، وبهذا فإن الشركات تستثمر حتى تتساوى التكلفة الحدية للاستثمار مع المنفعة الحدية بعد تعديل تكلفة رأس المال الجديد، لقد اختفى بالفعل وجود سواق رأس مال كفاء يتم من خلاله تمويل المشاريع الاستثمارية الكفوءه بأسعار الفائدة السائدة في الاقتصاد وإعادة الفائض النقدي إلى المستثمرين (Elberry,2018:23) والشكل (4) يوضح العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة.



الشكل (4)

العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (Gustafsson & Sundqvist,2010:18)

يتضح من خلال الشكل (4) إن (r) هو معدل العائد الحدي للوحدة الواحدة المتزايدة من الاستثمار، أما (i) فهو كلفة رأس المال وإن (v) تمثل قيمة الشركة، فزيادة مستوى الاستثمار في الشركات التي تعاني من النقص به يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة وعلى العكس من ذلك إن زيادة مستوى الاستثمار في الشركات التي تعاني من الإفراط به يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة (Rocca et al., 2007:82) وبافتراض إن المشاريع الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة الكبيرة هي التي سيتم تنفيذها في المقام الأول لكونها تتوافق حتى مع مصلحة المديرين فإن قيمة الشركة ستزداد حتى يتم الوصول إلى مستوى استثمار معين بعد ذلك ستبدأ القيمة بالانخفاض مع زيادة مستوى الاستثمار مما يعني إن هنالك مستوى أمثل للاستثمار (Morgado&Pindado, 2002:5) وهذا ما دفع (Firth et al., 2016:1) و (Xie, 2013:6) و (Cherkasova & Rasadi, 2017:442) و (Ding et al., 2019:493) و (Franzoni, 2008:1) وغيرهم على استخدام مصطلح كفاءة الاستثمار بالتبادل مع مصطلح المستوى الأمثل للاستثمار، وبهذا ستكون الشركات التي تتجاوز المستوى الأمثل للاستثمار عرضة لمشاكل الإفراط في الاستثمار مما يعني ظهور العلاقة السلبية بين الاستثمار وقيمة الشركة، وعلى العكس من ذلك فإن الشركات التي لا تصل إلى مستوى الاستثمار الأمثل ستظهر نقص في الاستثمار مما يعني ظهور العلاقة الإيجابية بين الاستثمار وقيمة الشركة (Rocca et al., 2007:82).

كما يمكن للفجوة بين حجم المخزون المتاح وحجم المخزون المطلوب أن تفسر سلوك الاستثمار في الشركات، إذ يمكن للشركات أن تزيد من استثماراتها في محاولة لسد هذه الفجوة فإذا ما كانت نسبة رأس المال إلى كمية الانتاج ثابتة فإن التغير في انتاج الشركة أو مبيعاتها يتطلب مبلغاً مناظراً للاستثمار لتعديل المخزون الخاص بالشركة نحو المستوى المطلوب والمنطق الاقتصادي وراء ذلك هو أن زيادة المبيعات تشير إلى احتمالية أن تحقق الشركة المزيد من الأرباح مما يشجع الشركات على الاستثمار، من جانب آخر يؤدي انخفاض المبيعات إلى الاضرار بأرباح الشركات مما يؤدي بدوره إلى تخفيض الاستثمار، وفي دراسة قام بها كل من (Sterken&Lensink) وجدوا أن الاستثمار في الشركات حساس بشكل كبير لنمو المبيعات لكل من الشركات الصغيرة والكبيرة (Meng, 2012:21) لذا يجب على إدارة الشركات الاستثمار في المشاريع التي تزيد من قيم الأسهم وتعظم صافي ثروتها التي تتجاوز بها العوائد والإيرادات المخاطر والتكاليف، وبعبارة أخرى فإن الشركات تستثمر عندما تكون (NPV) للمشاريع الاستثمارية الخاصة بها أعلى من تكلفة إعادة شراء رأس المال (Elberry, 2018:75).

ثانياً. النظريات المفسرة لكفاءة الاستثمار في الشركات

لقد جذبت قرارات الإدارة المالية في الشركات (استثمار، تمويل، توزيع أرباح) اهتماماً كبيراً في الأدبيات المالية لتأثيرها الكبير على أداء الشركات، إذ تستخدم الشركات الأموال الداخلية والخارجية لتمويل مشاريعها الاستثمارية في محاولة لتعظيم قيمتها وبالتالي ثروة المساهمين، مما يتوجب على المديرين اتخاذ قرارات حقيقية (غير مالية) وقرارات مالية، تتمثل الأولى بالنقطة أو المستوى الذي تحقق به الشركة كفاءة الاستثمار، بينما تتمثل الثانية بالكيفية التي تمول بها الشركات تلك الاستثمارات والتي تتضمن تقييم خيارين ماليين الأول هو خيار احتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها على المساهمين والآخر هو خيار التمويل الخارجي، أي مقدار الأموال التي تحتاج الشركة إلى جمعها من أسواق رأس المال (Meng,2012: 1).

تظهر الأعمال الأساسية لـ (Modigliani & Miller, 1958) المبنية على افتراض وجود أسواق رأس مال كفوءة وغياب الضرائب والمعلومات غير المتماثلة إن قرار الاستثمار وحده يحدد قيمة الشركة في حين إن قرارات التمويل وتوزيع الأرباح غير ذي صلة (Botoc & Enache,2013:552)، أي إن مصادر التمويل الداخلية والخارجية بدائل مثالية لتمويل استثمارات الشركات، وبالتالي يجب تحديد كفاءة الاستثمار من خلال القرارات الحقيقية وبشكل مستقل تماماً عن القرارات المالية (Meng,2012:14) ومن ثم فإن قاعدة الاستثمار بسيطة ومباشرة وهي إن الشركات يجب أن تكون قادرة على تنفيذ جميع مشاريعها الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة لتكون قادرة على تعظيم ثروة مساهميها ومع ذلك في العالم الحقيقي لا تعمل الشركات في سوق رأس المال الكفوء، فضلاً عن وجود مجموعة متنوعة من القوى المشوهة للسلوك الاستثماري للشركات (Mangindaan,2016:33) فقد تعيق القيود المالية كعدم كفاية التمويل الداخلي ومحدودية الوصول إلى التمويل الخارجي قدرة الشركات على الاستثمار بكفاءة، ففي ظل هذه الظروف يجب على الشركات النظر في قرارات التمويل إلى جانب قرارات الاستثمار، مما يعني إن قرار التمويل والاستثمار مترابطان (Meng,2012:15) ومع ذلك فقد حدد الباحثون مجموعة متنوعة من الاحتكاكات التي يمكن أن تشوه كفاءة الاستثمار وعلى وجه الخصوص يعد عدم تماثل المعلومات ومشكلة الوكالة قوتين تشويهيتين حظيا بقدر كبير من اهتمام الباحثين (Zheng,2018:114)، لذا يمكن تقسيم النظريات التي تفسر الإفراط في الاستثمار والنقص به إلى:

1. نظرية الوكالة

تعد نظرية الوكالة إحدى النظريات المطبقة في أدبيات الإدارة المالية التي يمكن من خلالها فهم طبيعة الصراع بين المساهمون والمديرون فضلاً عن بيان حلها المحتمل، تم إيجادها من قبل (Jensen&Meckling,1976) كتفسير لكيفية وجود الشركة، تبنى على افتراض إن جميع الأفراد يعملون على تحقيق مصالحهم الذاتية (Xin,2017:34) وتشرح العلاقات التي يقوم بموجبها شخص أو أكثر (الموكل) بتوظيف خدمات شخص آخر (الوكيل) لأداء بعض الخدمات نيابة عنهم، إذ يفوض الأشخاص سلطة اتخاذ القرار إلى الوكيل على إن يقوم الأخير بالتصرف نيابة عنهم في جميع الأمور المتعلقة بالوكالة يشار إلى هذه العلاقة بعلاقة الوكالة، على الرغم من إن الوكيل لديه واجب قانوني للتصرف بما يحقق المصلحة المثلى للموكل، إلا إن الافتراض القائل بأن كلاهما يمثلان أقصى فائدة وسيعملان في الواقع على تلبية مصالحهم الخاصة، مما يعني ان الوكيل لن يتصرف دائماً لتحقيق المصلحة المثلى للموكل ويطلق على تباين المصالح هذا بمشكلة الوكالة (Sualihu,2018:43) وبالنظر لإمكانية تقليص اطراف العلاقة في الشركات الكبيرة إلى المساهمون والمديرين لذا فان بساطة النظرية تمكن الباحثين من استكشاف الآثار المترتبة على السلوك التنظيمي والنظرية التنظيمية ومجالات الإدارة الإستراتيجية، إن الفصل بين الملكية والإدارة يمثل جوهر مشكله الوكالة التي تنتج عن سببين الأول هو تعارض أهداف المساهمين والمديرين والثاني صعوبة التأكد من إن المديرين يتصرفون لمصلحة المساهمين، وبالتالي فان أي تكلفة محتملة ناتجة عن ضعف أداء المديرين يمكن اعتبارها تكلفة وكالة (Xin,2017:34)، فضلاً عن التكاليف التي تتكبدها الشركة عند التعاقد مع المديرين لحماية مصالح المساهمين من السلوك الانتهازي، وقد تحدث مشكلة الوكالة عندما يسعى المديرين إلى تحقيق أقصى قدر من الرفاهية لأنفسهم باستخدام الإجراءات التي تضر بالمساهمين لكنها مفيدة لهم (Al-Hadi,2015:36) ومن خلال هذه النظرية يمكن تفسير كل من:

أ. النقص في الاستثمار في إطار نظرية الوكالة

ركزت أدبيات الاستثمار في الشركات على تقاسم المخاطر بين المساهمون والمديرون والقدرة على تمويل الموجودات ذات المخاطر، واستخدام أسلوب صافي القيمة الحالية لاتخاذ قرارات الاستثمار، مما ينعكس على تحقيق هدف الشركة والمتمثل بتعظيم قيمتها، إن الفصل بين الملكية والإدارة يوفر للمديرين الفرصة لاتخاذ قرارات استثمارية تزيد من رفاهيتهم الشخصية اعتماداً على دوافعهم الذاتية فان مثل هذه القرارات قد لا تتوافق مع تعظيم ثروة

المساهمين (Xin,2017:50)، وهو ما يطلق عليه بالمخاطر الأخلاقية (Gomariz&Ballesta,2013:3).

إن النفور من المخاطر الإدارية هو أحد أشكال نزاعات الوكالة إذ يمكن للمساهمين تخفيض مخاطرتهم من خلال التنوع، أي يمكن استثمار أموالهم في أكثر من شركة مما يعني إن حيازتهم في إحدى الشركات تمثل جزءاً صغيراً نسبياً من ثروتهم الإجمالية وأي فشل لمشاريع هذه الشركة له تأثير سلبي صغير على ثروتهم، أما المديرون فإن غالبية رأس مالهم البشري مقيد في شركة واحدة، مما يعني تحمل المديرون لخسائر كبيرة في حال فشل المشروع مقارنة بالمساهمين وقد يدفعهم هذا إلى رفض المشاريع الاستثمارية مرتفعة المخاطر ذات NPV الإيجابية حتى لو أدى ذلك إلى الإضرار بقيمة الشركة (Xin,2017:52)، وهذا ما يتوافق مع الفكرة التي جاء بها (Aggarwal& Samwick,2006) والتي تنص على أن دوافع المديرون للنقص في للاستثمار تزداد مع نفورهم من المخاطر (Siutice,2015:12)، وباستخدام مصطلح تحمل المخاطر على عكس مصطلح تجنب المخاطر وجد (Abdel-Khalik,2014) إن الاستثمار في البحث والتطوير⁽⁸⁾ أعلى في الشركات التي يتمتع مديروها بدرجة أعلى من تحمل المخاطر (Mangindaan,2016:35)، ويندفع مديرو الشركات المدرجة في سوق الأسهم إلى تلبية توقعات المساهمين قصيرة الأجل للمحافظة على سمعتهم وتأمين وظائفهم مما يجعلهم يركزون على مقاييس الأداء قصيرة الأجل مما يؤدي إلى تشويه خطط الاستثمار الكفاء، وينتج عنه تخصيص غير فعال للموارد وبالتالي نقص الاستثمار (Drobetz et al.,2015:10).

توثق عدد من الدراسات إن مشاكل نقص الاستثمار تعزى أيضاً إلى تضارب الوكالة عندما يعتمد أداء الاستثمار على الجهد الإداري المكلف، يوثق كل من (Holmstrom&Weiss, 1985) و (Hirshleifer& Suh,1992) إن الخطر الأخلاقي فيما يتعلق بالجهد الإداري يؤدي إلى مشاكل في خيارات الاستثمار، لقد وجد كل من (Hirshleifer&Thakor,1992) إن الحافز لدى المديرون لبناء سمعتهم (فيما يتعلق بالقدرة والكفاءة) يشوه سياسة الاستثمار الخاصة بالشركة لصالح مشاريع أمانة نسبياً من خلال التركيز على فكرة التحفظ الإداري، مما يعني إن مشاكل الوكالة يمكن أن تدفع المديرون إلى الاستثمار الأقل من مستوى الكفاءة نتيجة للتهرب الإداري فقد يتخلى المديرون عن بعض المشاريع الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة لأن مثل هذه الاستثمارات قد تقرض تكاليف ومسؤوليات كبيرة على المديرون، إذ يتطلب الأمر من المدير تحمل المزيد من

(8) وهي أنشطة تقديرية مكلفة وذات مخاطر عالية بطبيعتها بسبب عدم اليقين الكبير بشأن احتمالية نجاحها في المستقبل (Mangindaan,2016:35).

مسؤوليات الإشراف على تلك الأنشطة الاستثمارية لاسيما عندما تقوم الشركات بتوسيع المرافق الحالية أو افتتاح خطوط إنتاج جديدة (Xin,2017:59)، ويمكن للاهتمامات المهنية أن تحجم المديرين عن القيام بمشاريع استثمارية جديدة وذلك لان أداء المشروع الجديد سيكشف معلومات حول قدراتهم الإدارية، فإذا كان المديرين يتجنبون المخاطر فسيفضلون تجنب التباين في الأجور الذي يصاحب أي تحديث في سوق العمل حول تلك القدرات (Stein,2003:111).

كما يمكن أن تتعلق مشكلة نقص الاستثمار بعلاقة الوكالة بين المساهمين وحملة الدين وبافتراض إن المديرين يعملون لمصلحة المساهمين فان (Mayers,1977) أول من أشار إلى إمكانية أن تؤدي الديون المرتفعة إلى تحفيز المديرين على رفض المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة لان الديون المحفوفة بالمخاطر والتي يتم تداولها بقيمة سوقية اقل من قيمتها الاسمية لها تأثير سلبي على خيارات الاستثمار لان مساهمي تلك الشركات غير مستعدين لتحمل تكاليف تمويل المشاريع التي تعود بالنفع على حاملي الديون في هذه الحالة فان صافي القيمة الحالية الموجبة ستعمل على رفع القيمة السوقية للدين وصولاً إلى قيمته الاسمية، مما يعني إن الديون المحفوفة بالمخاطر ستكون بمثابة الضرائب على الأرباح المتأتية من الاستثمارات الجديدة، لكون إن معظم القيمة التي تم إنشائها لن تؤدي إلا للسماح للمدينين باسترداد أموالهم، في هذه الحالة لن يتم الاستثمار إلا عندما تكون صافي القيمة الحالية موجبة وأعلى من القيمة الاسمية للدين، وبعبارة أخرى لن يتم الاستثمار إلا إذ كانت العوائد المتأتية من الاستثمار قادرة على رفع القيمة السوقية للدين وصولاً إلى قيمته الاسمية وتوفير فائض يعود بالنفع على المساهمين، وبصورة عامة يميل المديرين إلى اختيار المشاريع التي توفر صافي قيمتها الحالية عائداً متبقياً للمساهمين فضلاً عن إمكانية من تغطية قيمة الدين، لذا فان وجود ديون محفوفة بالمخاطر يخلق احتمالية كبيرة أن تقوم الإدارة بخدمة مصالح المساهمين دون غيرهم من أصحاب المصلحة من خلال اتخاذ قرارات استثمار دون مستوى الكفاءة مما يولد احتمالية كبيرة بعدم قدرة تلك الشركات على تمويل مشاريعها الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة وبالتالي قد تفقد فرص النمو والقيمة على المدى الطويل (Rocca et al.,2007:82).

إن المسؤولية المحدودة للمساهمين تشجعهم على الاستثمار في مشاريع استثمارية أكثر خطورة من تلك المحددة في بداية الحصول على القرض لارتفاع العوائد التي يمكن أن يحققها المساهمون من تلك المشاريع، وفي حال حدوث خسائر كبيرة فسيتم تحويلها إلى حملة الديون وهو ما يعرف باسم تحويل المخاطر (Morgado & Pindado,2002:3) في هذه الحالة ستكون هنالك تغيرات في مستوى العائد والمخاطر من خلال تحفيز المشاريع التي تظهر مستوى مخاطر

أعلى من متوسط مخاطر الشركة، أو زيادة إضافية في الرافعة المالية التي تزيد من مخاطر الضائقة المالية والإفلاس (Rocca et al., 2007:84)، تستند هذه الإلية إلى الاختلاف بين حقوق الملكية والدين من حيث حساسيتهما لمستوى مخاطر الشركة، إذ تزداد قيمة الأسهم عندما تكون المخاطر مرتفعة وتنخفض قيمة الدين عندما تزداد تقلبات أنشطة الشركة فالحافز لتعظيم قيمة حقوق الملكية قد لا يتوافق مع الحافز لتعظيم قيمة الشركة فكما هو معروف تقسم قيمة موجودات الشركة إلى قيمة حقوق الملكية وقيمة الدين، وبالتالي فإن الإستراتيجية التي تقلل من قيمة الدين وتترك قيمة الشركة كما كانت فأنها تعمل على زيادة قيمة حقوق الملكية عن طريق تحويل الثروة من حملة الدين إلى المساهمين (Rocca et al., 2007:79-80) وهذا ما يجعل حاملي الدين يطلبون بأسعار فائدة مرتفعة أو تقنين الائتمان أو فرض شروط مقيدة مما قد يؤدي إلى نقص الاستثمار (Morgado & Pindado, 2002:2).

ب. الإفراط في الاستثمار في إطار نظرية الوكالة

تم التطرق إلى الإفراط في الاستثمار لأول مرة من قبل (Jensen, 1986) ولاحقاً من قبل (Stulz, 1990) اللذان أشارا إلى أن المديرين مهتمون بتوسيع نطاق الشركة وأنهم على استعداد للاستثمار في العديد من المشاريع الاستثمارية حتى وإن كانت تلك المشاريع تحقق صافي قيمة حالية سالبة، وهذا ناتج عن مشكلة الوكالة بين المساهمين والمديرين (Boțoc & Enache, 2013:553)، ويشير تفسيرهم لتكلفة الوكالة إلى إن ضعف مراقبة الإدارة تزيد من إمكانياتها على إنفاق التدفق النقدي المتولد داخلياً على المشاريع الاستثمارية المفيدة من منظورها لكنها مكلفة من منظور المساهمين (Richardson, 2006:162)، مما يعني إن الإدارة لديها القدرة على الاستثمار في المشاريع المفيدة من منظورها الإداري بدلاً من توزيع النقد الفائض على المساهمين (Xin, 2017:57-58)، وهذا يدل على إن الإفراط في الاستثمار دالة متزايدة للتدفق النقدي الحر⁽⁹⁾ (Ding et al., 2019:493)، وهذا ما أشار إليه (Richardson, 2006) بالقول إن وجود تدفق نقدي يزيد عن ذلك المطلوب لتمويل استثمارات ذات قيمة يخلق احتمالية هدر هذه الأموال (Xin, 2017:52)، أي إن التناقض في المصالح بين المساهمين والمديرين وضعف مراقبة المساهمين للمدراء يجعل الإدارة تعمل على تعظيم مصالحها الشخصية من خلال قيامها باستثمارات لا تخدم المساهمين (Gomariz & Ballesta, 2013:2)، إذ لاحظ كل من (Conyon & Murphy, 2000) إن

(9) وهو التدفق النقدي الذي يزيد عن ما هو مطلوب لتمويل جميع المشاريع الاستثمارية التي لها صافي قيمة حالية موجبة عنده خصمها بتكلفة رأس المال (Ding et al., 2019:491).

المنفعة التي يستمدّها المديرون من إدارة الشركة هي داله متزايدة لحجم الشركة في حين إن المساهمين يسعون إلى زيادة قيمة الشركة، مما يعني أنّ هدف المديرين مرتبط بنمو الحجم وليس القيمة (Xin,2017:57)، إذ يرى المديرون بأن دورهم أكثر أهمية من دور المساهمين مما ينتج عنه سلوك انتهازي يمكن أن يؤدي إلى انخفاض أداء الشركة وقيمتها الإجمالية، كما ينظر المديرون إلى الشركات بعدها مصدر للربح الاقتصادي وتحقيق الذات وبشكل عام كوسيلة لزيادة رأس مالهم البشري، ويشير كل من (Jensen,1986) و (Stulz,1990) إن زيادة حجم الشركة والموارد الخاضعة بشكل مباشر للسيطرة الإدارية ستولد رواتب أعلى ورفاهية أكبر لمدراء الشركات (ظاهرة بناء الإمبراطورية)¹⁰ (Rocca et al.,2007:79)، وقد تلعب الاهتمامات المهنية دوراً كبيراً عندما يكون القرار المطروح هو تصفية مشروع قائم، ووفقاً لكل من (Boot,1992) و (Baker,2000) قد يرفض المديرون تصفية المشاريع ذات الأداء الضعيف خوفاً أن يتم تفسير مثل هذا الإجراء بأنه اعتراف بالفشل (Stein,2003: 118)، وقد يأخذ الإفراط في الاستثمار عدة طرق كبناء الإمبراطورية ودعم المشاريع ذات الأداء الضعيف باستخدام الأموال المتولدة من المشاريع ذات الأداء الجيد بدلاً من توزيعها على المساهمين، وهذا ما توصل إليه كل من (Berger & Hann,2003) في الشركات التي تعمل بأكثر من قطاع (المتنوعة) (Richardson,2006:162-163)، ويمكن أن تكون عمليات الاستحواذ شكلاً من أشكال بناء الإمبراطورية (Stein,2003:127) إذ وجد (Harford,1999) إن الشركات التي لديها تدفقات نقدية حرة كبيرة من المرجح أن تقوم بعمليات استحواذ حتى بوجود فرص استثمار منخفضة والتي تم قياسها بواسطة (Tobin's Q) مما ينعكس سلباً على أدائها التشغيلي في المستقبل (Richardson,2006:162-163)، ويكون التأثير السلبي أكبر في الشركات التي تتصف بانخفاض الإنتاجية الحدية لرأس المال والشركات ذات التدفقات النقدية الكبيرة والشركات التي تتصف بانخفاض الملكية الإدارية والشركات التي تنخرط في عمليات تنويع غير ذي صلة (Stein,2003:127)، كما يمكن للأنفاق على البحث والتطوير في الشركات ذات التدفقات النقدية الكبيرة أن يكون شكلاً آخر من أشكال الإفراط في الاستثمار لكونه قد يؤدي إلى تدمير القيمة¹¹ (Mangindaan,2016:35) وإن ما سبق ذكره دفع (Xin,2017) للقول إن مشكلة

(10) تتمثل بسعي المدراء لزيادة حجم الشركات التي يسيطرون عليها من أجل زيادة سلطتهم ومكانتهم وتعويضاتهم ويشار إلى هذا السعي الخاص بتحقيق أهداف المدراء ببناء الإمبراطورية (Drobetz et al.,2015:9) (Sualihu,2018:44).

(11) على الرغم من إنفاق شركة Nokia 88 مليار دولار على البحث والتطوير في عام 2011 إلا إنها احتلت المرتبة السابعة من بين الشركات المعرضة للإفلاس وقد استحوذت عليها شركة Microsoft مؤخراً (Quader,2013:35).

الوكالة المتعلقة بالاستثمار تكون أكثر شدة في الشركات ذات التدفقات النقدية الكبيرة والنمو المنخفض (Xin,2017:52).

2. نظرية الليمون

لعبت اقتصاديات المعلومات دوراً رائداً في تفسير سلوك الشركات والأسواق المالية في الآونة الأخيرة، إذ إن الحصول على المعلومة له علاقة كبيرة بالتطور والذي لا يفيد فقط أصحاب المصلحة في الشركة بل المجتمع ككل (Stoughton et al.,2017:2612) وبالنظر للندرة التي تتصف بها الموارد في الاقتصاد فإن التخصيص الفعال لها هو في صميم تكوين الثروة، إذ تقوم أسواق رأس المال الكفوءة بهذه المهمة من خلال تخصيص رأس المال للاستثمارات الأكثر إنتاجية (Xin,2017:53).

لقد أدرك الاقتصاديون أنّ الصعوبة في التمييز بين نوعية الموجودات الجيدة والرديئة مشكلة متأصلة بكافة أنواع المعاملات وكانوا قلقين بشأن عدم تماثل المعلومات الخاص بنوعية الموجودات المتداولة بين المنتجين والمستهلكين فضلاً عن مشاكل المخاطر الأخلاقية الناتجة وقد تصدى (Akerlof) لهذا القلق في عام 1970 في مقالته المشهورة "The Market OF 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism." (Thierer et al.,2015:7) وقد شكك بعض الاقتصاديين بالنتائج التي جاءت بها هذه المقالة (Mérel et al.,2012:1) وفي وقت لاحق حصل (Akerlof) على جائزة نوبل في الاقتصاد عن مساهمة مقالته في اقتصاديات المعلومات (Thierer et al.,2015:7)، والآن وبعد نصف قرن لم يجادل أي اقتصادي بأن وصف (Akerlof) لفشل السوق المرتبط بالنوعية كان خاطئاً من حيث المفهوم (Mérel et al.,2012:1).

يُعد سوق الليمون تعبيراً شائعاً عن نظرية اقتصادية واسعة الانتشار (Devos et al., 2011:4)، توضح هذه النظرية توصيف معين لمشكلة الاختيار العكسي وكيفية تداخلها مع الأداء الكفوء للسوق وأصبحت فيما بعد تعرف بمشكلة الليمون (Mishkin,2004:175)، تؤدي تلك المشكلة الناتجة عن عدم تماثل المعلومات إلى هيمنة منتجات منخفضة النوعية وتضائل حجم التداول والذي يؤدي إلى الاختيار العكسي (Kim & Lee,2005:2).

افترض (Akerlof) إن هناك نوعين من السيارات في سوق السيارات المستعملة وهي السيارات ذات النوعية الجيدة (الخوخ) ⁽¹²⁾ والسيارات ذات النوعية الرديئة (الليمون) ويمكن جمع المعلومات حول تلك السيارات عبر الزمن، مما يعني أن تقدير احتمالية أن تكون السيارة ذات نوعية جيدة يصبح أكثر دقة عندما يملكها المشتري لفترة من الزمن (Lankinen, 2011:7) وبهذا الخصوص ذكر الاقتصادي (George, Stigler) إن المشتريين سيبحثون عن المعلومات حتى النقطة التي تتجاوز فيها تكاليف البحث طريقة LIFO في نظام تكلفة المخزون قيمة المعلومات (Thierer et al., 2015:10) وتكمن المشكلة في إن مشتري السيارات المستعملة لا يعرف ما إذا كانت السيارة ذات نوعية جيدة أم رديئة، من ناحية أخرى لدى البائع معلومات أكثر حول نوعية السيارة مما يترتب على ذلك أن تباع السيارة ذات النوعية الجيدة بنفس سعر السيارة ذات النوعية الرديئة، بسبب صعوبة معرفة الفرق بينهما (Lankinen, 2011:7)، واسترشاداً بالرأي القائل في ظل عدم تماثل المعلومات فإن السعر الذي يباع به الموجود سيعكس متوسط نوعية الموجودات المتداولة (Singh, 2005:731)، لذا فإن المشتري سيكون على استعداد لدفع السعر الذي يعكس متوسط نوعية السيارات (Lankinen, 2011:7)، فإذا كانت السيارة ليموناً فقد يسعد المالك ببيعها بالسعر الذي يرغب المشتري في دفعه والذي يكون مابين قيمة الليمون والخوخ (Mishkin, 2004:175)، لأنه سيحقق أرباحاً تساوي الفرق بين السعر الحقيقي لسيارة ذات نوعية رديئة ومتوسط السعر (Lankinen, 2011:7)، أما إذا كانت السيارة عبارة عن خوخ فإن المالك يعلم بأن السيارة مقيمة بأقل من قيمتها بالسعر الذي يرغب المشتري في دفعه، مما يدفعه لاتخاذ قرار عدم البيع ونتيجة للاختيار السلبي سيأتي عدد قليل من السيارات المستعملة ذات النوعية الجيدة إلى السوق، ونظراً لانخفاض نوعية السيارات المستعملة المتوفرة في السوق ولأن قلة قليلة من الناس يرغبون في شراء الليمون ستكون هنالك مبيعات قليلة وسيكون سوق السيارات المستعملة غير كفوء (Mishkin, 2004:174)، وبهذا تشير مشكلة الليمون إلى الحالة التي يعرف فيها البائع ما إذا كان منتج من الليمون أم لا، والتي تتزامن مع عدم امتلاك المشتري أي وسيلة للتمييز بين الخوخ والليمون مما يجعله يفترض إن جميع السيارات ذات نوعية متوسطة بين الخوخ والليمون ويكون على استعداد فقط لدفع سعر يعكس متوسط قيمة الخوخ والليمون، وبهذا فإن أصحاب السيارات ذات النوعية الجيدة لن يبيعوا سياراتهم بالسعر المنخفض وسيكون لهم حافز لمغادرة السوق، وبهذه الحالة لن يبق في السوق سوى الليمون وستتخفص رغبة

(12) تشير كلمة خوخ إلى منتج ذات نوعية عالية وتشير كلمة ليمون إلى منتج ذات نوعية منخفضة (Muthoo & Mutuswami, 2010:3)، وقد أطلق Akerlof مصطلح الليمون على السيارات المستعملة التي تم اكتشافها معيبة بعد شرائها (Jakobsen, 2017: 16).

المشتريين في الدفع مما يخلق مشكلة الاختيار العكسي (Jakobsen,2014:17)، ولكون إن البائعين سيحاولون استغلال عدم تماثل المعلومات لبيع الليمون باعتباره خوفاً مما يؤدي إلى إخراج الخوخ والبائعين الصادقين من السوق (Thierer et al.,2015:10)، وفي سيناريو بديل رسمه أستاذ الاقتصاد (Kooki,Jonuor) المتضمن الحالة التي تكون فيها نوعية المنتج داخلية (أي تحت سيطرة البائع) فقد يقلل البائعون من نوعية منتجاتهم لتجنب إخراجهم من السوق (Tomboc,2013:263).

تم توسيع نطاق هذه النظرية لتشمل مختلف الأسواق بما في ذلك الأسواق المالية الأكثر صلة، وبالنظر لكون إن معظم العوامل الحساسة للتقييم تستند إلى المعلومات التي يمتلكها المستثمرون فقد طبق كل من (Majluf & Myers,1984) أنموذج (Akerlof) لدراسة تأثير عدم تماثل المعلومات على التمويل الخارجي في حال رغبة الشركة في زيادة رأس مالها لتمويل استثماراتها الجديدة وقد اقترحوا نظرية الترتيب الهرمي للتمويل والتي بموجبها ستفضل الشركات في البداية الأموال الداخلية على الديون والأخير على إصدار الأسهم من أجل تقليل تكاليف الاختيار العكسي (Lankinen,2011:8).

تنشأ مشكلة الليمون في أسواق الأوراق المالية (الأسهم والسندات) لكون إن المستثمرين يصعب عليهم التمييز بين الشركات الجيدة (ذات الأرباح العالية المتوقعة والمخاطر المنخفضة) والشركات الرديئة (ذات الأرباح المتوقعة المنخفضة والمخاطر العالية) مما يجعلهم على استعداد لدفع السعر الذي يعكس متوسط نوعية الشركات التي تصدر الأوراق المالية وهو السعر الذي يقع بين قيمة الأوراق المالية التي تصدرها الشركات الجيدة والرديئة، وإذا كان مديرو الشركات الجيدة يملكون معلومات أكثر من المستثمرين فأنهم يدركون إن أوراقهم المالية مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية مما يجعلهم يعزفون عن بيعها بالسعر الذي يرغب المستثمرون في دفعه، أما مديرو الشركات ذات النوعية الرديئة فأنهم على استعداد لبيع أوراقهم المالية وفق السعر الذي حدده المستثمرون لأنهم يدركون بأن أوراقهم المالية ذات تسعير مضخم، إلا إن المستثمرين لا يرغبون في الاستثمار في الشركات ذات النوعية الرديئة مما يجعلهم يتخذون قرار عدم الشراء، وبالتالي فإن سوق الأوراق المالية لن يعمل بصورة جيدة لأن قلة من الشركات ستبيع أوراقها المالية لزيادة رأس المال (Mishkin,2004:175).

ومن خلال ما سبق يمكن القول إن كلاً من (Myers & Majluf,1984) لم يعالجوا مشكلة الاختيار العكسي لكونهم كانوا يسعون إلى إيجاد طريقة مثلى لتمويل المشاريع الاستثمارية في ظل مشاكل الاختيار العكسي، ويمكن لنوعية العوائد العالية إن تقلل من عدم تماثل المعلومات والتي تعالج مشكلة الاختيار العكسي مما يمكن الشركات من تمويل مشاريعها

الاستثمارية وبناء هيكل رأس مالها وفقاً لنظرية المقايضة بين تكاليف الإفلاس والحوافز الضريبية، أما في حال كانت نوعية العوائد منخفضة الأمر الذي ينعكس على عدم تماثل المعلومات وانتشار الاختيار العكسي فيمكن للشركات تمويل مشاريعها الاستثمارية من خلال توقيت السوق والاعتماد على التسلسل الهرمي للتمويل، وما يدعم رأينا السابق هو ما توصل إليه (Autore& Kovacs,2010) من أدلة حول الترابط بين عدم تماثل المعلومات وإصدار الأسهم العادية كمصدر للتمويل، إذ درسوا التغير النسبي في مستوى عدم تماثل المعلومات ووجدوا إن الشركات التي ضيقت فجوة عدم تماثل المعلومات من المرجح أن تصدر أسهما عادية أكثر من الديون وهذا ما يمكنها من تحقيق المزيد من المكاسب من خلال إصدار حقوق الملكية مما يعني إن التسلسل الهرمي للتمويل هو عملية ديناميكية فمع انخفاض عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين يمكن للشركة أن ترفع في التسلسل الهرمي للتمويل (Lankinen,2011:9).

أ. النقص في الاستثمار في إطار نظرية الليمون

يشير عدم تماثل المعلومات إلى عدم المساواة في الحصول على المعلومات بين مقدمي التمويل الخارجي والمطلعين مما قد يؤدي إلى تعطيل وظيفة سوق رأس المال (Al-Hadi,2015:35)، إذ أظهر رائد الاختيار العكسي (Akerlof) تأثير عدم تماثل المعلومات على قرارات الاستثمار في الشركات من خلال التأثير على التمويل بإصدار أسهم عادية جديدة.

تتصف أسواق رأس المال الكفاءة بقدرتها على تحقيق المساواة في تكلفة التمويل الداخلي والخارجي، وتظهر عيوب السوق عندما يكون لدى المديرين في الشركات والمستثمرين والمقرضين المحتملين معلومات متباينة (عدم تماثل المعلومات) حول توقعات أفاق الشركة، مما يجعل مصادر التمويل الداخلية والخارجية تتصل أن تكون بدائل مثالية، في مثل هذه الظروف يصبح التمويل الخارجي أكثر كلفة أو حتى غير متاح في ظل عدم تماثل المعلومات الكبير يشير النموذج الذي طوره كل من (Myers&Majluf,1984) إلى إن تأثير عدم تماثل المعلومات ينصب باتجاه زيادة كلفة التمويل الخارجي في الشركات التي تسعى إلى الحصول عليه لتمويل فرصها الاستثمارية، مما يجعلها تعتمد على الأموال المتولدة داخلياً لتمويل استثماراتها أو إحداث نقص في الاستثمار (Xie,2013:6-7) لان جهود المديرين الخاصة بإصدار الاسهم يتم تفسيرها من قبل المستثمرين على إنها إشارة إلى المبالغة بتقدير قيمة الشركة

(Meng,2012:29)، وتشير مشكلة الاختيار العكسي⁽¹³⁾ إلى إن المطلعين على الشركة يملكون معلومات فائقة عن القيم الحقيقية للشركة ولديهم الحوافز لإصدار رأس المال باهض الثمن، أي إصدار رأس المال عندما تكون الشركة مبالغ بها (أي القيمة السوقية أكبر من القيمة الحقيقية) إلا إن مقدمي رأس المال العقلانيين قد يكتشفون أو يشتبهون في مثل هذه السلوكيات مما يدفعهم للاستجابة عن طريق زيادة تكلفة التمويل الخارجي (Firth et al.,2016:4) (Biddle et al.,2009:6-7)، يمكن أن يكون هذا التأثير واسع الانتشار ويصل إلى جميع الشركات بما في ذلك الشركات التي لا تفرط في أسعار الإصدارات الجديدة من الأسهم، ونتيجة لذلك قد يتخلى المديرون الذين يميلون إلى حماية مصالح المساهمين الحاليين عن فرص الاستثمار المربحة بدلاً من بيع الأوراق المالية بأقل من قيمتها (Firth et al.,2016:4)، فالشركات التي تعتمد بشكل كبير على التمويل بإصدار أسهم عادية جديدة، أي الشركات التي تنمو بنسبة أكبر من أرباحها المحتجزة ولديها قدرة منخفضة في الحصول على الدين تكون استثماراتها أكثر حساسية للتغيرات غير الأساسية في أسعار الأسهم مقارنةً بالشركات التي تمتلك المزيد من النقد (Stein,2003:123)، من جانب آخر لا تؤثر مشكلة الاختيار العكسي على التمويل بالأسهم العادية فقط بل تمتد إلى التمويل بالدين، إذ يطلب المقرضون الذين يملكون معلومات أقل من المقترضين تكلفة أعلى للديون (Firth et al.,2016:5)، لان مقدمي الأموال يفشلون في التعرف على نوعية المقترضين بسبب عدم تماثل المعلومات لذا فإنهم يقدمون الأموال بتكلفة أعلى نسبياً (أسعار فائدة مرتفعة)¹⁴، وبالتالي فإن الشركات ذات النوعية الجيدة ستعاني من تكاليف إقراض أعلى من تكلفة السوق الكفوءة، مما يدفعها إلى الاعتماد على التمويل الداخلي الذي يؤدي فيما بعد إلى نقص الاستثمار (Chen,2018:869)، وان سبب التحول إلى مصادر التمويل الداخلي هو انخفاض الإنتاجية الحدية لرأس المال الخارجي (Franzoni,2007:8)، إذ إن من المتعارف عليه إن مقدمي التمويل الخارجي عادة ما يطلبون معدل عائد على الأموال المستثمرة يعكس مخاطر

(13) إن مشاكل الاختيار العكسي تكون أكثر حدة في أسواق الأسهم لان قيم الأسهم أكثر حساسية من قيم الدين لمعلومات المدراء الخاصة (Stein,2003:116)

(14) يهدف المقرضون من زيادة أسعار الفائدة إلى حماية أنفسهم من إفلاس الشركة فكل زيادة في أسعار الفائدة له نتيجتين الأولى ايجابية لكونها ترفع عائد الوحدة الواحدة من الأموال التي يحصل عليها حامل الدين في حال ملائمتها والثانية سلبية لأنها تقنع حامل الدين على تمويل مشاريع استثمارية لا يمكن التعرف على نوعيتها مسبقاً، مما يعني إن أسعار الفائدة المرتفعة ممكن أن تقنع المقرضين الذين يميلون إلى المخاطر على تمويل تلك المشاريع أو يمكن إقناعه المقترضين لأقل ميلاً للمخاطر بالتخلي عن طلب الائتمان (Rocca et al.,2007:94).

مشروع متوسط النوعية وقد يؤدي هذا إلى رفض فرص الاستثمار لأن المشاريع الاستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة تصبح غير مربحة بما يكفي لتعويض التكاليف الباهظة للتمويل الخارجي (Xin,2017:59).

ب. الإفراط في الاستثمار في إطار نظرية الليمون

لقد طرح (Jenson,1986) حجة التدفق النقدي الحر لشرح كفاءة الاستثمار في الشركات وتوصل بان هنالك علاقة طردية بين التدفق النقدي الحر والاستثمار، أي إن الاستثمار دالة متزايدة في التدفق النقدي الحر (Jalil,2014:60)، ووفقاً لذلك يمكن للإدارة تبديد التدفق النقدي الحر عندما يكون ايجابياً، في الجانب الآخر لايمكن للشركات ذات التدفقات النقدية السلبية تبديد الأموال إلا إذا كانت قادرة على جمع رأس المال بتكلفة منخفضة (Richardson,2006:159) ووفقاً لنظرية الليمون فان المديرين بوصفهم من المطلعين ويملكون معلومات متفوقة ويحاولون بيع إصداراتهم من الأوراق المالية في أفضل وقت (توقيت السوق) للاستفادة من أسعارها المرتفعة (Al-Hadi,2015:77)، وبالنظر لعدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين لامتلاك المديرين لمعلومات أكثر من المستثمرين حول أفاق الشركة وبالتالي فإنهم يحاولون توقيت السوق من خلال بيع إصداراتهم من الأوراق المالية عندما يتوقعون إنها ذات تسعير مضخم (أي قيمتها السوقية اكبر من قيمتها الحقيقية) وشرائها عندما يتوقعون بأنها ذات تسعير مخفض (أي قيمتها الحقيقية اكبر من قيمتها السوقية) (Meng,2012:35-36)، فإذا ما نجح المديرون بذلك فإنهم قد يبددون التدفقات النقدية الناتجة عن عمليات البيع على أوجه الإسراف وبناء الإمبراطورية مما يؤدي إلى الإفراط في الاستثمار (Drobetz et al.,2015:9) (Biddle et al.,2009:18) (Xie,2013:6) (Al-Hadi,2015:77)، ومع ذلك قد يكشف المستثمرين والمقترضون العقلانيون مثل هذا السلوك أو يشتبهون به مما يحفزهم إلى تقنين رأس المال مما سيزيد من تكلفة التمويل الخارجي ويقلل من قدرة الشركة على تمويل استثماراتها (Gomariz &Ballesta,2013:2) (Firth et al.,2016:1)، إلا إن المديرين قد يتجنبون زيادة رأس المال الخارجي لان ذلك يجعلهم خاضعين للرقابة من قبل المستثمرين وقد وجد كل من (Metrick et al.,2003) دليلاً على إن الشركات ذات حقوق الملكية المنخفضة لديها نفقات رأسمالية مرتفعة (Drobetz et al.,2015:9)

9- نظرية المالية السلوكية⁽¹⁵⁾

تعد هذه النظرية احد اكبر التوجهات البحثية الخاصة بالمعرفة المالية وتمثل محاولة مشتركة بين العلوم المالية والعلوم الاجتماعية والنفسية (Rezaei,2013:233)، لوصف الطريقة التي يتخذ بها الناس قراراتهم في العالم الحقيقي (Ogunlusi&Obademi,2019:3)، تم تقديمها في تسعينيات القرن الماضي بعدها احد النظريات المالية الحديثة على الرغم من إن لبناتها الأولى تعود إلى الـ (150) عام الماضية (Rezaei,2013:236)، إلا إن كل من (Adams&Finn, 2006) في كتابهم (The story of Behavioral) يؤرخون ظهورها إلى الثمانينيات كنتيجة لتقارب تطورات علم النفس والاقتصاد المالي (Sheikh,2017,4704) ويرجع تطور هذا المجال الذي يطلق عليه أيضا علم الاقتصاد النفسي أو علم النفس الاقتصادي إلى عدم قدرة النظرية الكلاسيكية الجديدة على استيعاب سلوكيات الاستهلاك والاستثمار التي تم ملاحظتها تجريبيا، إن مجال الاقتصاد السلوكي ليس جديد فقد مرت فترة طويلة من الزمن حتى اعتبر أن علم النفس هو مفتاح مهم لتحديد السلوك في الأسواق، إذ تم استخدام مصطلح (علم النفس الاقتصادي) لأول مرة من قبل عالم الاجتماع الفرنسي (Jean-Gabriel Tarde) في كتابه (La Psychologie Economique) المنشور عام (1902)، تدرس المالية السلوكية العوامل النفسية والاجتماعية التي تؤثر على عمليات صنع القرار للأفراد والشركات (Arruda et al.,2014:203)، من خلال دمج المبادئ الاقتصادية والتأثيرات النفسية للسلوك البشري في قرارات الاستثمار، فالأخطاء والتحيزات المعرفية تتكرر ويمكن معرفتها لكن في الغالب بعد حدوثها، فمن السهل العثور على تفسير لماذا اتخذ احد الأشخاص قراراً مالياً في ظروف معينة، لكن من الصعب للغاية استخدام القوة التفسيرية للمالية السلوكية للتنبؤ بالكيفية التي يتفاعل بها الشخص المعني في المستقبل مع نفس النوع من الأحداث وضمن ظروف مماثلة، فمن وجهة نظر نفسية يرتكب المستثمرون أخطاء غير عقلانية لان الطبيعة البشرية تتغلب على أي تعلم وتدريب وقوة حاسوبية وبغض النظر عن تطور أساليب معالجة البيانات المالية والإحصائية فان الذي يتخذ القرار هو الإنسان الذي تغلب عليه العواطف والخوف وقيود الأمن الوظيفي (Mitroi,2014:64-65) ففي ضوء علم النفس يتسم السلوك البشري عند اتخاذ القرار بالتكيف ويعتمد على السياق والظروف المتاحة ويعاني من تداخل العواطف والميول وذكريات القرارات السابقة والخصائص الفردية (Arruda et al.,2014:203)، لذا فان المالية السلوكية

(15) إن مصطلح المالية السلوكية يشبه مصطلح الماء الرطب فمن المعروف إن الماء رطب وقد أطلق هذا التشبيه لان تقييم السلوك الاقتصادي في العالم الحقيقي دون تضمين دلائل علم النفس يشبه التعامل مع العلاقات الكمية دون استخدام الأدوات الرياضية (Sukheja,2016:1).

تتعارض مع النظرية المالية التقليدية والحديثة فيما يتعلق بافتراض العقلانية⁽¹⁶⁾ وكفاءة السوق (Jurevičienė et al., 2014:432)، ونتيجة لظهور علامات التآكل والتصدع في النظرية المالية الحديثة بين الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي عمل الاقتصاديون على تطوير النظرية السلوكية والتي تتضمن افتراضات أكثر واقعية حول العقلانية واتخاذ القرار، مما يعني إن المالية السلوكية جاءت كرد فعل عن الصعوبات التجريبية التي واجهتها النظرية المالية الحديثة من خلال تركيزها على سلوك المستثمرين الذين يشكلون السوق وركائزه الايدلوجية الرئيسية (Arruda et al., 2014:203-205)، فالمالية السلوكية ليست بديلاً للنظريات المالية وإنما كوسيلة لفهم السلوك غير العقلاني للمستثمر والتعرف على أسباب التقلبات المفاجئة في السوق (Zahera&Bansal, 2018:212)، إذاً فهي محاولة لاستكمال النظريات المالية التقليدية ودمجها مع علم النفس المعرفي عن طريق إدخال السلوك البشري في عملية صنع القرار (Karanja, 2017:1)، لقد مرت المالية السلوكية بجيلين الأول بدأ في أوائل الثمانينيات والمبني على فكرة إن الناس غير عقلانيين بصورة عامة لكونهم مشوهين بالأخطاء المعرفية والعاطفية في سعيهم لتحقيق رغباتهم العقلانية، أما الجيل الثاني فإنه يصف الناس بصورة عامة بأنهم عاديون أما عقلانيون أو غير عقلانيين، يصنف الجيل الثاني الفوائد التي يرغب الناس في تحقيقها من كل نشاط أو منتج أو خدمة إلى فوائد نفعية وتعبيرية وعاطفية تجيب الأولى على السؤال التالي ما الذي يحققه شيء ما لي ولمحفظتي؟، وتجيب الفوائد التعبيرية على السؤال التالي ما لذي يقوله الناس عني عند امتلاكي أو قيامي بشي ما؟ وتجيب الفوائد العاطفية على السؤال التالي كيف يجعلني اشعر امتلاكي أو قيامي بشي ما؟، فالناس العقلانيون لا يشتركون تذاكر اليانصيب لأنها تقلل حجم الثروة المتوقعة من خلال افتراضهم تحقيق عوائد سلبية ومخاطر عالية والتي تقاس على أنها التباين في العوائد، ووفقاً للجيل الأول من المالية السلوكية فالناس غير العقلانيين يشتركون تذكرة اليانصيب لان الأخطاء الإدراكية تضللهم وتجعلهم يبالغون في احتمالات تحقيق الفوز، ووفقاً للجيل الثاني فالأشخاص العاديون يشتركون تذاكر اليانصيب

(16) يستخدم مصطلح عقلاني كمترادف لمصطلح عادي ذكي فليس من المنطق شراء ساعة (Patek Philippe) بمبلغ (50000) دولار في حال توفر ساعة (Timex) بمبلغ (50) دولار فقد يتم وصف الأشخاص الذين يقومون بشراء الساعة الأولى بأنهم غير عقلانيين مستخدمين المصطلح كمترادف للأحمق العادي، ومع ذلك يستخدم الاقتصاديون المليون مصطلح عقلاني بشكل أضيق، فقد وصف كل من (Miller&Modigliani, 1961) المستثمرون العقلانيون بأنهم المستثمرون الذين يسعون إلى تعظيم ثروتهم والتي تأخذ شكل مقسوم الأرباح أو زيادة في القيمة السوقية للأسهم، لذا فإن المستثمرون العقلانيون محصنون من جميع الأخطاء المعرفية والعاطفية إلا أنهم يميزون بين دورهم كمستثمرين من خلال اهتماماتهم بالفوائد النفعية ودورهم كمستهلكين من خلال اهتماماتهم بالفوائد النفعية والتعبيرية والعاطفية عند احتفاظهم بالثروة أو إنفاقها (Statman, 2019:1).

لتحقيق الفوائد النفعية المتمثلة بالاحتمال الضئيل بالفوز ولتحقيق الفوائد التعبيرية المتمثلة بكونهم لاعبين لديهم فرصة للفوز ولتحقيق الفوائد العاطفية للأمل بالفوز (Statman,2019:4).

لقد امتدت أفكار المالية السلوكية إلى تحليل قرارات الإدارة المالية في الشركات وقد اخذ هذا الامتداد مسارين متميزين الأول يأخذ الرأي القائل بأن المستثمرين اقل عقلانية ويحل تلك القرارات استجابة لسلوكهم ويستند الثاني على افتراض إن مديري الشركات يمكن أن يكونوا عرضة للتحيزات السلوكية والتي تؤثر على القرارات التي يتخذونها، فقد يتخذ المديرين قرارات معينة لأنهم يبالغون في الثقة بشأن قدراتهم أو متفائلون بشأن أفاق شركاتهم أو كونهم يتجنبون المخاطر (Byrne & Brooks,2008:5) مما يعني إن سلوك المديرين يعكس سلوك الشركات الخاضعة لأشرافهم (Jurevičienė et al.,2014:435)، وقد لاحظ كلاً من (Baker et al.,2007) إن المسار الثاني (المديرون غير العقلانيين) اقل تطوراً من المسار الأول الذي يركز على الاستجابات الإدارية لسوء التسعير في السوق (Byrne & Brooks,2008:5)، لقد وجد كل من (Larrick et al.,2007) إن المهمات الصعبة التي يواجهها الأفراد تجعلهم يظهرون درجة من الثقة المفرطة المرتبطة باعتقادهم إنهم أفضل من المتوسط، وبالتالي يمكن اعتبار الثقة المفرطة بأنها مبالغة الفرد بمهاراته، كما اكتشف كل من (March & Shapira's,1987) إن المديرون يميلون إلى الاعتقاد بأن النتائج يمكن التحكم بها وإن المشاريع التي تخضع لأشرافهم اقل خطورة مما هي عليه بالفعل مما يعني إن المديرون يبالغون في قدرتهم على قيادة المشروع نحو النجاح (Gervais,2009:5-6).

أ. النقص في الاستثمار في إطار نظرية المالية السلوكية

على الرغم من صعوبة تطبيق نظرية المالية السلوكية في مجال قرارات الاستثمار في الشركات بسبب الافتقار إلى المعلومات وقلة قرارات الاستثمار التي تتخذها الشركات، إلا إن الموضوع قد اكتسب شعبية كبيرة خلال العقد الماضي (Denis,2013:2)، تركز المالية السلوكية على السلوك الإداري الذي ينحرف عن التوقعات العقلانية وتعظيم المنفعة والذي يطلق عليه بالتحيزات الإدارية ، وقد ركزت الكثير من الأوراق بشكل خاص على تأثير الثقة المفرطة والتفاؤل الإداري على قرارات الاستثمار في الشركات (Baker&Wurgler,2012:50-51) (Denis,2013:2)، وبالنظر لحقيقة إن الثقة المفرطة والتفاؤل الإداري مصطلحين مختلفين⁽¹⁷⁾

(17) يتمثل التفاؤل بالاعتقاد إن الأحداث المستقبلية المواتية أكثر احتمالاً مما هو عليه بالفعل (Gervais,2009:7) فمن جانب الشركات يتمثل التفاؤل الإداري بمبالغة المدراء بالأداء المستقبلي للشركات، أما الثقة المفرطة فتنشئ من حقيقة بارزه في أدبيات علم النفس والمتمثل بقيام الأفراد في المبالغة في تقييم قدراتهم النسبية فأنهم يميلون إلى المبالغة في تقدير فطنتهم نسبةً إلى المتوسط (Malmendier&Geoffrey,2005:2).

من حيث المفهوم إلا إن الأدبيات المالية تنظر إلى كلا المصطلحين على أنهما مترادفين ويمكن قبول هذا الافتراض في سياق قرارات الموازنة الرأسمالية (قرارات الاستثمار) لأن تأثيرهما متماثل على قرارات الاستثمار في الشركات (Gervais,2009:7)، فقد يؤدي التفاؤل الإداري إلى قيام المديرين باتخاذ قرارات استثمارية غير عقلانية، ووفقاً للدراسة التي قام بها (Heton,2002) والموسومة (Managerial optimism and institutional investment decisions) (التفاؤل الإداري وقرارات الاستثمار المؤسسي) والذي اتبع بموجبها نموذجاً نظرياً بسيطاً يظهر إن المديرين المتفائلين سيبالغون في تقدير مشاريعهم الاستثمارية وقد يستثمرون في مشاريع تحقق صافي قيمة حالية سالبة عندما يكون النقد الداخلي كافياً وفي حال عدم كفايته فلن يرغبوا في إصدار أوراق مالية جديدة لتمويل استثماراتهم لاعتقادهم إن التمويل الخارجي مكلف، مما يؤدي إلى تقليل الاستثمار في المشاريع الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة (Stein,2003:116) وإن تأثير الثقة المفرطة للمدراء على العلاقة بين الاستثمار والتدفق النقدي الحر يقتصر على الشركات التي تواجه صعوبات في الوصول إلى أسواق رأس المال الخارجية لتمويل استثماراتها (Gervais,2009:12)، وبعبارة أخرى يحدث النقص في الاستثمار عندما يكون لدى الشركة مشاريع تحقق صافي قيمة حالية موجبة وإن الشركة مضطرة لتمويلها بالاعتماد على المصادر الخارجية ونتيجة للتفاؤل الإداري للمديرين الذي يدفعهم إلى رفض تلك المشاريع لاعتقادهم بأن التمويل الخارجي مكلفاً (إن الأسهم العادية تتداول بقيمة سوقية أقل من قيمتها الحقيقية، وإن أسعار الفائدة على السندات والقروض مرتفعة ولا تتوافق مع درجة المخاطر للمشاريع الاستثمارية التي ترغب الشركة تمويلها) مما يؤدي إلى نقص الاستثمار، وقد تؤدي التحيزات السلوكية المتمثلة بالنفور من المخاطر إلى اتخاذ المدراء لقرارات استثمار غير عقلانية (Byrne&Brooks,2008:5)، وهذا ما توصلت إليه عدد من الدراسات، إذ وجدت أن الشركات تستخدم معدلات خصم أعلى من المعدل الحقيقي (كالمعدل الذي يمكن التوصل إليه من خلال تطبيق أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) مما يؤدي إلى ظاهرة نقص الاستثمار (Biondi & Marzo,2010:16).

ب. الإفراط في الاستثمار في إطار نظرية المالية السلوكية

تعود فكرة إن الثقة المفرطة يمكن أن تؤدي إلى حدوث تشوهات في الاستثمار وفي الغالب الإفراط في الاستثمار إلى (Adam Smith,1776) في كتابه (Wealth of Nations) الذي كتب بالقول إن الغرور المفرط بالقدرات الخاصة هو شر لاحظته الفلاسفة لدى أغلب الرجال والمبني على افتراض أقل قبولاً والمتمثل بحسن حظهم (Gervais,2009: 2).

هنالك جدل بين رواد الإدارة المالية فيما يخص تأثير الثقة المفرطة والتفاؤل الإداري على قرارات الاستثمار (قرارات الموازنة الرأسمالية)، إذ يرى (Biondi & Marzo,2010) إن تأثير كلا التحيزين ينصب على المبالغة في تقدير التدفقات النقدية الداخلة المتوقعة للمشروع الاستثماري والتقليل من التدفقات النقدية الخارجية المتوقعة (Biondi & Marzo,2010:9) أما (Gervais,2009) فيرى أن الثقة المفرطة تجعل المديرين يبالغون في التدفقات النقدية للمشروع مما يؤدي إلى الإفراط في الاستثمار، وبالأخص إذ لم تتبنا الشركات أي آلية رقابية تهدف إلى خفض التدفقات النقدية المقدرة وإن الأداة الطبيعية لموازنة التدفقات النقدية المتضخمة الناتجة عن التحيزات السلوكية لصانع القرار هي معدل الخصم الذي يستخدم في حساب صافي القيمة الحالية للمشروع، وبصورة عامة يجب أن يعمل معدل الخصم المضخم⁽¹⁸⁾ على تقليل تحيزات المديرين التي تؤثر على التدفقات النقدية المقدرة (Gervais,2009:21) بينما ينتقد كتاب آخرون وجهة النظر السابقة ويستشهدون باستطلاع قام به كل من (Kaplan & Ruback,1995) إذ أظهر استطلاعهما إن توقعات الخبراء لا تحرف أكثر من (10%) من القيمة الحقيقية للمعاملات، أما (Hribar & yang,2006) فيرون إن المديرين المفرطون في الثقة يضعون توقعات نقطية (أي التوقعات التي تبنى على قيمة واحدة وليست نطاق) وإن تنبؤاتهم غير متحيزة كما يرى كتاب المالية السلوكية (Biondi & Marzo,2010:8-9)، أما (Gill & Bajwa,2018) فيرى أن الثقة المفرطة تجعل المديرين يقللون من درجة المخاطر ويبالغون في قدرتهم على التحكم في الأحداث (Gill & Bajwa,2018:8)، وبالنظر لكون معدل الخصم يعكس درجة المخاطر المصاحبة للتدفقات النقدية للمشروع فإن (Gill & Bajwa,2018) قد أشارا ضمناً إلى إن الثقة المفرطة تجعل المديرين يقللون من معدل الخصم الذي تخصم به التدفقات النقدية للمشروع وصولاً إلى قيمتها الحالية، وهو ما توصل إليه كل من (Graham & Harvey,2007) (Biondi & Marzo,2010:12)، وبناءً على ما سبق يمكن تلخيص الآراء السابقة إلى ثلاث وجهات نظر الأولى ترى أن الثقة المفرطة تدفع المديرين نحو المبالغة بالتدفقات النقدية للمشروع وتقترح استخدام معدل خصم مرتفع يزيد عن معدل الخصم الحقيقي لمواجهة هذه التحيزات، أما وجهة النظر الثانية فتري إن الثقة المفرطة قد تؤدي إلى المبالغة في التدفقات النقدية المتوقعة ولكن بفوارق طفيفة لا تزيد في أقصى حالاتها عن (10%) وبالتالي لا داعي لتضخيم معدل الخصم المستخدم، بينما كتاب آخرون يعرضون رأيهم بنوع من التشدد، إذ يرون بأن الثقة المفرطة

(18) هو معدل الخصم الذي يزيد عن تكلفة رأس المال المحسوبة بموضوعية باستخدام الأساليب القياسية (Gervais,2009:21)

لا تؤدي بالمديرون إلى المبالغة في التدفقات النقدية لكون إن غالبية المديرون يضعون تقديرات نقطية دقيقة لا تحرف عن التدفقات النقدية الفعلية مما يجعلهم يعارضون وجهة النظر السلوكية أما وجهة النظر الثالثة فأنها تعارض وجهة النظر الأولى وترى أن الثقة المفرطة تدفع المديرين نحو تخفيض معدل الخصم الذي تخصم به التدفقات النقدية للمشروع وصولاً إلى قيمتها الحالية وبالتالي فأن ما انصب تأثير الثقة المفرطة والتفاؤل الإداري سواء على زيادة صافي التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري أو تقليل معدل الخصم فأنها تؤدي إلى الإفراط في الاستثمار، ومهما كانت المهارات والخبرات ودرجة التعلم لمتخذي القرار لا بد وان تؤدي التحيزات السلوكية إلى انحراف في تقدير مدخلات أساليب تقييم المشاريع الاستثمارية ضمن الموازنة الرأسمالية للشركات، وما يؤيد وجهة نظرنا هذه هو ما توصل إليه (Ascher,1993) عند قيامه باستعراض تقييمات العديد من المشاريع التي قام بها البنك الدولي إذ وجد أن معدلات العوائد المتوقعة متحيز بشكل متفائل به لكونها أعلى من معدلات العوائد الفعلية المتحققة (Biondi & Marzo,2010:10).

كما يمكن أن تؤدي الثقة المفرطة والتفاؤل الإداري إلى ميل المديرون إلى التقليل من تكاليف المشاريع والوقت الذي يستغرقه تنفيذ المشروع وقد وثق كل من (Griffin&Ross,2002) إن الأفراد يظهرون تحيز تنازلي منظم عندما يتوقعون وقت الانتهاء من مهمة ما، وبالتالي فان مغالطة التخطيط قد تقلل من القيمة المتحققة للمشروع وبالتالي قيمة الشركة لسببين على الأقل الأول هو أن تكاليف المشروع تتناسب طردياً مع وقت الانتهاء منه كاليد العاملة، والثاني هو إن الإكمال المتأخر للمشروع يعني تأخير التدفقات النقدية الايجابية القادمة مما يجعل قيمتها الحالية اقل مما كان متوقع (Gervais,2009:18).

كما يمكن للغطرسة الإدارية أن تؤدي إلى الإفراط في الاستثمار عن طريق توظيف التدفقات النقدية الكبيرة في عمليات الاستحواذ (Stein,2003:112)، وهو ما جاءت به نظرية الغطرسة التي طرحها (Roll,1986) حول عمليات الاستحواذ والمبنية على فكرة إن الثقة المفرطة للمديرين تجعلهم يبالغون في تقدير العوائد التي يمكن تحقيقها من الأنشطة المماثلة للنشاط الأخير للشركة (Byrne & Brooks,2008:6)، أي إن الثقة المفرطة الناتجة عن نجاح قرارات الاستثمار السابقة قد تقود المديرين إلى اتخاذ قرارات استثمار مماثلة وهذا ما توصل إليه كل من (Doukas&Petmezas,2007) و (Billett& Qian,2008)، إذ وجدوا إن المديرين الذين اجروا عمليات استحواذ ناجحة من المرجح أن يتبعونها بعمليات استحواذ أخرى تؤثر سلباً على أسعار أسهم شركاتهم، مما يعني إن نجاح عمليات الاستحواذ السابقة تعزز ثقة المديرين للدرجة التي يتوافقون بها مع نظرية الغطرسة الإدارية في عمليات الاستحواذ اللاحق وهذا ما يتوافق مع النتائج التي توصل إليها كل من (Moeller et al.,2005) إذ وجدوا إن

صفقات الخسائر الكبيرة (التي تزيد عن مليار دولار) تميل إلى الحدوث للشركات التي نجحت في عمليات استحواذ سابقة (Gervais,2009:21).

ان تصعيد الالتزام بسير العمل الفاشل ظاهرة معروفة تشير إلى استمرارية الاستثمار في مشروع عندما تكون نتائجه المتوقعة سلبية وتقتصر التخلي عنه، وترتبط هذه الظاهرة بالتكاليف الغارقة (Sunk cost)، فوفقاً لنظرية التبرير الذاتي يمكن أن تدفع المسؤولية الفردية الشخص المسئول إلى مواصلة المشروع على الرغم من النتائج السلبية المتوقعة، كما يمكن تفسير ذلك التصعيد من خلال نظرية الاحتمالات¹⁹ فالأفراد كارهو المخاطر عندما يتعاملون مع بدائل تتميز بخسائر متوقعة كبيرة وأرباح محتملة منخفضة (تحيز النفور من الخسائر) فأنهم يحاولون تجنب الخسائر الكبيرة المتوقعة من خلال اختيار استمرارية المشروع على أمل تحقيق نتائج ايجابية في النهاية (Biondi&Marzo,2010:15)، لقد وجد كل من (Statman&Sepe,1989) إن ردود فعل السوق على إنهاء المشاريع الاستثمارية غير المربحة ايجابياً، مما يعني أن المستثمرون يدركون أن المديرين يميلون لمواصلة المشاريع ذات الأداء المنخفض، كما وجد كل من (Gued& Scharfstein,2008) ان شركات الأدوية التي تعمل على تطوير لقاح جديد لن تتخلى عن المشروع حتى لو كانت نتائج التجارب السريرية غير واعدة، قد يأخذ هذا الطرح مزيجاً من نظرية الوكالة والتفاوض الإداري والمغامرة (Baker & Wurgler,2012:62).

(19) وهي النظرية التي تبحث في سلوك الفرد وتراه سلوكاً يتصف بالتغيير تبعاً ما إذا كان الفرد رابحاً أو خاسراً فإذا كان الفرد رابحاً (يقع في منطقة الربح) فسيظهر سلوكاً ينفّر من المخاطر (يفضل اليقين على عدم اليقين) وإذا كان الفرد خاسراً (يقع في مجال الخسارة) فسيظهر سلوك البحث عن المخاطر (يفضل عدم اليقين) (Byrne & Brooks,2008:1)، وتعود هذه النظرية إلى عالم النفس (Daniel Kahneman) من جامعة (Princeton) الذي يطلق عليه أب التمويل السلوكي إذ حصل على جائزة نوبل في الاقتصاد في عام (2002) لإيجاده هذه النظرية (Sukheja,2016:3-4).

المبحث الثاني

التأطير الفلسفي للعلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات

تمثل العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار من التوجهات البحثية الحديثة الأخذ بالنمو في الآونة الأخيرة، إذ يمكن من خلال هذه العلاقة الكشف على ما إذا كانت كفاءة الاستثمار التي تعزز قيمة الشركة هي ناتجة عن متغيرات داخلية يمكن للشركات التحكم بها أم متغيرات خارجية لا تخضع لسيطرة الإدارة، إذ يمكن للشركات تحقيق الكفاءة في الاستثمار والتحرر من القيود المالية وتقليل تكاليف الوكالة من خلال الإفصاح عن عوائد ذات نوعية عالية، مما يمكنها من تقديم تمثيل حقيقي ورؤية مستقبلية لواقع الأداء التشغيلي للشركة بعيداً عن الاحتيال المالي وإدارة العوائد، إذ من شأن تلك النوعية أن تقلل من عدم تماثل المعلومات مما يجعل المستثمرين قادرين على تكوين رؤية واضحة عن واقع الشركات، وبالتالي تمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية تتصف بالرشد والعقلانية مما تنعكس إيجاباً على تلك الشركات.

أولاً: آثار نوعية العوائد ودوافعها

لقد حظيت المعلومات المالية وبالأخص نوعية العوائد باهتمام متزايد من قبل المستثمرين والدائنين والمنظمين والباحثين، نتيجة للدور الذي تؤديه تلك العوائد إذ تستخدم كمقياس موجز لأداء الشركة ولأغراض التعاقد والتقييم والرقابة ولاتخاذ قرارات الاستثمار فضلاً عن استخدامها لأغراض التمويل وعقود تعويضات المديرين لذلك من مصلحة الشركة والمتعاملين معها الحصول على عوائد ذات نوعية عالية لأنها تسمح للشركات ذات الأداء الجيد من تمييز نفسها عن بقية الشركات وتساعد على تحسين تخصيص الموارد وعملية صنع القرار (Machado, 2018:4)، لذا فإن نوعية العوائد المنخفضة يمكن أن تضر بالمستثمرين ومستخدمي البيانات المالية الآخرين إذ تؤدي إلى سوء تخصيص رأس المال فضلاً عن النتائج غير الملائمة للعقود التي تستخدم العوائد كمدخلات (Li, 2011:15).

تؤدي الشفافية التي يمكن تحقيقها من خلال العوائد ذات النوعية العالية إلى تقليل عدم تماثل المعلومات لكونها قادرة على منح تمثيل أمين وصادق للنتائج المالية للشركة ويستخدم المساهمون العوائد بعدها مقياساً للأداء في مراقبة الإدارة، ويمكن لنوعية العوائد العالية أن تنعكس في تخفيض كلفة رأس المال وتوجيهه نحو المجالات الأكثر ربحية (Menicucci, 2020:2) ووفقاً لـ (Salvato & Moores, 2010) فإن نوعية العوائد تعمل على تمكين الشركات من الوصول إلى أسواق رأس المال لأنها تمثل السمة الرئيسة للإبلاغ المالي المبنية على المبدأ القائل إن التقارير المالية يجب أن تفيد المستثمرين ومقدمي رأس المال

الآخرين عند اتخاذ قرارهم في تخصيص الموارد الخاصة بهم، أي تحسين عملية صنع القرار وبالتالي كفاءة سوق رأس المال (Menicucci,2020:14-15).

كما يمكن التعرف على آثار نوعية العوائد من منظورين على الأقل: منظور التعاقد ومنظور الاستثمار، فوفقاً للمنظور الأول يؤدي انخفاض نوعية العوائد إلى تحويلات غير مقصودة للثروة بالشركات التي تكافئ المديرين على أساس العوائد قد تدفع تعويضات كبيرة إذ كانت العوائد مبالغ بها، أما من منظور الاستثمار فإن نوعية العوائد المنخفضة تمثل مشكلة يمكن أن تظليل المستثمرين مما يؤدي إلى سوء تخصيص الموارد في السوق (Mayanja,2014:29) (Menicucci,2020:17) مما يؤدي إلى إعاقة نمو وازدهار الاقتصاد (Ta,2014:59)، كما إن ارتفاع نوعية العوائد سيزيد من جاذبية الأسهم للمستثمرين ويزيد من سيولة السوق ويقلل من كلفة رأس المال ويعزز تخصيصه (Menicucci,2020:17) (Ismail,2011:60) وتقلل من حوافز المستثمرين لجمع ومعالجة المعلومات الخاصة بالشركة مما يقلل من تقلبات أسعار الأسهم (Al Maharmeh,2017:74).

هنالك جدل في أدبيات الفكر المالي والخاص بمدى تأثير نوعية العوائد على أسعار الأسهم، إذ يرى (Shin&Kim,2019) إن جزءاً من ردة فعل السوق عن العوائد المبلغ عنها يعود إلى تقييمات المستثمرين لمدى موثوقية تلك العوائد، وبعبارة أخرى إن تصورات المستثمرين للعوائد ذات النوعية العالية ينتج عنها تأثير إيجابي على سعر السهم، وعندما يتم الكشف عن عوائد مظللة يعكس المستثمرون ذلك التظليل في سعر السهم بسبب عدم إمكانية تمييزها عن العوائد الحقيقية، كما يتفاعل المستثمرون بشكل سلبي مع العوائد المصححة ويكون حجم الانعكاس أكثر شدة من العوائد المضللة، إذ يعاقب المستثمرون الشركات على تصحيح عوائدها لأنهم يفترضون أن العوائد قد تم التلاعب بها لمصلحة الإدارة وإن محتواها المعلوماتي قد انخفض بعد التصحيح (Shin&Kim,2019:5) وفي الجانب الآخر يرى (Sloan,1996) إن الشركات التي سجلت مستحقات كبيرة وعملت على زيادة العوائد إلى مستوى مرتفع نسبياً مقارنة بالتدفقات النقدية (الشركات التي يكون بها التحويل النقدي منخفض، وتحقق عوائد لاحقة منخفضة) فإن أداء أسهمها سيكون أقل من أداء أسهم الشركات ذات المستحقات المنخفضة (تحويل نقدي أعلى نسبياً) وإن المستثمرين لم يأخذوا ذلك الأداء بنظر الاعتبار لأنهم يتجاهلون المعلومات الخاصة بالمستحقات مما يعني إن المستثمرين يركزون على العوائد وإن أسعار الأسهم تتفاعل وفقاً لذلك (Binneman,2010:13) وبصورة عامة يمكن القول إن الرأي الأول الذي أطلقه (Shin&Kim,2019) هو الأرجح فحتى عندما يبني المستثمرون قراراتهم الاستثمارية بالاعتماد على العوائد متجاهلين نوعيتها فإن العوائد ذات النوعية المنخفضة تؤدي

في الغالب إلى انخفاض عوائد الشركة في وقت لاحق مما يعني إن نوعية العوائد تؤثر على تسعير الأسهم بصورة غير مباشرة من خلال تأثيرها على العوائد ويحتاج هذا التأثير زمناً أطول هذا من جانب، ومن جانب آخر فإن المستثمرين في أسواق رأس المال يمكن أن يتخذوا مركزاً قصيراً أو طويلاً الأجل مما يعني أن اتخاذهم لقرارات الاستثمار في الأسهم تتصف بالتكرار والديمومة فمن خلال التغذية المرتدة والمتمثل بالعوائد المتحققة يمكن لهم التعلم والأخذ بنظر الاعتبار إن انخفاض عوائد الشركات ناتج عن الانخفاض السابق لنوعيتها (مستحقات كبيرة) مما يجعلهم يأخذون نوعية العوائد في الاعتبار عند اتخاذهم لقرارات الاستثمار اللاحقة.

لقد ربط كل من (Cornell&Landsman,2003) نوعية العوائد بإحدى وظائف أسواق رأس المال وهي التخصيص الفعال لرأس المال ولكي يحدث ذلك التخصيص بالطريقة المثلى يجب أن تعكس القيمة السوقية للشركة قيمتها الاقتصادية (الحقيقية) مما يتطلب إن تكون التنبؤات التي تستند عليها هذه القيم دقيقة قدر الإمكان (Binneman,2010:9).

أما آثار انخفاض نوعية العوائد الناتجة عن إدارة العوائد ففي حال اكتشافها فإن تأثيرها السلبي يمتد إلى سمعة الإدارة والشركة، كما إنها تؤدي إلى تراجع قدرة الإدارة على نقل المعلومات إلى أسواق رأس المال، وزيادة الرسوم المطلوبة لتعويض المدققين الخارجيين عن أعمال التدقيق الإضافية وزيادة مخاطر التدقيق، كما يمكن أن تدفع المساهمين إلى إقامة دعوى قضائية على الشركة، أما إدارة العوائد غير المكتشفة فأنها تكون مكلفة أيضاً إذ إن المبالغة في العوائد الحالية قد تؤدي إلى انخفاض العوائد المستقبلية فضلاً عن تأثيرها على الدخل الخاضع للضريبة (Melumad&Nissim, 2008: 105).

ولكون أن إدارة الشركة هي المسؤولة عن إعداد البيانات المالية القادرة على التأثير على صانعي القرار من خلال مساعدتهم على تكوين تنبؤات حول نتائج الأحداث المالية وتأكيداتها أو تصحيح التنبؤات السابقة (Asegdew,2016:1)، فيجب على تلك الإدارة إيلاء نوعية العوائد المزيد من الاهتمام، فوفقاً لنظرية أصحاب المصلحة التي قدمها (Freeman et al.,1987) والذي ادعى بأن الشركة موجودة لخدمة أصحاب المصلحة ومزامنة مصالحهم مما يتوجب على الإدارة اتخاذ نهج أكثر دقة لضمان تحقيق الفائدة لجميع أصحاب المصلحة (Theophillus&Salawu,2018:37) ووفقاً لنظرية الإشارة فإن الشركات ذات نوعية العوائد العالية تستخدم المعلومات لإرسال إشارات إلى السوق مما يعمل على تقليل عدم تماثل المعلومات فالشركات الجيدة تحاول الإشارة بذلك إلى المستثمرين من أجل جذب المزيد من الأموال لتمويل استثماراتها (Asegdew,2016:17) ووفقاً لنظرية الوكالة فإن تقليل عدم تماثل

المعلومات يؤدي الى تخفيض تكاليف الوكالة لذلك من مصلحة الشركة الاهتمام بنوعية العوائد مما لها تأثير كبير على تحقيق أهدافها.

ثانياً. مخاطر المعلومات مراجعة في أدبيات الفكر المالي

تمثل المعلومات المالية العنصر الأساسي للمعلومات في أسواق رأس المال، وتعد العوائد واحدة من أهم المعلومات التي تفصح عنها الشركات وقد أكدت عدد من الدراسات إن المستثمرين يعتمدون على أرقام تلك العوائد في قراراتهم أكثر من أي مقياس أداء آخر مما يعني أن أرقام العوائد هي المصدر الأكثر أهمية للمعلومات الخاصة بالشركة، ويشير كل من (Gul et al., 2011) إلى إن العوائد ذات النوعية العالية تكون أكثر موثوقية للجمهور وترتبط بتوفير المعلومات الدقيقة لصانعي القرار (Al Maharmeh, 2017:62)، وبهذا يمكن تعريف مخاطر المعلومات بأنها انحراف المعلومات المبلغ عنها في البيانات المالية عن واقع الأعمال الأساسية للشركة، وأنها تؤثر على نوعية المعلومات بعدها مورداً أساسياً لصنع القرار (Ioannis, 2015, 13-14)، لهذا فهي تعكس احتمالية أن تكون المعلومات الخاصة بالشركة والمهمة لقرارات المستثمرين ذات نوعية منخفضة (Ta, 2014:35).

تعزى مخاطر المعلومات في سياق الاستثمار الرأسمالي إلى عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والشركة والاختلاف في هيكل المعلومات (نسبة المعلومات الخاصة والعامة المتاحة في السوق) التي تميز قدرة المستثمرين المطلعين وغير المطلعين على تخصيص أموالهم بكفاءة، وتتم الإشارة إلى مخاطر المعلومات في هذه الحالة إلى احتمالية أن تكون قرارات المستثمرين غير مؤكدة لأنها تتخذ بناءً على معلومات غير كافية وأقل شفافية والتي يمكن أن تتسبب في تكبد المستثمرين تكلفة إضافية للاستثمار فكلما كانت درجة عدم اليقين منخفضة كلما طلب المستثمرون معدل عائد منخفض اخذين بنظر الاعتبار أن القيمة السوقية للشركة هي قيمة حالية غير متحيزة للتدفقات النقدية الحالية والمستقبلية المتوقعة مخصومة بتكلفة رأس المال المعدل حسب المخاطر، وتشير التكلفة المنخفضة لرأس المال إلى قيمة أفضل للشركة (Sarun, 2016:66).

إن الدقة التي يمكن بها تقدير العوائد المستقبلية للشركة هي دالة لعنصرين الأول هو عدم اليقين الخاص بالأداء المالي المستقبلي للشركة (عدم اليقين الاقتصادي) والثاني هو عدم اليقين في التقارير المالية وخيارات الإفصاح التي يستخدمها المديرون في الإبلاغ عن الأداء المستقبلي (عدم اليقين في الإبلاغ) وإن مقاييس نوعية العوائد تلتقط جانبي عدم اليقين الخاص بالعوائد (Larson & Resutek, 2011:1)، وبهذا الخصوص يمكن القول إن نوعية العوائد الجوهرية تعكس عدم اليقين الاقتصادي بينما تعكس نوعية العوائد التقديرية عدم اليقين في الإبلاغ.

لقد وثق كل من (Gaio&Raposo, 2011) ارتباط مخاطر المعلومات بمستوى عدم الدقة واليقين في العوائد المبلغ عنها وإن كل سمة من سمات نوعية العوائد يمكن أن تعكس مخاطر المعلومات (Sarun,2016:43) (Binneman,2010:4)، لذلك تم اعتبار نوعية العوائد بمثابة وكيل لمخاطر المعلومات، ففي ظل انخفاض نوعية العوائد فمن المتوقع أن تكون هنالك حالة متزايدة من عدم اليقين الخاص بالعوائد المستقبلية للشركة ويعتبر المحللون الشركات ذات نوعية العوائد المنخفضة أكثر خطورة، وتتزايد مخاطر المعلومات عندما تكون المعلومات الخاصة بالشركة ذات الصلة بقرارات التسعير التي يتخذها المستثمرون منخفضة النوعية (El-Hewety,2019:46)، فالعوائد ذات النوعية العالية هي أحد الأساليب الخاصة بتخفيض مخاطر المعلومات، ويمكن للمستثمرين التعرف على تلك المخاطر من خلال تحليل نوعية العوائد (Doustian & Mashayekh,2016:1089).

يواجه مقدمو رأس المال مشاكل المعلومات التي تنشأ من عدم تماثل المعلومات والحوافز المتضاربة بين الشركات التي تبحث عن رأس المال والمستثمرين في شكلها المتطرف والتي تؤدي إلى حدوث مشكلة الليمون (Papadopoulos,2019:36)، وبما إن المستثمرين يقيمون الأوراق المالية من خلال تقدير التدفقات النقدية المستقبلية ومخاطرها، فإن نوعية العوائد المنخفضة تؤدي إلى عدم الدقة في التقييم الناتج عن ارتفاع مخاطر المعلومات، لذلك ربطت العديد من الأبحاث السابقة نوعية العوائد بتقلب عوائد الأسهم الفردية وبهذا فقد أكد كل من (Venkatachalam&Rajgopal,2011) إن نوعية العوائد ترتبط بتقلبات أسواق الأسهم بدرجة كبيرة حتى بعد التحكم بالتقلبات في الأداء التشغيلي للشركات (Anagnostopoulou&Tsekrekos,2015:189).

ثالثاً. العلاقة غير المباشرة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات

يتم تسعير الأوراق المالية من قبل المستثمرين بالاعتماد على المعلومات الخاصة بالشركة، ونتيجة للعرض والطلب في السوق يتم تعديل الأسعار بحيث تعكس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية مخصومة بمعدل خصم مساو لتكلفة رأس المال وبعبارة أخرى يتم تعديل الأسعار بحيث يتساوى العائد المتوقع مع تكلفة رأس المال المعدل حسب المخاطر (Westerholm,2011:8)، وتمثل تكلفة حقوق الملكية العائد المطلوب من قبل المستثمرين مقابل الاستثمار في أسهم الشركة والذي يمكن تحليله إلى معدل العائد الخالي من المخاطر وعلاوة المخاطر التي يتم تحديدها وفق نظرية تسعير الموجودات الرأسمالية من خلال التعرض للمخاطر النظامية، وبشكل أكثر دقة فهي محصلة لمعامل بيتا السهم الذي يعكس عوامل الخطر النظامية، وإن المخاطر الخاصة بالشركة لا يتم تسعيرها لإمكانية التخلص منها عن طريق

التنوع (Safdar&Yan,2016:77)، لذلك حتى مع وجود المحافظ المتنوعة يجب على المستثمرين الاحتفاظ بمخاطر السوق في محافظهم الاستثمارية ويتم تعويضهم بعوائد مقابل الاحتفاظ بتلك المخاطر (Westerholm,2011:9).

تعد الأسئلة المتعلقة بدور مخاطر المعلومات في تحديد تكلفة رأس المال وما إذا كانت تلك المخاطر قابله للتنوع من بين أكثر القضايا إثارة للجدل في الأدبيات المالية إذ حاولت العديد من الدراسات الحديثة النظرية والتطبيقية معالجة هذه القضية لكنها لم تتوصل إلى اتفاق، ف نماذج تسعير الموجودات التقليدية (كأنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) وأنموذج العوامل الثلاث لـ (Fama&French,1993) لا تأخذ بنظر الاعتبار مخاطر المعلومات وتؤكد إن تلك المخاطر قابله للتنوع ولا يتم تعويضها بعلاوة المخاطر (Safdar&Yan,2016:77) لافتراضها تجانس المعلومات بين المستثمرين وأن جميع المعلومات مدرجة في أسعار الأسهم (Francis et al.,2006:313)، إن استبعاد دور المعلومات امرأ محيراً نظراً للأهمية الكبيرة لكفاءة السوق في تسعير الموجودات لذلك من المهم أن نتساءل عن ما إذا كانت المعلومات مهمة للسوق فلماذا لا تهتم بها الشركات؟ (Safdar&Yan,2016:77).

من جانب آخر يرى العديد من الباحثين أن مخاطر المعلومات غير قابله للتنوع ويتم تسعيرها في سوق رأس المال، إذ يحلل كل من (Easley&Ohara,2004) دور عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين في تحديد كلفة رأس المال، ويسترشدون بالقول إن المستثمرين الأقل اطلاعاً يدركون عيبهم المعلوماتي مقابل المستثمرين المطلعين مما يجعلهم يطالبون بعلاوة على عائد الشركة التي لديها مستوى أعلى من عدم تماثل المعلومات (مستوى أعلى من المخاطر) (Gray et al.,2009,51)، لأن المستثمرين المطلعين أكثر قدرة على تعديل محافظهم الاستثمارية بما يتوافق مع المعلومات الجديدة المتاحة لهم (Sarun,2016:39).

إن أنموذج التوازن الذي جاء به (Barry&Brown,1985) هو أول أنموذج تحليلي يشير إلى إن الكمية النسبية للمعلومات قد تؤدي إلى اختلافات مقطعية في المخاطر النظامية وإن الأوراق المالية التي تحتوي على معلومات أقل لها مخاطر نظامية أكثر نسبياً، كما إن التباين في المعلومات يؤدي إلى توقعات مختلفة في العائد بحيث يصبح ذلك العائد متناسباً مع المخاطر الإضافية التي تحدثها المعلومات الأقل نسبياً، كما يظهر كل من (Easley&Ohara,2004) في أنموذجهم إن مخاطر المعلومات تنشأ من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين المطلعين وغير المطلعين وأن المعلومات الخاصة تزيد من المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون غير المطلعين بشأن الاحتفاظ بالسهم لأن المستثمرين المطلعين أكثر قدرة على تغيير أوزان محافظهم

لدمج المعلومات الجديدة، وبالتالي فإن المعلومات الخاصة تؤدي إلى شكل من أشكال المخاطر لا يستطيع المستثمرون غير المطلعين تنويعها وفي حالة التوازن يتم تعويضهم لتحمل هذه المخاطر مما يتسبب في اختلافات مقطعية في العائد المطلوب على أسهم الشركات، ويؤكد الباحثون إن العائد المطلوب يتأثر بدقة المعلومات فانخفاضها يؤدي إلى زيادة العائد المطلوب (Westerholm,2011:10)، مما يعني وجود علاقة طردية بين هيكل المعلومات (المعلومات الخاصة مقابل المعلومات العامة) وتكلفة رأس المال، ويمكن للشركات التأثير على الأخير من خلال كمية ونوعية المعلومات التي تقدمها للمستثمرين، ويجادل (Lambert et al.,2007) بأن دقة المعلومات بدلاً من عدم تماثل المعلومات هي المحدد الرئيس لمخاطر المعلومات التي تؤثر على تكلفة رأس المال في الأسواق ذات المنافسة التامة، ويعرفون تلك الدقة بأنها متوسط نوعية المعلومات التي يمتلكها المستثمرون والخاصة بالتدفقات النقدية المتوقعة للشركة وعدم تناسق المعلومات بأنها الفرق في الدقة بين المستثمرين، وبالتالي فإنهم يجادلون بالقول ليس المهم توزيع المعلومات بين المستثمرين لكن مدى دقة هذه المعلومات هي الأكثر أهمية، وعلى الرغم من اختلاف وجهات النظر بين الباحثين السابقين إلا أنهم يشتركون في إن لدقة المعلومات دور في تقليل تكلفة رأس المال (Gray et al.,2009,52).

كما يمكن لنوعية العوائد العالية أن تقلل من تكلفة رأس المال بطريقتين الأولى: من خلال زيادة سيولة السوق عن طريق تقليل تكاليف المعاملات وزيادة الطلب على الأوراق المالية والثانية: من خلال تخفيض مستوى عدم اليقين في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والذي يؤثر على معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون بموجب قراراتهم الاستثمارية، أي إن نوعية العوائد العالية تسمح للمستثمرين بتقدير عوائد الموجودات بصورة أكثر دقة مما يقلل من معدل العائد المطلوب (Sarun,2016:39) إذ يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى زيادة مخاطر التقدير وتقليل سيولة السوق الناتجة عن هيكل المعلومات، لذلك يطلب المستثمرون غير المطلعين تعويضاً عن تلك المخاطر (Pagalung,2009:110)، لقد اتخذ (Amihud&Mendelson,1986) نهجاً مختلفاً من خلال فحص اثار السيولة على تسعير الموجودات ووجدوا إن العوائد تتزايد بتزايد الهامش بين العرض والطلب النسبي وإن تأثير هذا الهامش له قوة تفسيرية تفوق القوة التفسيرية لعوامل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والحجم على العوائد المتوقعة، يشير هذا إلى إن المستثمرين يطلبون التعويض بعلاوة مخاطر لاحتفاظهم بأسهم ذات سيولة منخفضة مما يزيد من تكلفة رأس المال (Westerholm,2011:11-12) وبهذا تؤدي نوعية العوائد المنخفضة إلى زيادة مخاطر المعلومات التي يتم تسعيرها من قبل السوق لكونها غير قابلة للتنويع لان القرارات التي يتخذها المستثمرون العقلانيون تعتمد على نوعية وكمية المعلومات المتاحة لذلك فإنهم

يعوضون عدم كفايتها من خلال فرض تكلفة أعلى لرأس المال لأنها تزيد من درجة تعرضهم للمخاطر (Sarun,2016:66-67).

إن نوعية العوائد دالة مشتركة لكل من أداء الشركة وخيارات إعداد التقارير المالية (Larson&Resutek,2011:2)، لذا فإن عدم اليقين بشأن الأداء التشغيلي للشركة يؤثر بشكل ايجابي على تقلب أسعار الأسهم، إذ ينظر إلى الأوراق المالية التي يتوفر عنها القليل نسبياً من المعلومات على إنها أكثر خطورة مقارنة بالأوراق المالية الأخرى، وبهذا الخصوص فقد وجد كل من (Pastor&Veronesi,2003) إن عدم اليقين بشأن عائد الشركة يؤثر على تقلب عائد الأسهم، كما وجد (Jiang et al,2005) إن الشركات التي تتصف معلوماتها بعدم اليقين تكسب في المتوسط عوائداً مستقبلية أقل، أما (Easley et al.,2002) فقد توصلوا إلى إن مخاطر المعلومات هي احد العوامل المحددة لعوائد الموجودات وأسعارها، فعلى الرغم من حقيقة عدم وجود إجماع في الأدبيات حول ما إذ كان عدم اليقين في المعلومات عامل خطر مسعر (غير قابل للتنويع) لتحديد عوائد الأسهم، فمن المحتمل أن تكون النتيجة المتسقة في جميع الأدبيات هو إن كل من تكلفة حقوق الملكية والدين تتزايد مع عدم اليقين في إعداد التقارير المالية (Anagnostopoulou&Tsekrekos,2015:193).

هنالك ورقتان بحثتا في العلاقة بين نوعية العوائد وكلفة رأس المال هما (Yee,2006) و (Lambert et al.,2007) كلا الورقتين بحثتا في بيئة يعتمد فيها المستثمرون على نوعية العوائد المبلغ عنها للحصول على المعلومات حول مخاطر الشركة، إذ يجادل (Yee,2006) إن مخاطر نوعية العوائد تزيد من المخاطر الأساسية مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال، علاوة على ذلك تؤدي زيادة المخاطر الأساسية إلى تضخيم تأثير مخاطر نوعية العوائد على كلفة رأس المال لكن في أقصى حالات الغياب التام للمخاطر الأساسية لا ترتبط مخاطر نوعية العوائد بالعوائد المتوقعة، لأن العمل الأساسي لا يحتوي على المخاطر، ويؤكدون أن الجزء النظامي من مخاطر نوعية العوائد يؤثر على العوائد المتوقعة في حين يمكن تنويع المخاطر غير النظامي وبما يتفق مع (Yee,2006) يشير (Lambert et al.,2007) إلى عدم إمكانية تنويع هذا التأثير حتى لو أصبح عدد الأوراق المالية في الاقتصاد كبيراً (Westerholm,2011:12-13) إن نوعية العوائد تؤثر على كلفة رأس المال بشكل مباشر من خلال التأثير على تصورات المستثمرين حول تباين التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، وبشكل غير مباشر من خلال التأثير على القرارات الحقيقية التي تؤثر على توزيع تلك التدفقات في المستقبل (Asegdew,2016:3) لقد وجد (Francis et al.,2005) إن نوعية العوائد هي عامل خطر غير قابل للتنويع يشبه إلى حد ما عوامل الحجم والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ويتم تسعيرها من قبل السوق، إلا أنهم

لم يفصلوا بين تأثير التلاعب الإداري (قرارات الأعمال) وخصائص الشركة والصناعة وتأثير البيئة الاقتصادية لكون إن مقياس نوعية العوائد المستخدم يلتقط كل هذه التأثيرات لذلك فإن نتائجهم تعكس تأثير نوعية العوائد الإجمالية للشركة (Binneman,2010:32)، فحتى لو كانت نوعية العوائد غير مترابطة عبر الشركات يوضح (Leuz&Verrecchia,2005) انه في اقتصاد تتداول به العديد من أسهم الشركات فإن جزء من مخاطر نوعية العوائد غير قابله للتوزيع (Westerholm,2011:12).

وبالتالي يمكن القول إن نوعية العوائد بغض النظر عن مكوناتها هي إحدى المحددات الأساسية لتكلفة رأس المال، والتي تؤثر بدورها على كفاءة الاستثمار في الشركات، إذ إن توفير المعلومات الدقيقة هو العنصر الأساسي للتنبؤ بمخاطر الشركة وتقديرها مما يؤدي إلى تخصيص الفعال لرأس المال من قبل المستثمرين، فضلاً على إن نوعية العوائد تمكن المستثمرين من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية للشركة بصورة أكثر دقة وتقلل عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة وبالتالي المساهمة في تخفيض تكلفة رأس المال مما يجعل المشاريع التي تحقق صافي قيمة حالية سالبة تصبح موجهة مما يقلل من نقص الاستثمار (Peláez,2010:104) وإن انخفاض كلفة رأس المال يقلل من حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية المتولدة داخليا مما يقلل من نقص الاستثمار (Peláez,2010:11)، كما إن نوعية العوائد العالية تجعل الشركات أكثر مرونة في إصدار رأس المال من خلال تقليل مشاكل الاختيار العكسي الذي يرتبط بكفاءة الاستثمار من خلال تقليل كلفة التمويل الخارجي، ومن خلال تقليل احتمالية حصول الشركات على زيادة في الأموال الناتجة عن سوء التسعير يمكن التقليل من الإفراط في الاستثمار وصولاً إلى مستوى الكفاءة (Biddle et al.,2009:119).

رابعاً. العلاقة المباشرة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار

تمثل العوائد أحد العناصر الرئيسة للإفصاح المالي للمستثمرين ومؤشر موجز لأداء الشركات ومدراءها ومدخل رئيسي لتقييم الشركات، لذلك يجب إن تكون ذات نوعية عالية وتعكس الواقع الفعلي للشركة (Dewanti et al,2019:35).

يمكن لنوعية العوائد أن تعزز كفاءة الاستثمار من خلال التقليل من عدم تماثل المعلومات الذي يؤدي إلى المخاطر الأخلاقية ومشكلة الاختيار العكسي (مشكلة الليمون)، فمن المعروف إن المساهمين يستخدمون المعلومات التي تفصح عنها الشركات وتمثل العوائد الجزء الأكثر أهمية من تلك المعلومات، فنوعيتها العالية تزيد من قدرة المساهمين على مراقبة قرارات الاستثمار التي تتخذها الإدارة (Biddle et al.,2009:119)، واكتشاف السلوك الانتهازي كالإفراط في الاستثمار والنقص به وتقييد حقوق التحكم الإداري وقد يكون المديرين على

دراسة بالرصد والقيود التي يواجهونها مما يدفعهم إلى تبني الانضباط الذاتي والمحافظة عليه مما يعزز الاستثمار الكفاء (Rad et al.,2016:132) كما إن توفير عوائد أكثر صدقاً لصانعي القرارات الداخلية تجعلهم يقللون من الإفراط في الاستثمار والنقص به باتخاذ قرارات استثمارية كفوءة من خلال تحديد أفضل للمشاريع الاستثمارية (Gomariz&Ballesta,2013:2)، لأن الصدق وعدم تحيز المعلومات المالية ذات النوعية العالية تجعل عملية التنبؤ والتخطيط والتقييم التي تقوم بها الإدارة تعكس الواقع الحقيقي للشركة بشكل أفضل (Cherkasova&Rasadi,2017:446).

وينظر إلى نوعية العوائد في إطار نظرية الوكالة على إنها إحدى آليات المراقبة، إذ يمكن لها تقليل فجوة المعلومات بين المساهمين والمديرين وتكون فعاله في خفض تكاليف الوكالة (Nooraisah,2012:35)، من خلال تمكين الإشراف الفعال على النشاط الإداري الذي يخفف من السلوك الانتهازي للمدراء ويجعلهم أكثر عرضة للمسائلة، وبالتالي التقليل من المخاطر الأخلاقية ومشكلة الاختيار العكسي (Amin et al.,2018:18).

كما يمكن لنوعية العوائد العالية في الشركات المقيدة مالياً جذب رؤوس الأموال من خلال جعل المشاريع الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة أكثر وضوحاً للمستثمرين مما يقلل من الاختيار العكسي في إصدار الأوراق المالية (Biddle et al.,2009:112) (Al-Maharmeh,2017:71)، كما يمكن لها زيادة كفاءة تخصيص الموارد، لأنها تمكن المديرين والمستثمرين من تحديد فرص توليد القيمة بأقل خطأ ممكن (Jalil,2014:65) ووفقاً لـ (Chang&Hilary,2009) فإن التقليل من الاختيار العكسي الذي يواجهه موردو رأس المال يزيد من قدرة الشركات على زيادة رأس المال مما يقلل من احتمالية قيام المديرين بالتخلي عن الاستثمارات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة (التقليل من النقص في الاستثمار) (Rad et al.,2016:133) فالشركات ذات نوعية العوائد العالية ستكون أقل اعتماداً على الضمانات عندما تسعى إلى الحصول على التمويل الخارجي، لأن نوعية العوائد تعمل كبديل لتلك الضمانات في التخفيف من عدم تماثل المعلومات (Jalil,2014:65) هذا من جانب، ومن جانب آخر فإن التقليل من مشاكل الاختيار العكسي يقلل من فرص المديرين للانخراط في أنشطة تدمر القيمة واتخاذ قرارات تعظيم الذات كبناء الإمبراطورية برأس المال الوفير (التقليل من الاستثمار المفرط) (Rad et al.,2016:133)، وبهذا بات المديرين أقل عرضة لاتخاذ قرارات استثمارية متحيزة والانخراط في نزاعات الوكالة كتحويل المخاطر وبناء الإمبراطورية وتجنب المخاطر (Cherkasova&Rasadi,2017:446).

هناك جدل في أدبيات الفكر المالي حول تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات، إذ يرى (Biddle&Hilary,2006) عدم وجود علاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار لإمكانية إحلال الاقتصاد القائم على المصارف محل نوعية العوائد، إذ يمكن للمصارف الحصول على المعلومات من قنواتها الخاصة مما يخفف من مشكلة الاختيار العكسي والمخاطر الأخلاقية (Baik et al.,2010:2)، ويرى (Boot, 2000) إن العلاقات المصرفية تحل مشاكل عدم تماثل المعلومات وتوفر رأس المال في الشركات التي تعيق عتامتها المعلوماتية قدرتها في الحصول على التمويل (Elemes,2015:10)، إذ يقدم التمويل المصرفي عدة مزايا فهو يقلل من مشكلة الراكب المجاني⁽²⁰⁾. (the free riding problem) التي تميل الى تعزيز الحوافز اتجاه الابتعاد عن مستوى الكفاءة في الاستثمار، كما تتمتع المصارف بقدرة اكبر على مراقبة القرارات الاستثمارية للشركات نظراً لكفاءتها وهيكلها الموجه نحو مثل هذه الأعمال وإمكانيتها في فرض شروط معينة في عقد الإقراض، وبعبارة أخرى فإن العلاقات الوثيقة والدائمة مع المصارف لها جوانب ايجابية يمكن أن تخفف من التشوهات المحتملة في عملية اختيار المشروع الاستثماري (Rocca et al,2007,88)، ويؤيد (Beatty et al.,2009) الطرح الذي جاء به (Biddle& Hilary,2006) وحجتهم أن المصارف تقوم بتطوير علاقات وثيقة مع المقترضين بمرور الوقت، وتعمل تلك العلاقات طويلة الأجل على تسهيل عملية الرقابة والتقليل من عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة لتحل محل نوعية العوائد في تعزيز كفاءة الاستثمار (Baik et al.,2010:3).

من ناحية أخرى يرى (Biddle & Hilary,2006) أن لنوعية العوائد دوراً كبيراً في الاقتصاد القائم على السوق، حيث يكون السوق هو المصدر الأساسي لرأس المال وتعتمد قرارات الاستثمار هنا بشكل اكبر على الإفصاحات العامة للشركات (Biddle & Hilary,2006:10)، وبهذا فقد تعددت آراء الباحثين إذ وجد (Saghafi & Arab Mazar) عدم وجود أي علاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار، كما توصل كل من (Naimi&Hassani) إلى عدم وجود علاقة بين نوعية العوائد والإفراط في الاستثمار والنقص به، أما (Salehnejad et al.,2011) فقد وجدوا علاقة عكسية بين نوعيه العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات، أما (Hashemi et al.,2012) فقد وجدوا أن الأعمال المصرفية لا تؤثر على العلاقة بين نوعية

(20) ويقصد بها تخلي المساهمين عن دورهم الرقابي على عمل الشركات بسبب اعتماد احدهما على الآخر للقيام بذلك الدور بسبب التكاليف التي يترتب عليه من حيث الوقت والجهد مما يدفع ببعض المساهمين الى التخلي عنه لاعتقادهم بقيام المساهمين الاخرين بهذا الدور مما يؤدي الى تعطيل العمل الرقابي على اداء الشركات.

العوائد وكفاءة الاستثمار, أما (Soleimani et al) فقد وجدوا أنَّ نوعية العوائد ترتبط بعلاقة سلبية مع الإفراط في الاستثمار والنقص به حتى بالنسبة للشركات التي تمول من المصارف, أما (Collaborators&Feng) فقد وجدوا أزيداً العلاقة الايجابية بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار عند استخدام التسهيلات المصرفية (Hosni& Meysamy,2015:4-5).

وخلاصة القول وبناءً على الطروحات السابقة وعلى الرغم من اختلاف الأنظمة المالية التي تعمل بها الشركات فان لنوعية العوائد دوراً في تعزيز كفاءة الاستثمار في الشركات من خلال التقليل من الاستثمار في الشركات المفرطة به وزيادة الاستثمار في الشركات التي تعاني من النقص به, أي إن اختلاف هيكل الأنظمة المالية (نظام قائم على السوق, نظام قائم على المصارف) لا يؤثر على طبيعة العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات, لان هيكل رأس المال للشركات المساهمة التي تعمل في النظام المالي القائم على المصارف لا يمكن أن يتكون من أموال مقترضة فقط تلعب من خلالها العلاقات المصرفية الدور البديل لنوعية العوائد في تقليل عدم تماثل المعلومات بل يتكون من جزئين احدهما حقوق الملكية والآخر قروض ويمكن في بعض الأحيان أن يتكون من حقوق ملكية فقط, وبالتالي فان احتياج الشركات لإصدار أسهم عادية لتمويل مشاريعها الاستثمارية وتداول أسهم تلك الشركات في السوق وانفصال الملكية عن الإدارة يجعل المستثمرين والمساهمين أمام مشكلة الاختيار العكسي والمخاطر الأخلاقية الناتجة عن عدم تماثل المعلومات, كما لا يمكن إنكار دور العلاقات المصرفية في تعزيز كفاءة الاستثمار في الشركات, مما يعني أنَّ العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار تكون أقوى في الشركات التي تعمل في النظام المالي القائم على السوق مقارنةً بتلك العلاقة في الشركات التي تعمل في النظام المالي القائم على المصارف.

الفصل الرابع

الجانب التطبيقي للدراسة

المبحث الأول

توصيف وتشخيص نماذج الدراسة ومتغيراتها

من أجل تحقيق التكامل المنهجي ولإعطاء صورة واضحة ومتكاملة للعلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار سعت الدراسة إلى إجراء نوعين من التحليل الأول هو التحليل المالي الذي يتم من خلاله التعرف على مستوى كل من نوعية العوائد (الكلية ومكوناتها) وكفاءة الاستثمار (النقص في الاستثمار أو الإفراط به) على مستوى كل شركة مقارنةً بالشركات الأخرى عينة الدراسة مرةً والمقارنة بين الشركات على مستوى الدول مرةً أخرى، والتعرف على أسباب ارتفاع أو انخفاض تلك المتغيرات، إذ يمكن ذلك من التعرف على مكانة كل شركة بين الشركات الأخرى، والثاني هو التحليل القياسي الذي يتم من خلاله تقدير كل من نوعية العوائد وفصلها حسب مكوناتها وكفاءة الاستثمار (النقص في الاستثمار أو الإفراط به)، فضلاً عن التعرف على تأثير نوعية العوائد حسب مكوناتها على كفاءة الاستثمار، ولإجراء ذلك لابد من تقديم عرض للنماذج المستخدمة في الجانب القياسي التي لم يتم عرضنا في الإطار النظري للدراسة وتوصيف متغيراتها وتحقيق التكامل المنهجي.

أولاً: توصيف وتشخيص نماذج الدراسة

1. النماذج الخاصة بتقييم نوعية العوائد

إن نوعية العوائد مفهوم متعدد الأبعاد ويمكن النظر إليه من زوايا متعددة، لذلك فقد طور الباحثون عدة نماذج مختلفة لتقييم تلك النوعية، والتي ترتبط بالخصائص المرغوبة للمعلومات المالية، وعلى الرغم من تعدد تلك النماذج إلا أنه لا يوجد نموذج شامل أظهر تفوقه على بقية النماذج، أو نموذج قادر على جمع كافة سمات العوائد يمكن استخدامه لجميع أنواع القرارات فضلاً عن عدم وجود آلية أو طريقة يمكن من خلالها الاسترشاد إلى النموذج الأفضل من بين تلك النماذج، لذا فإن اختيار النموذج المناسب يمثل قضية بحثية حرجية، من المحتمل أن يكون لها تأثير على نتائج الدراسة، ولسوء الحظ هنالك القليل من التوجهات حول النموذج الأفضل لتقييم نوعية العوائد وفي أي ظرف أو دراسة يستخدم، علاوة على ذلك فإن الدراسة في العلاقات بين أبعاد نوعية العوائد المختلفة محدود والاستنتاجات مختلفة، إذ تتعامل بعض الدراسات مع نماذج نوعية العوائد على أنها بدائل وتختبر الفرضيات المقترحة حول محددات نوعية العوائد أو عواقبها باستخدام نموذج واحد، إلا أن هذا النموذج قد لا يقيس البنية النظرية

بشكل مناسب، أي عدم وجود توافق بين البناء النظري لفائدة القرار والأنموذج المستخدم، وفي محاولة لفهم نوعية العوائد قام كل من (Dechow et al., 2010) بإنجاز دراسة شاملة لتحديد أفضل سمة لنوعية العوائد (الأنموذج الأمثل للتقدير) وبعد مراجعة لأكثر من (300) مقالة عن الموضوع وجدوا أن من بين جميع النماذج التي تم فحصها لم يكن هناك أنموذج مثالي يصلح لجميع القرارات، لانه ملائمة أنموذج تقييم نوعية العوائد يكون ذا صلة بالقرار، ومع ذلك وجد الباحثون أن أنموذج نوعية المستحقات هو الأنموذج الأكثر استخداماً في تقييم نوعية العوائد (Almaharmeh, 2017:64)، لذا فان اختيار أنموذج لتقييم نوعية العوائد يعتمد على منهجية الدراسة المطروحة ومدى توفر البيانات، فمن اجل الحصول على فهم أكثر شمول والتقاط جوانب مختلفة لنوعية العوائد استخدم الباحث أربعة نماذج لتقييم نوعية العوائد وهي (نوعية المستحقات، المستحقات غير الطبيعية، تجانس العوائد، القدرة على التنبؤ) لإيجاد نوعية العوائد على مستوى كل شركة من الشركات عينة الدراسة وان الأسباب التي دعت إلى استخدام هذه النماذج هي:

- أ. توافق البنية الأساسية والمنهجية بين تلك النماذج وأنموذج فصل مكونات نوعية العوائد وأنموذج تقدير كفاءة الاستثمار، إذ تعتمد تلك النماذج على محددات المتغير المعتمد كمتغيرات تفسيرية، وتأخذ الجزء الذي لا تفسره تلك المحددات (بواقي الأنموذج) باعتباره المتغير المراد تقديره (نوعية العوائد، نوعية العوائد الجوهرية، النقص في الاستثمار والإفراط به) ويتم الوصول إلى بواقي الأنموذج من خلال طرح المتغير المعتمد المقدر بدلالة المتغيرات التفسيرية من المتغير المعتمد الفعلي.
- ب. إن تلك النماذج أكثر شمولاً في التعبير عن أبعاد مفاهيم نوعية العوائد فأنموذج نوعية المستحقات اقرب ما يكون الى مفهوم نوعية العوائد وفق المنظور الاقتصادي، أما أنموذج المستحقات غير الطبيعية فانه أكثر تعبيراً عن مفهوم نوعية العوائد وفق منظور إدارة العوائد، أما أنموذجي القدرة على التنبؤ وتجانس العوائد فإنها أكثر ارتباطاً بمفهوم نوعية العوائد وفق منظور فائدة القرار ومنظور مستخدمي القوائم المالية، كما إن أنموذج تجانس العوائد قادر على التقاط سمات أخرى لنوعية العوائد كالاستمرارية.
- ت. إن استخدام النماذج القائمة على السوق تعطي رقماً واحداً لنوعية العوائد على مستوى كل الشركات، إذ من الصعب إيجاد نوعية العوائد لكل شركة، لان المعلومات التي تعبر عن نوعية العوائد في تلك النماذج هي ميل معاملات الانحدار ومعامل التحديد وان تطبيق تلك النماذج على مستوى كل شركة يتطلب سلسل زمنية طويلة من البيانات التي يصعب توفرها في الشركات العراقية.

ث. إن النماذج القائمة على السوق تقدر نوعية العوائد من وجهة نظر السوق فإذا كانت تلك النظرة صحيحة وواقعية فلا داعي لتقدير نوعية العوائد لأغراض التقييم والتعاقد.

2. الأنموذج الخاص بفصل نوعية العوائد إلى مكوناتها (Jr,2014:57)

(Musa& Latif ,2017:668) (Rezaee&Tuo, 2017:9)

$$\text{Total EQ}_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \text{Size}_{jt} + \beta_2 \sigma \text{CFO}_{jt} + \beta_3 \sigma \text{Sales}_{jt} + \beta_4 \text{OperCycle}_{jt} + \beta_5 \text{NegEarn}_{jt} + \mu$$

إذ إن:

Total EQ_j: مقياس الباحث لنوعية العوائد الإجمالية للشركة.

Size_{jt}: حجم الشركة z يعبر عنه باللوغاريتم الطبيعي لمجموع الموجودات في السنة t .

σCFO_{jt} : الانحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية للشركة z للملاحظات الخمس الأخيرة.

σSales_{jt} : الانحراف المعياري لمبيعات الشركة z للملاحظات الخمس الأخيرة.

OperCycle_{jt} = الدورة التشغيلية للشركة z في السنة t .

NegEarn_{jt} = عدد السنوات التي حقق بها الشركة z لصافي دخل سلبي قبل البنود غير العادية للملاحظات الخمسة الأخيرة.

μ_{jt} = البواقي في معادلة الانحدار.

3. الأنموذج الخاص بتقييم كفاءة الاستثمار

يتم تقييم كفاءة الاستثمار باستخدام نماذج الانحدار المختلفة التي تبنى على استخدام الاستثمار كمتغير معتمد وبعض المؤشرات المالية للشركة كمتغيرات مستقلة، وتمثل بواقي تلك النماذج تقدير لعدم كفاءة الاستثمار فكلما زادت الأرقام المطلقة للبواقي زاد الانحراف عن مستوى الكفاءة في الاستثمار بحيث تشير البواقي الايجابية إلى الإفراط في الاستثمار أما البواقي السلبية فتشير إلى النقص في الاستثمار (Cherkasova& Rasadi,2017:455) ولتقييم كفاءة الاستثمار في الشركات نعتمد على الأنموذج الذي جاء به (Mcnichols&Stubben,2008) والصيغة الآتية توضح ذلك: (Shin et.al,2019,11)

$$\text{Invest}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{TQ}_{i,t-1} + \beta_2 \text{CFO}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Grow}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Invest}_{i,t-1} + e_{i,t}$$

إذ إن:

Invest_{i,t}: الزيادة في النفقات الرأسمالية المستخرجة من كشف التدفق النقدي إلى أجمالي الموجودات في بداية السنة.

$TQ_{i,t-1}$: القيمة السوقية للأسهم + القيمة الدفترية للدين / القيمة الدفترية لأجمالي الموجودات.
 $CFO_{i,t-1}$: التدفق النقدي التشغيلي من العمليات إلى أجمالي الموجودات في بداية السنة.
 $Grow_{i,t-1}$: أجمالي الموجودات في نهاية السنة - أجمالي الموجودات بداية السنة / أجمالي الموجودات بداية السنة.
 $e_{i,t}$: بواقي الأنموذج.

إن بناء الأنموذج يعتمد على ما توصل إليه كل من (Modigliani & Miller, 1958) الذين توصلوا إلى إن استثمارات الشركات تعتمد على فرص الاستثمار المتاحة فقط ووفقاً لـ (Tobin's, 1969) الذي يرى أن نسبة (Tobin's Q) تلخص فرص الاستثمار في الشركات (Shin et.al, 2019, 11) إذ يمكن لـ نسبة Q إن تعكس صافي القيمة الحالية لاستثمارات الشركات ووفقاً لكل من (Hartzell et al, 2006) و (McLean et al., 2012) فإن حساسية Q للاستثمار ترتبط بشكل كبير بكفاءة الاستثمار لألحقه للشركات، ويتم تضمين التدفق النقدي التشغيلي للتحكم في الاختلافات في قدرة التمويل الداخلي للشركة على تمويل الاستثمار (Shin et.al, 2019, 11) بحيث تشير حساسية التدفق النقدي للاستثمار إلى الاحتكاكات والتشوهات في قرارات الإدارة التي تؤدي إلى محدودية التمويل الخارجي والاعتماد على التمويل الداخلي لتمويل الاستثمار (Cherkasova & Rasadi, 2017: 455) كما يمكن لحجم الاستثمارات السابقة ومعدلات النمو أن تؤثر على حجم الاستثمار في الشركات (Shin et.al, 2019, 11).

4. الأنموذج الخاص بقياس تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار

إن التعرف على مدى تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار يتطلب إيجاد كل من معلمات نوعية العوائد (الكلية، الجوهرية، التقديرية) ومن ثم اختبار تأثير كل من تلك المعلمات بصورة مستقلة على كفاءة الاستثمار بحيث يتم تطبيق الأنموذج الخاص باختبار تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار مرتين من خلال تبديل المعلمات الخاصة بنوعية العوائد، ولأنه كفاءة الاستثمار توضح مدى انحراف الشركات عن مستوى الكفاءة في استثماراتها عبر النقص في الاستثمار التي يكون فيها بواقي الأنموذج سالبة والافراط في الاستثمار التي تكون بواقي الأنموذج فيها موجبة واسترشاداً بالدراسات السابقة يتم استخدام القيم المطلقة لكفاءة الاستثمار ونوعية العوائد تشير القيم الأعلى إلى انخفاض كفاءة الاستثمار ونوعية العوائد (Rad et al., 2016: 142)، على إن يتم اختبار EQ للعام السابق على IE للعام الحالي (Cherkasova & Rasadi, 2017: 454)، ومن ثم اختبار تلك العلاقة من خلال الأنموذج التالي:

$$IE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EQ_{i,t-1} + \sum_n \beta_n \text{Control Varn}_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

$IE_{i,t}$: كفاءة الاستثمار (النقص في الاستثمار والافراط به)

$EQ_{i,t-1}$: نوعية العوائد (الكلية، الجوهرية، التقديرية)

$\text{Control Varn}_{i,t-1}$: المتغيرات الضابطة والتي تمثل كل من:

Size: اللوغاريتم الطبيعي لأجمالي الموجودات

Age: عمر الشركة

Slack: نسبة النقد إلى أجمالي الموجودات

Collpen: متوسط فترة التحصيل للإيرادات بالأيام محسوبة كنسبة مئوية للذمم المدينة إلى الإيرادات التشغيلية مضروبة في 360.

5. الانموذج الخاص باختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

يعد التوزيع الطبيعي ذا أهمية كبيرة وبالأخص عندما يكون التنبؤ هو الغرض الاساسي من تقدير معاملات الانموذج وهناك عدة اختبارات تحقق هذا الغرض من أهمها اختبار (Test-Jarque Bera) وهو اختبار يجمع بين اختبار (Skewness) واختبار (Kurtosis) وتحت فرضية العدم القائلة بأن حدود الخطأ موزعة توزيعاً طبيعياً تكون إحصائية BJ موزعة حسب قانون كأي تربيع، وتحسب علي النحو التالي:

$$BJ = n \left(\frac{S^2}{6} + \frac{(k-3)^2}{24} \right) \sim \chi^2_{1-\frac{\alpha}{2}}$$

فاذا كانت $BJ < \chi^2_{1-\frac{\alpha}{2}}$ نرفض الفرضية البديلة ونقبل بفرضية العدم والتي تنص على ان البواقي تتوزع توزيعاً طبيعياً، وقد تم عرض نتائج هذا الاختبار في الملاحق (من 1 الى 13) والتي يتضح من خلالها ان كافة بواقي النماذج المقدره تتوزع توزيعاً طبيعياً، لان الاشكال تاخذ الشكل الطبيعي للبيانات وهذا ما تؤكد قيم (Skewness) القريبة من الصفر، فضلاً على ان قيم (P-Value) كانت اكبر من مستوى المعنوية والبالغة (0.05) مما يشير الى قبول الفرضية البديلة.

ثانياً. توصيف وتشخيص المتغيرات الداخلة في نماذج الدراسة

إن الهدف من إعطاء وصف دقيق وتشخيص للمتغيرات الداخلة في نماذج الدراسة هو لبيان الكيفية التي تم من خلالها احتساب تلك المتغيرات من واقع القوائم المالية للشركات عينة الدراسة، في محاولة لإيصال وتوضيح التركيبة المتكاملة للإطار التطبيقي للدراسة وتوضيح الترابطات والتفسيرات المنطقية للآلية التي تعمل بها تلك النماذج، ويمكن بيان تلك المتغيرات وفق الآتي:

1. **مجموع المستحقات المتداولة** تم إيجاد مجموعة المستحقات المتداولة من خلال التغير في الموجودات المتداولة مطروح منها التغير في المطلوبات المتداولة ومطروح منها التغير في النقد ومضاف إليها التغير في القروض قصيرة الأجل، وقد تم الحصول على تلك البيانات من خلال الميزانيات العمومية للشركات عينة الدراسة.
2. **أجمالي المستحقات:** يمثل هذا البند مجموع المستحقات المتداولة مطروح منها مصاريف الاندثار والإطفاء والذي يتم حسابه بالاعتماد على الميزانية العمومية وكشف الدخل للشركات عينة الدراسة.
3. **اجمالي الموجودات** يعكس هذا المتغير استخدامات الأموال في الشركات الصناعية عينة الدراسة، أي المجالات التي توظف بها الشركات أموالها، وتمثل الجانب الأيمن من الميزانية العمومية، والتي تقسم إلى الموجودات المتداولة (النقود وشبه النقود والمخزون والمدينون الخ) والموجودات الثابتة (عقارات ومصانع واستثمارات طويلة الأجل ومشاريع تحت التنفيذ الخ).
4. **الأبنية والمصانع والمعدات:** وتمثل أحد أجزاء الموجودات الثابتة الأكثرها أهمية في الشركات الصناعية ويحسب من خلال القيمة الدفترية للأبنية والمصانع والمعدات.
5. **التغير في الإيرادات:** تمثل المبيعات المصدر الرئيس للإيرادات التشغيلية في الشركات الصناعية فضلاً عن الإيرادات العرضية أو غير المتكررة التي لم يتم أخذها في الاعتبار عند احتساب هذا البند بسبب طبيعتها الغير متكررة، لذا فقد تم حساب هذا البند من خلال طرح الإيرادات التشغيلية الحالية من سابقتها.
6. **التغير في الذمم المدينة:** تمثل الذمم المدينة بمستحقات الشركة على عملاءها الناتجة عن بيعها للسلع والمنتجات على أساس الائتمان التجاري، إذ تم احتساب هذا البند من خلال إيجاد الفرق بين المشاهدة اللاحقة والسابقة التي تم استخراجها من الميزانيات العمومية للشركات الصناعية عينة الدراسة.

7. **صافي الدخل:** تم احتساب الدخل التشغيلي والمتمثل بالفرق بين الإيرادات التشغيلية والمصاريف التشغيلية، والمعبر عنه بالعائد قبل الفوائد والضرائب دون الأخذ في الاعتبار بنود الإيرادات والمصروفات غير العادية.
8. **العائد الى الموجودات:** تم إيجاده من خلال قسمة صافي الدخل الى مجموع الموجودات وتم الحصول على مدخلاته من كشف الدخل والميزانية العمومية للشركات عينة الدراسة.
9. **التدفق النقدي التشغيلي:** ويمثل بالتدفقات النقدية التشغيلية الداخلة مطروح منها التدفقات النقدية الخارجة، وتم استخراجها من كشف التدفق النقدي للشركات عينة الدراسة.
10. **الاستثمار:** ويمثل بالنفقات الراسماليه الجديدة والتي تم إيجادها من خلال طرح النقد المدفوع لشراء الموجودات الثابتة والموجودات غير الملموسة الأخرى من النقد المقبوض الناتج عن بيع الموجودات سابقة الذكر.
11. **نسبة Tobin's Q:** تم إيجاد هذه النسبة من خلال احتساب القيمة السوقية لأسهم الشركة الناتجة عن ضرب عدد الأسهم في سعر إغلاقها السنوي وجمعها مع القيمة الدفترية للدين وتقسيم الناتج على القيمة الدفترية لإجمالي الموجودات.
12. **النمو في الموجودات:** تم احتساب النمو في الموجودات من خلال طرح الموجودات السابقة من الموجودات الحالية وتقسيم الناتج على الموجودات السابقة.

المبحث الثاني

تقدير نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار للشركات الصناعية العربية عينة الدراسة

يتم تقدير نوعية العوائد باستخدام أربعة نماذج وهي كل من (نوعية المستحقات، والمستحقات غير الطبيعية، وتجانس العوائد، والقدرة على التنبؤ)، فضلاً عن تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات من خلال استخدام الأنموذج التي جاء به (Mcnichols&Stubben, 2008) والمبني على انحدار حجم الاستثمار الفعلي باعتباره متغيراً معتمداً الى محددات تلك الكفاءة بعدها متغيرات مستقلة، ومن الملاحظ ان هنالك تناسق وتوافق كبيران في آلية تطبيق النماذج التي يتم من خلالها تقدير متغيرات الدراسة، اذ يتم تقدير معاملات نماذج الانحدار لايجاد متغيرات نماذج الدراسة المقدره ومن ثم طرحها من نظيرتها الفعلية للوصول الى البواقي التي تعبر عن ذلك المتغير، وقد تم تطبيق كل أنموذج من نماذج الدراسة لثلاثة مرات للشركات العراقية مرة وللشركات الكويتية مرة، ومرة اخرى للشركات السعودية، لذا فقد تم تقسيم المبحث الى:

أولاً. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج نوعية المستحقات

إن العوائد التي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالتدفقات النقدية تعد ذات نوعية عالية، فكلما ارتفع المكون النقدي للعوائد زادت نوعيتها وبالعكس، إذ تعرف نوعية العوائد بناءً على هذا المدخل بأنها درجة اقتراب عوائد الشركة مع تدفقاتها النقدية ونتيجة لذلك فان انخفاض المستحقات يدل على ارتفاع نوعية العوائد، لان المستحقات تخضع للتقدير والتلاعب أكثر من التدفقات النقدية وبهذا توضح نوعية المستحقات الدرجة التي تكون فيها المستحقات عرضة للخطأ فيما يتعلق بالتقدير حتى عندما لا تتصرف الشركة بشكل انتهازي، وبهذا فقد تم تقدير نوعية المستحقات للشركات الصناعية العربية عينة الدراسة للكشف عن مدى قدرة المتغيرات المستقلة الداخلة في الأنموذج على تفسير المستحقات الحالية لتلك الشركات ووفق الآتي:

1. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج نوعية المستحقات للشركات الصناعية العراقية

لغرض توفيق أنموذج انحدار يتم من خلاله التعرف على تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير المعتمد لابد من استيفاء شرط الاستقرار للمتغيرات الداخلة في الأنموذج للابتعاد عن الوقوع في فخ الانحدار الزائف، ويتم ذلك من خلال:

أ. اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لمتغيرات نموذج نوعية المستحقات للشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة.

يعتبر اختبار (Augmented Dickey-Fuller) من أكثر الاختبارات شيوعاً في التعرف على مدى استقرارية المتغيرات الداخلة في نماذج الانحدار، وقد تم اختبار استقرارية المتغيرات المستقلة وهي كل من $(CFO_{i,t}, CFO_{i,t+1}, CFO_{i,t-1}, PPE_{i,t}, \Delta Rev_{i,t})$ فضلاً عن المتغير المعتمد $(TCA_{i,t})$ والجدول (4) يوضح نتائج ذلك الاختبار.

الجدول (4)

نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات نموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

النتيجة	p-value	المختبر الاحصائي	المتغير
		Augmented Dickey- Fuller test statistic	
مستقر عند المستوى	0.172	23.5017	$CFO_{i,t-1}$
مستقر عند المستوى	0.3252	20.1367	$CFO_{i,t}$
مستقر عند المستوى	0.1666	23.6559	$CFO_{i,t+1}$
مستقر عند الفرق الاول	0.0895	26.468	$\Delta Rev_{i,t}$
مستقر عند الفرق الاول	0.0556	33.1256	$PPE_{i,t}$
مستقر عند المستوى	0.3516	19.6719	$TCA_{i,t}$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (4) ان كل من متغيرات التدفقات النقدية التشغيلية بأجلها المختلفة $(CFO_{i,t-1}, CFO_{i,t}, CFO_{i,t+1})$ فضلاً عن المستحقات الحالية للشركات $(TCA_{i,t})$ كانت مستقرة عنده المستوى لان قيمة (p-value) لتلك المتغيرات كانت اكبر من مستوى المعنوية البالغ (0.05)، وبعد اخذ الفرق الأول استقرت بقية المتغيرات الأخرى وهي كل من التغير في الإيرادات $(\Delta Rev_{i,t})$ والزيادة في الممتلكات والمصانع والمعدات $(PPE_{i,t})$ ، مما يدل على استقرار متغيرات نموذج نوعية المستحقات الخاص بالشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة.

ب. نتائج تقدير نوعية العوائد للشركات الصناعية العراقية وفق أنموذج نوعية المستحقات

بعد أن اتضح استقرارية المتغيرات الداخلة في أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة، تم تطبيق أنموذج نوعية المستحقات للحصول على أفضل أنموذج مقدر، وأظهرت نتائج التطبيق استبعاد المتغير المستقل التغير في الإيرادات ($\Delta Rev_{i,t}$) لعدم معنويته، وإن ذلك قد يكون ناتج على أن تغير الإيرادات أدى إلى تغير الذمم المدينة والدائنة بنفس المستوى دون أن يؤدي ذلك إلى تغير المستحقات الحالية للشركات ($TCA_{i,t}$)، والجدول (5) يوضح نتائج ذلك التطبيق.

الجدول (5)

نتائج تطبيق أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000082	0.005567	-0.014729	0.9883
$CFO_{i,t-1}$	0.119819	0.051991	2.304592	0.0263
$CFO_{i,t}$	-0.174834	0.044879	-3.895645	0.0004
$CFO_{i,t+1}$	0.022331	0.050826	2.939371	0.005
PPE_{it}	-0.458214	0.150864	-3.037255	0.0041
R-squared	0.322721	Mean dependent var		-0.31106
Adjusted R-squared	0.273164	S.D. dependent var		1.192144
S.E. of regression	1.026647	Sum squared resid		43.21416
F-statistic	6.512127	Durbin-Watson stat		1.87844
Prob(F-statistic)		0.001050		
Unweighted Statistics				
R-squared	0.133457	Mean dependent var		-0.009959
Sum squared resid	0.085432	Durbin-Watson stat		1.704326

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

تشير النتائج في الجدول (5) إلى أن الزيادة في كل من ($CFO_{i,t-1}$) و ($CFO_{i,t+1}$) تؤدي إلى زياد في المتغير المعتمد ($TCA_{i,t}$) وهو ما تبينه قيمة المعلمة (Coefficient) لكلا المتغيرين والبالغة (0.119819) و (0.022331) على التوالي مما يعني أن المتغيرات سابقة الذكر ذات تأثير إيجابي على المتغير المعتمد، أي أن الزيادة في كل من ($CFO_{i,t-1}$) و ($CFO_{i,t+1}$) بمقدار دينار واحد تؤدي إلى زيادة ($TCA_{i,t}$) بمقدار (0.119819) و (0.022331) دينار على التوالي مما ينعكس سلباً على نوعية العوائد، كما يتضح أن كل من ($CFO_{i,t}$) و ($PPE_{i,t}$) ذات تأثير سلبي على المتغير المعتمد ($TCA_{i,t}$)، أي أن زيادة المتغيرات المستقلة سابقة الذكر بمقدار دينار واحد تؤدي إلى انخفاض المتغير المعتمد ($TCA_{i,t}$) بمقدار (0.174834) و (0.458214) دينار على التوالي، مما ينعكس إيجاباً على نوعية العوائد وهذا ما توضحه قيمة المعلمة

(Coefficient) للمتغيرات سابقة الذكر، وقد جاءت تلك المتغيرات بشكل متوافق مع قيمها النظرية، إذ نجد أن بعض الشركات تمتلك صافي راس مال تشغيلي سالب لهذا يمكن أن تؤدي الاستثمارات الإضافية في المنشآت والممتلكات والمعدات إلى مستحقات سالبة، لأن المطلوبات التشغيلية تنمو بمعدل أكبر من الموجودات التشغيلية، كما يتضح معنوية معاملات الانحدار المقدرة لكافة المتغيرات الداخلة في الأنموذج وهذا ما توضحه قيمة الـ (prob.t) لتلك المتغيرات وهي أصغر من نسبة المعنوية البالغة (0.05) مما يعني أن تلك المتغير ذات أهمية في التأثير على المتغير المعتمد ($TCA_{i,t}$)، كما بلغت قيمة (R-squared) (0.322721) مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته أكثر من (32%) من التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد ($TCA_{i,t}$) وأن النسبة المتممة تعود إلى متغيرات أخرى لم تدخل في الأنموذج، كما بلغت الـ (Prob.F) ما قيمته (0.001050) وهي أقل من نسبة المعنوية البالغة (0.05) مما تشير إلى المعنوية الكلية للأنموذج، ومن خلال مقارنة إحصائية (Durbin-Watson) المحسوبة البالغة (1.87844) مع قيمة (Durbin-Watson) الجدولية لـ (N=45) و (K=5) عنده مستوى معنوية (0.05) يتضح عدم وجود ارتباط ذاتي بين أخطاء أنموذج الانحدار لأن (du <= D.W < 4-1.287 < 1.6982 < 1.287) مما يعني قبول فرضية عدم التناص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين أخطاء أنموذج الانحدار.

2. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج نوعية المستحقات للشركات الصناعية الكويتية.

أ. اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لمتغيرات أنموذج نوعية المستحقات للشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة.

تم استخدام اختبار (Augmented Dickey-Fuller) للتعرف على ما إذا كانت الصدمات في المتغيرات المبحوثة مؤقتة بحيث تعود قيم تلك المتغيرات إلى وسطها في الأجل الطويل أو أن تلك الصدمات دائمية مما يعني أن تلك المتغيرات غير مستقرة والجدول (6) يبين نتائج ذلك الاختبار.

الجدول (6)

نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية الكويتية

النتيجة	p-value	المختبر الإحصائي	المتغير
		Augmented Dickey-Fuller test statistic	
مستقر عند الفرق الاول	0.20289	35.3848	$CFO_{i,t-1}$
مستقر عند الفرق الاول	0.13410	33.4555	$CFO_{i,t}$
مستقر عند الفرق الاول	0.21820	35.6240	$CFO_{i,t+1}$
مستقر عند الفرق الثاني	0.05951	33.1564	$\Delta Rev_{i,t}$
مستقر عند الفرق الاول	0.1928	37.6582	$PPE_{i,t}$
مستقر عند المستوى	0.10561	26.4849	$TCA_{i,t}$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (6) ان متغيرات الأنموذج للشركات الصناعية الكويتية مستقرة عنده درجات مختلفة، اذ يتضح ان المتغير المعتمد ($TCA_{i,t}$) مستقر عنده المستوى وذلك لان قيمة (p-value) لذلك المتغير اكبر من مستوى المعنوية البالغة (0.05)، وبعد اخذ الفرق الأول استقرت المتغيرات المتبقية وهي كل من ($CFO_{i,t-1}$ ، $CFO_{i,t}$ ، $CFO_{i,t+1}$ ، $PPE_{i,t}$) باستثناء المتغير ($\Delta Rev_{i,t}$) اذ بلغت قيمة (p-value) لتلك المتغيرات ما قيمته (0.20289)(0.13410) (0.21820) (0.1928) على التوالي وهي اكبر من مستوى المعنوية مما يدل على استقراريتها، وبعد اخذ الفرق الثاني استقره المتغير المتبقي ($\Delta Rev_{i,t}$).

ب. نتائج تقدير نوعية العوائد للشركات الصناعية الكويتية وفق أنموذج نوعية المستحقات يتم الحكم على صحة أنموذج نوعية المستحقات باستخدام عدة معايير منها المالية والأخرى الإحصائية فوفقاً للأولى يعتبر الأنموذج ذات دقة عالية كلما اقتربت قيم المعلمات ($\beta_3, \beta_2, \beta_1$) من قيمها النظرية المتمثلة بـ ($0 < \beta_1 < 1$ ، $-1 < \beta_2 < 0$ ، $0 < \beta_3 < 1$)، اما المتغيرات الأخرى وهي كل من ($\Delta Rev_{i,t}$ ، $PPE_{i,t}$) يمكن ان تتغير طردياً او عكسياً مع المتغير المعتمد وهذا ما أثبتته البحوث السابقة، اما المعايير الإحصائية فتتمثل بمدى قدرت متغيرات الأنموذج على اجتياز اختبار (t) واختبار (F) فضلاً عن قيمة (R-squared)، والجدول (7) يبين نتائج تطبيق أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة.

الجدول (7)

نتائج تطبيق أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.002857	0.005555	-0.514328	0.6087
$CFOi_{t-1}$	0.168806	0.060326	2.798227	0.0067
$CFOi_t$	-0.268215	0.077446	-3.463267	0.0009
$CFOi_{t+1}$	0.171967	0.078198	2.199112	0.0312
$\Delta Rev_{i,t}$	0.104906	0.053839	1.948516	0.0454
$PPE_{i,t}$	-0.181205	0.083894	-2.159932	0.0343
Weighted Statistics				
R-squared		0.272952	Mean dependent var	0.077415
Adjusted R-squared		0.220267	S.D. dependent var	1.159703
S.E. of regression		1.023855	Sum squared resid	72.33129
F-statistic		5.180861	Durbin-Watson stat	1.94046
Prob(F-statistic)			0.000429	
Unweighted Statistics				
R-squared	0.128521		Mean dependent var	0.001775
Sum squared resid	0.065977		Durbin-Watson stat	1.678128

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (7) معنوية معاملات الانحدار المقدر ولكافة المتغيرات المستقلة الداخلة في الأنموذج، لان قيم الـ (Prob.t) لتلك المتغيرات كانت اقل من مستوى المعنوية البالغة (0.05)، فضلاً عن اتفاق قيم معاملات المتغيرات المستقلة مع قيمها النظرية، فزيادة الإيرادات التي تحققها الشركات بمقدار دينار واحد يؤدي الى زيادة المستحقات بمقدار (0.104906) دينار لان زيادة الإيرادات يعني زيادة العمليات التشغيلية للشركة وان تلك العمليات قد ينتج عنها مستحقات إضافية، وان زيادة الممتلكات والمباني والمعدات بمقدار دينار واحد ينتج عنه انخفاض المستحقات بمقدار (0.181205) دينار لان زيادة ذلك المتغير يؤدي الى زيادة مصاريف الاندثار والتي تؤدي الى انقاص حجم المستحقات، كما كشفت النتائج ان المتغيرات المستقلة مجتمعة تساهم بنسبة (28%) تقريباً من التغيرات التي تحدث في المستحقات الحالية بوصفها متغيراً معتمداً وهذا ما تدل عليه قيمة (R-squared) للأنموذج ككل، وكشف اختبار (F) المعنوية الكلية للأنموذج، فضلاً عن إيفاء اختبار (Durbin-Watson) لشروطه الأساسية، مما يدل على ان

أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية الكويتية قد اجتاز كافة المعايير المالية والإحصائية الخاصة بجودة التوفيق.

3. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج نوعية المستحقات للشركات الصناعية السعودية

أ. اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لمتغيرات أنموذج نوعية المستحقات للشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

يتضح من خلال الجدول (8) ان كافة متغيرات أنموذج نوعية المستحقات مستقرة عنده درجات مختلفة فالتدفقات النقدية السابقة (CFO_{it-1}) واللاحقة (CFO_{it+1}) فضلاً عن التغير في الإيرادات (ΔRev_{it}) والزيادة في المصانع والممتلكات والمعدات (PPE_{it}) مستقره عند المستوى لان قيمة (p-value) لتلك المتغيرات كانت اكبر من مستوى المعنوية البالغة (0.05)، وبعد اخذ الفرق الأول استقرت بقية المتغيرات الداخلة في الأنموذج.

الجدول (8)

نتائج اختبار Dickey-Fuller Augmented لمتغيرات أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية السعودية

النتيجة	p-value	المختبر الإحصائي	المتغير
		Augmented Dickey-Fuller test statistic	
مستقر عند المستوى	0.8056	23.2310	$CFO_{i,t-1}$
مستقر عند الفرق الاول	0.0721	41.9596	$CFO_{i,t}$
مستقر عند المستوى	0.7046	25.4145	$CFO_{i,t+1}$
مستقر عند المستوى	0.0733	41.8759	ΔRev_{it}
مستقر عند المستوى	0.0539	43.4120	PPE_{it}
مستقر عند الفرق الاول	0.0576	46.5340	TCA_{it}

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

ب. نتائج تقدير نوعية العوائد للشركات الصناعية السعودية وفق أنموذج نوعية المستحقات

يتضح من خلال الجدول (9) معنوية معاملات الانحدار المقدر ولكافة المتغيرات المستقلة الداخلة في الأنموذج، لان قيم الـ (Prob.t) لتلك المتغيرات كانت اقل من مستوى المعنوية البالغة (0.05)، فضلاً عن اتفاق قيم معاملات المتغيرات المستقلة مع قيمها النظرية، فزيادة الإيرادات التي تحققها الشركات بمقدار دينار واحد يؤدي الى زيادة المستحقات بمقدار (0.189319) دينار لان زيادة الإيرادات يعني زيادة العمليات التشغيلية للشركة وان تلك العمليات قد ينتج عنها

مستحقات إضافية، وإن زيادة الممتلكات والمباني والمعدات بمقدار دينار واحد ينتج عنه انخفاض المستحقات بمقدار (0.175984) دينار، لأن زيادة ذلك المتغير يؤدي إلى زيادة مصاريف الاندثار والتي يؤدي إلى انقاص حجم المستحقات، كما كشفت النتائج أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تساهم بنسبة (51%) تقريباً من التغيرات التي تحدث في المستحقات الحالية بوصفها متغيراً معتمداً وأن التدفقات النقدية الحالية أكثر تلك المتغيرات مساهمةً وهذا ما تدل عليه قيمة كل من (R-squared) للنموذج ككل وقيمة (Coefficient) للمتغيرات المستقلة، وكشف اختبار (F) المعنوية الكلية للنموذج عند مستوى معنوية (0.05)، فضلاً عن إبقاء اختبار (Durbin-Watson) لشروطه الأساسية، مما يدل على أن نموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية السعودية قد اجتاز كافة المعايير المالية والإحصائية الخاصة بجودة التوفيق.

الجدول (9)

نتائج تطبيق نموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.00724	0.005294	-1.36755	0.1759
$CFO_{i,t-1}$	0.27057	0.061648	4.388937	0.0000
$CFO_{i,t}$	-0.33893	0.073932	-4.584339	0.0000
$CFO_{i,t+1}$	0.13687	0.066089	2.070991	0.0421
$\Delta Rev_{i,t}$	0.189319	0.030792	6.148417	0.0000
$PPE_{i,t}$	-0.175984	0.077825	-2.26129	0.0269
Weighted Statistics				
R-squared		0.514133	Mean dependent var	0.000439
Adjusted R-squared		0.478926	S.D. dependent var	0.034508
S.E. of regression		0.024902	Sum squared resid	0.042789
F-statistic		14.60286	Durbin-Watson stat	1.621546
Prob(F-statistic)			0.000000	
Unweighted Statistics				
R-squared	0.216042		Mean dependent var	0.000606
Sum squared resid	0.048056		Durbin-Watson stat	1.609105

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

ثانياً. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية

يسعى أنموذج المستحقات غير الطبيعية الى تقسيم المستحقات الى قسمين، الاول المستحقات الطبيعية او العادية التي لا تخضع للتقدير، والثانية المستحقات غير الطبيعية او التقديرية التي تخضع للتقدير، بهدف التعرف على التشوهات في اداء الشركات الناتج عن ادارة العوائد، بحيث تعكس نتيجة معادلة الأنموذج المستحقات الطبيعية اما بواقى الأنموذج فتعكس المستحقات غير الطبيعية والتي تمثل مقياس عكسي لنوعية العوائد.

1. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية للشركات الصناعية العراقية أ. اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لمتغيرات أنموذج المستحقات غير الطبيعية للشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة.

يتضح من خلال الجدول (10) ان كل من العائد الى الموجودات ($ROA_{i,t}$) والمستحقات الحالية (TAit) يعطيان درجة سكون متطابقة في المستوى مما يشير الى تكاملهما من نفس الدرجة، لان قيمة (p-value) لتلك المتغيرات كانت اكبر من مستوى المعنوية البالغة (0.05)، وعلى الرغم من اخذ الفرق الأول الذي ادى الى استقرار متغير الزيادة في الممتلكات والمصانع والمعدات ($PPE_{i,t}$) الا ان المتغير ($\Delta Rev_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}$) لم يستقر، مما دعاه الى اخذ الفرق الثاني الذي استقر عنده بحيث أصبحت (p-value) لذلك المتغير اكبر من مستوى المعنوية البالغة (0.05)، والجدول (10) يوضح نتائج ذلك الاختبار.

الجدول (10)

نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج المستحقات غير الطبيعية

في الشركات الصناعية العراقية

المتغير	المختبر الاحصائي Augmented Dickey-Fuller test statistic	p-value	النتيجة
$\Delta Rev_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}$	40.8125	0.067	مستقر عند الفرق الثاني
$PPE_{i,t}$	33.5687	0.0852	مستقر عند الفرق الاول
$ROA_{i,t}$	21.6905	0.246	مستقر عند المستوى
TAit	25.0272	0.1242	مستقر عند المستوى

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

ب. نتائج تقدير نوعية العوائد للشركات الصناعية العراقية وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية

تم تطبيق أنموذج المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة وأظهرت نتائج التطبيق أستبعاد المتغير المستقل (ROA_{it}) لعدم معنويته ، وقد يكون ناتج عن التغير في الجزء النقدي من العوائد من دون اي تغير في جزء المستحقات على اعتبار ان العوائد تمثل مجموع الجزئين سابق الذكر مما يجعل المحصلة النهائية للتغير في المستحقات (صفر)، ولان عملنا يستلزم تقدير معاملات الانحدار لإيجاد قيمة المتغير المعتمد (TA_{it}) أجمالي المستحقات الحالية للشركة المقدرة وطرحها من نظيرتها الفعلية للوصول الى بواقي الأنموذج والتي تمثل مقياس لنوعية العوائد، لهذا فان إدخال بعض المتغيرات غير المعنوية في الأنموذج يؤدي الى تظليل النتائج وهذا ما دفع الباحث الى تطبيق اسلوب (Stepwise) للحصول على أفضل أنموذج مقدر يمكن الاسترشاد به للوصول الى النتائج التي تعكس واقعية المتغير المعتمد والجدول (11) يظهر نتائج الأنموذج المقدر.

الجدول (11)

نتائج تطبيق أنموذج المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

Variable	Coefficient	Std.	t-Statistic	Prob.
C	-0.052498	0.01267	-4.143398	0.0002
$\Delta Rev_{it} - \Delta Rec_{it}$	-0.216222	0.084515	-2.558393	0.0142
PPE_{it}	0.465524	0.259862	2.391426	0.0404
Weighted Statistics				
R-squared		0.185177	Mean dependent var	- 0.425666
Adjusted R-squared		0.146376	S.D. dependent var	1.172655
S.E. of regression		1.019822	Sum squared resid	43.68153
F-statistic		4.772471	Durbin-Watson stat	1.943188
Prob(F-statistic)			0.013562	
Unweighted Statistics				
R-squared	0.025563		Mean dependent var	- 0.053804
Sum squared resid	0.330099		Durbin-Watson stat	1.19084

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (11) ان المتغيرات المستقلة (PPE_{it} ، $\Delta Rev_{it} - \Delta Rec_{it}$) ذات تأثير معنوي على المتغير المعتمد (TA_{it}) عنده مستوى معنوية (0.05) الا ان تلك المتغيرات

تختلف في اتجاه تأثيرها، إذ نجد أن زيادة المتغير المستقل ($\Delta Rev_{it} - \Delta Rec_{it}$) بمقدار دينار واحد يؤدي إلى انخفاض المتغير المعتمد (TAit) المستحقات الكلية بمقدار (0.216222) دينار، وأن هذا قد يكون ناتج على أن زيادة الإيرادات نتجه عنه زيادة في حساب المدينين والذي توافق مع زيادة أكبر في حساب الدائنين، بينما نجد أن زيادة المتغير المستقل (PPE_{it}) بمقدار دينار واحد يؤدي إلى زيادة المتغير المعتمد (TAit) بمقدار (0.465524) دينار وهذا ما تم تبريره سابقاً، كما تشير قيمة الـ (R-squared) البالغة (0.185177) إلى أن المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج تفسر ما نسبته (19%) تقريباً من التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد المستحقات الكلية (TAit) والنسبة المتممة تعود لمتغيرات أخرى لم تدخل في النموذج، كما اشترت قيمة (Prob.F) والبالغة (0.013562) المعنوية الكلية للنموذج، كما بلغت قيمة اختبار (Durbin-Watson) (1.943188) وهي قريبة من (2) مما يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين أخطاء النموذج المقدر.

2. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية للشركات الصناعية الكويتية أ. اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لمتغيرات أنموذج المستحقات غير الطبيعية للشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

يتضح من خلال الجدول (12) استقرار المتغير المستقل (ROA_{it}) العائد إلى الموجودات للشركات الصناعية الكويتية عند المستوى ، لأن قيمة (p-value) لذلك المتغير كانت أكبر من مستوى المعنوية البالغ (0.05)، وبعد أخذ الفرق الأول استقرت بقية المتغيرات الداخلة في النموذج باستثناء متغير (PPE_{it}) الممتلكات والمنشآت والمعدات والذي استقر بعد أخذ الفرق الثاني والجدول (12) يوضح ذلك.

الجدول (12)

نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج المستحقات غير

الطبيعية في الشركات الصناعية الكويتية

النتيجة	p-value	المختبر الاحصائي	المتغير
		Augmented Dickey-Fuller test statistic	
مستقر عند الفرق الاول	0.06421	43.0324	$\Delta Rev_{it} - \Delta Rec_{it}$
مستقر عند الفرق الثاني	0.0776	46.9831	PPE_{it}
مستقر عند المستوى	0.3746	31.8493	ROA_{it}
مستقر عند الفرق الاول	0.09521	44.1563	TAit

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

ب. نتائج تقدير نوعية العوائد للشركات الصناعية الكويتية وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية

تم تطبيق أنموذج المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة وأظهرت نتائج التطبيق استبعاد المتغير المستقل ($\Delta Rev_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}$) لعدم معنوية مما يفقد أهميته في التأثير على حجم المستحقات، وإن هذا قد يكون ناتجاً على أن زيادة الإيرادات قد ينتج عنه زيادة في الذمم المدينة وبنسبة مماثلة والجدول (13) يظهر نتائج تطبيق الأنموذج المقدر.

الجدول (13)

نتائج تطبيق أنموذج المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.048289	0.007091	-6.80957	0
$PPE_{i,t}$	-0.462562	0.240795	-1.920976	0.0497
$ROA_{i,t}$	0.869016	0.20854	4.167139	0.0001
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared		0.376503	Mean dependent var	-0.034588
Adjusted R-squared		0.204504	S.D. dependent var	0.073158
S.E. of regression		0.062756	Sum squared resid	0.228419
F-statistic		2.188984	Durbin-Watson stat	2.721151
Prob(F-statistic)		0.015574		
Unweighted Statistics				
R-squared	0.280209	Mean dependent var		-0.026568
Sum squared resid	0.23095	Durbin-Watson stat		3.032557

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (13) أن قيمة (R-squared) قد بلغت ما نسبته (0.376503) مما يعني أن المتغيرات المستقلة الممتلكات والمنشآت والمعدات ($PPE_{i,t}$) والعائد إلى الموجودات ($ROA_{i,t}$) تفسر ما نسبته (38%) تقريباً من التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد المستحقات الكلية (TAit) والنسبة المتممة تعود لمتغيرات أخرى لم تدخل في الأنموذج، كما أشرت نتائج الأنموذج التأثير السلبي للمتغير المستقل الممتلكات والمنشآت والمعدات على المستحقات الكلية للشركة، وعلى العكس من ذلك نجد أن المتغير المستقل العائد إلى الموجودات ذات تأثير ايجابي

على المتغير المعتمد وهو ما تم تبريره سابقاً، كما أشرت قيمة (Prob.F) المعنوية الكلية للأنموذج، ويبين الجدول ان الأنموذج المقدر لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

10- تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية للشركات الصناعية السعودية

أ. اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لمتغيرات أنموذج المستحقات غير الطبيعية للشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

يتضح من خلال الجدول (14) ان كافة متغيرات أنموذج المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية السعودية تعطي درجة سكون متطابقة في المستوى باستثناء المتغير المعتمد المستحقات الكلية (TAit) والذي استقر بعد اخذ الفرق الأول.

الجدول (14)

نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية السعودية

المتغير	المختبر الاحصائي	p-value	النتيجة
$\Delta Rev_{it} - \Delta Rec_{it}$	Augmented Dickey-Fuller test statistic	40.8213	مستقر عند المستوى
PPE_{it}		37.8595	مستقر عند المستوى
ROA_{it}		35.5687	مستقر عند المستوى
$\frac{TAit}{A_{it-1}}$		45.1256	مستقر عند الفرق الثاني

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

ب. نتائج تقدير نوعية العوائد للشركات الصناعية السعودية وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية

تم تطبيق أنموذج المستحقات غير الطبيعية للشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة وأفرزت نتائج التطبيق استبعاد المتغير المستقل (PPE_{it}) الممتلكات والمنشآت والمعدات لعدم معنويته في التأثير على المتغير المعتمد (TAit) المستحقات الكلية وذلك ، لان الاستثمار في الممتلكات والمنشآت والمعدات يتولد عنها منافع اقتصادية مستقبلية لهذا فان التغيرات في حجم العمليات التشغيلية (التغير المماثل في الموجودات والمطلوبات التشغيلية) لا يؤدي الى اي تغير في المستحقات الكلية للشركة، والجدول (15) يبين نتائج تطبيق ذلك الأنموذج.

الجدول (15)

نتائج تطبيق أنموذج المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-S atistic	Prob.
C	-0.048523	0.005224	-9.288742	0.0000
$\Delta Rev_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}$	0.316545	0.079583	3.977554	0.0002
$ROA_{i,t}$	0.250367	0.06765	3.700781	0.0004
Weighted Statistics				
R-squared		0.3203 7	Mean depe dent var	-0.887813
Adjusted R-squared		0.301478	S.D. dependent var	1.415534
S.E. of regression		0.991458	Sum squared resid	70.77516
F-statisti		16.96896	Durbin-Watson stat	1.98744
Prob(F-statistic)		0.000001		
Unweighted Statistics				
R-squared	0.080575	Mean dependent var		-0.037064
Sum squared resid	0.263365	Durbin-Watson stat		2.285234

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (15) إن المتغيرات المستقلة ($\Delta Rev_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}$ ، $ROA_{i,t}$) ذات تأثير معنوي ايجابي على المتغير المعتمد (TAit)، ويمكن تبرير سبب التأثير الطردي للمتغير ($\Delta Rev_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}$) على المستحقات الكلية والذي قد يكون ناتجاً على ان التغير في الإيرادات نتجه عنه تغيرات غير متماثلة في العمليات التشغيلية للشركات (ان المطلوبات التشغيلية تغيرت بنسبة اكبر من التغير في الموجودات التشغيلية)، مما يعني ان الزيادة في كلا المتغيرين ($\Delta Rev_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}$ ، $ROA_{i,t}$) تعمل على تخفيض نوعية العوائد في الشركات الصناعية السعودية، وهذا ما تنبته إشارة (Coefficient) لكلا المتغيرين، كما بلغت قيمة (R-squared) ما نسبته (32%) تقريباً، مما يعني إن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته (32%) من التغيرات التي تحدث في المستحقات الكلية للشركات بعدها متغيراً معتمداً والنسبة المتبقية تعود لمتغيرات اخرى لم تدخل في الأنموذج، كما أثرت قيمة (Prob.F) المعنوية الكلية للأنموذج، وتبين قيمة اختبار Durbin-Watson إن الأنموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

ثالثاً. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج تجانس العوائد.

يتم تقدير نوعية العوائد للشركات عينة الدراسة وفق أنموذج تجانس العوائد من خلال قسمة الانحراف المعياري لنسبة صافي الدخل قبل البنود غير العادية إلى أجمالي الموجودات في بداية السنة إلى الانحراف المعياري لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى أجمالي الموجودات في بداية السنة ، بحيث يعكس الناتج مدى تقلب عوائد الشركات نسبةً الى تقلب تدفقاتها النقدية، ويتم عرض ومناقشة نتائج التقدير وفق الآتي:

1. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج تجانس العوائد للشركات الصناعية العراقية

يتضح من خلال الجدول (16) الذي يعرض التوصيف الإحصائي لتجانس العوائد في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة إن أجمالي الشركات المذكورة قد حققت عوائد أكثر تجانساً في سنة (2015) بدلالة كل من وسطها الحسابي البالغ (0.344) واصغر قيمة محققة لتجانس العوائد والبالغة (0.044) واكبر قيمة لذلك التجانس والبالغة (0.098)، إلا إن انحراف قيم تجانس العوائد في تلك الشركات عن وسطها الحسابي بلغ (0.383) مما يدل على التشتت الكبير للقيم التي تعكس تجانس العوائد في الشركات العراقية المبحوثة في سنة (2015) مقارنة بسنة (2016)، كما حققت الشركات العراقية عينة الدراسة عوائد اقل تجانساً في سنة (2019) بدلالة كل من وسطها الحسابي البالغ (1.445) واصغر قيمة محققة لتجانس العوائد والبالغة (0.184) واكبر قيمة لذلك التجانس والبالغة (0.290) فضلاً عن قيمة الانحراف المعياري لذلك التجانس والبالغة (1.770)، ومن خلال ملاحظة الجدول (16) يمكن القول ان تجانس العوائد في الشركات الصناعية عينة الدراسة بعد استبعاد سنة (2018) يأخذ نمطاً تصاعدياً ابتداءً من سنة (2015) حيث حققت الشركات المذكورة عوائد أكثر تجانساً وانتهاءً في سنة (2019) حيث حققت تلك الشركات عوائد اقل تجانساً، والجدول (16) يوضح ذلك.

الجدول (16)

التوصيف الاحصائي لتجانس العوائد في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

السنة	Maximim	Minimum	Stdev	Median	Mean
2015	0.098	0.044	0.383	0.167	0.344
2016	0.140	0.046	0.270	0.359	0.375
2017	0.171	0.121	0.613	0.425	0.676
2018	0.129	0.099	0.498	0.350	0.503
2019	0.290	0.184	1.770	0.979	1.445

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Minitab 13.

2. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج تجانس العوائد للشركات الصناعية الكويتية

يتضح من خلال الجدول (17) إن أجمالي الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة قد حققت عوائد أكثر تجانسا في سنة (2016) مقارنةً بالسنوات الأخرى بدلالة كل من وسطها الحسابي البالغ (0.383) وانحرافها المعياري البالغ (0.242) مما يدل على التشتت المنخفض لتجانس العوائد وقربها من وسطها الحسابي، كما حققت تلك الشركات عوائد أقل تجانسا في سنة (2019) مقارنةً بالسنوات الأخرى بدلالة كل من وسطها الحسابي البالغ (3.370) وانحرافها المعياري البالغ (9.460) مما يدل على التشتت الكبير لتجانس العوائد بعيداً عن وسطها الحسابي كما بلغت القيم الأكبر والأصغر لتجانس العوائد في سنة (2019) أعلى مما هو عليه في بقية السنوات والجدول (17) يوضح ذلك.

الجدول (17)

التوصيف الإحصائي لتجانس العوائد في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

السنة	Maximim	Minimum	Stdev	Median	Mean
2015	4.695	0.056	1.172	0.320	0.742
2016	0.910	0.068	0.242	0.407	0.383
2017	5.172	0.083	1.282	0.401	0.772
2018	3.363	0.030	0.835	0.218	0.476
2019	37.500	0.190	9.460	0.930	3.370

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Minitab 13.

3. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج تجانس العوائد للشركات الصناعية السعودية

يتضح من خلال الجدول (18) إن الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة قد حققت عوائد أكثر تجانسا في سنة (2015) مقارنةً بالسنوات الأخرى بدلالة كل من وسطها الحسابي البالغ (0.810) وانحرافها المعياري البالغ (0.668) مما يدل على التشتت المنخفض لتجانس العوائد وقربها من وسطها الحسابي، كما حققت الشركات المذكورة عوائد أقل تجانسا في سنة (2017) مقارنةً بالسنوات الأخرى بدلالة كل من وسطها الحسابي البالغ (7.880) وانحرافها المعياري البالغ (25.980) مما يدل على التشتت الكبير لتجانس العوائد بعيداً عن وسطها الحسابي كما بلغت القيم الأكبر والأصغر لتجانس العوائد في سنة (2017) أعلى مما هو عليه في بقية السنوات والجدول (18) يوضح ذلك.

الجدول (18)

التوصيف الاحصائي لتجانس العوائد في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

السنة	Maximim	Minimum	Stdev	Median	Mean
2015	2.495	0.105	0.668	0.523	0.810
2016	15.693	0.181	3.869	0.697	1.831
2017	101.750	0.440	25.980	0.900	7.880
2018	4.543	0.043	1.274	0.363	0.952
2019	4.505	0.421	1.121	0.979	1.465

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Minitab 13.

رابعاً. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج القدرة على التنبؤ

تستخدم الأدبيات المالية إمكانية التنبؤ بالعوائد كمقياس لقدرة العوائد الحالية ومكوناتها على التنبؤ بالعوائد المستقبلية، وبهذا فإن إمكانية التنبؤ تتمثل بمدى قدرة نظام أعداد التقارير المالية بما في ذلك مكونات العوائد على تعزيز قدرة المستخدمين على التنبؤ بالعناصر التي تهمهم كالعوائد المستقبلية، وتتمثل القدرة على التنبؤ في إطار نوعية العوائد بأنها قدرة العوائد على التنبؤ بنفسها فالعوائد التي تميل لتكرار نفسها تعد ذي نوعية عالية، فمن اجل تقييم نوعية العوائد في اطار القدرة على التنبؤ تم استخدام أنموذج انحدار العوائد الحالية بعدها متغيراً مستقلاً الى العوائد المستقبلية بعدها كمتغيراً معتمد بحيث تعكس القيم الكبيرة لبواقي الأنموذج انخفاض القدرة على التنبؤ وبالتالي نوعية عوائد منخفضة.

1. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج القدرة على التنبؤ للشركات الصناعية العراقية

أ. اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لمتغيرات أنموذج القدرة على التنبؤ للشركات

الصناعية العراقية عينة الدراسة

يتضح من خلال الجدول (19) ان كلا المتغيرين (ROA_t , ROA_{t+1}) مستقران عند المستوى ، لان قيمة (p-value) لتلك المتغيرات كانت اكبر من مستوى المعنوية البالغة (0.05)، مما يعني إعطائهما درجة سكون متطابقة في المستوى، الأمر الذي يشير الى تكاملهما من الدرجة ذاتها.

الجدول (19)

نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية العراقية

النتيجة	p-value	المختبر الاحصائي	المتغير
		Augmented Dickey-Fuller test statistic	
مستقر عند المستوى	0.0698	27.5167	ROA_t
مستقر عند المستوى	0.246	21.6904	ROA_{t+1}

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

ب. نتائج تقدير نوعية العوائد للشركات الصناعية العراقية وفق أنموذج القدرة على التنبؤ

يتضح من خلال الجدول (20) معنوية معامل أنموذج الانحدار المقدر ، لان قيمة (Prob.t) للمتغير المستقل بلغت (0.0000) وهي اقل من نسبة المعنوية البالغة (0.05)، كما أشرت قيمة (β_1) والبالغة (0.963447) اقتراب المتغير المستقل من المطابقة مع المتغير المعتمد من حيث تقلبهما ارتفاعاً وانخفاضاً مما يشير إلى زيادة القدرة على التنبؤ مما يعكس نوعية عوائد عالية، كما أشرت قيمة (R-squared) والبالغة (73%) تقريباً إن المتغير المستقل (ROA_t) يفسر ما نسبته (73%) من التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد (ROA_{t+1}) والنسبة المتبقية تعود لمتغيرات أخرى لم تدخل في الأنموذج، وأظهرت قيمة (Prob.F) المعنوية الكلية للأنموذج اذ بلغت (0.000000) وهي اقل من نسبة المعنوية البالغة (0.05)، ويبين الجدول إن الأنموذج المقدر لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي ، لان قيمة (Durbin-Watson) تقترب من (2).

الجدول (20)

نتائج تطبيق أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000486	0.005401	0.090039	0.9287
ROA_t	0.963447	0.089949	10.71103	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared		0.727376	Mean dependent var	0.0122
Adjusted R-squared		0.721035	S.D. dependent var	0.1388
S.E. of regression		0.073465	Sum squared resid	0.2321
F-statistic		114.7261	Durbin-Watson stat	2.2317
Prob(F-statistic)			0.000000	
Unweighted Statistics				
R-squared	0.385614		Mean dependent var	0.0158
Sum squared resid	0.248989		Durbin-Watson stat	1.9748

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

2. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج القدرة على التنبؤ للشركات الصناعية الكويتية

أ. اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لمتغيرات أنموذج القدرة على التنبؤ للشركات

الصناعية الكويتية عينة الدراسة

يتضح من خلال الجدول (21) ان المتغير المعتمد (ROA_{t+1}) مستقر عنده المستوى ، لان قيمة (p-value) لذلك المتغير اكبر من مستوى المعنوية البالغة (0.05)، وبعد اخذ الفرق الأول استقر المتغير المستقل (ROA_t) والجدول (21) يوضح ذلك.

الجدول (21)

نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج القدرة على التنبؤ في

الشركات الصناعية الكويتية

النتيجة	p-value	المختبر الاحصائي	المتغير
		Augmented Dickey-Fuller test statistic	
مستقر عند الفرق الاول	0.0567	45.2391	ROA_t
مستقر عند المستوى	0.5765	31.8493	ROA_{t+1}

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

ب. نتائج تقدير نوعية العوائد للشركات الصناعية الكويتية وفق أنموذج القدرة على التنبؤ

يتضح من خلال الجدول (22) معنوية معامل الانحدار المقدر ، لان قيمة (Prob.t) للمتغير المستقل بلغت (0.0000) وهي اقل من نسبة المعنوية البالغة (0.05)، كما أشرت قيمة ميل معامل الانحدار المقدر والبالغة (0.805602) تقلب المتغير المستقل قريباً من المتغير المعتمد، كما أشرت قيمة (R-squared) والبالغة (55%) تقريباً ان المتغير المستقل (ROA_t) يفسر ما نسبته (55%) من التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد (ROA_{t+1}) والنسبة المتبقية تعود لمتغيرات اخرى لم تدخل في الأنموذج، وأظهرت قيمة (Prob.F) المعنوية الكلية للأنموذج، ويتضح من اختبار (Durbin-Watson) ان الأنموذج المقدر لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي ، لان قيمته تقترب من العدد (2).

الجدول (22)

نتائج تطبيق أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

Variable	Coefficient	Std.	t-Statistic	Prob.
C	0.003924	0.003376	1.162399	0.2489
ROA _{it}	0.805602	0.075531	10.66588	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared		0.609126	Mean dependent var	0.0465
Adjusted R-squared		0.603772	S.D. dependent var	0.052
S.E. of regression		0.026323	Sum squared resid	0.0506
F-statistic		113.7611	Durbin-Watson stat	1.963
Prob(F-statistic)		0.000000		
Unweighted Statistics				
R-squared	0.54602	Mean dependent var		0.0285
Sum squared resid	0.053747	Durbin-Watson stat		2.3391

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

3. تقدير نوعية العوائد وفق أنموذج القدرة على التنبؤ للشركات الصناعية السعودية

أ. اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لمتغيرات أنموذج القدرة على التنبؤ للشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

يتضح من خلال الجدول (23) ان كلا المتغيرين (ROA_t ، ROA_{t+1}) مستقران عند المستوى ، لان قيمة (p-value) لتلك المتغيرات كانت اكبر من مستوى المعنوية البالغة (0.05)، مما يعني إعطائهما درجة سكون متطابقة في المستوى، الأمر الذي يشير الى تكاملهما من الدرجة نفسها.

الجدول (23)

نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

النتيجة	p-value	المختبر الاحصائي	المتغير
		Augmented Dickey-test statistic Fuller	
مستقر عند المستوى	0.631	26.8517	ROA_t
مستقر عند المستوى	0.2269	35.4432	ROA_{t+1}

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

ب. نتائج تقدير نوعية العوائد للشركات الصناعية السعودية وفق أنموذج القدرة على التنبؤ يتضح من خلال الجدول (24) معنوية معامل أنموذج الانحدار المقدر ، لان قيمة (Prob.t) للمتغير المستقل بلغت (0.0000) وهي اقل من نسبة المعنوية البالغة (0.05)، كما أشرت قيمة (Coefficient) والبالغة (0.724467) تقلب المتغير المستقل قريباً من المتغير المعتمد، كما أشرت قيمة (R-squared) والبالغة (0.643392) تقريباً ان المتغير المستقل (ROA_t) يفسر ما نسبته (64%) من التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد (ROA_{t+1}) والنسبة المتبقية تعود لمتغيرات اخرى لم تدخل في الأنموذج، وأظهرت قيمة (Prob.F) المعنوية الكلية للأنموذج، ويتضح من اختبار (Durbin-Watson) ان الأنموذج المقدر لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي ، لان قيمته تقترب من العدد (2).

الجدول (24)

نتائج تطبيق أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.010295	0.005885	1.749213	0.0845
ROA_t	0.724467	0.062319	11.62521	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.643392	Mean dependent var	1.1856	
Adjusted R-squared	0.638507	S.D. dependent var	1.7962	
S.E. of regression	1.012971	Sum squared resid	74.906	
F-statistic	131.7066	Durbin-Watson stat	1.9601	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.50156	Mean dependent var	0.0507	
Sum squared resid	0.147414	Durbin-Watson stat	2.2521	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

خامساً. تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة

تعد كفاءة الاستثمار في الشركات احد المفاهيم النظرية حديثة الظهور في البحوث الأكاديمية، وهي حالة مثالية يصعب على الشركات الوصول اليها، لذا نجدها في الغالب تستثمر عندة النقص في الاستثمار او الافراط به، وان الاقتراب من مستوى الكفاءة في الاستثمار يمثل الوسيلة الأساسية للشركات للوصول الى مبتغاها الرئيس، فضلاً عن تحقيقه للعديد من المنافع للمتعاملين مع تلك الشركات.

تم تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات بالاعتماد على أنموذج الانحدار الذي يأخذ في الاعتبار محددات تلك الكفاءة بعدها متغيرات مستقلة وحجم الاستثمار بعده متغيراً معتمداً، فالمطابقة بين قيمة الاستثمار المتوقع الناتج من معادلة الانحدار بعد تقدير قيم المتغيرات المستقلة والاستثمار الفعلي يمثل مستوى الكفاءة بحيث تكون قيمة بواقي الأنموذج صفراً، وان الانحراف عن ذلك المستوى يعمل على ايجاد بواقي ايجابية او سلبية، تعكس الأولى الافراط في الاستثمار اما الثانية فتمثل النقص في الاستثمار.

1. تقدير كفاءة الاستثمار للشركات الصناعية العراقية

أ. اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لمتغيرات أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

الجدول (25)

نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج كفاءة الاستثمار في

الشركات الصناعية العراقية

النتيجة	p-value	المختبر الاحصائي	المتغير
		test statistic Augmented Dickey-Fuller	
مستقر عند المستوى	0.9686	8.58731	$TQ_{i,t-1}$
مستقر عند المستوى	0.5046	17.2699	$CFO_{i,t-1}$
مستقر عند الفرق الاول	0.0511	30.7076	$Grow_{i,t-1}$
مستقر عند المستوى	0.4353	18.3115	$Invest_{i,t-1}$
مستقر عند الفرق الاول	0.1424	24.3982	$Invest_{i,t}$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (25) ان كل من نسبة توبن ($TQ_{i,t-1}$) والتدفق النقدي التشغيلي ($CFO_{i,t-1}$) فضلاً عن حجم الاستثمارات السابقة ($Invest_{i,t-1}$) مستقرة عند المستوى مما يعني تكاملهما عندة نفس الدرجة وبعد اخذ الفرق الاول استقرت بقية المتغيرات وهي معدل النمو ($Grow_{i,t-1}$) وحجم الاستثمار ($Invest_{i,t}$).

ب. نتائج تقدير كفاءة الاستثمار للشركات الصناعية العراقية

تم تطبيق النموذج الخاص باختبار كفاءة الاستثمار وأظهرت نتائج عدم معنوية المتغيرات المستقلة ($Grow_{i,t-1}, TQ_{i,t-1}$)، مما يدل على أن المديرين في الشركات الصناعية العراقية لا يأخذون بنظر الاعتبار فرص النمو المتاحة المعبر عنها بنمو المبيعات ونسبة توبن (TQ) عنده تحديد حجم الاستثمارات المطلوبة، فضلاً عن عدم استغلال مدراء الشركات المذكورة سوء التسعير في السوق لتمويل استثماراتهم، مما يجعل تلك المتغيرات تفقد أهميتها بعدها من المحددات الأساسية لتلك الكفاءة، والجدول (26) يوضح نتائج ذلك التطبيق.

الجدول (26)

نتائج تطبيق نموذج تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.007774	0.004267	1.821736	0.0755
$CFO_{i,t-1}$	0.004494	0.029113	3.154351	0.00781
$Invest_{i,t-1}$	0.655244	0.091888	7.130876	0.000
Weighted Statistics				
R-squared		0.541819	Mean dependent var	0.044018
Adjusted R-squared		0.531164	S.D. dependent var	0.052726
S.E. of regression		0.034595	Sum squared resid	0.051464
F-statistic		50.8494	Durbin-Watson stat	2.071345
Prob(F-statistic)			0.000000	
Unweighted Statistics				
R-squared	0.29873		Mean dependent var	0.03594
Sum squared resid	0.054214		Durbin-Watson stat	1.949311

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (26) معنوية معاملات الانحدار المقدرة للمتغيرات المستقلة ($CFO_{i,t-1}, Invest_{i,t-1}$) الداخلة في النموذج، لأن قيمة (Prob.t) لتلك المتغيرات كانت أقل من مستوى المعنوية البالغة (0.05) مما يعني إمكانية تفسير وتحليل كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية من خلال حساسية الاستثمار للتدفق النقدي ونظرية الوكالة فضلاً عن حجم الاستثمارات السابقة، كما بلغت قيمة (R-squared) ما نسبته (54%) تقريباً مما يعني أن المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج تفسر ما نسبته (54%) من التغيرات التي تحدث في المتغير المستقل ($Invest_{i,t}$) والنسبة المتممة تعود لمتغيرات أخرى لم تدخل في النموذج، كما أشرت قيمة (Prob.F) والبالغة (0.000000) المعنوية الكلية للنموذج المقدر، وبلغه اختبار

(Durbin-Watson) ما قيمته (2.071345) وهو قريب جداً من العدد (2) مما يعني عدم وجود ارتباط ذاتي بين أخطاء الأنموذج المقدر.

2. تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية

أ. اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لمتغيرات أنموذج كفاءة الاستثمار للشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

الجدول (27)

نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

النتيجة	p-value	المختبر الاحصائي	المتغير
		Augmented Dickey-Fuller test statistic	
مستقر عند الفرق الاول	0.089	40.8773	$TQ_{i,t-1}$
مستقر عند الفرق الاول	0.1255	39.0089	$CFO_{i,t-1}$
مستقر عند المستوى	0.2697	34.2821	$Grow_{i,t-1}$
مستقر عند الفرق الاول	0.0622	42.704	$Invest_{i,t-1}$
مستقر عند الفرق الثاني	0.0684	30.0314	$Invest_{i,t}$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (27) استقرارية متغير معدل النمو عند المستوى ، لان قيمة (p-value) لذلك المتغير قد بلغت (0.2697) وهي اكبر من مستوى المعنوية البالغة (0.05)، وبعد اخذ الفرق الاول استقرت بقية المتغيرات باستثناء المتغير المعتمد حجم الاستثمار، والذي استقره عنده الفرق الثاني.

ب. نتائج تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية

تم تطبيق الأنموذج الخاص باختبار كفاءة الاستثمار وأظهرت نتائج التطبيق عدم معنوية المتغيرات المستقلة ($Invest_{i,t-1}, CFO_{i,t-1}$)، مما يعني ان الاستثمار في تلك الشركات ليس لديه حساسية اتجاه التدفقات النقدية لكونها تعمل في بيئة مالية اكثر مرونة في الحصول على مصادر التمويل، فضلا على ان الموازنة الراسمالية في تلك الشركات لا تبني على اساس حجم الاستثمار السابق وقد يكون امد تنفيذ مشاريعها الاستثمارية قصير الأجل ولا يتجاوز السنة الواحدة، مما يجعل تلك المتغيرات تفقد أهميتها بعدها من المحددات الأساسية لتلك الكفاءة، والجدول (28) يوضح نتائج ذلك التطبيق.

الجدول (28)

نتائج تطبيق أنموذج تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.031045	0.003044	10.19955	0.0000
TQ _{i,t-1}	-0.008254	0.003843	-2.14769	0.0359
Grow _{i,t-1}	0.095121	0.026891	3.537266	0.0008
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared		0.691467	Mean dependent var	0.043821
Adjusted R-squared		0.606355	S.D. dependent var	0.045329
S.E. of regression		0.024143	Sum squared resid	0.033808
F-statistic		8.124164	Durbin-Watson stat	2.22755
Prob(F-statistic)			0.000000	
Unweighted Statistics				
R-squared	0.521175		Mean dependent var	0.028371
Sum squared resid	0.037149		Durbin-Watson stat	2.721647

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (28) معنوية معاملات الانحدار المقدرة للمتغيرات المستقلة (TQ_{i,t-1}، Grow_{i,t-1}) الداخلة في الأنموذج ، لان قيمة (Prob.t) لتلك المتغيرات كانت اقل من مستوى المعنوية البالغة (0.05) مما يعني إمكانية تفسير وتحليل كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية بالاعتماد على فرص النمو ونظرية الليمون، كما بلغت قيمة (R-squared) ما نسبته (69%) تقريباً مما يعني ان المتغيرات المستقلة الداخلة في الأنموذج تفسر ما نسبته (69%) من التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد (Invest_{i,t}) والنسبة المتممة تعود لمتغيرات اخرى لم تدخل في الأنموذج، كما أشرت قيمة (Prob.F) والبالغة (0.000000) المعنوية الكلية للأنموذج المقدرة، وشر اختبار (Durbin-Watson) البالغ (2.22755) عدم وجود ارتباط ذاتي بين أخطاء الأنموذج المقدرة.

ت. تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية
أ. اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لمتغيرات نموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

الجدول (29)

نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات نموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

المتغير	المختبر الاحصائي Augmented Dickey-Fuller test statistic	p-value	النتيجة
$TQ_{i,t-1}$	37.4913	0.1633	مستقر عند المستوى
$CFO_{i,t-1}$	35.3374	0.2306	مستقر عند المستوى
$Grow_{i,t-1}$	40.6541	0.0526	مستقر عند الفرق الاول
$Invest_{i,t-1}$	37.46	0.1641	مستقر عند المستوى
$Invest_{i,t}$	49.418	0.5231	مستقر عند الفرق الاول

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (29) ان كل من نسبة توبن ($TQ_{i,t-1}$) والتدفق النقدي التشغيلي ($CFO_{i,t-1}$) فضلاً عن حجم الاستثمارات السابقة ($Invest_{i,t-1}$) مستقرة عند المستوى مما يعني تكاملهما عنده نفس الدرجة وبعد اخذ الفرق الأول استقرت بقية المتغيرات وهي معدل النمو ($Grow_{i,t-1}$) وحجم الاستثمار ($Invest_{i,t}$).

ب. نتائج تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية

تم تطبيق النموذج الخاص باختبار كفاءة الاستثمار وأظهرت نتائج التطبيق استبعاد المتغير المستقل معدل النمو ($Grow_{i,t-1}$) لعدم معنويته ، مما يدل على عدم أهمية في التأثير على حجم الاستثمار، اي ان النمو الايجابي او السلبي لا يؤثر على حجم الاستثمار في تلك الشركات، مما يجعل ذلك المتغير يفقد أهميته بعده من المحددات الأساسية لتلك الكفاءة، والجدول (30) يوضح نتائج ذلك التطبيق.

الجدول (30)

نتائج تطبيق أنموذج تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001248	0.002717	-0.459396	0.6474
TQ _{i,t-1}	0.008757	0.001973	4.439264	0.0000
CFO _{i,t-1}	0.034633	0.015184	2.28083	0.0256
Invest _{i,t-1}	0.384286	0.072327	5.31316	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared		0.545227	Mean dependent var	0.02794
Adjusted R-squared		0.526012	S.D. dependent var	0.021416
S.E. of regression		0.011017	Sum squared resid	0.008617
F-statistic		28.37399	Durbin-Watson stat	2.107323
Prob(F-statistic)			0.000000	
Unweighted Statistics				
R-squared	0.312326		Mean dependent var	0.020879
Sum squared resid	0.009033		Durbin-Watson stat	2.482933

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (30) معنوية معاملات الانحدار المقدرة للمتغيرات المستقلة (Invest_{i,t-1}، CFO_{i,t-1}، TQ_{i,t-1}) الداخلة في الأنموذج ، لان قيمة (Prob.t) لتلك المتغيرات كانت اقل من مستوى المعنوية البالغة (0.05) مما يعني إمكانية تفسير وتحليل كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية بالاعتماد على نظرية الليمون وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية ونظرية الوكالة فضلاً عن حجم الاستثمارات السابقة، كما بلغت قيمة (R-squared) ما قيمته (0.545227) مما يعني ان المتغيرات المستقلة الداخلة في الأنموذج تفسر ما نسبته (55%) تقريباً من التغيرات التي تحدث في المتغير المستقل (Invest_{i,t}) والنسبة المتممة تعود لمتغيرات اخرى لم تدخل في الأنموذج، كما أشرت قيمة (Prob.F) والبالغة (0.000000) المعنوية الكلية للأنموذج المقدر عند نسبة معنوية (0.05)، وشر اختبار (Durbin-Watson) البالغ (2.107323) عدم وجود ارتباط ذاتي بين أخطاء الأنموذج المقدر.

المبحث الثالث

تقييم وتحليل نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار للشركات الصناعية العربية والمقارنة بينها

إن التوجهات الحديثة للتحليل المالي هو البحث في ما وراء الأرقام في محاولة لاكتشاف تأثيرها على اتخاذ القرار، إذ إن الأرقام المعلنة في القوائم المالية قد لا تعبر عن صدق الأداء التشغيلي للشركات وبالنظر لكون إن العوائد هي الأساس لمعظم القرارات ونماذج تقييم الأسهم مما يتوجب أن تكون ذات نوعية عالية لضمان موثوقيتها ودقتها لعدم إمكانية الاعتماد على كميتها فقط لاتخاذ تلك القرارات، بسبب إمكانية التلاعب بها من قبل الإدارة، لذا يتوجب على أصحاب المصلحة تحليلها كمياً ونوعياً قبل اتخاذ قراراتهم بسبب ارتباطها المباشر بالدقة والموثوقية والتأكد والقدرة على التنبؤ وحسن التوقيت لاسيما وإن المستثمرين والمحللين وصانعي السياسات يحتاجون إلى معلومات موثوقة لتقييم الأداء الحقيقي للشركة قبل اتخاذ قراراتهم، ومن هنا فقد جاء هذا المبحث لتقييم وتحليل كل من نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة للتعرف على ما إذا كانت تلك الشركات تعمل في إطار المستوى المقبول من تلك المتغيرات، أي التعرف على ما إذا كانت نوعية عوائد الشركات مرتفعة أم منخفضة نسبية لأقرانها من الشركات الأخرى، فضلاً عن التعرف على ما إذا كانت تلك الشركات تستثمر عند مستوى النقص في الاستثمار أو الإفراط به، إذ من شأن ذلك إعطاء رؤية وتقييم دقيق لمكانة كل شركة من الشركات نسبةً للشركات الأخرى من خلال إجراء مقارنة بين الشركات الصناعية عينة الدراسة على مستوى كل دولة مرة وعلى مستوى الدول التي تنتمي لها مره أخرى.

أولاً. تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية العربية والمقارنة بينها

1. تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية العربية المقدره وفق أنموذج نوعية المستحقات والمقارنة بينها

تؤدي المستحقات دوراً أساسياً في تعديل الاعتراف بالتدفقات النقدية بمرور الزمن بحيث تصبح الأرقام المعدلة (العوائد) أفضل مقياس لأداء الشركة، فغالباً ما تبني المستحقات على افتراضات وتقديرات تشوبها بعض الأخطاء مما يتوجب تصحيحها، فإذا كان صافي النقد المستلم من حسابات القبض اقل من التقدير فيجب تعديل النقد المستلم الذي تم تخصيصه، وبالتالي فإن نوعية المستحقات والعوائد تنخفض مع زيادة أخطاء التقدير، وإن ضعف المطابقة بين

المستحقات المقدرة والفعلية تؤثر نوعية مستحقات متدنية، وبهذا فان اقتراب قيمة بواقى النموذج من الصفر تؤثر نوعية عوائد مرتفعة وبالعكس.

أ. تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية العراقية المقدرة وفق أنموذج نوعية المستحقات

بعد أن تم تقدير قيم المعلمات (Coefficient) للمتغيرات المستقلة الداخلة في أنموذج نوعية المستحقات تم احتساب قيمة المستحقات الحالية المقدرة ($TCA_{i,t}$) وبعد طرحها من قيمتها الفعلية تم الوصول الى بواقى النموذج، فاقتراب تلك البواقى من الصفر تدل على نوعية العوائد العالية وبالعكس، والجدول (31) يبين بواقى أنموذج نوعية المستحقات للشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة.

الجدول (31)

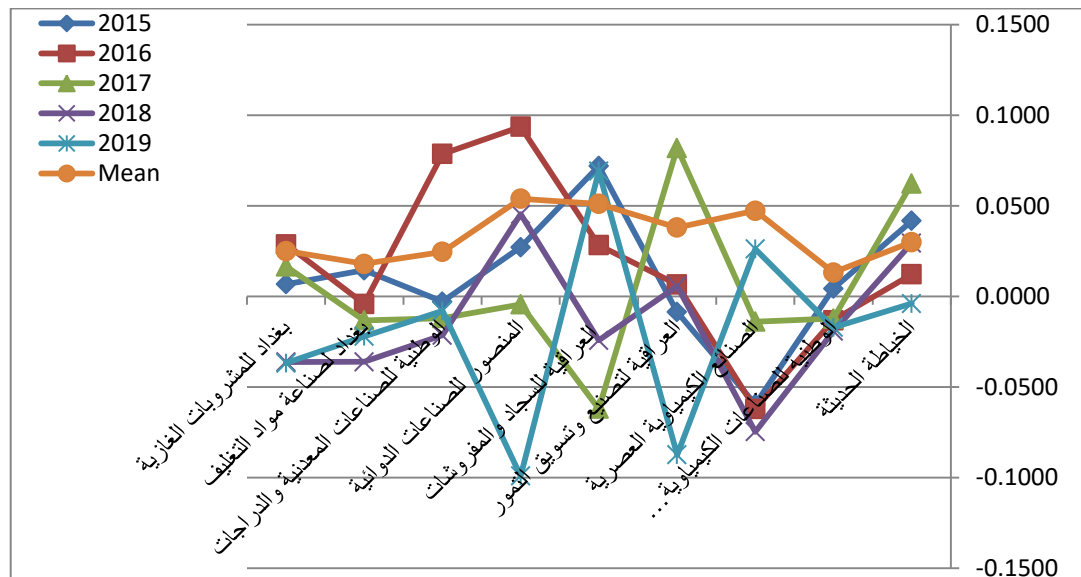
بواقى أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

السنة	اسم الشركة	2015	2016	2017	2018	2019	Mean
	الخطاطة الحديثة	0.0418	0.0123	0.0623	0.0295	-0.0040	0.0262
	الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية	0.0044	-0.0131	-0.0122	-0.0192	-0.0171	0.0123
	الصناعات الكيماوية العصرية	-0.0595	-0.0621	-0.0139	-0.0747	0.0262	0.0316
	العراقية لتصنيع وتسويق التمور	-0.0086	0.0065	0.0819	0.0057	-0.0874	0.0168
	العراقية للمسجاد والمفروشات	0.0720	0.0283	-0.0619	-0.0242	0.0691	0.0262
	المنصور للصناعات الدوائية	0.0272	0.0937	-0.0044	0.0453	-0.0990	0.0314
	الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات	-0.0029	0.0787	-0.0119	-0.0214	-0.0080	0.0059
	بغداد لصناعة مواد التغليف	0.0144	-0.0041	-0.0132	-0.0361	-0.0221	0.0191
	بغداد للمشروبات الغازية	0.0068	0.0288	0.0165	-0.0361	-0.0368	0.0219

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (31) انخفاض نوعية العوائد التي حققتها شركة المنصور للصناعات الدوائية في سنة (2019) مقارنة ببقية الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة ولكافة سنوات الدراسة، إذ بلغت بواقى مستحقات الشركة ما قيمته (-0.0990) مما يعني إن المستحقات الحالية الفعلية لتلك الشركة تقل بمقدار (0.0990) عن المستحقات الحالية المقدرة بدلالة التدفقات النقدية بأجلها المختلفة والزيادة في المنشآت والممتلكات والمعدات، مما يدل على الانحراف الكبير في تقديرات الإدارة أو أخطاء التقدير والتي تقلل من كفاية البيانات المالية في

عكس الأداء الحقيقي للشركة، يتبعها في ذلك الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور من حيث تحقيقها لنوعية عوائد منخفضة، إذ بلغت بواقي مستحقاتها للسنة ذاتها ما قيمته (-0.0874)، مما يدل على فشل الإدارة في إصدار الأحكام والتقديرات في مستحقاتها المالية والتي تنعكس على حجم عوائدها مما يجعل الأخيرة مقياس غير حقيقي لتمثيل أداء الشركة، كما حققت شركة الخياطة الحديثة نوعية عوائد مرتفعة مقارنة بالشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة، إذ بلغت بواقي مستحقاتها في سنة (2019) ما قيمته (-0.0040) مما يدل على إن المستحقات الحالية الفعلية للشركة تقل بمقدار (0.0040) عن مستحقاتها المقدرة مما يعكس انخفاض الانحراف في تقديرات العوائد، يتبعها في ذلك شركة بغداد لصناعة مواد التغليف إذ بلغ انحراف مستحقاتها الحالية عن مستحقاتها المقدرة في سنة (2016) ما قيمته (-0.0041) مما يدل على ارتفاع نوعية عوائدها مقارنةً بالشركات الصناعية العراقية الأخرى عينة الدراسة، وبناءً على متوسط البواقي لسنوات الدراسة يمكن القول ان الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات قد حققت أعلى نوعية عوائد مقارنةً بالشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة ، لان قيمة بواقي مستحقاتها اقتربت كثيراً من الصفر مما يؤشر ارتفاع نوعية عوائدها، وعلى العكس من ذلك فقد أشرت بواقي مستحقات شركة الصنائع الكيماوية العصرية تحقيقها لنوعية عوائد منخفضة مقارنةً بالشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة لابتعادها كثيراً عن درجة المطابقة والشكل (5) يوضح ذلك.



الشكل (5)

بواقى أنموذج نوعية المستحقات فى الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول 31 باستخدام برنامج Excel.

ب. تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية الكويتية المقدرة وفق أنموذج نوعية المستحقات

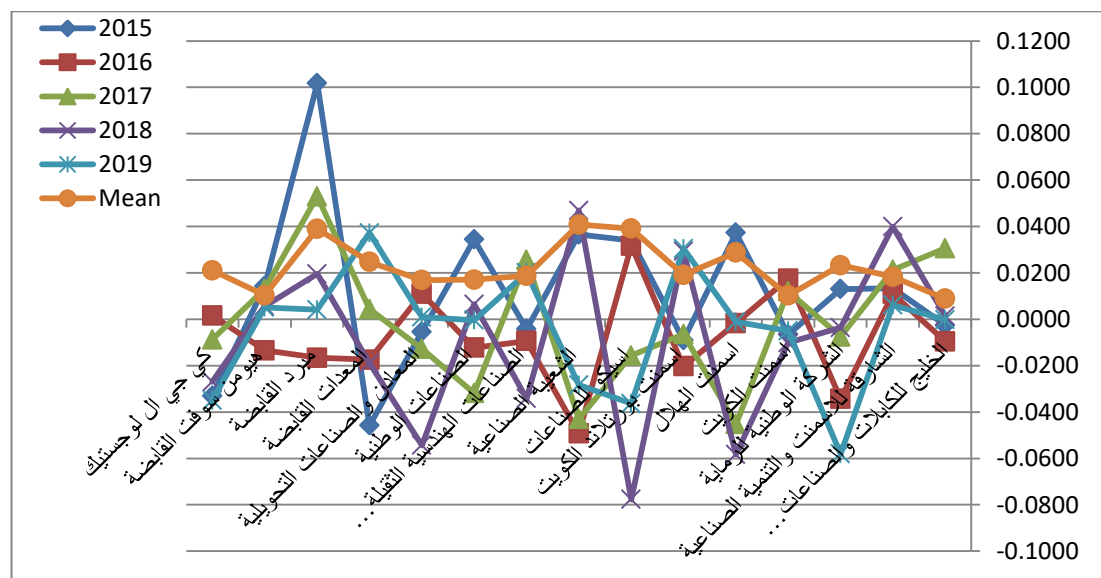
يتضح من خلال الجدول (32) انخفاض نوعية العوائد التي حققتها شركة مبرد القابضة في سنة (2015) مقارنة ببقية الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة ولكافة السنوات ، اذ بلغت بواقى مستحقات الشركة ما قيمته (0.1018) مما يعني إن المستحقات الحالية الفعلية لتلك الشركة تزيد بمقدار (0.1018) عن المستحقات المقدرة بدلالة التدفقات النقدية بأجلها المختلفة والزيادة في المنشآت والممتلكات والمعدات فضلاً عن التغير في الإيرادات، مما يدل على الانحراف الكبير في تقديرات الإدارة أو أخطاء التقدير والتي تقلل من كفاية البيانات المالية في عكس الأداء الحقيقي للشركة، يتبعها في ذلك شركة اسيكو للصناعات من حيث تحقيقها لنوعية عوائد منخفضة، اذ بلغت بواقى مستحقاتها في سنة (2018) ما قيمته (-0.0777)، مما يدل على فشل الإدارة في إصدار الأحكام والتقديرات في مستحقاتها المالية والتي تنعكس على حجم عوائدها مما يجعل الأخيرة مقياس غير حقيقي لتمثيل اداء الشركة، كما حققت شركة الخليج للكيبلات والصناعات الكهربائية نوعية عوائد مرتفعة مقارنة بالشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة اذ بلغت بواقى مستحقاتها في سنة (2019) ما قيمته (-0.0002) مما يعني ان المستحقات الحالية الفعلية للشركة تقل بمقدار (-0.0002) عن مستحقاتها المقدرة مما يدل على انخفاض الانحراف في تقديرات العوائد، يتبعها في ذلك شركة الصناعات الوطنية إذ بلغ انحراف مستحقاتها الحالية عن مستحقاتها المقدرة للسنة ذاتها ما قيمته (0.0004)، مما يدل على ارتفاع نوعية عوائدها مقارنةً بالشركات الصناعية الكويتية الأخرى عينة الدراسة، وبناءً على متوسط البواقى لسنوات الدراسة يمكن القول ان شركة الخليج للكيبلات والصناعات الكهربائية قد حققت اعلى نوعية عوائد مقارنةً بالشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة ، لان قيمة بواقى مستحقاتها اقتربت كثيراً من الصفر، مما يؤشر ارتفاع نوعية عوائدها، وعلى العكس من ذلك فقد أشرت بواقى مستحقات شركة الشعبية الصناعية تحقيقها لنوعية عوائد منخفضة مقارنةً بالشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة لابتعادها كثيراً عن درجة المطابقة والشكل (6) يوضح ذلك.

الجدول (32)

بواقي أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

اسم الشركة	السنة	2015	2016	2017	2018	2019	Mean
الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية		-0.0026	-0.0096	0.0306	0.0013	-0.0002	0.0089
الشارقة للأسمنت والتنمية الصناعية		0.0133	0.0109	0.0213	0.0399	0.0061	0.0183
الشركة الوطنية للرماية		0.0130	-0.0343	-0.0075	-0.0036	-0.0581	0.0233
اسمنت الكويت		-0.0066	0.0175	0.0120	-0.0101	-0.0050	0.0103
اسمنت الهلال		0.0373	-0.0017	-0.0453	-0.0583	-0.0011	0.0287
اسمنت بورتلاند الكويت		-0.0091	-0.0202	-0.0065	0.0293	0.0304	0.0191
اسيكو للصناعات		0.0339	0.0317	-0.0156	-0.0777	-0.0364	0.0391
الشعبية الصناعية		0.0365	-0.0493	-0.0429	0.0469	-0.0283	0.0408
الصناعات الهندسية الثقيلة وصناعة السفن		-0.0043	-0.0094	0.0256	-0.0342	0.0200	0.0187
الصناعات الوطنية		0.0344	-0.0122	-0.0318	0.0064	-0.0004	0.0171
المعادن والصناعات التحويلية		-0.0054	0.0110	-0.0127	-0.0544	0.0009	0.0169
المعدات القابضة		-0.0458	-0.0175	0.0043	-0.0189	0.0372	0.0248
مبرد القابضة		0.1018	-0.0166	0.0530	0.0196	0.0041	0.0390
هيومن سوفت القابضة		0.0143	-0.0134	0.0131	0.0057	0.0051	0.0103
كي جي ال لوجستيك		-0.0330	0.0016	-0.0088	-0.0270	-0.0350	0.0211

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.



الشكل (6)

بواقي أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول 32 باستخدام برنامج Excel.

ج. تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية السعودية المقدرة وفق أنموذج نوعية المستحقات

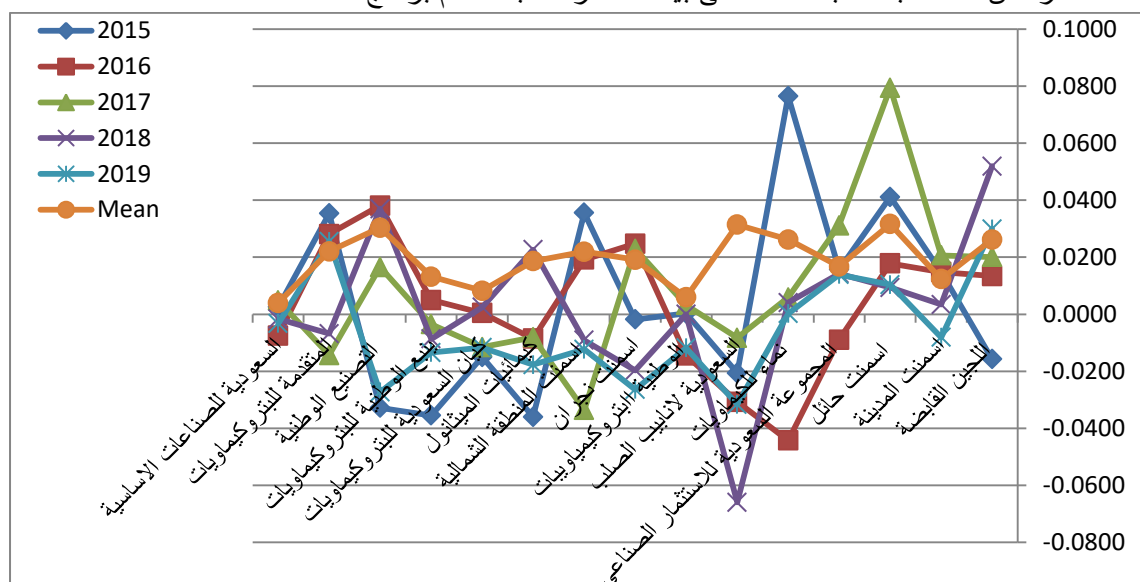
يتضح من خلال الجدول (33) انخفاض نوعية العوائد التي حققتها شركة اسمنت حائل في سنة (2017) مقارنة ببقية الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة ولكافة السنوات المبحوثة، إذ بلغت بواقي مستحقات الشركة ما قيمته (0.0794) مما يعني إن المستحقات الحالية الفعلية لتلك الشركة تزيد بمقدار (0.0794) عن المستحقات المقدرة بدلالة التدفقات النقدية بأجلها المختلفة والزيادة في المنشآت والممتلكات والمعدات فضلاً عن التغير في الإيرادات، مما يعكس ضعف المطابقة مما يقلل من أهمية البيانات المالية في عكس الأداء الحقيقي للشركة، يتبعها في ذلك شركة نماء للكيماويات من حيث تحقيقها لنوعية عوائد منخفضة، إذ بلغت بواقي مستحقاتها في سنة (2015) ما قيمته (0.0765)، مما يدل على فشل الإدارة في إصدار الأحكام والتقديرات في مستحقاتها المالية والتي تنعكس على حجم عوائدها مما يجعل الأخيرة مقياساً غير حقيقي لتمثيل أداء الشركة، كما حققت الشركة الوطنية للبتروكيماويات نوعية عوائد مرتفعة مقارنة بالشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة، إذ بلغت بواقي مستحقاتها في سنة (2018) ما قيمته (0.00002) وفي سنة (2015) ما قيمته (0.0002) مما يعني إن المستحقات الحالية الفعلية للشركة تزيد بمقدار (0.00002) و (0.0002) عن مستحقاتها المقدرة مما يدل على حسن المطابقة في تقديرات العوائد، يتبعها في ذلك شركة نماء للكيماويات إذ بلغ انحراف مستحقاتها الحالية عن مستحقاتها المقدرة لسنة (2019) ما قيمته (0.0002) مما يدل على ارتفاع نوعية عوائدها مقارنةً بالشركات الصناعية السعودية الأخرى عينة الدراسة، وبناءً على متوسط البواقي لسنوات الدراسة يمكن القول إن شركة السعودية للصناعات الأساسية قد حققت أعلى نوعية عوائد مقارنةً بالشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة، لأن قيمة بواقي مستحقاتها اقتربت كثيراً من الصفر مما يؤشر ارتفاع نوعية عوائدها، وعلى العكس من ذلك فقد أشرت بواقي مستحقات شركة اسمنت حائل تحقيقها لنوعية عوائد منخفضة مقارنةً بالشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة لابتعادها كثيراً عن درجة المطابقة والشكل (7) يوضح ذلك.

الجدول (33)

بواقى أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

السنة	2015	2016	2017	2018	2019	Mean
أسم الشركة						
اللجين القابضة	-0.0157	0.0134	0.0201	0.0519	0.0299	0.0262
اسمنت المدينة	0.0148	0.0148	0.0207	0.0034	-0.0081	0.0123
اسمنت حائل	0.0411	0.0178	0.0794	0.0094	0.0104	0.0316
المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي	0.0157	-0.0089	0.0311	0.0142	0.0139	0.0168
نماء للكيماويات	0.0765	-0.0443	0.0059	0.0041	0.0002	0.0262
السعودية لأنابيب الصلب	-0.0206	-0.0307	-0.0083	-0.0660	-0.0316	0.0314
الوطنية للبتر وكيماويات	0.0002	-0.0144	0.0032	0.00002	-0.0118	0.0059
اسمنت نجران	-0.0018	0.0247	0.0230	-0.0197	-0.0264	0.0191
اسمنت المنطقة الشمالية	0.0356	0.0192	-0.0336	-0.0091	-0.0123	0.0219
كيماويات الميثانول	-0.0360	-0.0085	-0.0081	0.0227	-0.0177	0.0186
كيان السعودية للبتر وكيماويات	-0.0150	0.0004	-0.0115	0.0025	-0.0117	0.0082
ينبع الوطنية للبتر وكيماويات	-0.0355	0.0050	-0.0035	-0.0086	-0.0134	0.0132
التصنيع الوطنية	-0.0328	0.0381	0.0165	0.0370	-0.0273	0.0303
المتقدمة للبتر وكيماويات	0.0354	0.0281	-0.0144	-0.0068	0.0255	0.0220
السعودية للصناعات الأساسية	0.0026	-0.0075	0.0048	-0.0016	-0.0033	0.0039

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.



الشكل (7)

بواقى أنموذج نوعية المستحقات في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول 33 باستخدام برنامج Excel.

ح. المقارنة بين نوعية العوائد للشركات الصناعية العربية (العراقية، السعودية، الكويتية) المقدرة وفقاً لأنموذج نوعية المستحقات

بعد أن تم إيجاد متوسط بواقى أنموذج نوعية المستحقات لكل شركة من الشركات الصناعية العربية تم تقسيم الشركات إلى قسمين بناءً على مدى قربها من درجة المطابقة فالشركات التي تقترب مستحقاتها غير الطبيعية من الصفر تعد ذات نوعية عوائد عالية وبالعكس والجدول (34) يوضح ذلك.

الجدول (34)

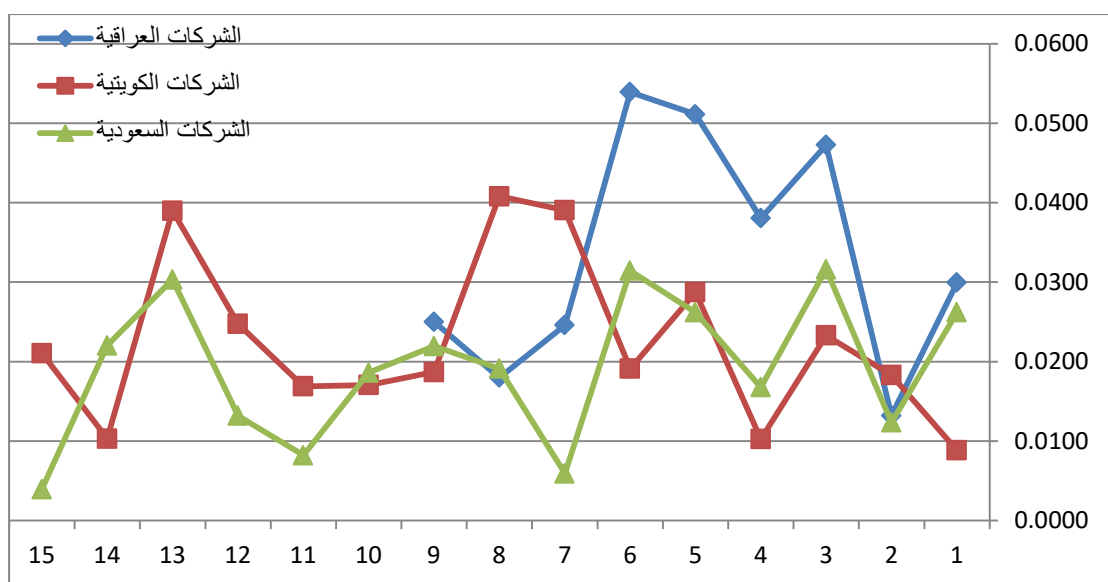
متوسط بواقى أنموذج نوعية المستحقات للشركات الصناعية العربية عينة الدراسة

تسلسل الشركات	الشركات العراقية		الشركات الكويتية		الشركات السعودية	
	متوسط البواقى	نوعية العوائد	متوسط البواقى	نوعية العوائد	متوسط البواقى	نوعية العوائد
1	0.0299	منخفضة	0.0089	مرتفعة	0.0262	منخفضة
2	0.0132	مرتفعة	0.0183	مرتفعة	0.0123	مرتفعة
3	0.0473	منخفضة	0.0233	منخفضة	0.0316	منخفضة
4	0.0380	منخفضة	0.0103	مرتفعة	0.0168	مرتفعة
5	0.0511	منخفضة	0.0287	منخفضة	0.0262	منخفضة
6	0.0539	منخفضة	0.0191	مرتفعة	0.0314	منخفضة
7	0.0246	منخفضة	0.0391	منخفضة	0.0059	مرتفعة
8	0.0180	مرتفعة	0.0408	منخفضة	0.0191	مرتفعة
9	0.0250	منخفضة	0.0187	مرتفعة	0.0219	مرتفعة
10	----		0.0171	مرتفعة	0.0186	مرتفعة
11	----		0.0169	مرتفعة	0.0082	مرتفعة
12	----		0.0248	منخفضة	0.0132	مرتفعة
13	----		0.0390	منخفضة	0.0303	منخفضة
14	----		0.0103	مرتفعة	0.0220	منخفضة
15	----		0.0211	مرتفعة	0.0039	مرتفعة
Mean	0.0334		0.0224		0.0192	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (34) تفوق الشركات السعودية والكويتية على نظيراتها العراقية من حيث تحقيقها لنوعية عوائد عالية ، لان تسع شركات من اصل خمسة عشرة شركة من الشركات السعودية والكويتية قد حققت اقل متوسط لبواقى أنموذج نوعية المستحقات (تقع ضمن النصف الأول) مقارنة بالشركات العراقية وهو ما يشكل نسبة (60%) تقريباً من عدد الشركات

مما يدل على ارتفاع نوعية عوائدها، وعنده المقارنة بين الشركات السعودية والكويتية يتضح تفوق الشركات السعودية على نظيراتها الكويتية، ، لان متوسط بواقي أنموذج نوعية المستحقات لأجمالي الشركات السعودية ولكافة السنوات المبحوثة كان اقل من متوسط بواقي أنموذج نوعية المستحقات لأجمالي الشركات الكويتية مما يؤثر ارتفاع نوعية عوائد الشركات السعودية مقارنة بالشركات الكويتية، أما الشركات العراقية فقد سجلت انخفاض نوعية عوائدها مقارنة بنظيراتها السعودية والكويتية ، لان شركتين فقط من مجموع تسع شركات قد اثبتت تفوقها على نظيراتها السعودية والكويتية من حيث تحقيقها لنوعية عوائد عالية وهو ما يشكل نسبة (22%) من مجموع الشركات العراقية، والشكل (8) يوضح ذلك.



الشكل (8)

المقارنة بين الشركات الصناعية العربية وفقاً لمتوسط بواقي أنموذج نوعية المستحقات

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول 34 باستخدام برنامج Excel.

2. تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية العربية المقدرة وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية والمقارنة بينها

بعد ان تم تقدير المعلمات (Coefficient) الخاصة بمتغيرات أنموذج المستحقات غير الطبيعية تم احتساب المستحقات العادية والتي تمثل ناتج معادلة الأنموذج بعد تعويض قيم المعلمات، والإيجاد المستحقات غير الطبيعية (بواقي الأنموذج) يتم طرح المستحقات العادية من

أجمالي المستحقات (TAit)، اذ تعكس المستحقات غير الطبيعية المصادر التقديرية والتدخلات الإدارية التي لم يتم تفسيرها عبر متغيرات الانحدار والتي تمثل المصادر الجوهرية لنوعية العوائد، وبهذا فان المستحقات العادية تمثل نوعية العوائد الجوهرية، اما المستحقات غير الطبيعية فتتمثل نوعية العوائد التقديرية والتي تعكس إدارة العوائد وتمثل مقياساً عكسياً لنوعية العوائد لهذا سيتم تقييمها وتحليلها بنوع من التفصيل وفق الآتي:

أ. تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية العراقية المقدرة وفق أنموذج المستحقات

غير الطبيعية

تمثل المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية العراقية ذلك الجزء من المستحقات الذي لم يتم تفسيره من خلال متغيرات الانحدار المعنوية والتي تمثل كل من $(\Delta Rev_{it} - \Delta Rec_{it})$ التغير في الإيرادات مطروح منها التغير في الذمم المدينة فضلاً عن (PPE_{it}) الممتلكات والمنشآت والمعدات والتي تمثل بواقى أنموذج المستحقات غير الطبيعية والجدول (35) يوضح قيم تلك المستحقات.

الجدول (35)

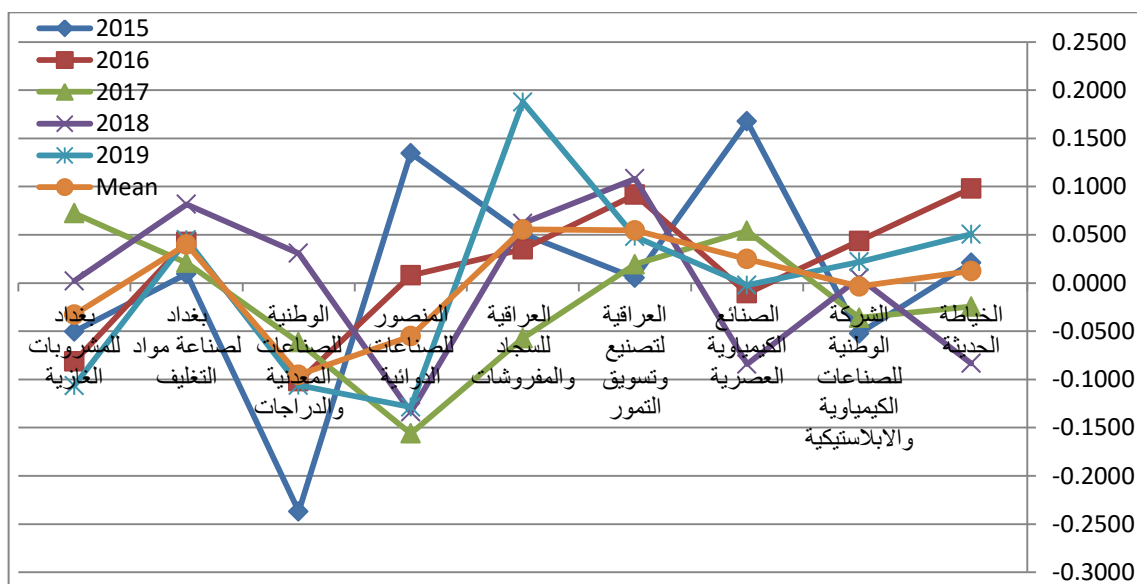
المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

Mean	2019	2018	2017	2016	2015	السنة اسم الشركة
0.0123	0.0505	-0.0834	-0.0244	0.0980	0.0209	الخطاطة الحديثة
-0.0036	0.0219	0.0050	-0.0360	0.0437	-0.0524	الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية
0.0249	-0.0023	-0.0842	0.0540	-0.0107	0.1676	الصناعات الكيماوية العصرية
0.0545	0.0480	0.1081	0.0194	0.0916	0.0052	العراقية لتصنيع وتسويق التمور
0.0556	0.1877	0.0618	-0.0574	0.0350	0.0508	العراقية للسجاد والمفروشات
-0.0553	-0.1288	-0.1338	-0.1562	0.0079	0.1345	المنصور للصناعات الدوائية
-0.0951	-0.1061	0.0308	-0.0614	-0.1020	-0.2370	الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات
0.0399	0.0450	0.0817	0.0208	0.0426	0.0093	بغداد لصناعة مواد التغليف
-0.0328	-0.1066	0.0021	0.0723	-0.0814	-0.0504	بغداد للمشروبات الغازية

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews10.

يتضح من خلال الجدول (35) تصدر الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات من حيث تحقيقها لمستحقات غير طبيعية كبيرة في سنة (2015) مقارنة بالشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة، اذ بلغت (-0.23697) مما يعني ان عوائد الشركة المذكورة تشوبها الأحكام والتقديرية فضلاً عن التدخلات المقصودة من قبل الإدارة في أعداد القوائم المالية بما يخدم مصالحها، مما يعني أنّ الشركة في أعلاه تعمل على إدارة عوائدها بصورة كبيرة مقارنة

بالشركات الأخرى مما يدل على انخفاض نوعية عوائدها، يتبعها في ذلك الشركة العراقية للسجاد والمفروشات، إذ بلغت مستحققاتها غير الطبيعية في سنة (2019) ما قيمته (0.18771) مما يدل على تدني نوعية عوائدها، كما حققت شركة بغداد للمشروبات الغازية في سنة (2018) نوعية عوائد عالية وذلك لانخفاض مستحققاتها غير الطبيعية مقارنة بالشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة، إذ بلغت (0.00210) مما يدل على الغياب غير التام لإدارة العوائد في الشركة المذكورة، يتبعها في ذلك شركة الصنائع الكيماوية العصرية من حيث تحقيقها لنوعية عوائد عالية إذ بلغت مستحققاتها غير الطبيعية في سنة (2019) ما قيمته (-0.00225) مما قد يدل على أن الشركة تعمل على إدارة عوائدها من خلال التقليل من حجم مستحققاتها على أن يتم الاعتراف في تلك المستحققات في فترات لاحقة كقيام الشركة بتحويل جزء من الديون المشكوك في تحصيلها إلى ديون معدومة على أن يتم تحصيلها في وقت لاحق وإضافتها إلى عوائدها، وقد تبرر الشركة ذلك باعتباره جزءاً من عمليات التحفظ مما يمكن تفسير ذلك بالإدارة البيضاء للعوائد، ومن خلال متوسط المستحققات غير الطبيعية يمكن القول أن الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلستيكية قد حققت أدنى مستحققات غير طبيعية، مما يدل على تحقيقها لنوعية عوائد عالية مقارنة بالشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة، فضلاً عن تحقيق الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات أكبر حجم في المستحققات غير الطبيعية، إذ بلغت (-0.0951) مما يدل على انخفاض نوعية عوائدها مقارنةً بالشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة والشكل (9) يوضح ذلك.



الشكل (9)

المستحققات غير الطبيعية في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول 35 باستخدام برنامج Excel.

ب.تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية الكويتية المقدرة وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية

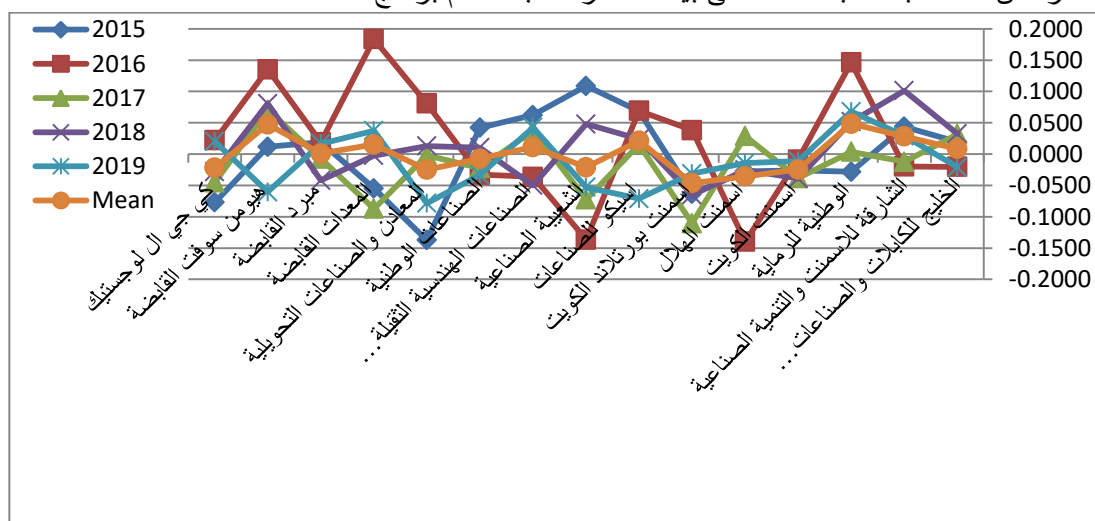
يتضح من خلال الجدول (36) تصدر شركة المعدات القابضة من حيث تحقيقها لمستحقات غير طبيعية كبيرة في سنة (2016) مقارنة بالشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة ولكافة السنوات المبحوثة، إذ بلغت (0.1838) مما يعني ان عوائد الشركة المذكورة تشوبها الأحكام والتقدير، فضلاً عن التدخلات المقصودة من قبل الإدارة في أعداد القوائم المالية بما يخدم مصالحها، مما يعني ان الشركة في أعلاه تعمل على إدارة عوائدها بصورة كبيرة مقارنة بالشركات الأخرى، مما يدل على انخفاض نوعية عوائدها، يتبعها في ذلك الشركة الوطني للرمية وللسنة ذاتها، إذ بلغت مستحقاتها غير الطبيعية ما قيمته (0.1465) مما يدل على تدني نوعية عوائدها، ويمكن تفسير ذلك بمحاولة الشركة المذكورة تلبية توقعات سوق الاسهم مما يدفعها الى تسريع عمليات البيع كمنحها خصم تجاري للعملاء الذي تتجاوز مشترياتهم كمية معينة، مما يدفع العملاء على طلب المزيد من المشتريات مما يؤدي الى زيادة مستحقات الشركة وعوائدها والذي يتزامن مع انخفاض مبيعاتها في الفترات اللاحقة، كما حققت شركة المعادن والصناعات التحويلية في سنة (2017) نوعية عوائد عالية وذلك لانخفاض مستحقاتها غير الطبيعية مقارنة بالشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة، إذ بلغت (-0.00198) مما يدل على الغياب غير التام لإدارة العوائد في الشركة المذكورة، يتبعها في ذلك شركة المعدات القابضة من حيث تحقيقها لنوعية عوائد عالية، إذ بلغت مستحقاتها غير الطبيعية في سنة (2018) ما قيمته (-0.00230) مما قد يدل على ان الشركة تعمل على إدارة عوائدها من خلال التقليل من حجم مستحقاتها على ان يتم الاعتراف في تلك المستحقات في فترات لاحقة، كقيام الشركة بتحويل جزء من الديون المشكوك في تحصيلها الى ديون معدومة على ان يتم تحصيلها في وقت لاحق وإضافتها الى عوائدها، وقد تبرر الشركة ذلك باعتباره جزء من عمليات التحفظ مما يمكن تفسير ذلك بالإدارة البيضاء للعوائد، ومن خلال متوسط المستحقات غير الطبيعية يمكن القول ان شركة مبرد القابضة قد حققت أدنى مستحقات غير طبيعية مما يدل على تحقيقها لنوعية عوائد عالية مقارنة بالشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة، فضلاً عن تحقيق الشركة الوطنية للرمية لمستحقات غير الطبيعية كبيرة، إذ بلغت (0.0484) مما يدل على انخفاض نوعية عوائدها مقارنةً بالشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة والشكل (10) يوضح ذلك.

الجدول (36)

المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

السنة	اسم الشركة	2015	2016	2017	2018	2019	Mean
الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية		0.0194	-0.0204	0.0320	0.0323	-0.0210	0.0084
الشارقة للأسمنت والتنمية الصناعية		0.0435	-0.0198	-0.0123	0.1014	0.0290	0.0284
الوطنية للرماية		-0.0281	0.1465	0.0037	0.0519	0.0678	0.0484
اسمنت الكويت		-0.0259	-0.0087	-0.0383	-0.0391	-0.0110	-0.0246
اسمنت الهلال		-0.0275	-0.1400	0.0287	-0.0255	-0.0144	-0.0357
اسمنت بورتلاند الكويت		-0.0635	0.0382	-0.1104	-0.0652	-0.0311	-0.0464
اسيكو للصناعات		0.0686	0.0692	0.0155	0.0239	-0.0711	0.0212
الشعبية الصناعية		0.1088	-0.1367	-0.0724	0.0479	-0.0529	-0.0210
الصناعات الهندسية الثقيلة وصناعة السفن		0.0622	-0.0363	0.0373	-0.0498	0.0425	0.0112
الصناعات الوطنية		0.0421	-0.0329	-0.0223	0.0104	-0.0334	-0.0072
المعادن والصناعات التحويلية		-0.1373	0.0809	-0.0020	0.0129	-0.0786	-0.0248
المعدات القابضة		-0.0549	0.1838	-0.0871	-0.0023	0.0374	0.0154
مبرد القابضة		0.0191	0.0188	-0.0072	-0.0421	0.0164	0.0010
هيومن سوفت القابضة		0.0116	0.1353	0.0705	0.0808	-0.0605	0.0475
كي جي ال لوجستيك		-0.0770	0.0220	-0.0450	-0.0285	0.0200	-0.0217

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.



الشكل (10)

المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول 36 باستخدام برنامج Excel.

ج. تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية السعودية المقدرة وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية

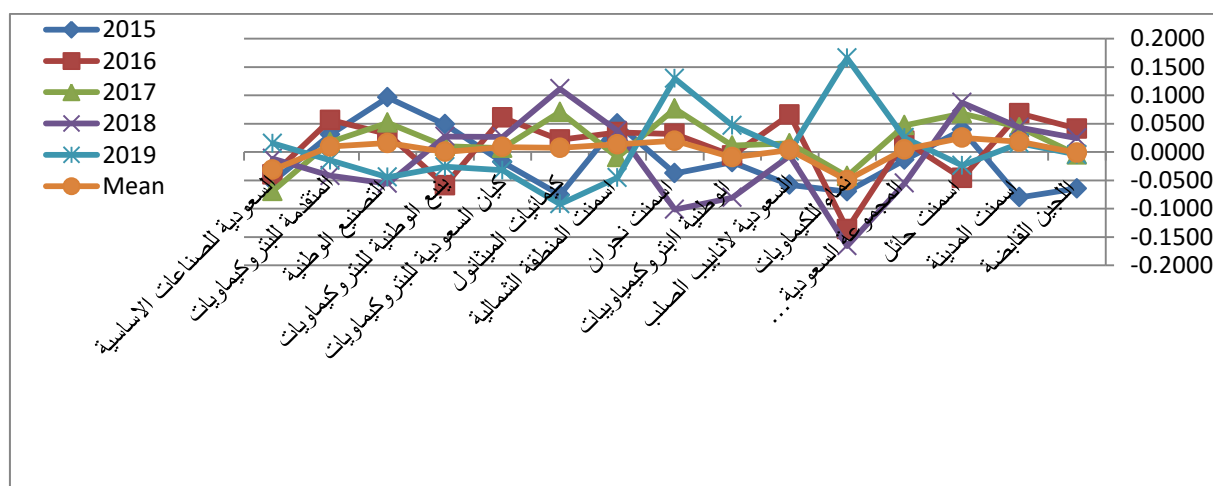
يتضح من خلال الجدول (37) تصدر شركة نماء للكيماويات من حيث تحقيقها لمستحقات غير طبيعية كبيرة للسنتين (2018-2019) مقارنة بالشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة ولكافة السنوات المبحوثة إذ بلغت مستحقاتها غير الطبيعية للسنتين المذكورتين - (0.1657) (0.1657) على التوالي، مما يدل على ان السنة الثانية هي انعكاساً للسنة الأولى ، لان الشركة المذكورة قد حققت مستحقات غير طبيعية متماثلة للسنتين المذكورتين باستثناء ان المستحقات غير الطبيعية في السنة الأولى كانت سالبة وهي على العكس من السنة الثانية التي ظهرت موجبة، مما يعني ان الشركة المذكورة قد عملت على تأجل او تحويل جزء من عوائدها المحققة في السنة الأولى إلى السنة الثانية عن طريق عدة طرق كتعجيل عمليات الاندثار للموجودات او تحويل جزء من الديون المشكوك في تحصيلها الي ديون معدومة على ان يتم تحصيلها في السنة الثانية مما يؤدي الى زيادة العوائد في تلك السنة على حساب السنة الأولى، ويمكن عد ذلك بأنه محاولة الشركة تحقيق التجانس في عوائدها ، لان التقلبات في العوائد يدل على ارتفاع المخاطر التشغيلية للشركة مما قد يؤدي الى ارتفاع كلفة رأس المال، فإذا عملت الشركة على الإفصاح عن تلك العمليات يمكن عدها عمليات تجانس ايجابي اي إدارة عوائد بيضاء، أما إذا لم تفصح الشركة عن تلك العمليات فيمكن عدها إدارة عوائد التي تأخذ اللون الرمادي وفي حال كانت تلك العمليات غير متوافقة مع المعايير والمبادئ المحاسبية المعمول بها فيمكن عدها بأنها إدارة عوائد سوداء، كما حققت الشركة السعودية لأنابيب الصلب في سنة (2019) نوعية عوائد عالية وذلك لانخفاض مستحقاتها غير الطبيعية مقارنة بالشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة، اذ بلغت (0.0016) مما يشير الى الانعدام شبه التام لإدارة العوائد في الشركة المذكورة، يتبعها في ذلك شركة اللجين القابضة من حيث تحقيقها لنوعية عوائد عالية اذ بلغت مستحقاتها غير الطبيعية وللسنة ذاتها ما قيمته (-0.0045)، مما قد يدل على ان الشركة تعمل على إدارة عوائدها من خلال التقليل من حجم مستحقاتها على ان يتم الاعتراف في تلك المستحقات في فترات ، ومن خلال ملاحظة متوسط المستحقات غير الطبيعية يمكن القول ان شركة ينبع الوطنية للبتر وكيماويات قد حققت أدنى مستحقات غير طبيعية اذ بلغت (0.0003)، مما يدل على تحقيقها لنوعية عوائد عالية مقارنة بالشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة، فضلاً عن تحقيق شركة نماء للكيماويات لمستحقات غير الطبيعية كبيرة اذ بلغت (0.0484) مما يدل على انخفاض نوعية عوائدها مقارنة بالشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة والشكل (11) يوضح ذلك.

الجدول (37)

المستحقات غير الطبيعية للشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

اسم الشركة	السنة	2015	2016	2017	2018	2019	Mean
اللجين القابضة		-0.0645	0.0411	-0.0047	0.0246	-0.0045	-0.0016
اسمنت المدينة		-0.0799	0.0681	0.0433	0.0432	0.0155	0.0180
اسمنت حائل		0.0393	-0.0460	0.0680	0.0872	-0.0237	0.0250
المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي		-0.0139	0.0193	0.0471	-0.0552	0.0251	0.0045
نماء للكيماويات		-0.0698	-0.1363	-0.0428	-0.1657	0.1657	-0.0498
السعودية لأنابيب الصلب		-0.0580	0.0661	0.0151	-0.0069	0.0016	0.0036
الوطنية للبتر وكيماويات		-0.0180	-0.0064	0.0113	-0.0805	0.0467	-0.0094
اسمنت نجران		-0.0375	0.0320	0.0764	-0.1013	0.1296	0.0198
اسمنت المنطقة الشمالية		0.0498	0.0346	-0.0094	0.0375	-0.0453	0.0134
كيمائيات الميثانول		-0.0757	0.0216	0.0704	0.1114	-0.0919	0.0072
كيان السعودية للبتر وكيماويات		-0.0179	0.0605	0.0070	0.0266	-0.0323	0.0088
ينبع الوطنية للبتر وكيماويات		0.0487	-0.0588	0.0104	0.0274	-0.0261	0.0003
التصنيع الوطنية		0.0962	0.0317	0.0517	-0.0558	-0.0444	0.0159
المتقدمة للبتر وكيماويات		0.0308	0.0563	0.0176	-0.0419	-0.0149	0.0096
السعودية للصناعات الأساسية		-0.0519	-0.0400	-0.0691	-0.0116	0.0151	-0.0315

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.



الشكل (11)

المستحقات غير الطبيعية في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول 37 باستخدام برنامج Excel.

ح. المقارنة بين نوعية العوائد الشركات العربية (العراقية، السعودية، الكويتية) المقدرة وفقاً لأنموذج المستحقات غير الطبيعية

بعد ان تم ايجاد متوسط المستحقات غير الطبيعية لكل شركة من الشركات الصناعية العربية تقم تقسيم الشركات الى قسمين بناءً على مدى قربها من درجة المطابقة فالشركات التي تقترب مستحقاتها غير الطبيعية من الصفر تعد ذات نوعية عوائد عالية وبالعكس والجدول (38) يوضح ذلك.

الجدول (38)

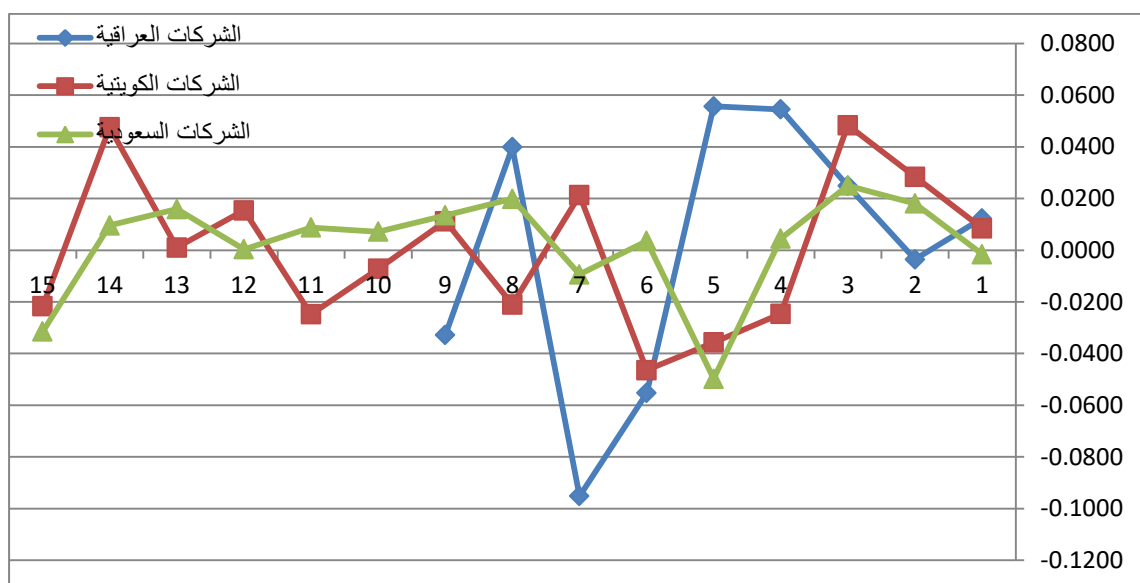
متوسط المستحقات غير الطبيعية للشركات الصناعية العربية عينة الدراسة

الشركات	تسلسل الشركات	الشركات العراقية	الشركات الكويتية	الشركات السعودية
1	متوسط المستحقات غير الطبيعية	نوعية العوائد	متوسط المستحقات غير الطبيعية	نوعية العوائد
2	0.0123	مرتفعة	0.0084	مرتفعة
3	-0.00357	مرتفعة	0.0284	منخفضة
4	0.0249	منخفضة	0.0484	منخفضة
5	0.0545	منخفضة	-0.0246	مرتفعة
6	0.0556	منخفضة	-0.0357	منخفضة
7	-0.0553	منخفضة	-0.0464	مرتفعة
8	-0.0951	منخفضة	0.0212	منخفضة
9	0.0399	منخفضة	-0.0210	مرتفعة
10	-0.0328	منخفضة	0.0112	مرتفعة
11	----	----	-0.00724	مرتفعة
12	----	----	-0.0248	منخفضة
13	----	----	0.0154	مرتفعة
14	----	----	0.0010	مرتفعة
15	----	----	0.0475	منخفضة
	----	----	-0.0217	منخفضة
	----	----	-0.0315	منخفضة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (38) التفوق النسبي للشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة على نظيراتها العراقية والكويتية من حيث تحقيقها لنوعية عوائد عالية، لان اثني عشرة شركة من تلك الشركات من أصل خمس عشرة شركة قد حققت مستحقات غير طبيعية منخفضة (تقع ضمن النصف الأول) مقارنةً بالشركات العراقية والكويتية، وهو ما يمثل (80%) من مجموع عدد الشركات، مما يؤشر إدارة العوائد في الشركات العراقية والكويتية وبنسب متفاوتة مقارنةً بنظيراتها السعودية، وتأتي الشركات الكويتية في المرتبة الثانية من حيث تحقيقها

لمستحقات غير طبيعية منخفضة، إذ حققت ستة شركات من أصل خمس عشرة شركة نوعية عوائد عالية (ضمن النصف الأول) مقارنة بالشركات الصناعية العراقية والسعودية وهو ما يمثل (40%) من مجموع عدد الشركات البالغة خمس عشرة شركة، وتأتي الشركات العراقية في المرتبة الثالثة من حيث تحقيقها لمستحقات غير طبيعية منخفضة، لأن شركتين فقط من أصل تسع شركات وقعت ضمن النصف الأول من عدد الشركات التي حققت مستحقات غير طبيعية منخفضة مما يوضح ارتفاع نوعية العوائد في كلتا الشركتين والشكل (12) يوضح ذلك.



الشكل (12)

المقارنة بين الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة وفق لمتوسط مستحقاتها غير الطبيعية

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Excel.

3. تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية العربية المقدرة وفق نموذج تجانس العوائد والمقارنة بينها

على الرغم من الجدل الدائر في أدبيات الفكر المالي حول ما إذا كانت العوائد المتجانسة تعكس نوعية عوائد عالية أم منخفضة، فإن الصعوبات التي تواجهها الشركات في تحقيق التجانس في صافي دخلها بما يتوافق مع تدفقاتها النقدية التشغيلية ولثلاث سنوات متتالية تجعل من العوائد المتجانسة تعكس نوعية عوائد عالية، لأن بإمكان الشركات ومن خلال تأجيل أو الإسراع بعمليات البيع والشراء تحقيق التجانس في دخلها لكن سرعان ما ينقلب ذلك التجانس إلى تقلبات كبيرة في السنوات اللاحقة بسبب اضطرارها إلى الاعتراف بتلك العمليات، مما يجعل الشركات تواجه صعوبة في تحقيق ذلك التجانس الهادف إلى تضليل أصحاب المصلحة بغية

تحقيق منافع كبيرة تعود على الشركة ولفترات طويلة، وبهذا فان تجانس العوائد يعكس نوعية عوائد عالية والذي سيتم تقييمه وتحليله للشركات الصناعية عينة الدراسة وحسب الدول المبحوثة ووفق الآتي.

أ. تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية العراقية المقدرة وفق أنموذج تجانس العوائد

يتضح من خلال الجدول (39) إن أكثر الشركات تحقيقاً للتجانس في عوائدها هي شركة الخياطة الحديثة في سنة (2019) مقارنةً بالشركات الصناعية العراقية الأخرى عينة الدراسة، إذ بلغت نسبة الانحراف المعياري لعوائدها الى الانحراف المعياري لتدفقاتها النقدية خلال السنة المذكورة ما قيمته (0.99740)، مما يعني إن التقلبات في عوائدها تتقارب مع التقلبات في تدفقاتها النقدية التشغيلية مما يعكس نوعية عوائد عالية ، لان تلك النسبة تعكس انخفاض عنصر المستحقات القابل للتلاعب المالي في صافي دخل الشركة، تتبعها الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات من حيث تحقيق للتجانس في عوائدها اذ بلغت نسبة الانحراف المعياري لعوائدها الى الانحراف المعياري لتدفقات النقدية ما قيمته (0.97903) في سنة (2019)، كما يمكن ان نلاحظ ان الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية قد أظهرت عدم تجانس كبير في عوائدها مقارنةً بالشركات الصناعية العراقية الأخرى عينة الدراسة في سنة (2019)، إذ بلغت نسبة الانحراف المعياري لعوائدها الى الانحراف المعياري لتدفقاتها النقدية التشغيلية ما قيمته (5.7468)، مما يعني ان الانحراف المعياري لعوائدها يفوق الانحراف المعياري لتدفقاتها النقدية التشغيلية بأكثر من خمسة أضعاف، وان هذا قد يكون ناتج عن قيام الشركة بتسريع مبيعاتها من خلال منح ائتمان تجاري بنسبة كبيرة من مبيعاتها مما ينعكس على زيادة حسابات المدينون والذي يؤدي بدوره الى زيادة صافي دخل الشركة مع انخفاض تدفقاتها النقدية التشغيلية بحيث يؤدي الى تقلبات كبيرة في صافي دخل الشركة في السنوات اللاحقة مقارنة بتدفقاتها النقدية مما يعكس نوعية عوائد منخفضة، يتبعها في ذلك الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور من حيث تحقيقها لعوائد غير متجانسة كبيرة مقارنةً بالشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة، إذ بلغت النسبة في أعلاه ما قيمته (2.58117) لسنة (2019)، مما يعكس نوعية عوائد منخفضة، أما بقية الشركات فكانت نسب الانحراف المعياري لعوائدها الى الانحراف المعياري لتدفقات النقدية التشغيلية متباينة ولكافة السنوات المبحوثة، مما يعكس تباينها من حيث نوعية عوائدها، ومن خلال متوسط تجانس العوائد للشركات العراقية عينة الدراسة يمكن أن نلاحظ تميز الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور من حيث تحقيقها لتجانس كبير في عوائدها مقارنةً بالشركات الصناعية العراقية الأخرى، إذ بلغ متوسط الانحراف المعياري لعوائدها الى الانحراف

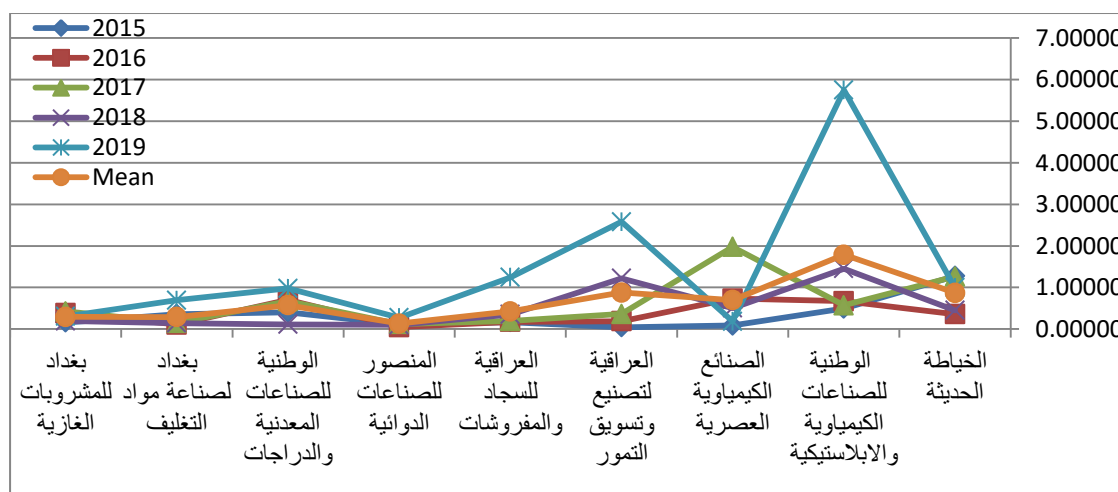
المعياري لتدفقاتها النقدية ما قيمته (0.87921)، مما يعني إن التقلبات في عوائد الشركة المذكورة اقل من التقلبات في تدفقاتها النقدية، كما حققت شركة المنصور للصناعات الدوائية عوائد اقل تجانساً مقارنةً بالشركات الصناعية العراقية الأخرى لابتعاد متوسط نسبة الانحراف المعياري لعوائدها الى الانحراف المعياري لتدفقاتها النقدية كثيراً عن نسبة المطابقة والبالغة (1) مما يؤثر انخفاض نوعية عوائدها، والشكل (13) يوضح ذلك.

الجدول (39)

تجانس العوائد في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة خلال مدة الدراسة

Mean	2019	2018	2017	2016	2015	السنة اسم الشركة
0.86890	0.99740	0.44938	1.26164	0.35939	1.27670	الخيطة الحديثة
1.78685	5.74658	1.45217	0.57031	0.67165	0.49354	الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية
0.69654	0.18447	0.50568	1.97435	0.73318	0.08499	الصناعات الكيماوية العصرية
0.87921	2.58117	1.22051	0.36212	0.18785	0.04439	العراقية لتصنيع وتسويق التمور
0.42545	1.24393	0.35041	0.19319	0.17221	0.16749	العراقية للسجاد والمفروشات
0.13032	0.27494	0.09888	0.12091	0.04618	0.11066	المنصور للصناعات الدوائية
0.57442	0.97903	0.11271	0.67212	0.70684	0.40139	الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات
0.29055	0.69416	0.14464	0.14799	0.10775	0.35821	بغداد لصناعة مواد التغليف
0.29303	0.30414	0.19241	0.42548	0.38616	0.15698	بغداد للمشروبات الغازية

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Excel.



الشكل (13)

تجانس العوائد في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة للمدة 2015-2019

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول 39 باستخدام برنامج Excel.

ب. تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية الكويتية المقدرة وفق أنموذج تجانس العوائد

تسعى إدارة الشركات إلى أظهار الاستقرار في عوائدها من خلال تهدئة التقلبات من أجل طمئنت المستثمرين والدائنين، لأن زيادة تلك التقلبات يعني ارتفاع مستوى المخاطر وبناءً على العلاقة الطردية بين العائد والمخاطر فإن انخفاض تلك المخاطر يجعل الشركة تتحمل كلفة منخفضة لرأس المال، مما ينعكس إيجاباً على تحقيق هدفها الرئيس والمتمثل بتعظيم ثروة المالكين وهذا ما يمكن أن نلاحظه من خلال الجدول (40).

الجدول (40)

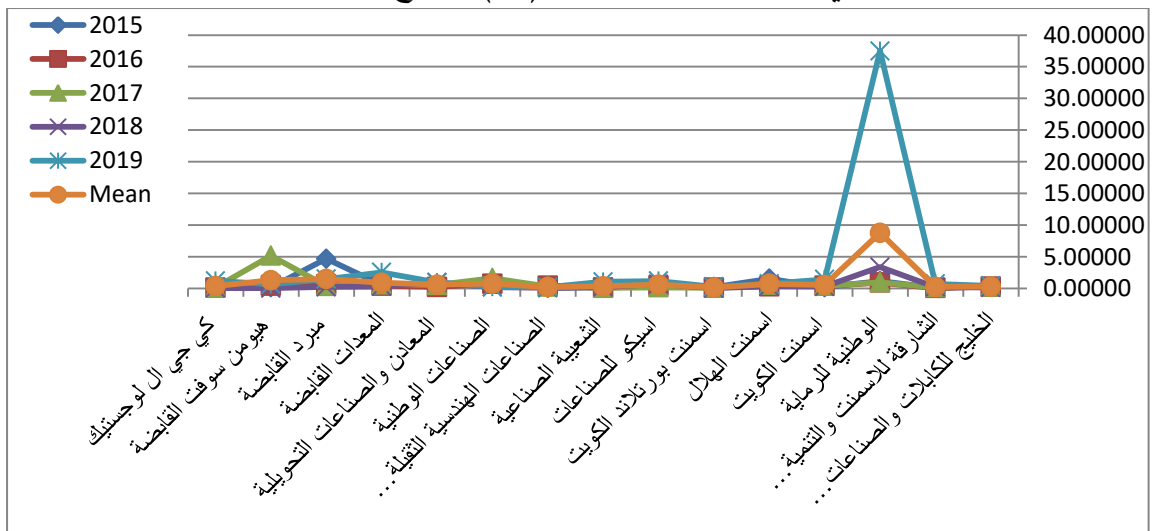
تجانس العوائد في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة خلال مدة الدراسة

Mean	2019	2018	2017	2016	2015	السنة
						اسم الشركة
0.29249	0.41963	0.12488	0.29408	0.30035	0.32351	الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية
0.24890	0.72686	0.21794	0.15029	0.06766	0.08177	الشارقة للأسمنت والتنمية الصناعية
8.77550	37.49828	3.36275	0.96510	0.91037	1.14101	الوطنية للرماية
0.54447	1.42574	0.27666	0.42312	0.40705	0.18978	اسمنت الكويت
0.70977	0.74508	0.33707	0.59867	0.33928	1.52873	اسمنت الهلال
0.14712	0.26615	0.03015	0.10405	0.13135	0.20391	اسمنت بورتلاند الكويت
0.59451	1.17309	0.69683	0.17437	0.44784	0.48039	اسيكو للصناعات
0.33326	1.04520	0.21578	0.08254	0.11930	0.20351	الشعبية الصناعية
0.21115	0.18546	0.09141	0.28269	0.44007	0.05613	الصناعات الهندسية الثقيلة وصناعة السفن
0.74112	0.23832	0.21386	1.62183	0.73823	0.89336	الصناعات الوطنية
0.58529	0.93405	0.92216	0.53515	0.24101	0.29406	المعادن والصناعات التحويلية
0.89300	2.53732	0.30588	0.64809	0.42025	0.55343	المعدات القابضة
1.48899	1.46856	0.24753	0.40149	0.63271	4.69467	مبرد القابضة
1.28991	0.64073	0.03220	5.17159	0.44645	0.15859	هيومن سوفت القابضة
0.36322	1.19657	0.07004	0.13013	0.09971	0.31966	كي جي ال لوجستيك

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Excel.

يتضح من خلال الجدول (40) أن الشركة الوطنية للرماية قد حققت عوائد أكثر تجانساً في سنة (2017) مقارنةً بالشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة ولكافة سنوات الدراسة، إذ بلغت نسبة الانحراف المعياري لعوائدها إلى الانحراف المعياري لتدفقاتها النقدية ما نسبته (0.96510) مما يدل على أن التقلبات في عوائد الشركة أقل من التقلبات في تدفقاتها النقدية

التشغيلية وهذا قد ينتج من استخدام الشركة للمستحقات لتحقيق التجانس في عوائدها مما يعكس نوعية عوائد عالية، يتبعها في ذلك شركة الشعبيه الصناعية من حيث تحقيقها لعوائد أكثر تجانساً، إذ بلغت نسبة التقلبات في عوائد الشركة الى التقلبات في تدفقاتها النقدية ما قيمته (1.04520) ولسنة (2019) مما يدل على تحقيق الشركة المذكورة لتجانس اكبر في عوائدها مقارنةً بالشركات الصناعية الكويتية الأخرى عينة الدراسة، كما حققت الشركة الوطنية للرماية أعلى نسبة لتقلبات عوائدها الى تقلبات تدفقاتها النقدية التشغيلية مما يؤثر انخفاض التجانس في عوائدها، لان التقلبات في عوائد الشركة المذكورة تزيد بأكثر من (37) مرة عن التقلبات في تدفقاتها النقدية التشغيلية، مما يشير الى عدم بذل الإدارة لأي مجهود في سبيل تحقيق التجانس في عوائدها، مما ينعكس سلباً على نوعية عوائد تلك الشركة، يتبعها في ذلك شركة هيومن سوفت القابضة، إذ بلغت النسبة المذكورة سابقاً ما قيمته (5.17159) في سنة (2017)، مما يدل على انخفاض تجانس عوائدها مقارنةً بالشركات الصناعية الكويتية الأخرى عينة الدراسة، مما يعكس نوعية عوائد منخفضة، وبناءً على متوسط تجانس العوائد للشركات الصناعية الكويتية، يمكن القول إن شركة المعدات القابضة قد حققت أكثر تجانس في عوائدها مقارنةً بالشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة خلال مدة الدراسة، لان متوسط نسبة الانحراف المعياري لعوائدها الى الانحراف المعياري لتدفقاتها النقدية قد بلغت (0.89300) وهي اقرب إلى النسبة المثالية والبالغة (1)، كما بلغ متوسط نسبة الانحراف المعياري للعوائد الى الانحراف المعياري للتدفقات النقدية في الشركة الوطنية للرماية ما نسبته (8.77550) مما يشير الى انخفاض نوعية عوائدها مقارنةً بالشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة والشكل (14) يوضح ذلك.



الشكل (14)

تجانس العوائد في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول 40 باستخدام برنامج Excel.

ج. تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية السعودية المقدرة وفق أنموذج تجانس العوائد

تعد العوائد المتجانسة من سمات العوائد المرغوب بها من قبل المستثمرين والدائنين، إذ تمكن المستثمرين من التنبؤ بدقة بالعوائد المستقبلية مما يجعلهم يحصلون على تقييم دقيق للأسهم المراد الاستثمار بها، أما من وجهة نظر الدائنين فإن العوائد الأكثر تجانساً تمكنهم من التنبؤ بالعوائد المستقبلية والتعرف على مدى قدرة الشركة على سداد التزاماتها المستقبلية اتجاههم، لهذا فإن من مصلحة الشركات الإبلاغ عن عوائد أكثر تجانساً، لانه يمكنها من الحصول على التمويل ألاًزم وبتكلفة معقولة وهو ما يمكن أن نراه في بعض الشركات السعودية التي يظهرها الجدول (41).

الجدول (41)

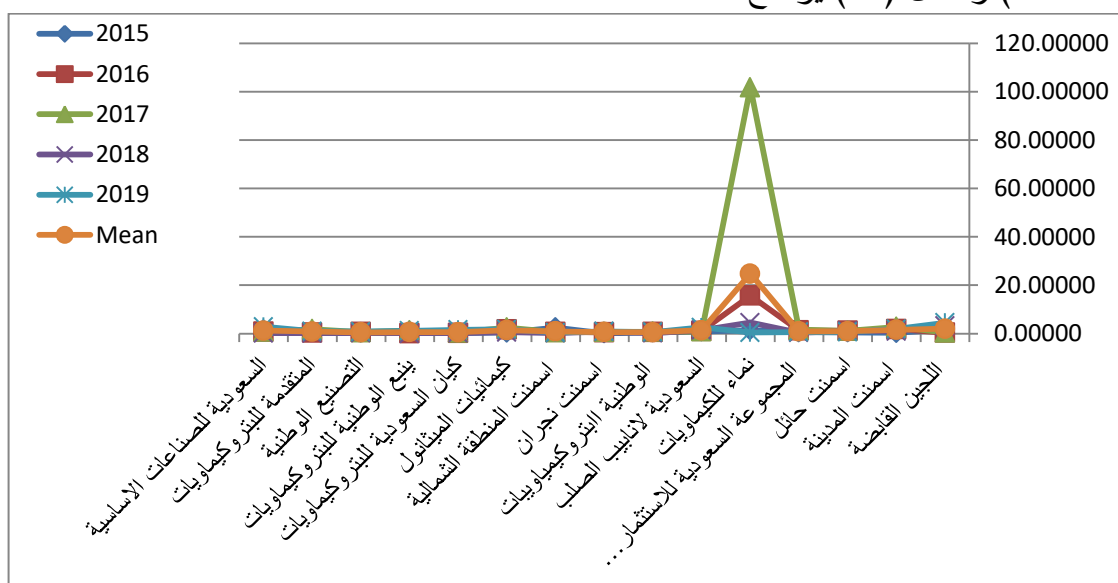
تجانس العوائد في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة خلال مدة الدراسة

السنة	2015	2016	2017	2018	2019	Mean
اسم الشركة						
اللجين القابضة	1.62462	0.37803	0.47711	3.13254	4.50456	2.02337
اسمنت المدينة	0.30400	1.91123	2.76483	1.00618	1.87074	1.57140
اسمنت حائل	0.50366	1.18639	1.18582	1.19119	0.72234	0.95788
المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي	0.60542	1.27782	1.62019	0.36331	0.65406	0.90416
نماء للكيماويات	1.40969	15.69263	101.75494	4.54319	0.42118	24.76433
السعودية الأنابيب الصلب	0.88245	1.08183	0.90366	1.40789	2.56953	1.36907
الوطنية للبتروكيماويات	0.52327	0.62756	0.75730	0.23919	0.61470	0.55240
اسمنت نجران	0.10484	0.48424	0.72084	0.84705	0.93238	0.61787
اسمنت المنطقة الشمالية	2.49487	0.69677	0.60584	0.22472	0.46070	0.89658
كيمائيات الميثانول	0.43097	1.76470	2.49426	0.60712	1.79524	1.41846
كيان السعودية للبتروكيماويات	0.22273	0.31262	0.43894	0.23030	1.60296	0.56151
ينبع الوطنية للبتروكيماويات	0.35823	0.18050	1.32937	0.04267	1.16632	0.61542
التصنيع الوطنية	0.39920	0.61421	0.57311	0.24321	0.85954	0.53786
المتقدمة للبتروكيماويات	0.73515	0.41588	1.84725	0.10487	0.97903	0.81644
السعودية للصناعات الأساسية	1.55049	0.83949	0.75375	0.09470	2.81688	1.21106

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Excel.

يتضح من خلال الجدول (41) إن شركة اسمنت المدينة قد حققت عوائد أكثر تجانساً في سنة (2018) مقارنة بالشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة ولكافة السنوات، إذ بلغت نسبة الانحراف المعياري لعوائدها الى الانحراف المعياري لتدفقاتها النقدية ما قيمته (1.00618)، يتبعها

في ذلك الشركة السعودية لأنابيب الصلب، إذ بلغت النسبة في أعلاه في سنة (2016) ما قيمته (1.08183) مما يدل على تجانس عوائدها، كما يتضح من الجدول في أعلاه إن شركة نماء للكيماويات قد حققت عوائد اقل تجانساً في سنة (2017) مقارنة بالشركات الصناعية السعودية الأخرى ولكافة سنوات الدراسة، إذ بلغت نسبة الانحراف المعياري لعوائدها الى الانحراف المعياري لتدفقات النقدية ما قيمته (101.75494) مما يدل على التقلبات الكبيرة لعوائد الشركة مقارنةً بتدفقاتها النقدية، وبعبارة أخرى إن الانحراف المعياري لعوائد الشركة يزيد عن الانحراف المعياري لتدفقاتها النقدية بأكثر من (101) مرة، مما يؤثر انخفاض نوعية عوائدها، فضلاً عن تحقيق الشركة ذاتها لثاني اكبر قيمة للنسبة المذكورة سابقاً في سنة (2016) مقارنة بالشركات الأخرى ولكافة السنوات المبحوثة، إذ بلغت (15.69263)، أما بقية الشركات فقد كانت نسبة الانحراف المعياري لعوائدها الى الانحراف المعياري لتدفقاتها النقدية التشغيلية متباينة مما يدل على تباينها من حيث نوعية العوائد، وبناءً على متوسط تجانس العوائد للشركات الصناعية السعودية يمكن القول إن شركة المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي قد حققت نوعية عوائد عالية مقارنة بالشركات الأخرى، إذ بلغ متوسط نسبة الانحراف المعياري لعوائدها الى الانحراف المعياري لتدفقاتها النقدية ما نسبته (0.90416)، كما حققت شركة نماء للكيماويات نوعية عوائد منخفضة مقارنة بالشركات الصناعية السعودية الأخرى إذ بلغت النسبة في أعلاه ما قيمته (24.76433) والشكل (15) يوضح ذلك



الشكل (15)

تجانس العوائد في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول 41 باستخدام برنامج Excel.

ح- المقارنة بين نوعية العوائد الشركات العربية (العراقية، السعودية، الكويتية) المقدرة وفقاً لأنموذج تجانس العوائد

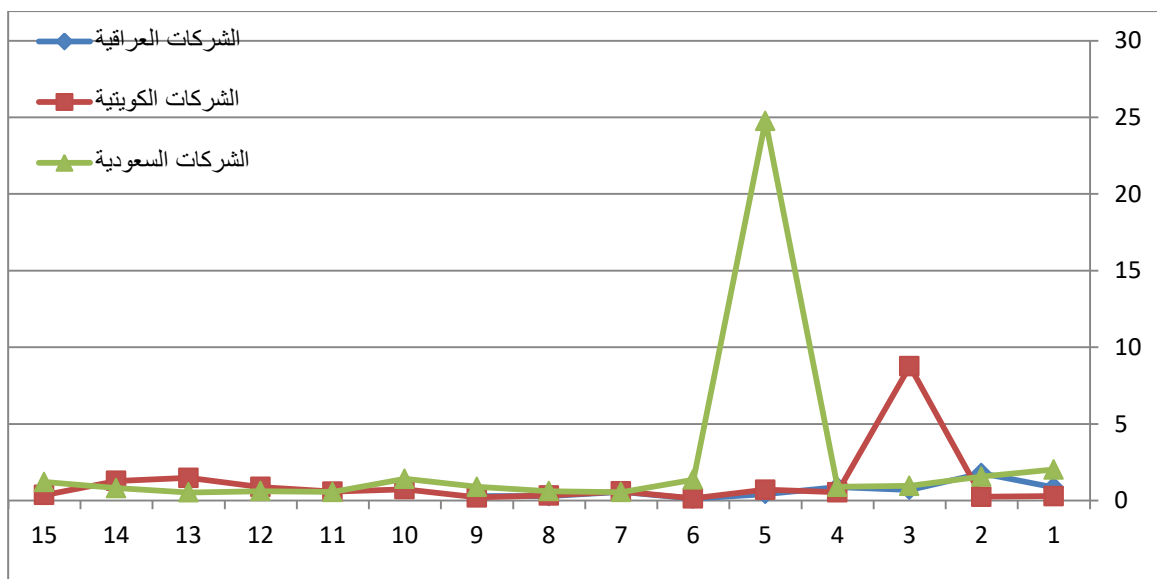
يتضح من خلال الجدول (42) تفوق الشركات الصناعية السعودية على نظيراتها الكويتية والعراقية من حيث تحقيقها لنوعية عوائد عالية، إذ حققت تسع شركات سعودية لعوائد أكثر تجانساً من مجموع خمسة عشر شركة وهي ما تشكل (60%) من مجموع عدد الشركات ، لان متوسط تجانس عوائدها كان اقرب الى (1)، وتأتي الشركات الصناعية الكويتية بالمرتبة الثانية من حيث تحقيقها لنوعية عوائد عالية، إذ حققت سبع شركات كويتية من أصل خمس عشرة شركة لتجانس كبير في عوائدها وذلك لاقتراب متوسط نسبة الانحراف المعياري لعوائدها الى الانحراف المعياري لتدفقاتها النقدية من (1)، وتأتي الشركات العراقية في المرتبة الأخيرة من حيث تجانس عوائدها، إذ حققت شركتين من أصل تسع شركات عوائد ذات نوعية عالية وهو ما يشكل (22%) تقريباً من مجموع الشركات الصناعية العراقية والشكل (16) يوضح ذلك.

الجدول (42)

متوسط تجانس العوائد في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة

الشركات السعودية		الشركات الكويتية		الشركات العراقية		تسلسل الشركات
نوعية العوائد	متوسط التجانس	نوعية العوائد	متوسط التجانس	نوعية العوائد	متوسط التجانس	1
منخفضة	2.0234	منخفضة	0.2925	مرتفعة	0.8689	
منخفضة	1.5714	منخفضة	0.2489	منخفضة	1.7869	2
مرتفعة	0.9579	مرتفعة	8.7755	مرتفعة	0.6965	3
مرتفعة	0.9042	منخفضة	0.5445	مرتفعة	0.8792	4
منخفضة	24.7643	مرتفعة	0.7098	منخفضة	0.4254	5
مرتفعة	1.3691	منخفضة	0.1471	منخفضة	0.1303	6
منخفضة	0.5524	مرتفعة	0.5945	منخفضة	0.5744	7
مرتفعة	0.6179	منخفضة	0.3333	منخفضة	0.2905	8
مرتفعة	0.8966	منخفضة	0.2112	منخفضة	0.2930	9
مرتفعة	1.4185	مرتفعة	0.7411		----	10
منخفضة	0.5615	منخفضة	0.5853		----	11
مرتفعة	0.6154	مرتفعة	0.8930		----	12
منخفضة	0.5379	مرتفعة	1.4890		----	13
مرتفعة	0.8164	مرتفعة	1.2899		----	14
مرتفعة	1.2111	منخفضة	0.3632		----	15
	2.5879		1.1479		1.1891	Mean

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Excel.



الشكل (16)

المقارنة بين الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة وفقاً لمتوسط تجانس عوائدها

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول 42 باستخدام برنامج Excel.

4. تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية العربية وفق أنموذج القدرة على التنبؤ

تعد القدرة على التنبؤ إحدى سمات العوائد المرغوب بها وجانب آخر من جوانب نوعيتها، إذ ترتبط بمدى مساهمة العوائد الحالية في تعزيز قدرة المستثمرين على التنبؤ بالعوائد المستقبلية، وإن زيادة هذه المساهمة يدفع باتجاه تحقيق نوعية عوائد عالية، لأنها تقلل من مخاطر عدم التأكد حول العوائد المستقبلية مما يزيد من دقة التقييم وبالتالي يعزز دورها في عملية اتخاذ القرار، وتتعكس تلك القدرة في تباين أسعار الأسهم عنده الإعلان عن العوائد.

أ. تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية العراقية وفق أنموذج القدرة على التنبؤ

تم تحديد القدرة على التنبؤ من خلال تقدير ميل معادلة انحدار العائد إلى الموجودات الحالية كمتغير معتمد إلى العائد إلى الموجودات السابقة كمتغير مستقل، ومن ثم إيجاد بواقي الأنموذج التي تمثل الفرق بين المتغير المعتمد المقدر والفعلي، ويشير حسن المطابقة إلى ارتفاع قدرة العوائد الحالية على التنبؤ بالعوائد المستقبلية، مما يعكس نوعية عوائد عالية وبالعكس، والجدول (43) يوضح بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ للشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة.

الجدول (43)

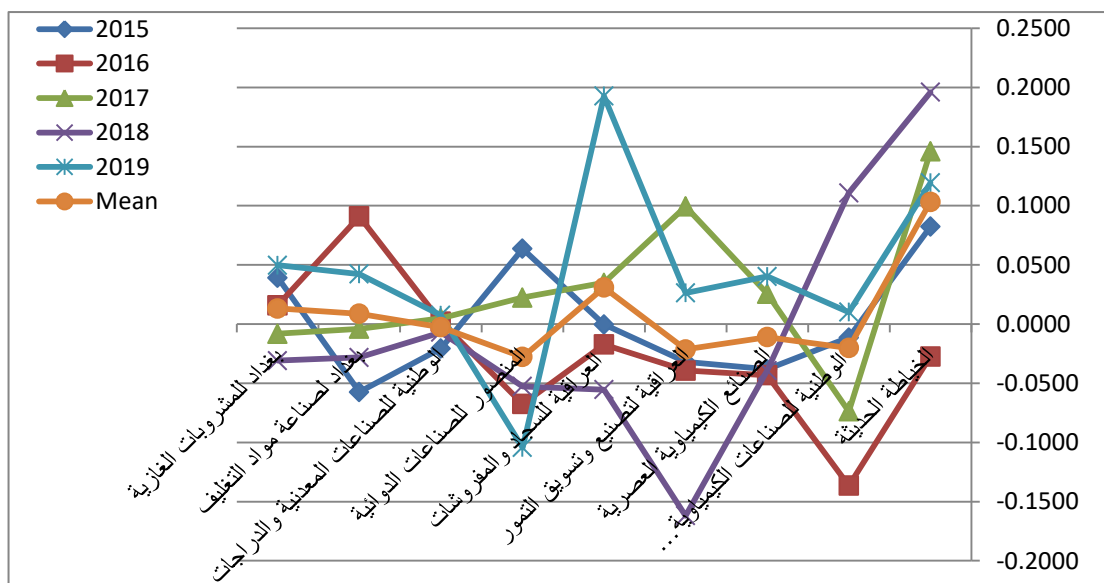
بواقى أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

السنة / اسم الشركة	2015	2016	2017	2018	2019	Mean
الخطاطة الحديثة	0.0823	-0.0273	0.1459	0.1959	0.1194	0.1032
الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية	-0.0114	-0.1366	-0.0738	0.1109	0.0101	-0.0202
الصنائع الكيماوية العصرية	-0.0382	-0.0432	0.0256	-0.0392	0.0402	-0.0110
العراقية لتصنيع وتسويق التمور	-0.0318	-0.0392	0.0993	-0.1619	0.0263	-0.0215
العراقية للسجاد والمفروشات	-0.0003	-0.0173	0.0348	-0.0553	0.1926	0.0309
المنصور للصناعات الدوائية	0.0636	-0.0676	0.0223	-0.0527	-0.1044	-0.0277
الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات	-0.0206	0.0019	0.0050	-0.0070	0.0073	-0.0027
بغداد لصناعة مواد التغليف	-0.0574	0.0909	-0.0040	-0.0282	0.0422	0.0087
بغداد للمشروبات الغازية	0.0391	0.0159	-0.0081	-0.0309	0.0497	0.0131

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج -Eviews10.

يتضح من خلال الجدول (43) حسن المطابقة بين العائد الى الموجودات الحالي الفعلي والمقدر بدلالة العائد الى الموجودات السابق في الشركة العراقية للسجاد والمفروشات في سنة (2015)، اذ بلغ بواقى الفرق بين العائد الحالي الفعلي والمقدر ما قيمته (-0.0003)، وهو الأقل على مستوى الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة ولكافة السنوات المبحوثة، مما يعكس نوعية عوائد عالية، تتبعها في ذلك الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات من حيث تحقيقها لنوعية عوائد عالية في سنة (2016)، اذ بلغت بواقى الفرق بين العائد الفعلي والمقدر ما قيمته (0.0019) مما يعني ان العوائد الحالية تساهم في تعزيز قدرة المستثمرين على التنبؤ بالعوائد المستقبلية مما يدفع باتجاه تحقيق نوعية عوائد عالية، وفي حال إعلان الشركتين المذكورتين سابقاً عن تحقيق عوائد غير متوقعة من قبل المستثمرين فان صداها يأخذ شكل تقلبات في أسعار الأسهم، كما يتضح ان شركة الخطاطة الحديثة قد حققت بواقى كبيرة بين العوائد الحالية الفعلية والمقدرة في سنة (2018) مقارنةً بالشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة، إذ بلغت (0.1959) مما يشير الى صعوبة الاعتماد على العوائد الحالية في التنبؤ بالعوائد المستقبلية، وإذا حدث ذلك فإنه يؤدي الى تقييمات غير دقيقة للقيمة الحقيقية مما يعني ارتفاع مخاطر الاستثمار في أسهم تلك الشركة، تتبعها في ذلك الشركة العراقية للسجاد والمفروشات من حيث تحقيقها لبواقى كبيرة بين العوائد الفعلية والمقدرة في سنة (2019)، مقارنةً بالشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة، إذ بلغت (0.1926) مما يؤثر انخفاض نوعية

عوائدها، وبناءً على متوسط البواقي التي تعكس متوسط الفرق بين العوائد الفعلية والمقدرة ولكافة سنوات الدراسة، يمكن القول إن الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات قد حققت اقل تلك البواقي مقارنة بالشركات الصناعية عينة الدراسة، إذ بلغت (-0.0027) مما يؤشر تحقيقها لنوعية عوائد عالية، بينما نجد أن شركة الخياطة الحديثة قد حققت أكبر قيمة لمتوسط البواقي مقارنة بالشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة إذ بلغت (0.1032) مما يؤشر تحقيقها لنوعية عوائد منخفضة والشكل (17) يوضح ذلك.



الشكل (17)

بواقى أنموذج القدرة على التنبؤ للشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول 43 باستخدام برنامج Excel.

ب. تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية الكويتية وفق أنموذج القدرة على التنبؤ

يتضح من خلال الجدول (44) حسن المطابقة بين العائد الى الموجودات الحالي الفعلي والمقدر بدلالة العائد الى الموجودات السابق في شركة اسمنت الكويت في سنة (2017)، اذ بلغ بواقي الفرق بين العائد الحالي الفعلي والمقدر ما قيمته (0.0005) وهو الأقل على مستوى الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة ولكافة السنوات المبحوثة مما يعكس نوعية عوائد عالية، تتبعها في ذلك شركة الصناعات الهندسية الثقيلة وصناعة السفن من حيث تحقيقها لنوعية عوائد عالية في سنة (2017)، إذ بلغت بواقي الفرق بين العائد الفعلي والمقدر ما قيمته (-0.0012)، مما يعني أن العوائد الحالية تساهم في تعزيز قدرة المستثمرين على التنبؤ بالعوائد المستقبلية، مما يدفع باتجاه تحقيق نوعية عوائد عالية، وفي حال إعلان الشركتين المذكورتين سابقاً عن تحقيق عوائد غير متوقعة من قبل المستثمرين فان صداها يأخذ شكل تقلبات في أسعار الأسهم، كما يتضح إن شركة الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية قد حققت بواقي كبيرة بين العوائد الحالية الفعلية والمقدرة في سنة (2015) مقارنةً بالشركات الصناعية الكويتية عينة

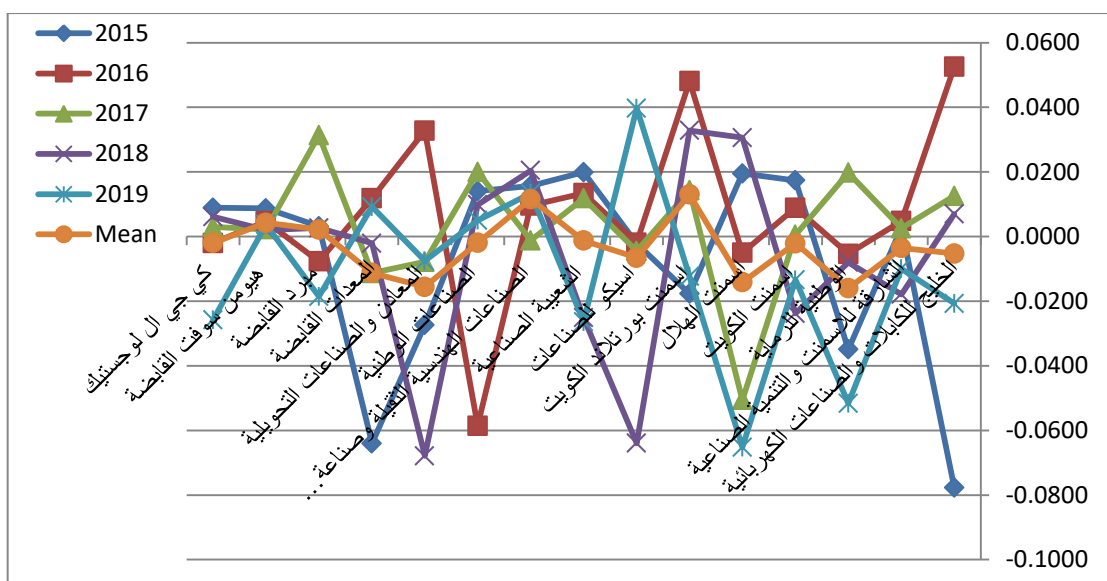
الدراسة، إذ بلغت (-0.0777) مما يشير الى صعوبة الاعتماد على العوائد الحالية في التنبؤ بالعوائد المستقبلية، وإذا حدث ذلك فإنه يؤدي الى تقييمات غير دقيقة للقيمة الحقيقية مما يعني ارتفاع مخاطر الاستثمار في أسهم تلك الشركة، تتبعها في ذلك شركة المعادن والصناعات التحويلية من حيث تحقيقها لبواقي كبيرة بين العوائد الفعلية والمقدرة في سنة (2018)، مقارنة بالشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة، إذ بلغت (-0.0679) مما يؤثر انخفاض نوعية عوائدها، وبناءً على متوسط البواقي بين العوائد الفعلية والمقدرة ولكافة سنوات الدراسة يمكن القول إن شركة الشعبية الصناعية قد حققت اقل تلك البواقي مقارنة بالشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة، إذ بلغت (-0.0013) مما يؤثر تحقيقها لنوعية عوائد عالية، بينما نجد إن الشركة الوطنية للرماية قد حققت اكبر قيمة لمتوسط البواقي مقارنة بالشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة، إذ بلغت (-0.0160) مما يؤثر تحقيقها لنوعية عوائد منخفضة والشكل (18) يوضح ذلك.

الجدول (44)

بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

السنة اسم الشركة	2015	2016	2017	2018	2019	Mean
الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية	-0.0777	0.0526	0.0126	0.0070	-0.0207	-0.0053
الشارقة للأسمنت والتنمية الصناعية	0.0028	0.0048	0.0026	-0.0179	-0.0100	-0.0035
الوطنية للرماية	-0.0349	-0.0054	0.0197	-0.0080	-0.0516	-0.0160
اسمنت الكويت	0.0174	0.0089	0.0005	-0.0238	-0.0134	-0.0021
اسمنت الهلال	0.0195	-0.0050	-0.0506	0.0306	-0.0652	-0.0141
اسمنت بورتلاند الكويت	-0.0177	0.0481	0.0143	0.0328	-0.0123	0.0130
اسيكو للصناعات	-0.0021	-0.0019	-0.0045	-0.0640	0.0397	-0.0066
الشعبية الصناعية	0.0199	0.0134	0.0118	-0.0251	-0.0263	-0.0013
الصناعات الهندسية الثقيلة وصناعة السفن	0.0157	0.0096	-0.0012	0.0205	0.0133	0.0116
الصناعات الوطنية	0.0140	-0.0586	0.0200	0.0099	0.0050	-0.0019
المعادن والصناعات التحويلية	-0.0274	0.0328	-0.0079	-0.0679	-0.0076	-0.0156
المعدات القابضة	-0.0640	0.0118	-0.0113	-0.0021	0.0092	-0.0113
مبرد القابضة	0.0032	-0.0077	0.0314	0.0027	-0.0186	0.0022
هيومن سوفت القابضة	0.0087	0.0047	0.0022	0.0020	0.0037	0.0043
كي جي ال لوجستيك	0.0089	-0.0020	0.0030	0.0061	-0.0258	-0.0020

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews10.



الشكل (18)

بواقى أنموذج القدرة على التنبؤ للشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول 44 باستخدام برنامج Excel.

ج. تقييم وتحليل نوعية العوائد للشركات الصناعية السعودية وفق أنموذج القدرة على التنبؤ

يتضح من خلال الجدول (45) حسن المطابقة بين العائد الى الموجودات الحالي الفعلي والمقدر بدلالة العائد الى الموجودات السابق في شركة كيمائيات الميثانول في سنة (2017)، إذ بلغ بواقى الفرق بين المتغيرين ما قيمته (-0.0001)، وهو الأقل على مستوى الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة ولكافة السنوات المبحوثة، مما يعكس نوعية عوائد عالية، تتبعها في ذلك شركة اسمنت حائل من حيث تحقيقها لنوعية عوائد عالية في سنة (2015)، إذ بلغت بواقى الفرق بين العائد الفعلي والمقدر ما قيمته (-0.0032)، مما يعني إن العوائد الحالية تساهم في تعزيز قدرة المستثمرين على التنبؤ بالعوائد المستقبلية مما يدفع باتجاه تحقيق نوعية عوائد عالية، وفي حال إعلان الشركتين المذكورتين سابقاً عن تحقيق عوائد غير متوقعة من قبل المستثمرين فان صداها يأخذ شكل تقلبات في أسعار الأسهم، كما يتضح إن شركة اسمنت المدينة قد حققت بواقى كبيرة بين العوائد الحالية الفعلية والمقدرة في سنة (2018) مقارنةً بالشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة، إذ بلغت (-0.1310) مما يشير الى صعوبة الاعتماد على العوائد الحالية في التنبؤ بالعوائد المستقبلية، وإذا حدث ذلك فإنه يؤدي الى تقييمات غير دقيقة للقيمة الحقيقية مما يعني ارتفاع مخاطر الاستثمار في أسهم تلك الشركة، تتبعها في ذلك شركة السعودية لأنابيب الصلب من حيث تحقيقها لبواقى كبيرة بين العوائد الفعلية والمقدرة في سنة (2018)، مقارنةً بالشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة، إذ بلغت (-0.1287) مما يؤشر

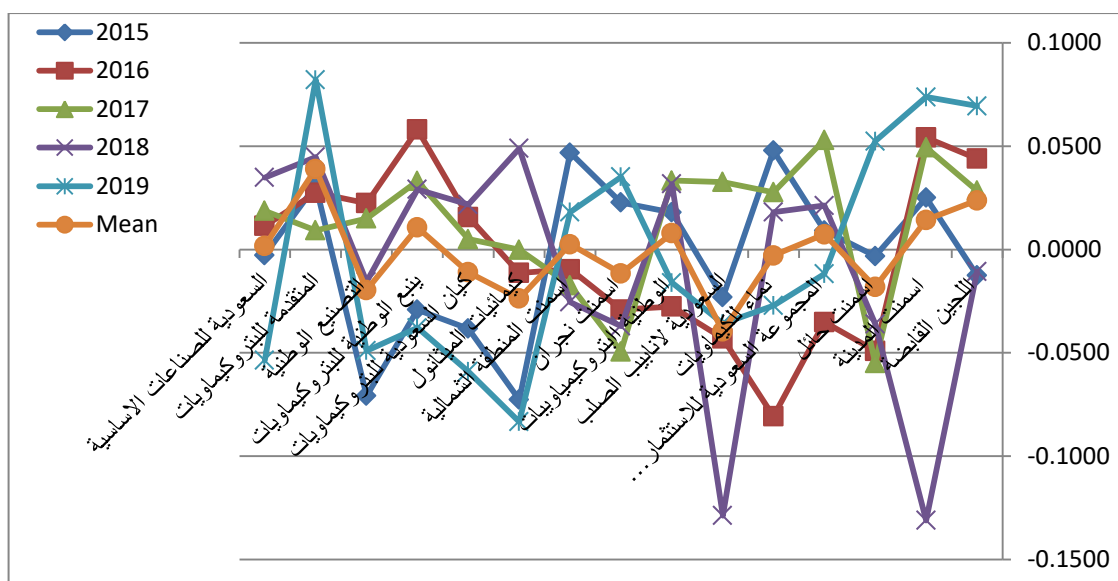
انخفاض نوعية عوائدها، وبناءً على متوسط البواقي بين العوائد الفعلية والمقدرة ولكافة سنوات الدراسة، يمكن القول إن شركة اسمنت المنطقة الشمالية قد حققت اقل تلك البواقي مقارنة بالشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة، إذ بلغت (0.0025) مما يؤشر تحقيقها لنوعية عوائد عالية، بينما نجد إن شركة السعودية لأنابيب الصلب قد حققت اكبر قيمة لمتوسط البواقي مقارنةً بالشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة، إذ بلغت (-0.0369) مما يؤشر تحقيقها لنوعية عوائد منخفضة والشكل (19) يوضح ذلك.

الجدول (45)

بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

السنة / اسم الشركة	2015	2016	2017	2018	2019	Mean
اللجين القابضة	-0.0125	0.0439	0.0285	-0.0107	0.0694	0.0237
اسمنت المدينة	0.0251	0.0541	0.0494	-0.1310	0.0737	0.0142
اسمنت حائل	-0.0032	-0.0490	-0.0549	-0.0360	0.0524	-0.0182
المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي	0.0091	-0.0351	0.0530	0.0212	-0.0118	0.0073
نماء للكيماويات	0.0478	-0.0807	0.0277	0.0181	-0.0272	-0.0029
السعودية لأنابيب الصلب	-0.0231	-0.0430	0.0326	-0.1287	-0.0359	-0.0396
الوطنية للبتروكيماويات	0.0179	-0.0276	0.0333	0.0317	-0.0160	0.0079
اسمنت نجران	0.0227	-0.0291	-0.0493	-0.0370	0.0351	-0.0115
اسمنت المنطقة الشمالية	0.0468	-0.0096	-0.0173	-0.0254	0.0181	0.0025
كيماويات الميثانول	-0.0726	-0.0113	-0.0001	0.0488	-0.0833	-0.0237
كيان السعودية للبتروكيماويات	-0.0383	0.0157	0.0050	0.0217	-0.0590	-0.0110
ينبع الوطنية للبتروكيماويات	-0.0291	0.0580	0.0331	0.0290	-0.0379	0.0106
التصنيع الوطنية	-0.0708	0.0224	0.0150	-0.0156	-0.0489	-0.0196
المتقدمة للبتروكيماويات	0.0311	0.0275	0.0092	0.0447	0.0821	0.0389
السعودية للصناعات الأساسية	-0.0027	0.0114	0.0187	0.0348	-0.0535	0.0017

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج -Eviews10.



الشكل (19)

بواقى أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول 45 باستخدام برنامج Excel.

ح. المقارنة بين نوعية العوائد الشركات العربية (العراقية، السعودية، الكويتية) المقطرة وفقاً

لأنموذج القدرة على التنبؤ

بعد أن تم إيجاد متوسط البواقى للفرق بين العوائد الفعلية والمقدرة لكل شركة من الشركات الصناعية العربية، تم تقسيم الشركات الى قسمين بناءً على مدى قربها من درجة المطابقة، فالشركات التي تقترب بواقئها من الصفر تعد ذات نوعية عوائد عالية وبالعكس، والجدول (46) يوضح ذلك.

الجدول (46)

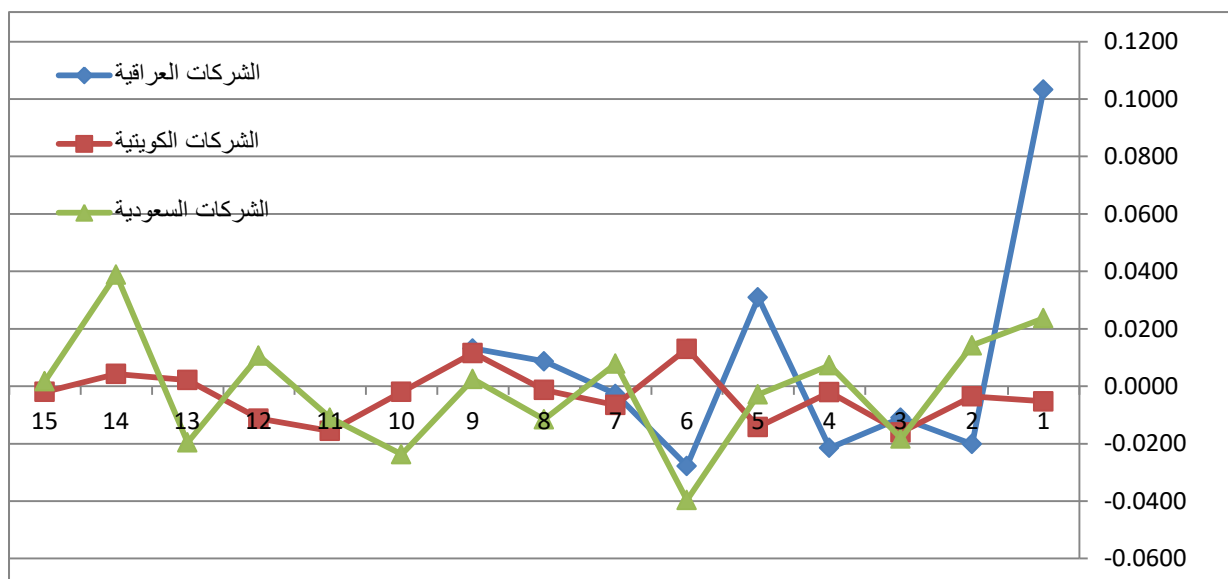
متوسط بواقي القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة

تسلسل الشركات	الشركات العراقية	الشركات الكويتية	الشركات السعودية
متوسط البواقي	نوعية العوائد	متوسط البواقي	نوعية العوائد
1	0.1032	منخفضة	-0.0053
2	-0.0202	منخفضة	-0.0035
3	-0.0110	منخفضة	-0.0160
4	-0.0215	منخفضة	-0.0021
5	0.0309	منخفضة	-0.0141
6	-0.0277	منخفضة	0.0130
7	-0.0027	مرتفعة	-0.0066
8	0.0087	مرتفعة	-0.0013
9	0.0131	منخفضة	0.0116
10	----	----	-0.0019
11	----	----	-0.0156
12	----	----	-0.0113
13	----	----	0.0022
14	----	----	0.0043
15	----	----	-0.0020

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (46) تفوق الشركات الكويتية على نظيراتها السعودية والعراقية من حيث تحقيقها لنوعية عوائد عالية، إذ حققت عشرة شركات من أصل خمس عشرة شركة لنوعية عوائد عالية (تقع ضمن النصف الأول) وهو ما يشكل (66%) تقريباً من مجموع عدد الشركات الكويتية، مما يعني إن المستثمرين في أسهم الشركات الصناعية الكويتية أكثر قدرة على التنبؤ بالعوائد المستقبلية مقارنةً بالمستثمرين في أسهم الشركات الصناعية السعودية والعراقية، مما يحسن دقة تقييماتهم لأسهم تلك الشركات ويقلل درجة تعرضهم للمخاطر، وبالتالي يقلل من معدل العائد المطلوب، وتأتي الشركات السعودية بالمرتبة الثانية من حيث تحقيقها لنوعية عوائد عالية ، لان ثمان شركات من أصل خمس عشرة شركة قد حققت نوعية عوائد عالية (تقع ضمن النصف الأول)، وهو ما يشكل (53%) تقريباً من مجموع عدد الشركات السعودية، بينما نجد إن سبع شركات صناعية عراقية قد حققت نوعية عوائد منخفضة وهو ما يشكل (77%) تقريباً من مجموع عدد الشركات الصناعية العراقية والبالغة تسع شركات، مما يعني إن الشركات العراقية تتصف بانخفاض نوعية عوائدها مقارنةً بالشركات الكويتية والسعودية،

مما يؤشر صعوبة التنبؤ الدقيق بالعوائد المستقبلية للشركات العراقية وهو ما يدفع المستثمرين بطلب معدل عائد أعلى على أسهم تلك الشركات مقارنة بأسهم نظيراتها الكويتية والسعودية والشكل (20) يوضح ذلك.



الشكل (20)

المقارنة بين الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة وفق لمتوسط بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول 46 باستخدام برنامج Excel.

ومن خلال ملاحظة الجداول (34) و(38) و(42) و(46) يمكن اثبات صحة فرضية البحث الاولى والتي تنص على تباين نوعية العوائد في الشركات الصناعية العربية تبعاً لتباين النماذج المستخدمة في تقديرها.

ثانياً. تقييم وتحليل كفاءة الاستثمار للشركات الصناعية العربية

تعد كفاءة الاستثمار احد مواضيع الإدارة المالية الأكثرها أهمية، إذ تمكن الشركات من حسن استغلال مواردها المتاحة، بعيداً عن الهدر والضياع في ظل ندرة تلك الموارد ولا سيما في البلدان النامية، مما تزيد من مساهمة الشركات في الناتج المحلي الإجمالي، فضلاً عن تحسين مستوى أدائها وتعظيم قيمتها، وبهذا يمكن عد الكفاءة في الاستثمار بأنها دقة تحديد الاحتياجات الاستثمارية للشركات بناءً على فرصها المتاحة وهي دالة للنمو والتدفقات النقدية والثروة الإضافية، وبالنظر للقيود والتشوهات والاحتكاكات المالية نجد أنَّ الشركات تستثمر عند مستوى النقص في الاستثمار أو الإفراط به، وتأتي هذه الفقرة التحليل كفاءة الاستثمار وبيان الشركات التي تعاني من النقص به والآخرى المفرطة به والمقارنة بينها.

3. تقييم وتحليل كفاءة الاستثمار للشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

بعد أن تم تقدير قيم المعلمات (Coefficient) للمتغيرات المستقلة المعنوية وهي كل من التدفقات النقدية التشغيلية السابقة ($CFO_{i,t-1}$) وحجم الاستثمار السابق ($Invest_{i,t-1}$)، تم إيجاد حجم الاستثمار المقدر وطرحه من حجم الاستثمار الفعلي للوصول الى بواقي الأنموذج، فالمطابقة بين الاستثمار الفعلي والمقدر يعني إن الشركة تستثمر عند مستوى الكفاءة، مما يعني ان قيمة البواقي صفر، أما إذا كانت قيمة البواقي ايجابية فتدل على الإفراط في الاستثمار أما البواقي السلبية فتدل على النقص في الاستثمار، وبالنظر لمعنوية كل من المتغيرات المستقلة التدفقات النقدية التشغيلية السابقة ($CFO_{i,t-1}$) وحجم الاستثمار السابق ($Invest_{i,t-1}$) الداخلة في تقدير كفاءة الاستثمار للشركات الصناعية العراقية سيتم الاعتماد على نظرية الوكالة وحساسية الاستثمار للتدفق النقدي وحجم الاستثمارات السابقة في تفسير النقص في الاستثمار والإفراط به للشركات الصناعية العراقية التي يوضحها الجدول (47)

الجدول (47)

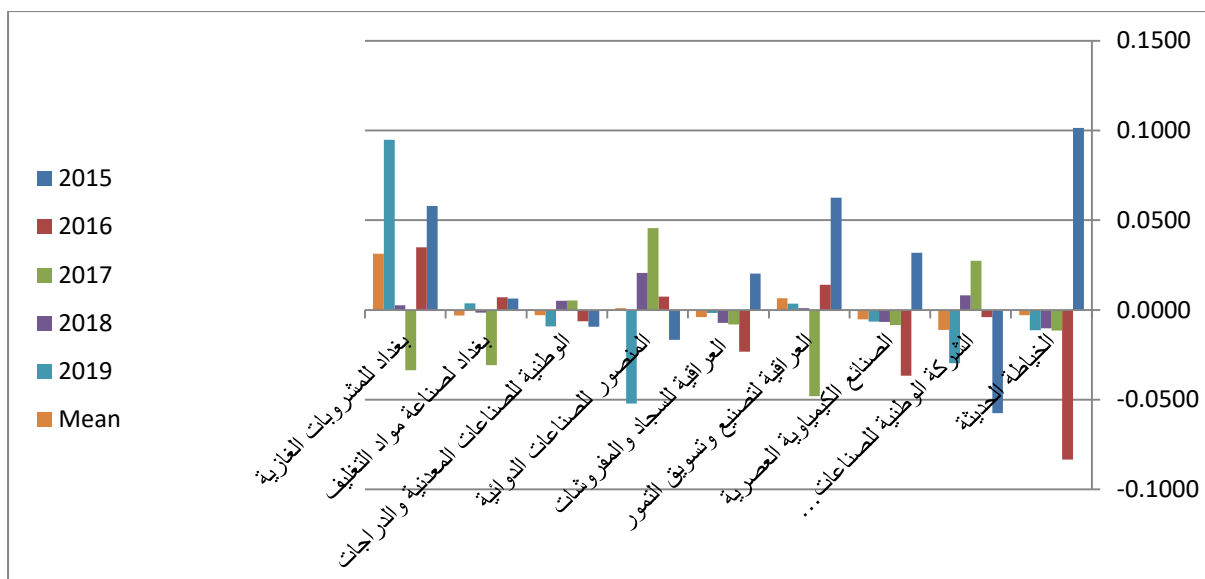
بواقي أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

Mean	2019	2018	2017	2016	2015	السنة اسم الشركة
-0.0030	-0.0112	-0.0103	-0.0115	-0.0833	0.1014	الخطاطة الحديثة
-0.0112	-0.0297	0.0081	0.0273	-0.0040	-0.0575	الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية
-0.0052	-0.0065	-0.0066	-0.0084	-0.0367	0.0319	الصناعات الكيماوية العصرية
0.0066	0.0035	0.0010	-0.0481	0.0141	0.0625	العراقية لتصنيع وتسويق التمور
-0.0040	-0.0016	-0.0072	-0.0081	-0.0233	0.0202	العراقية للسجاد والمفروشات
0.0010	-0.0522	0.0207	0.0456	0.0075	-0.0167	المنصور للصناعات الدوائية
-0.0029	-0.0092	0.0051	0.0052	-0.0063	-0.0093	الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات
-0.0030	0.0037	-0.0015	-0.0308	0.0071	0.0063	بغداد لصناعة مواد التغليف
0.0313	0.0949	0.0026	-0.0335	0.0349	0.0578	بغداد للمشروبات الغازية

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (47) إن غالبية الشركات الصناعية العراقية تعاني من النقص في الاستثمار وبنسب متباينة وتتصدر شركة الخطاطة الحديثة تلك الشركات من حيث النقص في الاستثمار، إذ بلغه بواقي الفرق بين الاستثمار الفعلي والمقدرة ما قيمته (-0.0833) في سنة (2016) مما يعني إن الاستثمار في الشركة المذكورة لديه حساسية اتجاه التدفق النقدي،

فالموازنة الرأسمالية للشركة مرتبطة بحجم الاستثمارات السابقة وما يمكن أن تولده تلك الاستثمارات من تدفقات نقدية، إذ يصعب على تلك الشركات الحصول على مصادر تمويل أخرى لتمويل استثماراتها، فقد يكون لديها حجم كبير من القروض ولا تجد من يقرضها وإذا توفر ذلك قد يكون بشروط قاسية وبأسعار فائدة كبيرة والتي قد تتزامن مع تداول أسهمها بأقل من قيمها الحقيقية وفق رؤية مديريها، وبالتالي فإن استراتيجيه تلك الشركات في الحصول على تمويل استثماراتها تبنى على تفضيل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي ، لانه اقل كلفة، لهذا نجدها تقوم باحتجاز أرباحها وبالنظر الى محدودية تلك الأرباح نجد تلك الشركات تعاني من النقص في الاستثمار، وفي الجانب الآخر نجد إن الشركة ذاتها تعد من أكثر الشركات إفراطاً في الاستثمار في سنة (2015)، إذ بلغ بواقي الفرق بين الاستثمار الفعلي والمقدر ما قيمته (1014 - 0). وهذا ما يؤكد إن حجم الاستثمار مرتبط بالتدفقات النقدية المتاحة من الاستثمارات السابقة وهو ما نصت عليه نظرية الوكالة، إذ إن ضعف مراقبة المساهمين لإدارات الشركات الناتج عن الركوب المجاني يزيد من أمكانية الإدارة على أنفاق التدفق النقدي على المشاريع الاستثمارية المفيدة من منظورها لكنها مكلفة من منظور المساهمين ، لان مديري الشركات يسعون الى زيادة حجم الشركة ، لان تعويضاتهم وامتيازاتهم ترتبط بذلك الحجم، أما المساهمون فأنهم يهدفون الى زيادة قيمة الشركة، وقد يأخذ الإفراط في الاستثمار عدة طرق كبناء الامبراطورية او دعم المشاريع ذات الأداء الضعيف من التدفقات المتولدة من المشاريع ذات الأداء الجيد ، لان تصفية المشاريع ذات الأداء الضعيف قد يشير الى فشل الإدارة في إدارة مشاريعها، وبناءً على متوسط بواقي الفرق بين الاستثمار الفعلي والمقدر بدلالة التدفقات النقدية وحجم الاستثمارات السابقة يمكن القول إن ست شركات صناعية عراقية تعاني من نقص الاستثمار وهو ما يشكل (67%) من مجموع عدد الشركات والبالغة تسع شركات، وهو ما يبرر اعتماد الاقتصاد العراقي على الاستيراد لسد احتياجاته من السلع والمنتجات الغذائية المصنعة، وبنسبة كبيرة جداً مما يعني عجز الشركات الصناعية العراقية على سد الاحتياجات المحلية، وهذا قد يكون ناتج عن عدم قدرة المنتجات المحلية على منافسة المنتجات الأجنبية بسبب ارتفاع تكاليف الإنتاج ومنها تكاليف التمويل، مما يستلزم دعم المنتجات المحلية من خلال فرض ضرائب ورسوم كمركيه على الاستيراد مما يدفع باتجاه زيادة الطلب على المنتجات المحلية مقارنةً بالأجنبية وبالتالي زيادة حجم الاستثمار، والذي يؤدي الى معالجة العديد من المشاكل التي يعاني منها الاقتصاد العراقي كالبطالة وبالتالي زيادة مساهمة القطاع الصناعي في دعم الاقتصاد الوطني، والشكل (21) يوضح الشركات التي تعاني من النقص في الاستثمار والإفراط به وحسب السنوات.



الشكل (21)

بواقى أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول 47 باستخدام برنامج Excel.

4. تقييم وتحليل كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

بعد ان تم تقدير قيم المعلمات (Coefficient) للمتغيرات المستقلة المعنوية وهي كل من معدل النمو السابقة ($Grow_{i,t-1}$) ونسبة توبن ($TQ_{i,t-1}$)، تم إيجاد حجم الاستثمار المقدر وطرحه من حجم الاستثمار الفعلي للوصول الى بواقى الأنموذج، فالمطابقة بين الاستثمار الفعلي والمقدر يعني إن الشركة تستثمر عند مستوى الكفاءة، مما يعني إن قيمة البواقى صفر، أما إذا كانت قيمة البواقى ايجابية فتدل على الإفراط في الاستثمار أما البواقى السلبية فتدل على النقص في الاستثمار، وبالنظر لمعنوية كل من المتغيرات المستقلة معدل النمو السابقة ($Grow_{i,t-1}$) ونسبة توبن ($TQ_{i,t-1}$) الداخلة في تقدير كفاءة الاستثمار للشركات الصناعية الكويتية سيتم الاعتماد على نظرية الليمون وفرص النمو في تفسير النقص في الاستثمار والإفراط به للشركات الصناعية الكويتية التي يوضحها الجدول (48)

الجدول (48)

بواقى أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

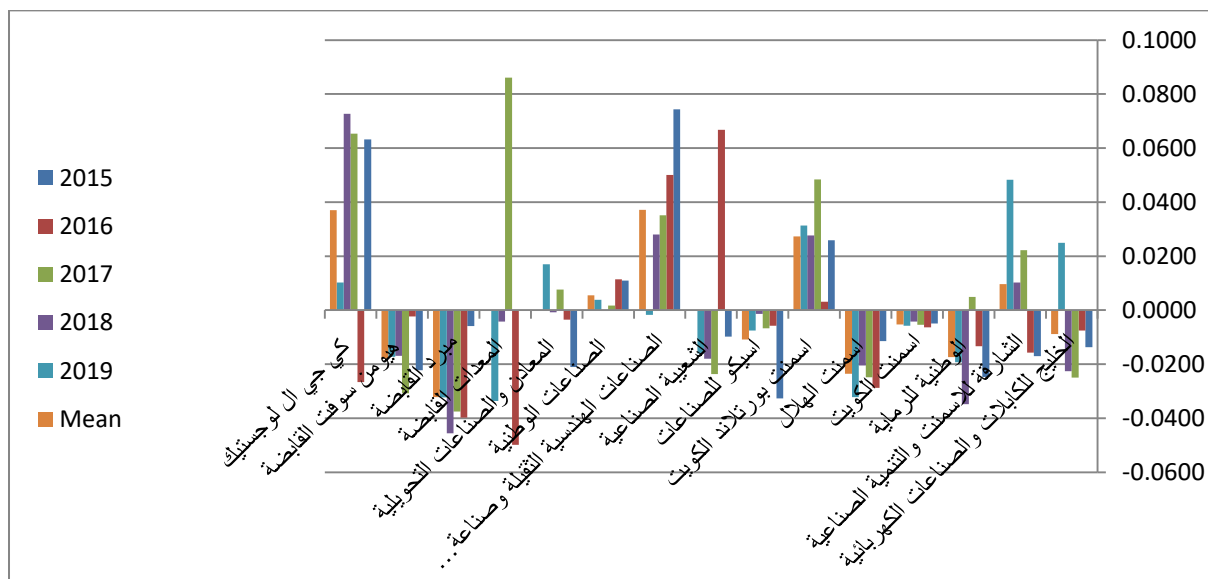
السنة / اسم الشركة	2015	2016	2017	2018	2019	Mean
الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية	-0.0137	-0.0076	-0.0250	-0.0225	0.0249	-0.0088
الشارقة للأسمنت والتنمية الصناعية	-0.0170	-0.0157	0.0223	0.0102	0.0483	0.0096
الوطنية للرمية	-0.0247	-0.0134	0.0050	-0.0348	-0.0192	-0.0174
اسمنت الكويت	-0.0049	-0.0064	-0.0054	-0.0042	-0.0058	-0.0053
اسمنت الهلال	-0.0114	-0.0287	-0.0249	-0.0205	-0.0322	-0.0235
اسمنت بورتلاند الكويت	0.0259	0.0031	0.0484	0.0276	0.0313	0.0273
اسيكو للصناعات	-0.0327	-0.0057	-0.0067	-0.0014	-0.0075	-0.0108
الشعبية الصناعية	-0.0098	0.0668	-0.0236	-0.0179	-0.0161	-0.0001
الصناعات الهندسية الثقيلة وصناعة السفن	0.0744	0.0500	0.0352	0.0280	-0.0017	0.0372
الصناعات الوطنية	0.0109	0.0115	0.0017	-0.0003	0.0039	0.0055
المعادن والصناعات التحويلية	-0.0211	-0.0035	0.0076	-0.0007	0.0170	-0.0001
المعدات القابضة	-0.0001	-0.0499	0.0861	-0.0043	-0.0336	-0.0003
مبرد القابضة	-0.0058	-0.0397	-0.0375	-0.0455	-0.0323	-0.0322
هيومن سوفت القابضة	-0.0222	-0.0023	-0.0307	-0.0169	-0.0172	-0.0179
كي جي ال لوجستيك	0.0632	-0.0266	0.0654	0.0727	0.0103	0.0370

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (48) إن العديد من شركات القطاع الصناعي الكويتي عينة الدراسة تعاني من النقص في الاستثمار ولكافة سنوات الدراسة وهي كل من (شركة اسمنت الكويت وشركة اسمنت الهلال وشركة اسيكو للصناعات فضلاً عن كل من شركة مبرد القابضة وشركة هيومن سوفت القابضة)، لان قيمة بواقى الفرق بين الاستثمار الفعلي والاستثمار المقدر بدلالة نسبة توبن ($TQ_{i,t-1}$) ومعدل النمو ($Grow_{i,t-1}$) ظهرت بقيم سالبة ولكافة سنوات الدراسة، أما بقية الشركات فقد كانت متباينة بين النقص في الاستثمار والإفراط به، كما يظهر الجدول في أعلاه تصدر شركة المعدات القابضة على بقية الشركات الصناعية الكويتية من حيث حسن المطابقة بين الاستثمار الفعلي والمقدر في سنة (2017) اذ بلغ بواقى الفرق بين المتغيرين في تلك السنة ما قيمته (-0.0001)، مما يعني إن الشركة المذكورة اقرب ما تكون الى تحقيق هدفها

الرئيس والممثل بتعظيم قيمتها مقارنة بالشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة، فضلاً عن تصدر الشركة المذكورة سابقاً على بقية الشركات الصناعية الكويتية من حيث النقص في الاستثمار في سنة (2016)، إذ بلغ بواقي الفرق بين الاستثمار الفعلي والمقدر ما قيمته (-0.049) وهو الأبعد عن مستوى كفاءة الاستثمار من بين تلك الشركات، ويمكن تفسير ذلك في إطار نظرية الليمون وفرص النمو المتاحة فوفاً للأولى فإن عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين ومديري الشركات فيما يخص نوعية أدوات التمويل الخارجي (الأسهم العادية والقروض) التي تسعى إدارة الشركات لإصدارها لتمويل مشاريعها الاستثمارية يجعل المستثمرين على استعداد لدفع السعر المساوي لأدوات التمويل ذات النوعية المتوسطة مما يعني ارتفاع كلفة التمويل للشركات التي تكون أدوات تمويلها ذات نوعية عالية، ونتيجة لذلك قد يتخلي مديري الشركات الذي يميلون إلى حماية مصالح مساهمهم عن فرص الاستثمار المربحة بدلاً عن إصدار أدوات تمويل مكلفة، مما يؤدي إلى النقص في الاستثمار مما يعني أن ارتفاع نسبة توبن ($TQ_{i,t-1}$) قد يؤدي إلى النقص في الاستثمار، أما في إطار فرص النمو فإن انخفاض معدل النمو قد يدفع الشركات إلى التقليل من استثماراتها مما يظهر العلاقة الطردية بين فرص النمو وحجم الاستثمار وهو ما تم التوصل إليه في معادل تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية، كما يظهر الجدول تصدر الشركة ذاتها وهي شركة المعدات القابضة على بقية الشركات الصناعية الكويتية من حيث الإفراط في الاستثمار في سنة (2017)، إذ بلغ بواقي الفرق بين الاستثمار الفعلي والمقدر ما قيمته (0.0861)، وهو الأكبر من بين تلك الشركات، إذ يمكن تبرير ذلك في إطار نظرية الليمون وفرص النمو المتاحة فوفاً للأولى فإن عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين ومديري الشركات حول ما إذ كانت أدوات التمويل الخارجي التي تسعى الشركات إلى إصدارها لتمويل فرص الاستثمار ذات نوعية عالية أم منخفضة، قد يجعل المستثمرين مستعدين لدفع السعر المساوي لسعر أدوات التمويل متوسطة النوعية مما يدفع مديري الشركات ذات أدوات التمويل منخفضة النوعية إلى إصدار تلك الأدوات لتمويل استثماراتهم الجديدة وبهذا فأنهم يحققون عوائد مساوية للفرق بين أسعار أدوات التمويل منخفضة النوعية ومتوسطة النوعية، والتي تأخذ شكل انخفاض كلفة التمويل مما يدفع تلك الشركات إلى الإفراط في الاستثمار نتيجة لحصولها على تدفقات نقدية كبيرة منخفضة الكلفة، مما يؤدي إلى ظهور العلاقة العكسية بين نسبة توبن ($TQ_{i,t-1}$) وحجم الاستثمار وهو ما تم التوصل إليه عنده تقدير معادلة كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية، كما إن ارتفاع معدل نمو يدفع الشركات إلى زيادة استثماراتها، مما يعني إثبات العلاقة بين فرص النمو وحجم الاستثمار التي تم التوصل إليها عنده تقدير معادلة كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية، ومن خلال متوسط بواقي الفرق بين الاستثمار الفعلي والمقدر يمكن القول إن عشر شركات صناعية كويتية

قد أظهرت نقصاً في الاستثمار وهي ما تشكل (67%) تقريباً من مجموع عدد الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة والنسبة المتممة من تلك الشركات تعاني من الإفراط في الاستثمار والشكل (22) يظهر الشركات التي تعاني من النقص في الاستثمار والإفراط به خلال سنوات الدراسة.



الشكل (22)

بواقى أنموذج كفاءة الاستثمار فى الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول 48 باستخدام برنامج Excel.

5. تقييم وتحليل كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية

بعد ان تم تقدير قيم المعلمات (Coefficient) للمتغيرات المستقلة المعنوية وهي كل من نسبة توبن ($TQ_{i,t-1}$) والتدفقات النقدية التشغيلية السابقة ($CFO_{i,t-1}$) وحجم الاستثمار السابق ($Invest_{i,t-1}$)، تم إيجاد حجم الاستثمار المقدر وطرحه من حجم الاستثمار الفعلي للوصول الى بواقي الأنموذج فالمطابقة بين الاستثمار الفعلي والمقدر يعني إن الشركة تستثمر عند مستوى الكفاءة، مما يعني إن قيمة البواقي صفر أما إذا كانت قيمة البواقي ايجابية فتدل على الإفراط في الاستثمار أما البواقي السلبية فتدل على النقص في الاستثمار، وبالنظر لمعنوية كل من المتغيرات المستقلة سابقة الذكر الداخلة في تقدير كفاءة الاستثمار للشركات الصناعية السعودية سيتم الاعتماد على كل من نظرية الليمون ونظرية الوكالة وحجم الاستثمارات السابق في تفسير النقص في الاستثمار والإفراط به للشركات الصناعية السعودية التي يوضحها الجدول (49)

الجدول (49)

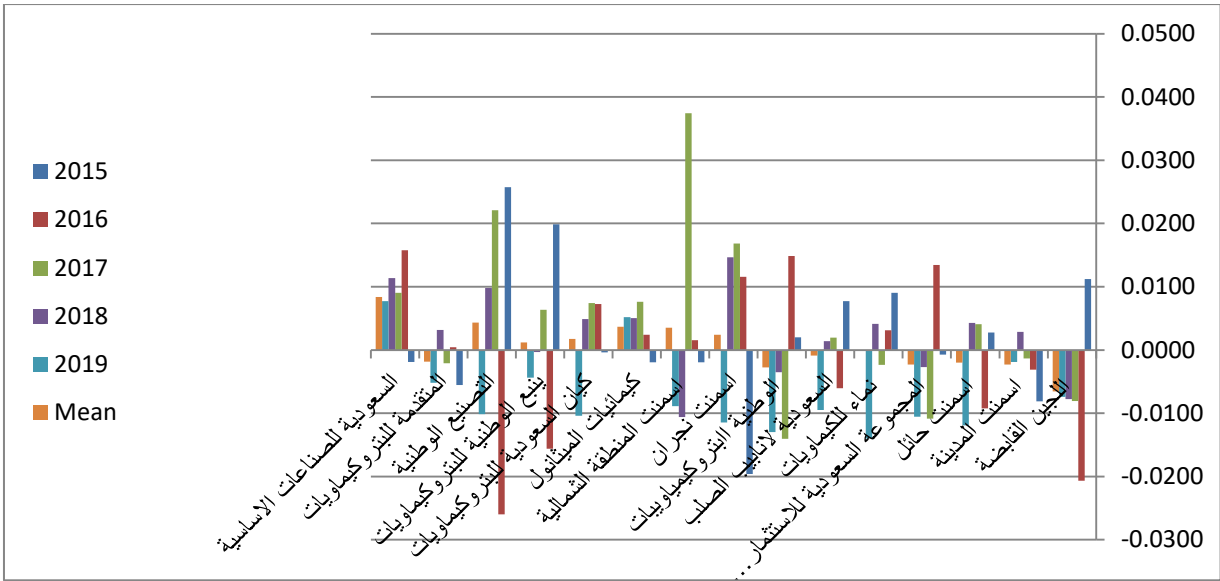
بواقى أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

السنة اسم الشركة	2015	2016	2017	2018	2019	Mean
اللجين القابضة	0.0112	-0.0206	-0.0081	-0.0078	-0.0074	-0.0065
اسمنت المدينة	-0.0081	-0.0031	-0.0013	0.0029	-0.0019	-0.0023
اسمنت حائل	0.0028	-0.0092	0.0041	0.0043	-0.0119	-0.0020
المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي	-0.0007	0.0134	-0.0109	-0.0027	-0.0105	-0.0023
نماء للكيماويات	0.0090	0.0031	-0.0023	0.0041	-0.0140	0.0000
السعودية لأنابيب الصلب	0.0077	-0.0060	0.0020	0.0014	-0.0095	-0.0009
الوطنية للبتروكيماويات	0.0020	0.0149	-0.0140	-0.0035	-0.0130	-0.0027
اسمنت نجران	-0.0196	0.0116	0.0169	0.0147	-0.0115	0.0024
اسمنت المنطقة الشمالية	-0.0019	0.0016	0.0374	-0.0106	-0.0089	0.0035
كيماويات الميثانول	-0.0020	0.0024	0.0076	0.0050	0.0052	0.0037
كيان السعودية للبتروكيماويات	-0.0004	0.0073	0.0074	0.0049	-0.0104	0.0018
ينبع الوطنية للبتروكيماويات	0.0199	-0.0156	0.0064	-0.0003	-0.0044	0.0012
التصنيع الوطنية	0.0257	-0.0260	0.0221	0.0098	-0.0101	0.0043
المتقدمة للبتروكيماويات	-0.0055	0.0004	-0.0021	0.0032	-0.0052	-0.0018
السعودية للصناعات الأساسية	-0.0019	0.0157	0.0090	0.0114	0.0077	0.0084

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (49) عدم وجود أي شركة من الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة قد حققت نقص في الاستثمار او الإفراط به بصورة مستمرة وعلى نمط واحد خلال سنوات الدراسة، مما يدل على أن تلك الشركات تنتقل من النقص في الاستثمار الى الإفراط به تارة ومن الإفراط في الاستثمار الى النقص به تارة أخرى، مما يعني أن تلك التغيرات ديناميكية تتغير تبعاً لتغير البيئة الاستثمارية للشركات كما يتضح تفوق شركة ينبع الوطنية للبتروكيماويات على الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة في سنة (2018) من حيث حسن المطابقة بين الاستثمار الفعلي ونضيره المقدر بدلالة نسبة توبن ($TQ_{i,t-1}$) والتدفقات النقدية التشغيلية ($CFO_{i,t-1}$) وحجم الاستثمارات السابقة ($Invest_{i,t-1}$)، إذ بلغت بواقى الفرق بين الاستثمار الفعلي والمقدر ما قيمته (-0.0003)، مما يعني أن تلك الشركة اقرب ما تكون الى مستوى الكفاءة في الاستثمار،

والذي يتزامن مع تحقيق أداء متقدم، ويتضح أيضاً تصدر شركة التصنيع الوطنية في سنة (2016) على بقية الشركات من حيث النقص في الاستثمار، إذ بلغت بواقي الفرق بين الاستثمار الفعلي والمقدر ما قيمته (-0.0260) وهو الأبعد عن مستوى الكفاءة من بين الشركات الأخرى التي تعاني من النقص في الاستثمار ويمكن تفسير ذلك في إطار نظرية الليمون وحساسية الاستثمار للتدفق النقدي فضلاً عن حجم الاستثمارات السابقة فوفقاً للأولى فإن عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين ومديري الشركات يدفع المستثمرين إلى تسعير أسهم تلك الشركات بما يساوي سعر سهم متوسط النوعية، أي إن القيمة الحقيقية أقل من القيمة السوقية مما يدفع المديرون إلى العزوف عن إصدار الأسهم العادية لتمويل استثماراتهم بسبب ارتفاع تكلفته مما يؤدي إلى نقص الاستثمار، بسبب اعتماد الأخير على التدفقات النقدية المتولدة من الاستثمارات السابقة والتي تتصف بالمحدودية لاسيما في الشركات التي تنمو بنسبة أكبر من أرباحها المحتجزة، وهو ما يتوافق مع حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، كما يتضح من خلال الجدول في أعلاه تصدر شركة اسمنت المنطقة الشمالية على بقية الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة في سنة (2017) من حيث الإفراط في الاستثمار، إذ بلغت بواقي الفرق بين الاستثمار الفعلي والمقدر ما قيمته (0.0374) وهو الأبعد عن مستوى الكفاءة في الاستثمار مقارنةً بالشركات المفرطة في الاستثمار فإذا ما كانت الأسهم العادية التي تنوي الشركات إصدارها لتمويل استثماراتها ذات نوعية منخفضة وتتداول بأعلى من قيمتها الحقيقية فإن المديرين سوف يصدرون تلك الأسهم وبأسعار مبالغ بها مما يعني انخفاض كلفة التمويل مما قد يؤدي إلى الإفراط في الاستثمار، كما إن حيازة الشركة لتدفقات نقدية كبيرة ناتجة عن استثماراتها السابقة يدفع المديرون إلى الإفراط في الاستثمار والذي يأخذ عدة أشكال كبناء الإمبراطورية وهو ما نصت عليه نظرية الوكالة، ومن خلال ملاحظة متوسط بواقي الفرق بين الاستثمار الفعلي والمقدر يمكن القول إن (53%) تقريباً من الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة هي شركات مفرطة في الاستثمار والنسبة المتتمة هي شركات تعاني من النقص في الاستثمار والشكل (23) يوضح الشركات التي تعاني من النقص في الاستثمار والمفرطة به وحسب سنوات الدراسة.



الشكل (23)

بواقى أنموذج كفاءة الاستثمار فى الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول 49 باستخدام برنامج Excel.

6. المقارنة بين كفاءة الاستثمار للشركات العربية (العراقية، السعودية، الكويتية)

الجدول (50)

المقارنة بين الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة وفقاً لكفاءة استثمارها

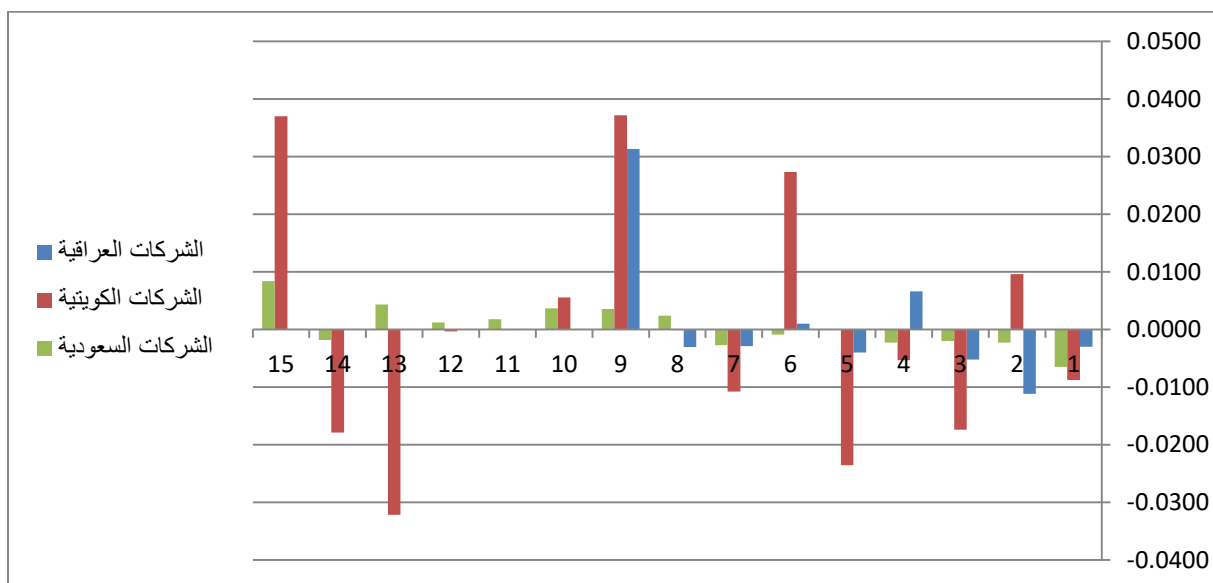
الشركات السعودية		الشركات الكويتية		الشركات العراقية		تسلسل الشركات
متوسط البواقي	كفاءة الاستثمار	متوسط البواقي	كفاءة الاستثمار	متوسط البواقي	كفاءة الاستثمار	
النقص في الاستثمار	-0.0065	النقص في الاستثمار	-0.0088	النقص في الاستثمار	-0.0030	1
النقص في الاستثمار	-0.0023	الإفراط في الاستثمار	0.0096	النقص في الاستثمار	-0.0112	2
النقص في الاستثمار	-0.0020	النقص في الاستثمار	-0.0174	النقص في الاستثمار	-0.0052	3
النقص في الاستثمار	-0.0023	النقص في الاستثمار	-0.0053	الإفراط في الاستثمار	0.0066	4
الإفراط في الاستثمار	0.0000	النقص في الاستثمار	-0.0235	النقص في الاستثمار	-0.0040	5
النقص في الاستثمار	-0.0009	الإفراط في الاستثمار	0.0273	الإفراط في الاستثمار	0.0010	6
النقص في الاستثمار	-0.0027	النقص في الاستثمار	-0.0108	النقص في الاستثمار	-0.0029	7

تسلسل الشركات	الشركات العراقية		الشركات الكويتية		الشركات السعودية	
	متوسط البواقي	كفاءة الاستثمار	متوسط البواقي	كفاءة الاستثمار	متوسط البواقي	كفاءة الاستثمار
8	-0.0030	النقص في الاستثمار	-0.0001	النقص في الاستثمار	0.0024	الإفراط في الاستثمار
9	0.0313	الإفراط في الاستثمار	0.0372	الإفراط في الاستثمار	0.0035	الإفراط في الاستثمار
10	—	—	0.0055	الإفراط في الاستثمار	0.0037	الإفراط في الاستثمار
11	—	—	-0.0001	النقص في الاستثمار	0.0018	الإفراط في الاستثمار
12	—	—	-0.0003	النقص في الاستثمار	0.0012	الإفراط في الاستثمار
13	—	—	-0.0322	النقص في الاستثمار	0.0043	الإفراط في الاستثمار
14	—	—	-0.0179	النقص في الاستثمار	-0.0018	النقص في الاستثمار
15	—	—	0.0370	الإفراط في الاستثمار	0.0084	الإفراط في الاستثمار

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (50) إن اغلب الشركات الصناعية السعودية كانت اقرب ما تكون الى مستوى الكفاءة في الاستثمار، مقارنةً بالشركات الصناعية العراقية والكويتية عينة الدراسة، وهذا ناتج عن حسن المطابقة بين الاستثمار الفعلي والمقدر، إذ إن بواقي الفرق بين تلك المتغيرات في ثلاث عشرة شركة سعودية احتلت مراتب متقدمة من حيث قربها من درجة المطابقة يتبعها في ذلك الشركات الصناعية العراقية وتأتي الشركات الكويتية في المرتبة الثالثة، كما يتضح إن الجزء الأكبر من الشركات السعودية هي شركات مفرطة في الاستثمار إذ حققت ثمان شركات من أصل خمسة عشرة شركة لمتوسط ايجابي لبواقي للفرق بين الاستثمار الفعلي والمقدر وهو ما يمثل (53%) تقريباً من مجموع عدد الشركات، اما الشركات الصناعية الكويتية فقد حققت الجزء الأكبر منها لمتوسطات بواقي سلبية للفرق بين الاستثمار الفعلي والمقدر والبالغة عشرة شركات وهي ما تمثل (67%) تقريباً من مجموع عدد الشركات، مما يدل على انها تعاني من مشكلة النقص في الاستثمار، كما أشرت متوسط بواقي الفرق بين الاستثمار الفعلي والمقدر، إن الجزء الأكبر من الشركات الصناعية العراقية تعاني من النقص في الاستثمار، إذ حققت ست شركات لبواقي سلبية وهي ما تمثل (67%) من مجموع عدد الشركات الصناعية العراقي والشكل (24) يوضح المقارنة بين الشركات عينة الدراسة وفقاً لكفاءة استثمارها على أساس دولي، ومن خلال ما سبق يمكن اثبات صحة فرضيات البحث الثانية والثالثة، اذ تنص الثانية على تباین

الشركات الصناعية العربية (العراقية والكويتية والسعودية) عينة الدراسة من حيث قربها من مستوى كفاءة الاستثمار، كما تنص الثالثة على معانات غالبية الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة من مشكلة النقص في الاستثمار، لان خمس وعشرين شركة صناعية من مجموع تسعة وثلاثون قد اظهرت نقصاً في الاستثمار وهو مايشكل (64%) تقريباً من مجموعة الشركات المبحوثة.



الشكل (24)

المقارنة بين الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة وفقاً لكفاءة استثمارها

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول 50 باستخدام برنامج Excel.

المبحث الرابع

تأثير نوعية العوائد بمكوناتها على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية

لا تزال نوعية العوائد التي تفصح عنها الشركات العراقية منخفضة مقارنة بالدول المبحوثة الأخرى، مما يشير الى عدم تماثل المعلومات بين المطلعين الداخليين على عمل تلك الشركات والمستثمرين الخارجيين، فضلاً عن ارتفاع تكاليف الوكالة، مما يعني ارتفاع مخاطر المعلومات، مما يجعل سوق العراق للأوراق المالية يتصل عن وظائفه الأساسية باعتباره أداة للتسعير العادل وتخصيص رأس المال نحو المجالات الأكثر ربحية، مما يلقي ضللاً من الشك حول كفاءة ذلك السوق وبمستوياتها المختلفة، وهذا ناتج عن عدم توفر المعلومات الخاصة بأداء الشركات وفي حال توفرها فإنها تقتصر الى الدقة والموثوقية، فضلاً عن انخفاض نوعية التدقيق والتنظيم وعدد المحللين الماليين مقارنة بالشركات المدرجة بالأسواق السعودية والكويتية، فضلاً عن اختلاف الهيكل المؤسسي وضعف حوكمة الشركات، كما يمكن تبرير ذلك وفقاً للنتيجة التي توصل إليها كل من (Soyemi&Olawale,2019)، إذ وجدوا إن الشركات التي تعمل في الدول ذات القانون الضعيف تميل الى سرعة الاعتراف بالأخبار الجيدة وتأخير الاعتراف بالأخبار السيئة مما يؤدي الى انخفاض نوعية عوائدها (Soyemi&Olawale,2019,450) وهو ما ينطبق على الشركات الصناعية العراقية، وبالتالي فإن آثار نوعية العوائد للشركات العراقية قد لا تتوافق مع تلك الموجودة في الشركات المدرجة في الأسواق الأخرى، بهذا فقد خصص هذا المبحث لفصل نوعية العوائد حسب مكوناتها الجوهرية والتقديرية فضلاً عن بيان تأثيرها على كفاءة الاستثمار عبر النقص في الاستثمار والإفراط به.

أولاً. فصل مكونات نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية

تم فصل نوعية العوائد إلى مكوناتها الجوهرية والتقديرية بناءً على الأنموذج القياسي الذي يأخذ في الاعتبار نوعية العوائد الكلية كمتغير معتمد ومحددات نوعية العوائد الجوهرية كمتغيرات تفسيرية، وتم إيجاد قيم معلمات الأنموذج لاحتساب ناتج معادلته، بحيث يعكس ذلك الناتج نوعية العوائد الجوهرية، أما بقايا الأنموذج فتعكس نوعية العوائد التقديرية، ومن ثم يتم مقارنة نتائج ذلك الفصل على مستوى دول العينة، وحسب النماذج المستخدمة في تقدير نوعية العوائد.

1. فصل مكونات نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية في الشركات الصناعية العراقية

قبل تطبيق الأنموذج الخاص بفصل نوعية العوائد حسب مكوناتها الجوهرية والتقديرية للشركات الصناعية العراقية لابد من اختبار مدى استقرار البيانات الداخلة في ذلك الأنموذج

ولإجراء ذلك تم الاستعانة باختبار Augmented Dickey-Fuller test statistic والجدول (51) يوضح نتائج ذلك الاختبار.

الجدول (51)

نتائج اختبار استقرارية المتغيرات الداخلة في نماذج فصل نوعية العوائد في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

النتيجة	p-value	المختبر الاحصائي	المتغيرات
		Augmented – Dickey Fuller test statistic	
مستقر عند الفرق الاول	0.1102	25.5611	Size
مستقر عند الفرق الاول	0.1322	24.7434	NegEarn
مستقر عند المستوى	0.9774	8.08222	OperCycle
مستقر عند المستوى	0.2852	20.8856	σ Sales
مستقر عند المستوى	0.5009	17.3241	EQA
مستقر عند الفرق الاول	0.5144	17.1272	EQAb
مستقر عند المستوى	0.056	29.203	EQSM
مستقر عند الفرق الاول	0.4311	18.3773	EQPR

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج -Eviews10.

يتضح من خلال الجدول (51) استقرارية كافة المتغيرات الداخلة في الأنموذج عنده درجات مختلفة إذ أظهرت نتائج الاختبار استقرار كل من الدورة التشغيلية (OperCycle) والانحراف المعياري للمبيعات (σ Sales) و نوعية العوائد الكلية المستخرجة وفق أنموذج تجانس العوائد (EQSM) عنده المستوى، وبعد اخذ الفرق الأول استقرت بقية المتغيرات وهي كل من الحجم (Size) وعدد سنوات تحقيق الخسارة (NegEarn) ونوعية العوائد الكلية المستخرجة وفق أنموذج نوعية المستحقات (EQA) وأنموذج المستحقات غير الطبيعية (EQAb) فضلاً عن نوعية العوائد الكلية المستخرجة وفق أنموذج القدرة على التنبؤ (EQPR)، وبعد التأكد من استقرارية تلك المتغيرات تم تقدير أنموذج الانحدار الخاص بفصل مكونات نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية والجدول (52) يوضح نتائج ذلك التقدير.

الجدول (52)

نتائج أنموذج فصل نوعية العوائد الى مكوناتها الجوهرية والتقديرية في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

نوعية العوائد								
الانموذج		أنموذج نوعية المستحقات		أنموذج المستحقات غير الطبيعية		أنموذج تجانس العوائد		أنموذج القدرة على التنبؤ
المتغير	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est
C	-0.315753	*-2.579066	-0.299345	**5.102558	-0.059707	*-2.577108	*0.030669	2.419165
Size	0.015159	**2.719937	0.01565	**5.890393	0.004161	*2.375917	—	—
NegEarnjt	-0.002705	*-2.136972	—	—	-0.006522	**2.97936	-0.0078	**5.452345
OperCyclejt	—	—	—	—	0.009229	*2.565993	0.009337	**3.855324
σSales	0.189676	**4.784196	0.099211	**3.857208	-0.1911	**4.192356	-0.172966	**5.811863
Adj. R2	0.451393		0.574718		0.448336		0.6193	
F	**17.27879		**28.37905		*2.438096		**22.23216	

*P<0.05 **P<0.01

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (52) إن حجم الشركة ذات تأثير سلبي على نوعية العوائد التي تم تقديرها باستخدام كل من أنموذج المستحقات غير الطبيعية ونوعية المستحقات، فضلاً عن تجانس العوائد عنده مستوى معنوية (0.05) أي إن زيادة حجم الشركات يؤدي إلى زيادة بواقى النماذج سابقة الذكر والتي تعكس انخفاض نوعية العوائد، مما يعني إن حجم الشركة يعمل على تخفيض نوعية العوائد الجوهرية المقدرة وفق معادلة الأنموذج، وهذا ناتج عن قيام تلك الشركات بإدارة عوائدها بهدف خفض التكاليف السياسية فوفقاً لنظرية الوكالة فإن الشركات الكبيرة تواجه تكاليف وكالة أكبر مقارنة بالشركات الصغيرة مما يعني ممارسات أكثر انتهازية، لهذا فإن الشركات التي تحقق عوائد كبيرة تختار طرق محاسبية تقلل من تلك العوائد بهدف تقليل التكاليف السياسية، لتجنب الإجراءات الحكومية الخاصة بتنفيذ المزيد من اللوائح التي يمكن أن تقلل عوائدها، وبهذا الصدد يمكن القول إن الشركات الصناعية العراقية قد تعمل على الإبلاغ عن عوائد أقل من عوائدها الحقيقية، لتجنب ملاحقة عصابات الشر والظلام داعش في ظل عدم الاستقرار الأمني لكون إن تلك العصابات تعمل على خطف وتهديد مدراء تلك الشركات ومساهميها الكبار وتساهمهم على دفع مبالغ كبيرة لقاء السماح لهم بممارسة مهامهم، كما تتصف عمليات وأنشطة الشركات الكبيرة بكونها أكثر تطوراً وتعقيداً لذلك قد يصعب على المحللين وأصحاب المصلحة الآخرين فهم وتتبع هذه العمليات مما يتيح المزيد من الفرص لمدراء تلك الشركات للتلاعب بعوائدها، وقد جاءت هذه

النتيجة متوافقة مع دراسات كل من (Ishak et al.,2018) (Farouk&Magaji,2019,45) و (Huang et al.,2013)، (Soyemi&Olawale,2019,452)، إلا إن حجم هذا التأثير يتباين تبعاً لتباين نماذج تقدير نوعية العوائد وهذا ما أكدته قيمة معامل (Coef.est) لتلك المتغيرات، كما يتضح إن حجم الشركة غير ذي أهمية في التأثير على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج القدرة على التنبؤ عنده مستوى معنوية (0.05) وهو ما يتفق مع دراسة كل من (Shehu&Ahmad,2013) (Soyemi&Olawale,2019,451) و (Putri&Indriani, 2019,193) و (Olowokure et al.,2016) (Putri&Indriani,2019,197) (Mahboub,2017,717)، كما يتضح إن تكرار حدوث الخسارة في الشركات العراقية يؤدي إلى تحسين نوعية العوائد المقدرة وفق كل من أنموذج نوعية المستحقات وتجانس العوائد فضلاً عن القدرة على التنبؤ عنده مستوى معنوية (0.05)، أي إن تكرار حدوث الخسائر يعمل على خفض بواقي نماذج تقدير نوعية العوائد المذكورة سابقاً، مما يؤدي إلى تحقيق نوعية عوائد عالية وانعكاسه إيجاباً على نوعية العوائد الجوهرية، وذلك لأن الشركات التي تحقق عوائد ايجابية بصورة مستمرة يندفع مديريها إلى التلاعب بالمستحقات من أجل زيادة تعويضاتهم كما توصل كل من (McNally et al,2011) الى إن الشركات التي تحقق هوامش ربح عالية تقدم معلومات اقل تفصيلاً في بياناتها المالية (Hassan&Bello,2013,50) كما إن الضرائب المرتفعة على عوائد الشركات قد تدفع الشركات التي تحقق عوائد ايجابية مستمرة الى تخفيض الإبلاغ عن تلك العوائد، كما إن مدراء الشركات التي تحقق أداء تشغيلي منخفض قد يعملون على تخفيض عوائدهم بشكل كبير وهو ما يسمى بالاستحمام (Taking Bath) تتوافق هذه النتيجة مع دراسة (Kamaruzaman et al., 2009) (Hassan&Bello,2013,56).

كما يتضح إن تكرار حدوث الخسارة غير ذي أهمية في التأثير على نوعية العوائد المحتسبة وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية عنده مستوى معنوية (0.05) وهو ما يتوافق مع دراسة كل من (Peace&Adebimpe,2011) إذ توصلوا الى عدم وجود تأثير لتكرار حدوث الخسارة على نوعية العوائد، أما (Alsaed, 2006) فلم يجد علاقة بين تحقيق الخسارة وحجم المستحقات في الشركات الصناعية النيجيرية (Hassan&Bello,2013,50)، كما يتضح ان طول الدورة التشغيلية للشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة ذات تأثير سلبي على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذجي تجانس العوائد والقدرة على التنبؤ عنده مستوى معنوية (0.05)، أي إن زيادة طول الدورة التشغيلية بمقدار وحدة واحدة تؤدي الى زيادة بواقي الأنموذجين سابقين الذكر بمقدار معاملات الانحدار المقدر والبالغة (0.009229) و (0.009337) على التوالي،

مما يعكس انخفاض نوعية العوائد وذلك لإمكانية التنبؤ بالعوائد من خلال الدورة التشغيلية للشركة لأنها تتضمن حجم المبيعات التي يمكن استخدامها لاحتساب العوائد، فالدورة التشغيلية الأقصر تضمن حصول الشركة على إيراداتها بشكل أسرع وهي تمثل الجزء الرئيس للعوائد الحالية التي يمكن ان تكون مؤشر جيد على العوائد المستقبلية، وان هذه النتيجة جاءت متوافقة مع دراسة كل من (Kent et al.,2010,173) (Allahyaribeik&Rohi,2015,1968) و (Douglas et al,2020,3)، كما يتضح أيضا ان طول الدورة التشغيلية غير ذي أهمية في التأثير على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذجي المستحقات غير الطبيعية ونوعية المستحقات عنده مستوى معنوية (0.05) وذلك لان طول الدورة التشغيلية لا تؤثر على حاله عدم اليقين في تقدير المستحقات وهي بالكاد تساعد على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية لهذا فإنها لا تؤثر على نوعية العوائد وهو ما يتوافق مع دراسة (Pagalung&Sudibdyo,2006,115)، كما يتضح إن تقلب حجم المبيعات ذات تأثير سلبي على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذجي المستحقات غير الطبيعية ونوعية المستحقات عنده مستوى معنوية (0.05)، أي إن زيادة التقلبات في حجم المبيعات يؤدي الى زيادة بواقي الأنموذجين سابقا الذكر مما يعكس نوعية عوائد منخفضة، لان زيادة التقلب في المبيعات يؤدي الى انخفاض نوعية المستحقات ، لان تلك التقلبات تظهر عدم اليقين في البيئة التشغيلية للشركة مما يعني استخدام المزيد من التقديرات والتي قد تؤدي الى أخطاء كبيرة في المستحقات التي تعكس عدم اليقين المطلق في التقارير المالية للشركات وجاءت هذه النتيجة متوافقة مع دراسة (Elzy&Chusnah,2020) و (Dechow& Dichev 2002)، كما يتضح إن تقلب المبيعات ذات تأثير ايجابي على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذجي تجانس العوائد والقدرة على التنبؤ عنده مستوى معنوية (0.01)، مما يعني إن زيادة التقلبات في مبيعات الشركات يؤدي الى زيادة تجانس العوائد ففي هذه الحالة يمكن القول إن هذا التجانس قد يعكس قيام الشركات بإدارة عوائدها لتقليل التقلب في المبيعات والذي يعكس انخفاض المخاطر، كما يرى (Kasiono&Fachrurrozie,2016) ان تقلب المبيعات لا يؤثر على نوعية العوائد لإمكانية استخدام ذلك التقلب بدلا من المبيعات في التنبؤ بالعوائد المستقبلية واستمراريتها (Douglas et al,2020,3)، وقد جاءت هذه النتيجة متوافقة مع دراسة (Elzy&Chusnah,2020,13)، كما ويتضح إن قيمة (R^2 Adj.) لأنموذج نوعية المستحقات قد بلغت ما نسبته (45%) تقريبا مما يعني إن المتغيرات المستقلة الداخلة في الأنموذج تفسر ما نسبته (45%) من التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد نوعية العوائد وهي ناتجة عن عوامل جوهرية خاصة بالشركات، والنسبة المتممة قد تعود لعوامل تقديرية لم تدخل في الأنموذج، وعلى الرغم من عدم معنوية كل من عدد سنوات تحقيق الخسارة (NegEarn) والدورة التشغيلية (OperCycle) في التأثير على نوعية العوائد المقدرة وفق

أنموذج نوعية المستحقات إلا إن قيمة الـ ($Adj. R^2$) لذلك الأنموذج قد بلغت (57%) مما يعني إن المتغيرات الجوهرية تفسر ما نسبته (57%) من التغيرات التي تحدث في نوعية العوائد المقدرة والنسبة المتممة قد تعود لمتغيرات تقديرية لم تدخل في الأنموذج، في جانب آخر يمكن أن نرى انخفاض قيمة الـ ($Adj. R^2$) لأنموذج تجانس العوائد مقارنة بالانماذج المبحوثة الأخرى، على الرغم من معنوية كافة المتغيرات الجوهرية الداخلة في الأنموذج، إذ بلغت (45%) تقريباً، كما بلغت قيمة الـ ($Adj. R^2$) لأنموذج القدرة على التنبؤ ما قيمته (62%) تقريباً، مما يعني إن المتغيرات الجوهرية المبحوثة باستثناء حجم الشركات (Size) تفسر ما نسبته (62%) تقريباً من التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد نوعية العوائد، والنسبة المتممة قد تعود لمتغيرات تقديرية لم تدخل في الأنموذج،، وقد جاءت هذه النتائج متوافقة مع ما توصل إليه (Francis et al., 2013) إذ توصلوا إلى إن المتغيرات الجوهرية تفسر ما نسبته (50%-70%) من التغيرات التي تحدث في نوعية العوائد، أما (Dichev et al., 2013) فقد توصل إلى إن العوامل الجوهرية تفسر ما نسبته (50%) تقريباً من التغيرات التي تحدث في نوعية العوائد (Musa & Aziz, 2018, 15)، كما يتضح من نتائج الجدول (52) المعنوية الكلية لنماذج الانحدار المقدرة مما يؤكد صحة العلاقات المقدرة بين المتغيرات المستقلة التفسيرية والمتغير المعتمد.

2. فصل مكونات نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية في الشركات الصناعية الكويتية

قبل تطبيق الأنموذج الخاص بفصل نوعية العوائد حسب مكوناتها الجوهرية والتقديرية للشركات الصناعية الكويتية لابد من اختبار مدى استقرار البيانات الداخلة في ذلك الأنموذج ولإجراء ذلك تم الاستعانة باختبار Augmented Dickey-Fuller test statistic والجدول (53) يوضح نتائج ذلك الاختبار.

الجدول (53)

نتائج اختبار استقرارية المتغيرات الداخلة في نماذج فصل نوعية العوائد للشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

النتيجة	p-value	المختبر الاحصائي	المتغيرات
		Augmented - DickeyFuller test statistic	
مستقر عند الفرق الاول	0.0518	43.6049	Size
مستقر عند المستوى	0.0664	42.3762	NegEarn
مستقر عند الفرق الاول	0.1604	37.5953	OperCycle _{jt}
مستقر عند الفرق الثاني	0.9895	6.93443	σ Sales
مستقر عند الفرق الاول	0.2834	33.9367	EQA
مستقر عند الفرق الاول	0.2113	35.9013	EQAb
مستقر عند المستوى	0.2095	35.9574	EQSM
مستقر عند الفرق الاول	0.5262	28.836	EQPR

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (53) إن كل من عدد سنوات تحقيق الخسارة (NegEarn)، ونوعية العوائد التي تم التوصل إليها باستخدام أنموذج تجانس العوائد (EQSM) مستقرين عند المستوى وبعد اخذ الفرق الأول استقرت بقية المتغيرات الداخلة في الأنموذج باستثناء الانحراف المعياري للمبيعات (σ Sales)، والذي استقر بعد اخذ الفرق الثاني، وبعد التأكد من استقرارية تلك المتغيرات تم تقدير أنموذج الانحدار الخاص بفصل مكونات نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية والجدول (54) يوضح نتائج ذلك التقدير.

الجدول (54)

نتائج أنموذج فصل نوعية العوائد الى مكوناتها الجوهرية والتقديرية في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

نوعية العوائد								
أنموذج القدرة على التنبؤ		أنموذج تجانس العوائد		أنموذج المستحقات غير الطبيعية		أنموذج نوعية المستحقات		الانموذج
t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	المتغير
-0.358049	-0.005487	-1.8537	-3.612597	**4.145125	0.332636	2.246961	0.013248	C
—	—	*2.212851	0.24181	***-3.797693	-0.002544	**-3.924523	-0.002718	Size
—	—	**8.785642	0.858979	***4.688463	0.028193	*2.373382	0.015038	NegEarnjt
*1.955666	0.004959	—	—	***-2.832927	-0.042048	—	—	OperCycle _{jt}
*-0.883853	-0.024037	*-2.237533	-3.265107	—	—	—	—	σSales
	0.565994		0.582379		0.450123		0.503059	Adj. R2
	**4.72742		**33.00348		**12.00786		**3.981759	F

*P<0.05 **P<0.01

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (54) معنوية المتغير (Size) حجم الشركة في التأثير على نوعية العوائد المقدرة وفق كل من أنموذج نوعية المستحقات والمستحقات غير الطبيعية فضلاً عن تجانس العوائد، إلا إن هنالك اختلافاً في اتجاه ذلك التأثير، إذ يؤثر المتغير المذكور إيجاباً في نوعية العوائد المقدرة وفق كل من أنموذج نوعية المستحقات وأنموذج المستحقات غير الطبيعية، مما يعني إن ارتفاع حجم الشركة قد يؤدي الى انخفاض بواقي كلا الأنموذجين مما يؤثر ارتفاع نوعية العوائد، وذلك لان الشركات الكبيرة لديها القدرة على تحمل تكاليف شركات التدقيق الكبيرة التي تمتلك مدققين محترفين قادرين على اكتشاف الأخطاء والتلاعب ويعملون على الحفاظ على سمعتهم، مما قد يعزز نوعية العوائد، فضلاً على إن تلك الشركات تمتلك نظام معلوماتي متكامل قادر على تتبع المعلومات المالية وغير المالية سواء التشغيلية أو الإستراتيجية والتي تستخدم لمساعدة الإدارة على اتخاذ القرار، لذا فان التكلفة الحدية للإفصاح عن المعلومات تكون منخفضة في تلك الشركات، وهذا ما يتوافق مع دراسة (Hassan&Bello,2013,55) كما يتضح حجم التأثير السلبي الكبير لحجم الشركة على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج تجانس العوائد بدلالة قيمة (Coef.est)، مما يعني إن زيادة حجم الشركة يؤدي الى زيادة قيمة الانحراف المعياري للعوائد الى الانحراف المعياري للتدفق النقدي مما يدل على إن الشركات الكبيرة تعمل على إدارة عوائدها بشكل اكبر من الشركات الصغيرة وهذا ما توصل اليه

(Ishak et al.,2018) (Farouk et al.,2019,45)، كما يتضح من خلال الجدول إن حجم الشركة غير ذي أهمية في التأثير على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج القدرة على التنبؤ، وهذا ما يتوافق مع النتيجة التي توصل إليها (Dassiouny,2016) (Mohamed,2018,6-7)، كما يتضح من خلال الجدول (54) إن تكرار حدوث الخسارة في الشركات ذات تأثير سلبي على نوعية العوائد المقدرة وفق كل من أنموذج نوعية المستحقات وأنموذج المستحقات غير الطبيعية فضلاً عن أنموذج تجانس العوائد عنده مستوى معنوية (0.05)، مما يعني إن تكرار حدوث الخسائر في الشركات يؤدي الى زيادة بواقي النماذج المذكورة سابقاً، مما يؤثر انخفاض نوعية العوائد، وذلك لان الشركات التي تحقق خسارة تكون اقل ميلاً للإفصاح عن المزيد من المعلومات لإخفاء أداؤها المنخفض، ومن المتوقع أن يكون المديرين في تلك الشركات أكثر استعداداً للإبلاغ عن الأخبار الجيدة (كالأرباح) مقارنةً بالأخبار السيئة (كالخسائر)، لان تلك الأخبار تؤثر على أسعار الأسهم، وتتوافق هذه النتيجة مع دراسة (Musa&Aziz,2018,17)، كما يتضح عدم أهمية تكرار حدوث الخسارة في الشركات في التأثير على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج القدرة على التنبؤ عنده مستوى معنوية (0.05) وهذا ما يتوافق مع دراسة (Musa&Latiff,2017).

كما يتضح إن الدورة التشغيلية في الشركات الصناعية الكويتية غير ذي أهمية في التأثير على نوعية العوائد الكلية المقدرة وفق أنموذجي نوعية العوائد وتجانسها وهو ما يتوافق مع نتائج دراسة (Musa&Latiff,2017)، وإن الدورة التشغيلية ذات تأثير ايجابي على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية عنده مستوى معنوية (0.01)، أي إن زيادة الدورة التشغيلية بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى انخفاض بواقي أنموذج المستحقات غير الطبيعية بمقدار (0.042) مما يؤدي الى تحقيق عوائد ذات نوعية عالية، وذلك لان ارتفاع البواقي يشير الى انخفاض التطابق بين العوائد والتدفق النقدي التشغيلي مما يعني إن الشركة لديها القليل من النقد الذي ينتج من خلاله المبيعات والعوائد، على الرغم من أنه من المفترض أن تنعكس مستحقات رأس المال العامل والتدفقات النقدية التشغيلية في غضون عام، فإن أي تأخير يزيد من دورة التشغيل قد يؤدي الى انخفاض عوائد الشركة، مما يعمل على تحقيق التقارب بين عوائدها وتدفقاتها النقدية التشغيلية، مما يؤدي الى نوعية عوائد عالية، وقد جاءت هذه النتيجة متوافقة مع نتائج دراسة (Dechow &Dichev, 2002) (Povolotskaya,2014,25)، كما يتضح أيضاً إن الدورة التشغيلية ذات تأثير سلبي على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج القدرة على التنبؤ عنده مستوى معنوية (0.05) مما يعني إن طول الدورة التشغيلية يعمل على زيادة بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ مما يؤدي الى انخفاض نوعية العوائد، كما يتضح إن الانحراف المعياري

للمبيعات غير ذي أهمية في التأثير على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذجي نوعية المستحقات والمستحقات غير الطبيعية، فضلاً عن تأثير الايجابي على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذجي تجانس العوائد والقدرة على التنبؤ، أي إن زيادة التقلبات في مبيعات الشركات الكويتية يؤدي الى انخفاض نسبة الانحراف المعياري للتدفقات النقدية الى الانحراف المعياري للعوائد فضلاً عن انخفاض بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ مما يعكس نوعية عوائد عالية، كما ويتضح إن قيمة (R^2 . Adj.) لأنموذج نوعية المستحقات قد بلغت (50%) تقريباً، مما يعني إن المتغيرات المستقلة المبحوثة باستثناء الدورة التشغيلية (OperCycle) وتقلب المبيعات (σ Sales) تفسر ما نسبته (50%) من التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد نوعية العوائد، وإن تلك التغيرات ناتجة عن عوامل جوهرية خاصة بالشركات والنسبة المتممة تعود لعوامل تقديرية لم تدخل في الأنموذج، وعلى الرغم من معنوية كافة المتغيرات المبحوثة في التأثير على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية إلا إن قيمة الـ (R^2 . Adj.) لأنموذج المذكور كانت منخفضة مقارنة بمثيلاتها في النماذج الأخرى والتي بلغت (45%) تقريباً، وبالرغم من عدم معنوية الدورة التشغيلية (OperCycle) في التأثير على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج تجانس العوائد إلا إن قيمة الـ (R^2 . Adj.) لذلك الأنموذج قد بلغت (58%) تقريباً، مما يعني إن المتغيرات الجوهرية تفسر ما نسبته (58%) من التغيرات التي تحدث في نوعية العوائد المقدرة والنسبة المتممة تعود لمتغيرات تقديرية لم تدخل في الأنموذج، كما بلغت قيمة الـ (R^2 . Adj.) لأنموذج القدرة على التنبؤ ما قيمته (57%) تقريباً، مما يعني إن المتغيرات الجوهرية الداخلة في الأنموذج تفسر ما نسبته (57%) تقريباً من التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد نوعية العوائد والنسبة المتممة تعود لمتغيرات تقديرية لم تدخل في الأنموذج، وقد جاءت هذه النتائج متوافقة مع ما توصل إليه (Francis et al., 2013)، إذ توصلوا الى إن المتغيرات الجوهرية تفسر ما نسبته (50%-70%) من التغيرات التي تحدث في نوعية العوائد، أما (Dichev et al., 2013) فقد توصلوا الى إن العوامل الجوهرية تفسر ما نسبته (50%) تقريباً من التغيرات التي تحدث في نوعية العوائد (Musa&Aziz, 2018, 15)، كما يتضح من نتائج الجدول (54) المعنوية الكلية لنماذج الانحدار المقدرة مما يؤشر صحة العلاقات المقدرة بين المتغيرات المستقلة التفسيرية والمتغير المعتمد.

3. فصل مكونات نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية في الشركات الصناعية السعودية

قبل تطبيق الأنموذج الخاص بفصل نوعية العوائد حسب مكوناتها الجوهرية والتقديرية للشركات الصناعية السعودية، لابد من اختبار مدى استقراري البيانات الداخلة في ذلك الأنموذج

ولإجراء ذلك تم الاستعانة باختبار Augmented Dickey-Fuller test statistic والجدول (55) يوضح نتائج ذلك الاختبار.

الجدول (55)

نتائج اختبار استقرارية المتغيرات أداخله في نماذج فصل نوعية العوائد في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

النتيجة	p-value	المختبر الاحصائي	المتغيرات
		Augmented - DickeyFuller test statistic	
مستقر عند الفرق الثاني	0.0598	43.517	Size
مستقر عند الفرق الثاني	0.0696	42.143	NegEarnjt
مستقر عند الفرق الثاني	0.6841	43.5628	OperCycle _{jt}
مستقر عند الفرق الثاني	0.9854	7.51113	σ Sales
مستقر عند الفرق الثاني	0.0659	32.9654	EQA
مستقر عند الفرق الاول	0.1005	40.2311	EQAb
مستقر عند الفرق الاول	0.4074	31.1642	EQSM
مستقر عند المستوى	0.659	42.42	EQPR

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (55) استقرارية كافة المتغيرات الداخلة في نماذج فصل نوعية العوائد الى مكوناتها الجوهرية والتقديرية وبدرجات مختلفة، إذ يتضح إن نوعية العوائد التي تم الوصول اليها باستخدام أنموذج القدرة على التنبؤ مستقرة عند المستوى، وبعد اخذ الفرق الأول استقرت نوعية العوائد التي تم الوصول اليها باستخدام كل من أنموذج المستحقات غير الطبيعية (EQAb) وأنموذج تجانس العوائد (EQSM)، وعنده اخذ الفرق الثاني استقرت المتغيرات الأخرى، وبعد التأكد من استقرارية تلك المتغيرات تم تقدير أنموذج الانحدار الخاص بفصل مكونات نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية والجدول (56) يوضح نتائج ذلك التقدير.

الجدول (56)

نتائج أنموذج فصل نوعية العوائد الى مكوناتها الجوهرية والتقديرية في الشركات الصناعية
السعودية عينة الدراسة

نوعية العوائد								
أنموذج القدرة على التنبؤ		أنموذج تجانس العوائد		أنموذج المستحقات غير الطبيعية		أنموذج نوعية المستحقات		الانموذج
t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	المتغير
0.270323	0.004002	**7.709454	10.03746	*5.923485	0.527822	8.894637	0.01821	c
—	—	—	—	—	—	—	—	Size
*2.212851	0.002418	*4.114186	0.647979	*1.995195	0.019124	*2.074174	0.003328	NegEarnjt
*2.486074	0.007305	*-5.788222	-1.424891	*-4.612835	-0.075653	—	—	OperCycle _{jt}
*2.383974	-0.142484	*-3.09195	-11.01269	*-2.804385	-0.603338	*1.413189	-0.04975	σSales
	0.422279		0.512317		0.562231		0.572328	Adj. R2
	*5.015328		*3.522312		*4.306214		**4.851124	F

*P<0.05 **P<0.01

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (56) إن حجم الشركة المقاس وفق اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الموجودات في الشركات الصناعية السعودية غير ذي أهمية في التأثير على نوعية العوائد المقدرة وفق النماذج المستخدمة في الدراسة، وهذا قد يكون ناتج عن زيادة نسبة الموجودات الملموسة الى إجمالي الموجودات، إذ يزداد التلاعب بالعوائد مع زيادة الممتلكات والمصانع والمعدات هذا من جانب ومن جانب آخر فإن زيادة حجم الشركة يعمل على زيادة نوعية العوائد وبالتالي قد يتلاشى محصلة كلا التأثيرين على نوعية العوائد، وقد جاءت هذه النتيجة متوافقة مع نتائج (Waweru&Riro,2013) فضلا عن النتيجة التي حصل عليها (Missonier&Piera,2004) أثناء التحقيق في الخيارات الاقتصادية للطرق المحاسبية في سويسرا، وبهذا فإن حجم الشركة قد لا يؤثر على نوعية العوائد في الشركات الصناعية السعودية، كما يتضح إن عدد سنوات تحقيق الخسارة ذات تأثير سلبي على نوعية العوائد المقدرة وفق كافة نماذج تقدير تلك النوعية المستخدمة في الدراسة عنده مستوى معنوية (0.05)، إلا إن هنالك تباين في حجم ذلك التأثير من أنموذج إلى آخر، وهذا ما يتضح من خلال قيم (Coef.est) إذ بلغت تلك القيمة (0.647979) وفق أنموذج تجانس العوائد وهي الأكبر مقارنة بمثيلاتها في النماذج الأخرى، مما يعني إن زيادة سنوات تحقيق الخسارة بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى زيادة نسبة

الانحراف المعياري للعوائد الى الانحراف المعياري للتدفقات النقدية بمقدار (0.647979) وحدة، كما يتضح إن للدورة التشغيلية تأثيراً ايجابياً على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذجي المستحقات غير الطبيعية وتجانس العوائد عنده مستوى معنوية (0.01)، فضلاً عن تأثيرها السلبي على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج القدرة على التنبؤ عنده مستوى معنوية (0.05) فضلاً عن عدم تأثيرها على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج نوعية المستحقات عنده مستوى معنوية (0.05) كما يوضح التأثير الايجابي للانحراف المعياري للمبيعات على نوعية العوائد المقدرة وفق كافة نماذج تقدير تلك النوعية المستخدمة في الدراسة عنده مستوى معنوية (0.05)، مما يعني إن الانحراف المعياري للمبيعات يؤدي الى انخفاض بواقي نماذج تقدير نوعية العوائد مما يعكس نوعية عوائد عالية، إلا إن حجم هذا التأثير متباين من أنموذج الى آخر، كما ويتضح إن قيمة الـ (R^2 Adj.) لأنموذج المستحقات غير الطبيعية قد بلغت (56%) تقريباً، مما يعني إن المتغيرات المستقلة المؤثرة تفسر ما نسبته (56%) من التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد نوعية العوائد، وهي ناتجة عن عوامل جوهرية خاصة بالشركات والنسبة المتممة تعود لعوامل تقديرية لم تدخل في الأنموذج، وعلى الرغم من عدم معنوية كل من حجم الشركة (Size) والدورة التشغيلية (OperCycle) في التأثير على نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج نوعية المستحقات، إلا إن قيمة الـ (R^2 Adj.) قد بلغت (57%) تقريباً، وهي الأكبر على مستوى النماذج الأخرى، كما بلغت قيمة الـ (R^2 Adj.) لأنموذج تجانس العوائد ما نسبته (51%) تقريباً، مما يعني إن المتغيرات الداخلة في الأنموذج تفسر ما نسبته (51%) من التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد والنسبة المتممة تعود لمتغيرات أخرى لم تدخل في الأنموذج، كما بلغت قيمة الـ (R^2 Adj.) لأنموذج القدرة على التنبؤ ما قيمته (42%) تقريباً، مما يعني إن المتغيرات الجوهرية الداخلة في الأنموذج تفسر التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد نوعية العوائد بمقدار تلك النسبة والجزء المتممة يعود لمتغيرات تقديرية لم تدخل في الأنموذج، وقد جاءت هذه النتائج متوافقة مع ما توصل إليه (Francis et al., 2013)، إذ توصلوا الى إن المتغيرات الجوهرية تفسر ما نسبته (50%-70%) من التغيرات التي تحدث في نوعية العوائد، أما (Dichev et al., 2013) فقد توصلوا الى إن العوامل الجوهرية تفسر ما نسبته (50%) تقريباً من التغيرات التي تحدث في نوعية العوائد (Musa&Aziz, 2018, 15)، كما يتضح من نتائج الجدول (56) المعنوية الكلية لنماذج الانحدار المقدرة عنده مستوى معنوية (0.01) مما يؤشر صحة العلاقات المقدرة بين المتغيرات المستقلة التفسيرية والمتغير المعتمد.

4. المقارنة بين نتائج فصل مكونات نوعية العوائد في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة

أظهرت النتائج السابقة والخاصة بتأثير العوامل الجوهرية على نوعية العوائد المقدرة وفق كل من أنموذج نوعية المستحقات وأنموذج المستحقات غير الطبيعية وأنموذج تجانس العوائد فضلاً عن أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية العربية (العراقية، الكويتية، السعودية) تباين النتائج على مستوى الدولة الواحدة فضلاً عن تباينها من دولة إلى أخرى، نتيجة لظهور علاقة ايجابية أحياناً وعلاقة سلبية أحياناً أخرى وعدم ظهور أي علاقة في بعض الأحيان، وقد يكون ذلك ناتجاً لسببين الأول هو اختلاف النماذج التي تم على أساسها تقدير نوعية العوائد، إذ يرى (Pagalung&Sudibdyo,2012) إن تأثير محددات نوعية العوائد يختلف تبعاً لاختلاف نماذج تقدير تلك النوعية (Pagalung&Sudibdyo,2006,115) والثاني هو تباين دول العينة من حيث ثقافة مجتمعاتها واقتصادياتها فضلاً عن سياساتها وبهذا الصدد يرى (Mahboub,2017,717) إن محددات نوعية العوائد تختلف في تأثيرها تبعاً لاختلاف ثقافات المجتمعات واقتصادياتها وسياساتها، كما اثبت (Musa&Latiff,2017) إن تقلب المبيعات والدورة التشغيلية ووقوع الخسارة قد لا تظهر تأثيرها على نوعية العوائد في حالات التدهور الاقتصادي (Musa&Latiff,2017,668)، وبهذا الصدد يمكن القول إن كافة الدول المبحوثة تعتمد على الإيرادات النفطية في تمويل موازنتها وبنسب متفاوتة وإن الإيرادات النفطية تشكل أكثر من (90%) من موارد الموازنة العامة في العراق، لذا فإن انخفاض أسعار النفط يمثل المشكلة الاقتصادية الأكثر ضرراً على الاقتصاد العراقي ونتيجة لتلك التدهورات قد تفقد تلك المحددات أهميتها في التأثير على نوعية العوائد، لأن المستثمرين يفقدون الثقة في المعلومات أثناء حدوث الأزمات، كما تبرز أهمية عدم الاستقرار السياسي والأمني الناتج عن احتلال عصابات داعش الإجرامية لثلث أراضي العراق في إبعاد تلك المحددات عن إظهار تأثيرها على نوعية العوائد.

يتضح من خلال كل من الجداول (52)(54)(56) تفوق المحددات الجوهرية في الشركات الصناعية العراقية في تفسير التغيرات التي تحدث في نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذجي المستحقات غير الطبيعية والقدرة على التنبؤ مقارنةً بالمحددات الجوهرية في الشركات الصناعية الكويتية والسعودية إذ بلغت قيمة (Adj. R2) وفق تلك النماذج ما نسبته (57%) و (62%) تقريباً، من جانب آخر يتضح انخفاض القدرة التفسيرية للمحددات الجوهرية في الشركات الصناعية العراقية في تفسير نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذجي نوعية المستحقات وتجانس العوائد مقارنةً بالمحددات ذاتها في الشركات الصناعية الكويتية والسعودية، مما يعني صعوبة

تحديد ارجحية التأثير للعوامل الجوهرية أم التقديرية على نوعية العوائد في الشركات الصناعية العراقية، كما يتضح تفوق المحددات الجوهرية للشركات الصناعية الكويتية في تفسير التغيرات التي تحدث في نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج تجانس العوائد مقارنةً بالمحددات ذاتها في الشركات الصناعية العراقية والسعودية إذ بلغ معامل التحديد (57%) تقريباً، فضلاً عن تفوق المحددات الجوهرية في الشركات الصناعية السعودية في تفسير التغيرات التي تحدث في نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج نوعية المستحقات مقارنة بالشركات الصناعية العراقية والكويتية، إذ بلغ قيمة (Adj. R2) ما نسبته (58%) تقريباً، كما يتضح إن المعنوية الكلية للنماذج المقدرة وعلى مستوى الدول المبحوثة كانت اقل من (0.01) باستثناء معنوية الأنموذج الذي يظهر اثر المتغيرات الجوهرية في نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية العراقية والذي كانت (0.05)، وبهذا يمكن القول من الصعب تحديد ارجحية التأثير للعوامل الجوهرية أم التقديرية في التأثير على نوعية العوائد على مستوى الدول ولكافة نماذج تقدير تلك النوعية ، لان نسبة تفسير العوامل الجوهرية تقترب من (50%).

ثانياً. تأثير نوعية العوائد الكلية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة

ما يزال البحث في مدى تأثير نوعية العوائد في كفاءة الاستثمار غير مكتمل الأركان لحد الآن بسبب قلة البحوث التي تناوله هذا الموضوع من جهة، واختلاف النتائج التي توصلت إليها تلك البحوث من جهة أخرى، يضاف الى ذلك الجدل الفكري بين الباحثين والكتاب فيما يخص مدى واتجاه ذلك التأثير، فضلاً عن اختلاف آرائهم من حيث وجود التأثير من عدمه، ولما كانت نوعية العوائد تمثل المقياس الأساسي لمخاطر المعلومات والتي تعكس مدى تماثل المعلومات سوى بين المساهمين الحاليين في الشركات والمطلعين الداخليين على عمل تلك الشركات او بين المستثمرين المحتملين والمطلعين، وبهذا فان انخفاض نوعية العوائد يمثل ارتفاع مخاطر المعلومات مما يشير الى عدم التماثل الكبير للمعلومات مما يجعل الشركات تتحرف عن مستوى الكفاءة في الاستثمار وبما يتناسب وحجم تلك المخاطر، لذا فان الأخيرة تمثل أساس الدراسة في العلاقة بين المتغيرين.

وللتعرف على مدى تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية يتم استخدام أنموذج الانحدار الذي يوظف نوعية العوائد التي تم تقديرها وفق كل من أنموذج (نوعية المستحقات، المستحقات غير الطبيعية، تجانس العوائد، القدرة على التنبؤ) كمتغير مستقل، مع إضافة متغيرات ضابطة أخرى وكفاءة الاستثمار (النقص في الاستثمار والإفراط به) كمتغير معتمد، بحيث يتم تطبيق ذلك الأنموذج لأربعة مرات في كل من الشركات

الصناعية (العراقية والكويتية والسعودية) أي بعدد نماذج تقدير تلك النوعية، وقد تم الاعتماد على معامل ميل المتغير المستقل الأول نوعية العوائد لتحديد اتجاه ذلك التأثير وحجمه، وعلى قيمة (prob.t) للتعرف على مدى معنوية المتغير المستقل في التأثير على المتغير المعتمد، وعلى قيمة (prob.F) للتعرف على المعنوية الكلية للأنموذج، فضلاً عن الاعتماد على قيمة (Adj. R²) للتعرف على مدى قدرة المتغيرات المستقلة في تفسير التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد.

1. تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

يتضح من خلال الجدول (57) إن لنوعية العوائد المقدرة وفق نماذج تقدير تلك النوعية المستخدمة في الدراسة تأثيراً طردياً على كفاءة الاستثمار، مما يعني إن زيادة تلك النوعية تدفع الشركات الى الاستثمار بمستويات قريبة من مستوى الكفاءة، لان نوعية العوائد العالية تمكن المستثمرين من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية للشركة بصورة أكثر دقة وتقلل من عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة وبالتالي المساهمة في تخفيض تكلفة رأس المال، مما يجعل المشاريع التي تحقق صافي قيمة حالية سالبة تصبح موجبة مما يقلل من نقص الاستثمار، وإن انخفاض كلفة رأس المال تقلل من حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية المتولدة داخليا مما يقلل من نقص الاستثمار، كما إن نوعية العوائد العالية تجعل الشركات أكثر مرونة في إصدار رأس المال من خلال تقليل مشاكل الاختيار العكسي الذي يرتبط بكفاءة الاستثمار من خلال تقليل كلفة التمويل الخارجي، ومن خلال تقليل احتمالية حصول الشركات على زيادة في الأموال الناتجة عن سوء التسعير يمكن التقليل من الإفراط في الاستثمار وصولاً الى مستوى الكفاءة هذا من جانب، ومن جانب آخر يمكن لنوعية العوائد العالية التي تعكس انخفاض مخاطر المعلومات الناتجة عن عدم تماثل المعلومات أن تزيد من قدرة المساهمين على مراقبة قرارات الاستثمار التي تتخذها الإدارة، واكتشاف السلوك الانتهازي كإفراط في الاستثمار والنقص به وتقييد حقوق التحكم الإداري وقد يكون المديرون على دراية بالرصد والقيود التي يواجهونها مما يدفعهم إلى تبني الانضباط الذاتي والمحافظة عليه مما يعزز الاستثمار الكفاء، إلا إن نوعية العوائد المقدرة وفق كل من أنموذج المستحقات غير الطبيعية وتجانس العوائد كانت غير معنوية في التأثير على كفاءة الاستثمار عنده مستوى (0.05) و (0.1)، مما قد يدل على إن المستثمرين لا يأخذون بنظر الاعتبار حجم المستحقات غير الطبيعية ومدى تجانس العوائد عنده اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية في سوق الأوراق المالية لأنهم يتجاهلون المعلومات الخاصة بالمستحقات ويركزون على العوائد وهو ما توصل إليه (Sloan,1996) (Binneman,2010:13)، كما قد ينظر المستثمرون إلى العوائد المتجانسة بأنها محاولة الشركات تضليلهم من خلال إدارة

عوائدها، مما يجعلهم يتجاهلون تلك الافصاحات وهذا ما يجعل العوائد المتجانسة تفقد أهميتها في التأثير على كفاءة الاستثمار، كما يتضح تفوق نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج نوعية المستحقات في التأثير على كفاءة الاستثمار مقارنة بنوعية العوائد المقدرة وفق النماذج الأخرى بدلاله قيمة (Coef.est) والبالغة (0.099735) وهي الأكبر على مستوى نماذج تقدير تلك النوعية، مما يعني ان ارتفاع نوعية العوائد بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى زيادة مستوى الكفاءة في الاستثمار (الاقتراب من مستوى الكفاءة في الاستثمار أي تقليل النقص في الاستثمار والإفراط به) بمقدار (0.099735) وحدة، كما يتضح وجود تأثير سلبي ذي دلالة معنوية لكل من عمر الشركة ونسبة النقد الى أجمالي الموجودات على كفاءة الاستثمار عنده مستوى معنوية (0.05) و (0.01) على التوالي، فضلاً عن عدم معنوية حجم الشركة في التأثير على كفاءة الاستثمار على الرغم من تأثيره الطردي على تلك الكفاءة فضلاً عن وجود تأثير طردي ذي دلالة إحصائية لمتوسط فترة التحصيل على كفاءة الاستثمار عنده مستوى معنوية (0.05)، كما يتضح تفوق نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج نوعية المستحقات بالاشتراك مع المتغيرات الضابطة الأخرى في تفسير التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد كفاءة الاستثمار مقارنة بالنماذج المقدرة الأخرى بدلالة قيمة (Adj. R2) والبالغة (64%) وهذا ناتج عن التأثير الأكبر لنوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج نوعية المستحقات على كفاءة الاستثمار بسبب الشعبية الكبيرة لذلك الأنموذج مقارنة بنماذج تقدير نوعية العوائد الأخرى بين المستثمرين والمحللين والباحثين في هذا المجال، تتبعه نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج القدرة على التنبؤ من حيث تأثيرها وتفسيرها للتغيرات التي تحدث في كفاءة الاستثمار بدلالة قيمة (Coef.est) البالغة (0.079717) وقيمة (Adj. R2) للأنموذج ككل والبالغة (55%) تقريباً، كما يتضح المعنوية الكلية لنماذج تأثير نوعية العوائد بنماذجها المعتمدة في الدراسة على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية عنده مستوى (0.01) والجدول (57) يوضح ذلك.

الجدول (57)

نتائج تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

كفاءة الاستثمار								
الانموذج المتغير	أنموذج نوعية المستحقات		أنموذج المستحقات غير الطبيعية		أنموذج تجانس العوائد		أنموذج القدرة على التنبؤ	
	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est
C	-1.932649	-0.045853	-0.738626	-0.020736	-0.753126	-0.021425	-1.21794	-0.033092
E Q	*2.622273	0.099735	0.52926	0.027887	0.085786	0.000548	*2.496613	0.079717
Size	0.5664	0.000001	0.215549	0.0000003	0.046571	0.00000006	0.2754	0.0000003
Age	*-2.735078	-0.023061	*-2.133429	-0.022377	*-2.120953	-0.022402	*-2.099845	-0.020971
Slack	*-4.335657	-0.000412	***-3.990261	-0.000459	*-2.642039	-0.000459	**4.128931	-0.000443
Collpen	*4.130243	0.003988	*2.420018	0.002775	*2.402426	0.002777	**2.857211	0.00308
Adj. R2		0.635634		0.482979		0.483903		0.554281
F	**13.51983		**9.964364		**5.625718		**9.63763	

*P<0.05 **P<0.01

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

2. تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

يمكن لنوعية العوائد العالية أن تقلل من تكلفة رأس المال بطريقتين الأولى: من خلال زيادة سيولة السوق عن طريق تقليل تكاليف المعاملات وزيادة الطلب على الأوراق المالية والثانية: من خلال تخفيض مستوى عدم اليقين في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والذي يؤثر على معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون بموجب قراراتهم الاستثمارية، أي إن نوعية العوائد العالية تسمح للمستثمرين بتقدير عوائد الموجودات بصورة أكثر دقة مما يقلل من معدل العائد المطلوب، وهو ما يمكن أن نلتمسه من خلال تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية التي يوضحها الجدول (58).

الجدول (58)

نتائج تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

كفاءة الاستثمار									
الانموذج		أنموذج نوعية المستحقات		أنموذج المستحقات غير الطبيعية		أنموذج تجانس العوائد		أنموذج القدرة على التنبؤ	
المتغير		t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est
C		-2.643282	-0.205079	-1.887863	-0.145855	-2.04212	-0.145049	-2.485477	-0.156453
E Q		*2.651349	0.109657	*2.290541	0.008465	0.938294	0.000923	*2.592276	0.076315
Size		*2.261464	0.0000135	1.134164	0.0000131	1.633789	0.0000198	1.257259	0.0000129
Age		-0.571406	-0.014892	-1.297002	-0.035597	-1.133596	-0.031283	-1.47067	-0.037026
Slack		-1.395574	-0.0008	-1.159603	-0.000739	-0.890742	-0.000566	-1.553941	-0.000865
Collpen		**2.892295	0.012421	*2.500736	0.010765	**2.653104	0.010249	**2.832258	0.009925
Adj. R2			0.918377		0.898837		0.815997		0.88132
F			**27.79769		**18.70537		**18.44318		**19.95738

*P<0.05 **P<0.01

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (58) إن لنوعية العوائد المقدرة وفق كل من أنموذج نوعية المستحقات والمستحقات غير الطبيعية فضلاً عن أنموذج القدرة على التنبؤ تأثيراً ايجابياً ذات دلالة معنوية على كفاءة الاستثمار عنده مستوى معنوية (0.05) بدلالة قيمة (t) المحسوبة والتي تزيد عن نظيرتها الجدولية، إلا أن هذا التأثير يتباين تبعاً لتباين نماذج تقدير تلك النوعية، فنجد أعلى لنوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج نوعية المستحقات بدلات قيمة (Coef.est) البالغة (0.109657) ونجدة الأدنى لنوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية بدلالة قيمة (Coef.est) البالغة (0.008465)، مما يعني إن ارتفاع نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذجي نوعية المستحقات والمستحقات غير الطبيعية يؤدي الى اقتراب الشركات من مستوى الكفاءة في الاستثمار (انخفاض النقص في الاستثمار والإفراط به) بمقدار (0.109657) و (0.008465) على التوالي، لان نوعية العوائد تمثل إحدى آليات المراقبة، إذ يمكن لها تقليل فجوة المعلومات بين المساهمين والمديرين وتكون فعاله في خفض تكاليف الوكالة، من خلال تمكين الإشراف الفعال على النشاط الإداري الذي يخفف من السلوك الانتهازي للمديرين ويجعلهم أكثر عرضة للمساءلة، وبالتالي التقليل من المخاطر الأخلاقية ومشكلة الاختيار العكسي، كما يمكن لنوعية العوائد العالية في الشركات المقيدة مالياً جذب رؤوس الأموال من خلال جعل

المشاريع الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة أكثر وضوحاً للمستثمرين مما يقلل من الاختيار العكسي في إصدار الأوراق المالية، كما يمكن لها زيادة كفاءة تخصيص الموارد لأنها تمكن المديرين والمستثمرين من تحديد فرص توليد القيمة بأقل خطأ ممكن، كما إن التقليل من الاختيار العكسي الذي يواجهه موردو رأس المال يزيد من قدرة الشركات على زيادة رأس المال مما يقلل من احتمالية قيام المديرين بالتخلي عن الاستثمارات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة (التقليل من النقص في الاستثمار)، فالشركات ذات نوعية العوائد العالية ستكون أقل اعتماداً على الضمانات عندما تسعى إلى الحصول على التمويل الخارجي، لأن نوعية العوائد تعمل كبديل لتلك الضمانات في التخفيف من عدم تماثل المعلومات هذا من جانب، ومن جانب آخر فإن التقليل من مشاكل الاختيار العكسي يقلل من فرص المديرين للانخراط في أنشطة تدمر القيمة واتخاذ قرارات تعظيم الذات كبناء الإمبراطورية برأس المال الوفير (التقليل من الاستثمار المفرط)، وبهذا بات المديرين أقل عرضة لاتخاذ قرارات استثمارية متحيزة والانخراط في نزاعات الوكالة كتحويل المخاطر وبناء الإمبراطورية وتجنب المخاطر، كما يتضح أيضاً عدم أهمية نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج تجانس العوائد في التأثير على كفاءة الاستثمار عنده مستوى معنوية (0.05) و (0.1)، وذلك لأن بعض أصحاب العلاقة ينظرون إلى تجانس العوائد بأنه شكل من أشكال إدارة العوائد مما يدفعهم إلى تجاهل المعلومات التي تفصح عنها الشركات، كما يتضح إن متوسط فترة التحصيل ذات تأثير إيجابي على كفاءة الاستثمار عند مستوى معنوية (0.05)، أما بقية المتغيرات المستقلة فقد كانت تأثيراتها متباينة على كفاءة الاستثمار، كما يتضح ارتفاع قدرة نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج نوعية المستحقات والمتغيرات المستقلة المشتركة معها في تفسير التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد كفاءة الاستثمار مقارنة بنوعية العوائد المقدرة وفق النماذج الأخرى والمتغيرات المستقلة المشتركة معها، إذ بلغت قيمة (Adj.R2) ما نسبته (92%) تقريباً، تتبعه في ذلك نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية والمتغيرات المستقلة المشتركة معها، وتأتي نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج القدرة على التنبؤ والمتغيرات المستقلة المشتركة معها بالمرتبة الثالثة من حيث قدرتها على تفسير التغيرات التي تحدث في كفاءة الاستثمار، كما يتضح المعنوية الكلية لنماذج تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية بدلالة قيمة (F) المحسوبة والتي تزيد على نظيرتها الجدولية عنده مستوى معنوية (0.01).

3. تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

تعمل نوعية العوائد على تمكين الشركات من الوصول إلى أسواق رأس المال لأنها تمثل السمة الرئيسية للإبلاغ المالي المبنية على المبدأ القائل إن التقارير المالية يجب أن تفيد المستثمرين ومقدمي رأس المال الآخرين عند اتخاذ قراراتهم في تخصيص الموارد الخاصة بهم أي تحسين عملية صنع القرار، وبالتالي كفاءة سوق رأس المال مما يعني إن نوعية العوائد العالية يمكن أن تقلل من عدم تماثل المعلومات والتقليل من مشكلة الليمون وصولاً إلى تحقيق الاقتراب من مستوى الكفاءة في الاستثمار وهذا ما يمكن أن نراه من خلال نتائج تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية التي يوضحها الجدول (59)

الجدول (59)

نتائج تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

كفاءة الاستثمار								
أنموذج القدرة على التنبؤ		أنموذج تجانس العوائد		أنموذج المستحقات غير الطبيعية		أنموذج نوعية المستحقات		الانموذج
t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	المتغير
10.445060	0.010872	1.571975	0.013555	1.983229	0.016769	10.445060	0.010872	C
*3.090037	0.001828	*2.541738	0.0000372	*1.960706	0.006743	*2.09068	0.003863	E Q
*_ 2.271290	-0.000034	*_ 2.170686	-0.0000367	*-2.426125	-0.0000462	*-2.21082	-0.000034	Size
0.460242	0.001879	0.475664	0.001982	0.477184	0.002006	0.510379	0.002099	Age
-0.042514	-0.000017	0.133945	0.0000484	-0.034781	-0.0000125	0.06053	0.0000228	Slack
-0.933545	-0.000219	-0.973016	-0.000195	-1.188432	-0.000233	-0.974598	-0.000203	Collpen
	0.710906		0.735729		0.744504		0.718124	Adj. R2
	**5.177014		**5.861028		**6.134639		**5.363487	F

*P<0.05 **P<0.01

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

يتضح من خلال الجدول (59) إن لنوعية العوائد المقدرة وفق كافة نماذج تقدير تلك النوعية ذات تأثير ايجابي على كفاءة الاستثمار بدلالة قيمة (t) المحسوبة والتي تفوق نظيرتها الجدولية عنده مستوى معنوية (0.05)، إلا إن ذلك التأثير يتباين تبعاً لتباين نماذج تقدير نوعية العوائد بدلالة قيمة (Coef.est) لتلك المعلمة، إذ يتضح تفوق نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية في التأثير على كفاءة الاستثمار مقارنة بنوعية العوائد المقدرة وفق النماذج الأخرى، إذ بلغت قيمة (Coef.est) لنوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج المستحقات غير

الطبيعية (0.006743)، تتبعها قيمة (Coef.est) لنوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج نوعية المستحقات، إذ بلغت (0.003863)، مما يعني إن ارتفاع نوعية العوائد المقدرة وفق كلا الأنموذجين سابقى الذكر بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى تحسين مستوى كفاءة الاستثمار (التقليل من النقص في الاستثمار والإفراط به) بمقدار (0.006743) و (0.003863) وحدة على التوالي، وتأتي نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج القدرة على التنبؤ في المرتبة الثالثة من حيث تأثيرها على كفاءة الاستثمار، وتتبعها في ذلك نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج تجانس العوائد، كما يتضح إن لحجم الشركة تأثيراً سلبياً على كفاءة الاستثمار عنده مستوى معنوية (0.05)، أما بقية المتغيرات المستقلة الداخلة في النماذج فقد كانت تأثيراتها مختلفة فنجد البعض منها ذات تأثير ايجابي والبعض الآخر ذات تأثير سلبي، إلا أن تأثيراتها كانت غير معنوية عنده مستوى (0.05) و (0.1)، مما يجعلها تقعد أهميتها في التأثير على كفاءة الاستثمار، كما يتضح تفوق نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذج المستحقات غير الطبيعية والمتغيرات المستقلة المشتركة معها في تفسير التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد كفاءة الاستثمار بدلالة قيمة (Adj. R2) والبالغة (74%) تقريباً والنسبة المتممة تعود لمتغيرات أخرى لم يتم تضمينها في الأنموذج، كما يتضح إن قيم (F) المحسوبة كانت اكبر من نظيرتها الجدولية عنده مستوى معنوية (0.01) مما تشير الى المعنوية الكلية لنماذج تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية.

4. المقارنة بين تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية والكويتية والسعودية عينة الدراسة

يمكن للعلاقات المصرفية أن تحل مشاكل عدم تماثل المعلومات وتوفر رأس المال في الشركات التي تعيق عتامتها المعلوماتية قدرتها في الحصول على التمويل، إذ يقدم التمويل المصرفي عدة مزايا فهو يقلل من مشكلة الراكب المجاني التي تميل الى تعزيز الحوافز اتجاه الانحراف عن مستوى الكفاءة في الاستثمار، كما تتمتع المصارف بقدرة اكبر على مراقبة القرارات الاستثمارية للشركات نظراً لكفاءتها وهيكلها الموجه نحو مثل هذه الأعمال، وإمكانيتها في فرض شروط معينة في عقد الإقراض، وبعبارة أخرى فإن العلاقات الوثيقة والدائمة مع المصارف لها جوانب ايجابية يمكن أن تخفف من التشوهات المحتملة في عملية اختيار المشروع الاستثماري، إذ يمكن للمصارف أن تعمل على تطوير علاقاتها مع العملاء وقد تعمل تلك العلاقات طويلة الأجل على تسهيل عملية الرقابة والتقليل من عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة لتحل بصورة جزئية محل نوعية العوائد في تعزيز كفاءة الاستثمار، لذا فإن تطور

القطاعات المصرفية وزيادة حجم الائتمان الممنوح للقطاعات الاقتصادية يمكن ان يقلل من تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار وهذا ما يمكن أن نراه في الجدول (60).

الجدول (60)

المقارنة بين نتائج تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة

كفاءة الاستثمار									
الانموذج المتغير		أنموذج نوعية المستحقات		أنموذج المستحقات غير الطبيعية		أنموذج تجانس العوائد		أنموذج القدرة على التنبؤ	
		t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est
E Q	الشركات العراقية	*2.622273	0.099735	0.52926	0.027887	0.085786	0.000548	*2.496613	0.079717
E Q	الشركات الكويتية	*2.651349	0.109657	*2.290541	0.008465	0.938294	0.000923	*2.592276	0.076315
E Q	الشركات السعودية	*2.09068	0.003863	*1.960706	0.006743	*2.541738	0.0000372	**3.090037	0.001828

*P<0.05 **P<0.01

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول (57) و(58) و(59).

يتضح من خلال الجدول (60) إن لنوعية العوائد المقدرة وفق أنموذجي المستحقات غير الطبيعية والقدرة على التنبؤ تأثيراً أكبراً على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية مقارنة بتأثير نوعية العوائد المقدرة وفق النماذج ذاتها على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية والسعودية بدلالة قيم (Coef.est) لتلك النماذج، فضلاً عن تفوق نوعية العوائد المقدرة وفق أنموذجي نوعية المستحقات وتجانس العوائد من حيث تأثيرها على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية مقارنة بتأثير نوعية العوائد المقدرة وفق النماذج ذاتها على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية والسعودية بدلالة قيم (Coef.est) لتلك النماذج، وبصورة عامة يمكن القول إن لنوعية العوائد في الشركات الصناعية العراقية الأثر الأكبر على كفاءة الاستثمار مقارنة بنظيراتها الكويتية والسعودية وذلك بسبب محدودية قدرة العلاقات المصرفية في القطاع المصرفي العراقي في أن تحل محل نوعية العوائد في تعزيز كفاءة الاستثمار بسبب قلة حجم الائتمان الممنوح مقارنة بحجم الائتمان الممنوح من قبل القطاعات المصرفية الكويتية والسعودية، فضلاً عن محدودية قدرة القطاع المصرفي العراقي في تزويد الأفراد بالخدمات المصرفية مقارنة بالقطاعات المصرفية الكويتية والسعودية، وبناءً على ما سبق يمكن اثبات صحة فرضيات الدراسة الرابعة والخامسة إذ تنص الرابعة على أن هنالك تأثيراً معنوياً ذي دلالة احصائية لنوعية العوائد الكلية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة، بينما تنص الخامسة على تباين نوعية العوائد الكلية من حيث اهمية تأثيرها على كفاءة الاستثمار تبعاً لتباين دول العينة.

الجدول (61)

بعض مؤشرات القطاعات المصرفية العربية

البيان الدولة	أجمالي حجم القروض والتسهيلات الائتمانية الممنوحة لسنة 2017	إجمالي حجم القروض والتسهيلات الائتمانية الممنوحة لسنة 2018	نسبة الأفراد الذين لديهم نفاذ الى الخدمات المالية الالكترونية الى إجمالي عدد السكان البالغين فوق 15 سنة
العراق	44073.4	43474.7	6
الكويت	117164.5	121433.5	23.8
السعودية	464741.2	491924.3	25.7

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2019، ص 357 و 390 www.amf.org.ae

ثالثاً. تأثير نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة

ترتبط مخاطر المعلومات بمستوى عدم الدقة واليقين في العوائد المبلغ عنها وإن كل سمة من سمات نوعية العوائد يمكن أن تعكس مخاطر المعلومات، لذلك تم اعتبار نوعية العوائد بمثابة وكيل لمخاطر المعلومات، ففي ظل انخفاض نوعية العوائد فمن المتوقع أن تكون هنالك حالة متزايدة من عدم اليقين الخاص بالعوائد المستقبلية للشركة، ويعتبر المحللون الشركات ذات نوعية العوائد المنخفضة أكثر خطورة، وتتزايد مخاطر المعلومات عندما تكون المعلومات الخاصة بالشركة ذات الصلة بقرارات التسعير التي يتخذها المستثمرون منخفضة النوعية، فالعوائد ذات النوعية العالية هي إحدى الأساليب الخاصة بتخفيض مخاطر المعلومات، ويمكن للمستثمرين التعرف على تلك المخاطر من خلال تحليل نوعية العوائد.

إن الدقة التي يمكن بها تقدير العوائد المستقبلية للشركة هي دالة لعنصرين الأول هو عدم اليقين الخاص بالأداء المالي المستقبلي للشركة (عدم اليقين الاقتصادي)، والثاني هو عدم اليقين في التقارير المالية وخيارات الإفصاح التي يستخدمها المديرون في الإبلاغ عن الأداء المستقبلي (عدم اليقين في الإبلاغ)، وإن مقاييس نوعية العوائد تلتقط جانبي عدم اليقين الخاص بالعوائد، لهذا يمكن القول إن نوعية العوائد الجوهرية تعكس عدم اليقين الاقتصادي، بينما تعكس نوعية العوائد التقديرية عدم اليقين في الإبلاغ.

1. تأثير نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

يتضح من خلال الجدول (62) إن لكل من نوعية العوائد التقديرية والجوهرية التي تم تقديرها اعتماداً على بواقي أنموذجي نوعية المستحقات والقدرة على التنبؤ بمتغيرات معتمدة تأثیر ايجابي ذات دلالة إحصائية على كفاءة الاستثمار عنده مستوى معنوية (0.05) بدلالة قيمة (t) المحسوبة لتلك المتغيرات والتي تزيد عن نظيرتها الجدولية، إلا إن لنوعية العوائد التقديرية التي تم تقديرها اعتماداً على بواقي أنموذج نوعية المستحقات الأثر الأكبر على كفاءة الاستثمار مقارنة بنوعية العوائد الجوهرية وللأنموذج ذاته، إذ بلغت قيمة (Coef.est) لنوعية العوائد التقديرية (0.053939) أما قيمة (Coef.est) لنوعية العوائد الجوهرية فقد بلغت (0.018577)، مما يعني إن ارتفاع نوعية العوائد التقديرية والجوهرية بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى الاقتراب من مستوى الكفاءة في الاستثمار بمقدار (0.053939) و (0.018577) وحدة على التوالي، مما يدل على إن خيارات إعداد التقارير المالية والأحكام والتقديرات التي تضعها الإدارة والتدقيق والأخطاء الإدارية وحوكمة الشركات ذات تأثير أكبر على كفاءة الاستثمار مقارنة بالعوامل الجوهرية والمتمثلة بخصائص الشركات وبيئتها التشغيلية ونماذج أعمالها، فانخفاض التقديرات التي تطلقها الإدارة ودقتها ونوعية التدقيق والحوكمة الجيدة للشركات تعمل على اقتراب الشركات من مستوى الكفاءة في الاستثمار بصورة أكبر من استقرار المبيعات والتدفقات النقدية وقصر الدورة التشغيلية وهلم جر، بينما نجد إن لنوعية العوائد الجوهرية المقدرة بالاعتماد على بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ الأثر الأكبر على كفاءة الاستثمار مقارنة بنوعية العوائد التقديرية، لان قيمة (Coef.est) لنوعية العوائد الجوهرية والبالغة (0.047326) كانت أكبر من قيمة (Coef.est) لنوعية العوائد التقديرية والبالغة (0.034626) مما يدل على إن للعوامل الجوهرية الأثر الأكبر على كفاءة الاستثمار مقارنة بالعوامل التقديرية، فزيادة نوعية العوائد الجوهرية بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى تحسين كفاءة الاستثمار بمقدار (0.047326) وحدة، وفي حال زيادة نوعية العوائد التقديرية بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى تحسين كفاءة الاستثمار بمقدار (0.034626) وحدة، كما يتضح عدم معنوية نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية التي تم تقديرها بالاعتماد على نتائج تطبيق أنموذجي المستحقات غير الطبيعية وتجانس العوائد كمتغير معتمد في التأثير على كفاءة الاستثمار عنده مستوى معنوية (0.05) و (0.1)، كما ويتضح من خلال قيم (F) المحتسبة والتي تزيد عن قيمة (F) الجدولية المعنوية الكلية لنماذج تأثير نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية على كفاءة الاستثمار عنده مستوى معنوية (0.01)، والجدول (62) يوضح ذلك.

الجدول (62)

نتائج تأثير نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية على كفاءة الاستثمار في الشركات
الصناعية العراقية عينة الدراسة

كفاءة الاستثمار									
الانموذج		أنموذج نوعية المستحقات		أنموذج المستحقات غير الطبيعية		أنموذج تجانس العوائد		أنموذج القدرة على التنبؤ	
المتغير		t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est
C		-0.858829	-0.03429	-1.047449	-0.033152	-0.604111	-0.018628	-0.897725	-0.028089
Innata		*2.337056	0.047326	0.495544	0.002547	0.468649	0.062647	*2.169971	0.018577
Dis		**2.6558	0.034626	0.920325	0.005349	0.723053	0.025084	*2.84265	0.053939
Size		-0.259413	-0.00000035	0.125435	0.00000017	0.082615	0.00000011	0.290002	0.00000039
Age		*-2.133429	-0.022377	*2.133429	-0.022377	*-2.133429	-0.022377	*-2.133429	-0.022377
Slack		**_3.990261	-0.000459	**3.990261	-0.000459	**_-3.990261	-0.000459	**3.990261	-0.000459
Collpen		*2.420018	0.002775	*2.420018	0.002775	*2.420018	0.002775	*2.420018	0.002775
Adj. R2			0.432504		0.447084		0.458477		0.46187
F			**3.683615		**3.908196		**4.092117		**4.148382

*P<0.05 **P<0.01

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

2. تأثير نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

يتضح من خلال الجدول (63) إن لنوعية العوائد الجوهرية والتقديرية المقدرة بالاعتماد على كل من بقايا أنموذج نوعية المستحقات والمستحقات غير الطبيعية فضلاً عن أنموذج القدرة على التنبؤ بعدها متغيراً معتمداً تأثير طردي ذي دلالة معنوية على كفاءة الاستثمار، بدلالة قيمة (t) المحسوبة لتلك المتغيرات والتي تفوق نظيرتها الجدولية عنده مستوى معنوية (0.05)، إلا إن تأثير نوعية العوائد الجوهرية المقدرة بالاعتماد على بواقي أنموذجي نوعية المستحقات والقدرة على التنبؤ يفوق تأثير نوعية العوائد التقديرية المقدرة وفق الأنموذج ذاته، بدلالة قيمة (Coef.est) والتي تبلغ (0.104669) لنوعية العوائد الجوهرية المقدرة بالاعتماد على بواقي أنموذج نوعية المستحقات والتي تزيد عن (Coef.est) لنوعية العوائد التقديرية وللأنموذج ذاته والتي تبلغ (0.065842)، كما تبلغ قيمة (Coef.est) لنوعية العوائد الجوهرية المقدرة بالاعتماد على بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ ما قيمته (0.275021) والتي تزيد عن (Coef.est) لنوعية العوائد التقديرية وللأنموذج ذاته والتي تبلغ (0.047859)، مما يدل على إن العوامل

الجوهرية كتنقلب المبيعات والتدفقات النقدية وحجم الشركة أكثر تأثيراً من العوامل التقديرية على كفاءة الاستثمار، من جانب آخر فإن تأثير نوعية العوائد التقديرية المقدرة بالاعتماد على بواقي أنموذج المستحقات غير الطبيعية كمتغير معتمد يفوق تأثير نوعية العوائد الجوهرية المقدرة بالاعتماد على بواقي الأنموذج ذاته، لان قيمة (Coef.est) للأولى والبالغة (0.023834) تفوق قيمة (Coef.est) للثانية والبالغة (0.02053)، مما يعني إن تغير العوامل التقديرية كالأحكام والتقديرات التي تطلقها الإدارة ونوعية التدقيق والحوكمة بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى تغير كفاءة الاستثمار بمقدار (0.023834) وحدة، كما يتضح عدم معنوية نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية المقدرة بالاعتماد على نتائج أنموذج تجانس العوائد في التأثير على كفاءة الاستثمار على الرغم من تأثيرها الايجابي بدلالة قيمة (t) المحسوبة والتي تقل عن نظيرتها الجدولية عنده مستوى معنوية (0.05) و (0.1)، كما يتضح المعنوية الكلية للنماذج المقدرة بدلالة قيمة (F) المحتسبة والتي تزيد عن نظيرتها الجدولية عنده مستوى معنوية (0.01)، والجدول (63) يوضح ذلك.

الجدول (63)

نتائج تأثير نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة

كفاءة الاستثمار									
الانموذج		أنموذج نوعية المستحقات		أنموذج المستحقات غير الطبيعية		أنموذج تجانس العوائد		أنموذج القدرة على التنبؤ	
المتغير		t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est
C		-1.933383	-0.178053	*-2.641025	-0.221782	-2.09457	-0.146554	*-2.290541	-0.147445
Innata		*2.656888	0.104669	*2.273939	0.02053	1.555362	0.005286	*2.327473	0.275021
Dis		*2.559504	0.065842	***3.390907	0.023834	0.712363	0.001382	*2.116527	0.047859
Size		*2.129196	0.0000254	0.720806	0.0000121	1.726574	0.0000231	1.011574	0.0000126
Age		-1.564421	-0.03684	-1.336047	-0.038373	-1.037381	-0.028786	-1.468164	-0.042846
Slack		-1.615358	-0.001068	-0.836254	-0.000663	-1.12239	-0.000706	-0.634634	-0.00061
Collpen		*2.445494	0.012633	***2.953525	0.013886	*2.647664	0.010286	*2.647664	0.009501
Adj. R2			0.943858		0.912747		0.907535		0.895641
F			***32.78315		**20.39874		**19.13912		**16.73548

*P<0.05 **P<0.01

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

3. تأثير نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

يتضح من خلال الجدول (64) إن لنوعية العوائد الجوهرية والتقديرية تأثيراً ذا دلالة إحصائية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية عنده مستوى معنوية (0.05) بدلالة قيم (t) المحسوبة والتي تزيد عن نظيرتها الجدولية، إلا إن لنوعية العوائد الجوهرية المقدرة بالاعتماد على بواقي نماذج نوعية المستحقات والمستحقات غير الطبيعية وتجانس العوائد كمتغيرات معتمدة تأثير أكبر على كفاءة الاستثمار مقارنة بنوعية العوائد التقديرية بدلالة قيم (Coef.est) لتلك المتغيرات، مما يعني أن العوامل الجوهرية الخاصة بالشركة أكثر أهمية في التأثير على كفاءة الاستثمار، بينما نجد إن لنوعية العوائد التقديرية المقدرة بالاعتماد على بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ كمتغير معتمد تأثير أكبر على كفاءة الاستثمار مقارنة بنوعية العوائد الجوهرية، مما يعني إن العوامل التقديرية المرتبطة بالمستحقات أكثر أهميه في التأثير على كفاءة الاستثمار، كما يتضح المعنوية الكلية للنماذج المقدرة بدلالة قيمة (F) المحسوبة والتي تزيد عن نظيرتها الجدولية عند مستوى معنوية (0.01)، ومن خلال ما سبق ذكره يمكن اثبات صحة فرضيات الدراسة السادسة والسابعة، إذ تنص الفرضية السادسة على أن هنالك تأثيراً ذا دلالة إحصائية لنوعية العوائد الجوهرية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة، بينما تنص فرضية الدراسة السابعة على أن هنالك تأثيراً ذا دلالة إحصائية لنوعية العوائد الجوهرية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة.

الجدول (64)

نتائج تأثير نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

كفاءة الاستثمار									
الانموذج		أنموذج نوعية المستحقات		أنموذج المستحقات غير الطبيعية		أنموذج تجانس العوائد		أنموذج القدرة على التنبؤ	
		t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est		
المتغير		t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est	t-stat.	Coef.est		
C		1.534817	0.014986	**10.44506	0.010872	1.247348	0.013026	**9.538822	0.010433
Innata		*2.104017	0.01078	**2.727314	0.000696	**2.149531	0.003435	*2.2776	0.18461
Dis		*1.991659	0.018609	*2.058596	0.000067	**2.517741	0.002064	*1.980159	0.055814
Size		*-2.936267	-0.000045	*-2.210829	-0.000034	** -2.210829	-0.000034	** -2.877272	-0.000047
Age		0.307378	0.001429	0.521637	0.002209	0.524967	0.002271	0.760369	0.004072
Slack		-0.304668	-0.000107	-0.017999	-0.000007	0.159	0.000064	0.109238	0.000036
Collpen		-0.631202	-0.000147	-0.943121	-0.000198	-0.953626	-0.00021	0.730736	0.000134
Adj. R2			0.748508		0.735103		0.727917		0.746496
F			**5.80374		**5.411349		**5.216942		**5.742198

*P<0.05 **P<0.01

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات باستخدام برنامج Eviews-10.

4. المقارنة بين تأثير نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية والكويتية والسعودية عينة الدراسة

يتضح من خلال الجداول (62) و(63) و(64) تساوي كفتي نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية في التأثير على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة، لأن نوعية العوائد الجوهرية المقدرة بالاعتماد على بواقي أنموذج نوعية المستحقات كمتغير معتمد أكثر تأثير من نوعية العوائد التقديرية مما يدل على أن الجزء الأكبر من العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار تتم بصورة مباشرة عن طريق خفض تكاليف الوكالة وزيادة قدرة المساهمين على مراقبة المديرين وأن الجزء الأصغر من تلك العلاقة تتم عن طريق كلفة رأس المال، لأن مخاطر نوعية العوائد الجوهرية الخاصة بعد اليقين الاقتصادي قابله للتنوع ولا يتم تعويض المستثمرين عن تحمل تلك المخاطر من خلال منحهم علاوة مخاطر، بينما مخاطر نوعية العوائد التقديرية الخاصة بالإبلاغ غير قابلة للتنوع مما يتطلب تعويض المستثمرين على تحمل تلك المخاطر بمنحهم علاوة مخاطر فانخفاض تلك المخاطر يؤدي إلى انخفاض كلفة رأس المال، بينما نجد أن نوعية العوائد التقديرية المقدرة بالاعتماد على بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ كمتغير معتمد أكثر تأثير من نوعية العوائد الجوهرية مما يعني أن الجزء الأكبر من العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار تتم عن طريق كلفة رأس المال، لذا يمكن القول إن العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية تتم وفق الطريقة المباشرة وغير المباشرة، أما فيما يخص الشركات الكويتية فنجد أن نوعية العوائد الجوهرية المقدرة بالاعتماد على بواقي أنموذجي نوعية المستحقات والقدرة على التنبؤ كمتغير معتمد أكثر تأثير على كفاءة الاستثمار مما يدل على أن الجزء الأكبر من العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار تتم بصورة مباشرة، فضلاً على أن نوعية العوائد التقديرية المقدرة بالاعتماد على بواقي أنموذج المستحقات غير الطبيعية أكثر تأثير على كفاءة الاستثمار مقارنة بنوعية العوائد الجوهرية مما يدل على أن الجزء الأكبر من العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار تتم عن طريق كلفة رأس المال، لذا يمكن ترجيح كفة العلاقة المباشرة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية، أما فيما يخص الشركات الصناعية السعودية فيمكن القول إن لنوعية العوائد الجوهرية المقدرة بالاعتماد على بواقي نماذج نوعية المستحقات والمستحقات غير الطبيعية وتجانس العوائد كمتغير معتمد أكثر تأثير على كفاءة الاستثمار مقارنة بنوعية العوائد التقديرية مما يدل على أن العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية تتم بصورة مباشرة، وأن السبب في ترجيح العلاقة المباشرة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار هو قلة انتشار عمليات الغش والتلاعب في العوائد في محاوله لتظليل المستثمرين وخداعهم بسبب عدم معرفة تلك الأساليب وانتشارها.

الاستنتاجات والتوصيات

أولاً. الاستنتاجات

1. تعكس نوعية العوائد التقديرية مخاطر المعلومات التي يتم الإبلاغ عنها من خلال القوائم المالية فعندما تستخدم الشركة المستحقات لتعزيز قدرة القوائم المالية في إظهار الأداء الحقيقي للشركة فإنها تعمل على تقليل مخاطر المعلومات اما في حال استخدام الشركة المستحقات لغرض إدارة العوائد فإنها تعمل على زيادة مخاطر المعلومات.
2. تعكس نوعية العوائد الجوهرية المخاطر التشغيلية للشركة كالدورة التشغيلية والتقلبات في حجم التدفقات النقدية والمبيعات وحجم الشركة، وان تلك المخاطر قابلة للتنوع مما يعني أن تأثيرها على كفاءة الاستثمار يتم بصورة مباشرة من خلال تقليل عدم تماثل المعلومات الذي يزيد من قدرة المساهمين على مراقبة عمل الإدارة وليس من خلال خفض كلفة رأس المال.
3. تعكس نوعية العوائد التقديرية مخاطر المعلومات الناتجة عن عدم قدرة نظام الإبلاغ المالي للشركة على تقديم صورة حقيقية عن أدائها، وان تلك المخاطر غير قابلة للتنوع مما يستلزم تعويض المستثمرين عنها بعلاوة مخاطر، مما يؤدي الى زيادة كلفة رأس المال مما يدل على إن تأثير نوعية العوائد التقديرية على كفاءة الاستثمار يتم بصورة غير مباشرة بواسطة تكلفة رأس المال.
4. تعتمد الأساليب القائمة على السوق والخاصة بتقييم نوعية العوائد على وجهة نظر السوق فيما يخص عائد وسعر أسهم الشركات فتقلبات الأسواق قد تؤدي الى تقييمات مختلفة لنوعية العوائد، لهذا فان استخدام تلك الأساليب في الأسواق التي تقتصر الى الكفاءة قد يلقي ضللاً من الشك حول صحت نتائج تلك الأساليب، لا سيما وان فرضية كفاءة السوق قد تعرضت لتصدعات كبيرة هزت أركانها.
5. ان انخفاض نوعية العوائد الجوهرية قد يتزامن مع انخفاض نوعية العوائد التقديرية ، لان انخفاض الأولى التي تعكس أداء الشركات قد يدفع تلك الشركات الى محاولة تجميل ذلك الأداء، من خلال إدارة العوائد مما يعكس نوعية عوائد تقديرية منخفضة.
6. يبني المستثمرون قراراتهم الاستثمارية بناءً على ثنائية العائد والمخاطر ولان انخفاض نوعية العوائد تؤدي في الغالب الى انخفاض عوائد الشركة في وقت لاحق، مما يعني ان نوعية العوائد تؤثر على قرارات المستثمرين بصورة غير مباشرة من خلال تأثيرها على العوائد ويحتاج هذا التأثير زمناً أطول، كما يمكن للمستثمرين في أسواق رأس المال أن يتخذوا مركزاً قصيراً أو طويلاً الأجل مما يعني إن اتخاذهم لقرارات الاستثمار تتصف بالتكرار والديمومة

فمن خلال التغذية المرتدة والمتمثل بالعوائد المتحققة يمكن لهم التعلم والأخذ بنظر الاعتبار إن انخفاض عوائد الشركات ناتج عن الانخفاض السابق لنوعيتها مما يجعلهم يأخذون نوعية العوائد في الاعتبار عند اتخاذهم لقرارات الاستثمار اللاحقة.

7. تنقسم مخاطر المعلومات الى جزأين الأول هو الاختلاف في هيكل المعلومات (المعلومات الخاصة مقابل المعلومات العامة) والثاني مدى دقة المعلومات التي تفصح عنها الشركات وكلا العنصران يؤثران على كفاءة الاستثمار فارتفاع تلك المخاطر يجعل الشركات تستثمر عنده مستوى النقص في الاستثمار والإفراط به.

8. ان تفوق الشركات السعودية على نظيراتها الكويتية والعراقية من حيث تحقيقها لنوعية عوائد عالية وفق كل من أنموذج نوعية المستحقات والمستحقات غير الطبيعية فضلاً عن تجانس العوائد جاء نتيجة لدقة التقديرات والأحكام التي تطلقها إدارة الشركات السعودية والخاصة بحجم مستحقاتها فضلاً عن استخدام تلك الشركات لنوعية عوائدها التقديرية للإشارة الى نوعية عوائدها الجوهرية.

9. ان تفوق الشركات الكويتية على نظيراتها السعودية والعراقية من حيث تحقيقها لنوعية عوائد عالية وفق أنموذج القدرة على التنبؤ جاء نتيجة لارتفاع قدرة العوائد الحالية على تبرير العوائد المستقبلية أي أن هناك ترابطاً زمنياً كبيراً بين العوائد التي تحققها تلك الشركات.

10. تلعب الإفصاحات المالية دوراً أساسياً في تمكين الشركات من الاستثمار بالقرب من مستوى الكفاءة في الاستثمار، لان كمية ونوعية تلك الإفصاحات تعمل على تقليل تكاليف جمع وتحليل ومعالجة المعلومات من قبل المستثمرين، مما يؤدي الى تقليل معدل العائد الذي يطلبه المستثمرين مقابل تمويل تلك الشركات والذي يعكس كلفة رأس المال.

11. إن تفوق الشركات السعودية على نظيراتها الكويتية والعراقية من حيث اقترابها من مستوى الكفاءة في الاستثمار جاء نتيجة لامتلاك تلك الشركات لنظام معلوماتي كفء من حيث الكم والنوع، قادر على إيصال المعلومات بالسرعة الممكنة الى مستخدميها قبل ان تفقد قيمتها.

12. ان انخفاض نوعية العوائد في الشركات الصناعية العراقية مقارنة بنظيراتها السعودية والكويتية جاء نتيجة لعدم توفر المعلومات الخاصة بأداء تلك الشركات وفي حال توفرها فإنها تقتصر الى الموثوقية والدقة، فضلاً عن انخفاض نوعية التدقيق والتنظيم وضعف الحوكمة، كما إن الشركات العراقية تعمل في بيئة قانونية ضعيفة وتعاني من اضطرابات في البيئة السياسية والأمنية مما قد يؤدي الى ارتفاع المخاطر السياسية التي تتعرض لها تلك الشركات والمتمثلة بعمليات الابتزاز والخطف التي تمارس ضد المساهمين الكبار في تلك الشركات ومدراءها، مما يدفع تلك الشركات الى الإفصاح عن عوائد قد لا تعبر عن أدائها الحقيقي.

13. على الرغم من ضعف الكفاءة المعلوماتية في أسواق دول العينة مقارنة بالأسواق المتقدمة فقد أظهرت نوعية العوائد الجوهرية تأثيراً أكبر من نوعية العوائد التقديرية على كفاءة الاستثمار وهذا ناتج عن عدم شيوع عمليات الغش والتلاعب في العوائد بسبب عدم معرفة تلك الأساليب من جهة وقلة الوعي المالي من جهة أخرى.
14. لا يمكن للشركات المقيدة مالياً عزل قراراتها الاستثمارية بعيداً عن التحركات غير المنطقية في أسعار أسهمها ، لأن من غير المرجح أن تواصل الشركات المعتمدة على حقوق الملكية استثمارها الرأسمالي إذا كان عليها إصدار أسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية.

ثانياً. التوصيات

1. حث أصحاب المصلحة على استخدام النموذج الذي يتوافق مع القرار المراد اتخاذه عندة تقييمهم لنوعية العوائد او استخدام أنموذج تجميعي يجمع نتائج كافة النماذج بنتيجة واحدة من خلال ترجيح نتائج كل أنموذج بوزن نسبي وبما يتوافق مع أهمية كل أنموذج، ويتم ذلك من خلال استخدام احد الأساليب والنماذج الإحصائية كمعامل الاختلاف او طريقة المكونات الأساسية.
2. حث إدارة الشركات على حسن استخدام البنود غير النقدية كعدم المبالغة في حجم المخصصات او التقليل منها واستخدام الطرائق والأساليب المحاسبية التي تتوافق مع نوعية منتجاتها وطول دورتها التشغيلية وعدم المبالغة في حسابات المدينين والمخزون والاستثمار في تلك الحسابات عنده مستواها الأمثل.
3. حث إدارة الشركات على ايلاء نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية أهمية كبيرة، فالأولى تعكس الأداء الحقيقي للشركة، والثانية توضح حقيقة ذلك الأداء، أي استخدام الأولى لتحسين الأداء والثانية للإشارة الى ذلك الأداء.
4. تشجيع الشركات على الوصول الى درجة المرونة المالية لكي تتمكن من عزل قراراتها الاستثمارية عن التحركات غير المنطقية في أسعار أسهما بحيث تتمكن من إصدار الأسهم العادية لتمويل استثماراتها عندما تكون مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية والالتجاء الى مصادر التمويل الأخرى في حال كانت أسهمها مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية.
5. توجيه المستثمرين والدائنين والمحللين الماليين وإدارة الشركات والباحثين بتحقيق التكامل المنهجي عنده استخدام التحليل المالي من خلال جمع جانبي التحليل الكمي والنوعي.
6. إن كفاءة الأسواق مفهوم نسبي يرتبط بدرجة تطور تلك الأسواق مما يشير الى إمكانية استخدام الأساليب القائمة على السوق لتقييم نوعية العوائد في الأسواق المتقدمة.
7. حث إدارة الشركات وتشجيعها على محاولة الاستثمار عنده مستوى الكفاءة، وإيلاء الموضوع أهمية كبيرة من خلال الأخذ بنظر الاعتبار متغيرات البيئة الداخلية والخارجية عن طريق تبني إستراتيجية تمكن الشركات من مواجهة كافة التغيرات المحتملة كاستخدام أسلوب ماذا لو او تحليل الحساسية.
8. التاكيد على اعتبار إمكانية تحقيق الكفاءة في الاستثمار كأحد أساليب تقييم الأداء، واستخدام ذلك الأسلوب الى جانب أساليب تقييم الأداء المعتمدة ، لان الوصول الى مستوى الكفاءة يعكس قدرة الشركات على تعظيم قيمتها.
9. تشجيع إدارة الشركات على البحث عن طرائق تمويل منخفضة الكلفة كالتأجير او المشاركة او إصدار أسهم خاصة بمشروع معين، واستخدام التسلسل الهرمي للتمويل في محاولة

- لخفض كلفة رأس المال وإيجاد نوع من المرونة في الحصول على تلك المصادر ، لان كلفة رأس المال من العناصر الأساسية المؤثرة على كفاءة الاستثمار .
10. تشجيع إدارة الشركات الصناعية العراقية على تحسين نوعية التدقيق والحوكمة، وإنشاء وحدات إدارية لنوعية المعلومات ضمن الهيكل التنظيمي تتناط بها مهام جمع وتحليل البيانات، والافصاح عن المعلومات بكل شفافية وفي الوقت المناسب قبل أن تفقد قيمتها.
11. توجيه الباحثين بالقيام بالدراسات والبحوث المستقبلية الآتية:
- أ. تشكيل محفظة الأسهم ذات نوعية العوائد العالية وتقييمها.
 - ب. اختبار إستراتيجية التداول بناءً على المستحقات وتشكيل محفظتها.
 - ت. قياس وتحليل العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في ظل القيود المالية.
 - ث. قياس وتحليل العلاقة بين نوعية لعوائد وكفاءة الاستثمار دراسة مقارنة بين الشركات في البلدان النامية والمتقدمة.
 - ج. تحليل محددات كفاءة الاستثمار في الشركات.
 - ح. استخدام أساليب التحليل المالي الكمي والنوعي لتقييم قرارات الاستثمار في الأسهم.
 - خ. اثر التنويع وتركز الملكية على كفاءة الاستثمار في الشركات.

المصادر

أولاً: المصادر باللغة العربية

أ. النشرات الرسمية

1. صندوق النقد العربي، 2019، التقرير الاقتصادي العربي.

ب. الدوريات

1. حسين، علي ابراهيم وعلي، آلاء غالب، 2018، اثر الخصائص التنظيمية للمصارف في جودة الأرباح المحاسبية دراسة تجريبية في العراق، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 3، العدد 43.
2. سعد الدين، أيمن محمد، 2015، تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال وأثرها على قيمة المنشأة، مجلة المحاسبة والمراجعة.
3. الصايغ، عماد سعد محمد وعبد المجيد، حميد محمد، 2015، قياس اثر جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار للشركات المصرية، مجلة المحاسبة والمراجعة.

ت. الرسائل والاطاريح

1. ابراهيم، أيهاب عبد الفتاح محمد، 2017، قياس تأثير القدرة الإدارية على جودة الأرباح المحاسبية في بيئة الأعمال المصرية: دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
2. البامرني، بسام احمد، 2020، تحديد نمط استخدام إدارة العوائد ونوعيتها وأثرها في صناعة القرار الاستثماري الرأسمالي دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الصناعية العراقية المساهمة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة دهوك.
3. الشريف، مرمر احمد، 2017، جودة الأرباح في الشركات الصناعية المدرجة في البورصات الفلسطينية والأردنية – دراسة مقارنة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة الخليل.
4. طاهر، علي عبد الرضا، 2014، دور جودة الأرباح المحاسبية في تعزيز قرارات المستثمرين دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية.
5. مجيد، محمد فوزي، 2015، استخدام نوعية العوائد مدخلاً لتفسير هيكل رأس المال دراسة لعينة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق وعمان للأوراق المالية للمدة 2010-2014، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل.
6. المعاضدي، محمد عصام، 2010، تحليل نوعية العوائد وعلاقتها بمخاطر تقلبات أسعار الأسهم دراسة لعينة من أسواق الأوراق المالية الخليجية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل.

7. النجار، عايش عبدالله عايش، 2016، العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة ، الجامعة الإسلامية غزة.

ثانياً.المصادر باللغة الانكليزية

BOOKS

1. Baltagi, B. H. ,2008, **Econometric analysis of panel data** (Vol. 4). Chichester: John wiley & sons.
2. Dechow ,Patricia M. & Schrand, Catherine M,2004, **Earnings Quality**, Published By The Research Foundation Of Cfa Institute, In The United States Of America.
3. Menicucci ,Elisa, 2020, **Earnings Quality Definitions, Measures, And Financial Reporting**, Published By The Registered Company Springer Naturswitzerland .
4. Mishkin ,Frederic, S,2004, **The Economics Of Money, Banking, And Financial Markets**, 7th Ed, The Addison-Wesley Series In Economics, Library Of Congress.
5. Stein , Jeremy C. ,2003, **Economics Of Finance**, Elsevier Science.
6. Wooldridge, J. M. ,2010, **Econometric analysis of cross section and panel data**. MIT press.

ARTICLES

1. Agarwal ,Priyanka,2016, **An Essay On The Effects Of Corporate Financing And Investment Decisions**, International Journal For Innovative Research In Multidisciplinary Field Issn – 2455-0620 Volume - 2, Issue – 4.
2. Ahmadpour, Ahmad & Shahsavari, Masoumeh,2016, **Earnings Management And The Effect Of Earnings Quality In Relation To Bankruptcy Level (Firms Listed At The Tehran Stock Exchange)**, Iranian Journal Of Management Studies ,Vol. 9, No. 1, Pp. 77-99.

3. Allahyarbeik, N., & Rohi, A, 2014, **Effect of Corporate Governance Element on Innate and Discretionary Accruals Quality.**
4. Allahyaribeik, Neda & Rohi, Ali, 2015, **Effect Of Corporate Governance Elements On Innate And Discretionary Accruals Quality**, Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences, Vol. 5 (S2), pp. 1961-1971.
5. Almomani ,Mohammad Abdallah, 2015, **The Impact Of Audit Quality Features On Enhancing Earnings Quality: The Evidence Of Listed Manufacturing Firms At Amman Stock Exchange,** Asian Journal Of Finance & Accounting, Vol. 7, No. 2, Pp255-280.
6. Al-Shar ,Omar ,Zuhier, Abdul-Karim & Dongfang, Qiu , 2017, **Evaluations On The Earning Quality Of Listed Firms In Jordan,** International Journal Of Academic Research In Accounting, Finance And Management Sciences, Vol. 7, No. 4.
7. Amin ,Aminul & Lukviarman ,Niki & Suhardjanto, Djoko& Setiany, Erna , 2018, **Audit Committee Characteristics And Auditearnings Quality: Empirical Evidence Of The Company With Concentrated Ownership,** Review Of Integrative Business And Economics Research, Vol. 7, Supplementary Issue 1.18-33.
8. Ana Domingues & Antóniocerqueira & Elísio Brandão, 2015, **Idiosyncratic Volatility And Earnings Quality: Evidence From United King dom** ,Working Papers, N. 579 ,Issn: 0870-8541, School Of Economics And Management, University Of Porto, Portugal.
9. Anagnostopoulou ,Seraina C & Tsekrekos, Andrianos E, 2015, **Accounting Quality, Information Risk And Implied Volatility Around Earnings Announcements,** Journal Of International Financial Markets, Institutions & Money, Forthcoming, Volume 34, Pages 188-207.

10. Arruda ,Thatiane, Julie De & Moraes, Marcela, Barbosa De & Oliveira, Edson, Aparecida, 2015, **Behavioral Finance: A Study On Investments Decisions**, Business And Management Review , Special Issue – V|4|N|7.202-222.
11. Awwad, Suleman ,Ali & Rashid ,Nikmohd & Abdullah ,Faruk ,2019,**The Effect Of Audit Committees On The Earnings Quality In Public Companies Listed In Jordan**, International Journal Of Economics, Commerce And Management ,Vol. Vii, Issue 3.
12. Baik ,Bok & Jung & Boochun & Rhee, S. Ghon, 2010, **When Does Accounting Quality Improve Investment Efficiency In Bank-Centered Economies? Evidence From Japan.**
13. Baker, Malcolm & Wurgler, Jeffrey, 2012, **Behavioral Corporate Finance: A Current Survey .**
14. Bhaumik ,Sumon & Kumar Das ,Pranab & Kumbhakar, Subal C ,2011,, **Firm Investment & Credit Constraints In India, 1997 – 2006: A Stochastic Frontier Approach**, William Davidson Institute Working Paper Number 1010.
15. Biddle ,Gary & Hilary ,Gilles ,2006, **Accounting Quality And Firm-Level Capital Investment, Department Of Accounting** ,Hong Kong University Of Science And Technology Clear Water Bay, Kowloon Hong Kong Forthcoming, *The Accounting Review*.
16. Biddle, Gary C. & Hilary ,Gilles & Rodrigo S. Verdi, 2009, **How Does Financial Reporting Quality Relate To Investment Efficiency?**, Journal Of Accounting And Economics 48.2-3 ,Pp 112-131. [Http://Hdl.Handle.Net/1721.1/65333](http://hdl.handle.net/1721.1/65333) .
17. Biondi ,Yuri & Marzo, Giuseppe, 2010, **Decision Making Using Behavioral Finance For Capital Budgeting.**

18. Boțoc ,Claudiu & Enache, Cosmin, 2013, **Underinvestment Problem: Romanian Evidence**, *Annales universitatis apulensis Series Oeconomica*, 15(2), Pp, 552-560.
19. Byrne, Alistair & Brooks, Mike ,2008, **Behavioral Finance: Theories And Evidence**, The Research Foundation Of Cfa Institute.
20. Carvalho ,Flavio, Leonel, & Kalatzis, Aquiles ,Elie ,2018, **Earnings Quality, Investment Decisions, And Financial Constraint**, *Review Of Business Management*, V.20 N.4 , P.573-598.
21. Chen ,Jean & Cheng ,Xinsheng & Gong ,Stephen X. & Tan, Youchao ,2020, **Project-Level Disclosure And Investment Efficiency: Evidence From China** , *Journal Of Accounting, Auditing & Finance*, 1–27.
22. Chen, Lv ,2018, **Firm Nature And Investment Efficiency**, *American Journal Of Industrial And Business Management* ,8, Pp, 867880. <https://doi.org/10.4236/ajbm.2018.84060>.
23. Cherkasova ,Victoria & Rasadi ,Daryush ,2017, **Earnings Quality And Investment Efficiency: Evidence From Eastern Europe**, *Review Of Economic Perspectives – Národohospodárský Obzor* vol. 17, Issue 4, 2017, Pp. 441–468.
24. Dechow, Patricia M. & Ge, Weili & Schrand, Catherine M., 2010, **Understanding Earnings Quality: A Review Of The Proxies, Their Determinants And Their Consequences**, *Journal Of Accounting And Economics*, 50 (2-3), 344-401.
25. Demirkan ,Sebahattin & Radhakrishnan, Suresh & Urcan, Oktay, 2011, **Discretionary Accruals Quality, Cost Of Capital, And Diversification**, *Journal Of Accounting, Auditing And Finance*, Volume: 27 Issue: 4, Page(S): 496-526.
26. Denis, Kotov, 2013, **Behavioral Biases And Corporate Decision Making On Investing Abroad**.

- 27.Devos ,Jan & Landeghem, Hendrik, Van& Deschoolmeester, Dirk,2011, **The Theory Of The Lemon Markets In Is Research.**
- 28.Dewanti, Yossy& Sutrisno, T & Rahman ,Aulia,2019, **The Effect Of Disclosure And Earnings Quality On The Cost Of Equity In Indonesia,** International Journal Of Multicultural And Multi religious Understanding ,Vol. 6, No. 2.
- 29.Dichev, Ilia & Graham, John & Rajgopal, Shiva,2012, **Earnings Quality: Evidence From The Field,** Journal Of Accounting And Economics Volume 56, Issues 2–3.
- 30.Ding, Sai& Knight ,John & Zhang, Xiao ,2019, **Does China Overinvest? Evidence From A Panel Of Chinese Firms,** The European Journal Of Finance, Vol. 25, No. 6, 489–507.
<https://doi.org/10.1080/1351847x.2016.1211546>.
- 31.Douglas & Ulupui2,Gusti, Ketut & Nasution, Hafifah , 2020, **The Influence Of Operating Cycle, Cash Flow Volatility, And Audit Fee On Earnings Persistence (The Indonesian Cases),** Sriwijaya International Journal Of Dynamic Economics And Business , Sijdeb, 4(1).
- 32.Doustian ,Seddigheh & Mashayekh, Shahnaz,2019, **Determinants And Economic Outcomes Of Earnings Quality With An Emphasis On Earnings's Times Series Properties,** Journal Of Economic And Social Research Vol. 18, Special Issue.5, 1088-1098.
- 33.Drobetz ,Wolfgang & Janzen, Malte& Meier, Iwan,2015, **Investment And Financing Decisions Of Private And Public Firms.**
- 34.El-Hewety, Amaal, Ebrahim ,2019, **The Impact Of The Accounting Quality And Information Risk On The Time Of Earning Announcement,** *Journal Of Environmental Studies And Researches* (2019), 9(A) :45- 51.

- 35.Elzy, Inggrid, Jannah&Chusnah, Flourien, Nurul,2020, **Analysis of Factors Affecting the Persistence of Earnings in Property and Real Estate Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange.**
- 36.Ewert, Ralf & Wagenhofer, Alfred,2013, **Accounting Standards, Earnings Management, And Earnings Quality.**
- 37.Farichah, Farichah,2017, **Relationship Of Earnings Management And Earnings Quality Before And After Ifrs Implementation In Indonesia,** European Research Studies Journal, Volume Xx, Issue 4b, Pp. 70 – 81.
- 38.Farouk, M. A., Magaji, I. G., & Egga, K. A,2019, **Impact of Characteristics of Firm on Quality of Financial Reporting of Quoted Industrial Goods Companies in Nigeria.**
- 39.Firth ,Michael &Xie, Lingmin& Zhang, Yuanyuan,2016, **How Do Analysts' Forecast Characteristics Relate To Investment Efficiency?.**
- 40.Francis ,Jennifer & Olsson, Per & Schipper, Katherine,2006, **Earnings Quality,** Foundations And Trends In Accounting Vol. 1, No. 4 . 259–340
- 41.Franzoni ,Francesco ,2007 ,**Underinvestment And Overinvestment :The Market's View.**
- 42.Franzoni ,Francesco ,2008, **Underinvestment Vs. Overinvestment:Evidence From Price Reactions To Pension Contributions,** Journal Of Financial Economics 00 (0000) 000-000.
- 43.Fuch ,Williams & Skrzypacz Andrzej, 2019, **Costs and benefits of dynamic trading in a lemons market** , Review of Economic Dynamics 33,pp 105-127.
- 44.Gao, X., & Fang, Y. ,2016, **Penalized weighted least squares for outlier detection and robust regression,** arXiv preprint arXiv:1603.07427.

45. Gervais ,Simon, 2009, **Behavioral Finance: Capital Budgeting And Other Investment Decisions.**
46. Gill, Rupinder, Kaur & Bajwa, Rubeena, 2018, **Study On Behavioral Finance, Behavioral Biases, And Investment Decisions,** International Journal Of Accounting And Financial Management , Vol. 8, Issue 3, 1-14 .
47. Gomariz ,Fuensanta ,Cutillas&Ballesta, Juan Pedro, Snchez,2013, **Financial Reporting Quality, Debt Maturity And Investment Efficiency,** Journal Of Banking & Finance Xxx (2013) Xxx–Xxx,Pp1-13, [Http://Dx.Doi.Org/10.1016/J.Jbankfin.2013.07.013](http://Dx.Doi.Org/10.1016/J.Jbankfin.2013.07.013).
48. Gray, Philip & Koh, Ping-Sheng & Tong, Yen H, 2009, **Accruals Quality, Information Risk And Cost Of Capital: Evidence From Australia,** Journal Of Business Finance & Accounting, 36(1) & (2).
49. Gustafsson ,Diana & Sundqvist, Per ,2010, **Leverage Effect On Investment Efficiency In Over- And Underinvesting Firms** , Stockholm School Of Economics.
50. Hassan , Shehu, Usman& Bello, Ahmad,2013, **Firm Characteristics And Financial Reporting Quality Of Listed Manufacturing Firms In Nigeria,** International Journal of Accounting, Banking and Management Vol. 1, No. 6, PP: 47 – 63.
51. Hodgson ,T, M. & Breban, S.& C, L, Ford. & Streatfield, M, P & Urwin, R,C,2000, **The Concept Of Investment Efficiency And Its application To Investment Management Structures,** British Actuarial Journal / Volume 6 / Issue 03 / October 2000, Pp 451 – 545.
52. Hosni ,Mohammed & Meysamy Maryam,2018, **Debt Maturity Effect Test And Financial Reporting Quality On Low Investment And Over Investment,** Scientific Research Quarterly Financial Knowledge Of Securities Analysis Twelfth Year, Number Forty-One Spring 8.

53. Houque ,Muhammad Nurul & Ahmed, Kamran & Zijl, Tony Van ,2015, **Effects Of Audit Quality On Earnings Quality And Cost Of Equity Capital: Evidence From India**, Working Paper Series ,No. 95, Centre For Accounting, Governance And Taxation Research school Of Accounting And Commercial Law victoria University Of Wellington.
54. Huang ,Kelly, 2011, **Earnings Smoothing And Investment Sensitivity To Stock Prices**.
55. Hung, Dang, Ngoc & Van ,Vu, Thi ,Thuy & Phuong, Nguyen, Thi ,Thanh, 2020, **Impacts Of Earnings Quality And Debt Maturity On Investment Efficiency: Study Case In Vietnam**, International Journal Of Financial Research Vol. 11, No. 4.
56. Ioannis ,Kalogridis ,2015, **Do Accounting Distortions Measure Earning Quality? The Reaction Of Dividend Signalling**.
57. Jurevičienė Daiva & Bikas ,Egidijus & Keliuotytė-Staniulėnienė, Greta & Novickytė Lina & Dubinskas ,Petras ,2014, **Assessment Of Corporate Behavioural Finance**, Procedia Social And Behavioral Sciences 140 ,432 – 439.
58. Kamarudin ,Khairul, Anuar & Wan Ismail, Wan ,Adibah, 2014 , **The Risk Of Earnings Quality Impairment**, Procedia Social And Behavioral Sciences 145 (2014) 226 – 236.
59. Karimi, Mahmoud & Eshaghzadeh, Ali & Poursina, Hadi ,2020, **Earning Quality And Investment Efficiency; Do Board Characteristics Matter? Evidence From Tehran Stock Exchange**, Iranian Journal Of Finance, 2019, Vol. 3, No. 1.
60. Kazaku & Zvereva, 2019, **Cash Flow Model To Assess The Socio-Economic Efficiency Of Investments In The Construction Of Promising Railway Lines, St. Petersburg State Polytechnic al University Journal. Economics**, 12 (4) ,Pp 196–209.

61. Kent, P., Routledge, J., & Stewart, J. 2010, **Innate and discretionary accruals quality and corporate governance**. *Accounting & Finance*, 50(1), pp171-195.
62. Khoufi ,Nouha ,2020, **Accounting Information Quality And Investment Decisions In The Emerging Markets**, *Frontiers In Management And Business*, Vol. 1, No. 1,Pp,16-23.
63. Kim ,Jae-Cheol & Lee, Byungtae ,2005, **When A Lemon Market Emerges?**.
64. Korkmaz, Aslihan &Ma, Qingzhong &Zhou, Haigang,2018, **Block holder Characteristics And Earnings Quality**.
65. Kupolusi, J. A., Adeleke, R. A., Akinyemi, O., & Oguntuase, B,2015, **Comparative analysis of least square regression and fixed effect panel data regression using road traffic accident in Nigeria**, *International Journal of Scientific & Technology Research*, 4(1), 42-52.
66. Larson, Chad& Resutek, Robert J. ,2011, **How Does Earnings Quality Affect The Equity Market? An Alternative Measure And A New Perspective**.
67. Lin ,Mei Feng & Yu, Po-Hsiang ,2015, **The Association Between Earnings Persistence And Internal Control Quality: Evidence From China**, *Journal Of Finance And Economics* Volume 3, Issue 4 .Pp38-62.
68. Linhares ,Flavio ,Sergio & Costa, Fabio, Moraes & Beiruth, Aziz ,Xavier,2018, **Earnings Management And Investment Efficiency** , *Review Of Business Management*, V.20 N.2 , P.295-310.
69. Liu, Siming, Diane & Skerratt, Len ,2014, **Earnings Quality Across Listed, Medium sized ,And Small Companies In The Uk**, *Economics And Finance Working Paper Series*, Department Of Economics And Finance, Brunel University ,London.

70. Lyimo, Gregory D, 2014, **Assessing The Measures Of Quality Of Earnings: Evidence From India**, European Journal Of Accounting Auditing And Finance Research, Vol.2, No.6, Pp.17-28.
71. Mahboub, R. M, 2017, **Main determinants of financial reporting quality in the Lebanese banking sector**.
72. Malmendier, Ulrike & Geoffrey, Tate, 2005, **Ceo Overconfidence And Corporate Investment**.
73. Mayanja ,Lugemwa, Michael , 2014, **Earnings Quality Of The Successful Efforts And Full Costing Accounting Methods Used By Upstream Oil And Gas Companies In The U.S**, The Robert Gordon University, Aberdeen, UK Aberdeen Business School mscoil And Gas Accounting.
74. Melumad ,Nahum D. & Nissim, Doron, 2008, **Line-Item Analysis Of Earnings Quality**, Foundations And Trends In Accounting ,Vol. 3, Nos. 2–3 (2008) 87–221.
75. Memon, Javed ,Ahmed,& , Shaique ,Muhammad&, Usman Muhammad&, Nazir Muhammad Imran , 2020, **Moderating Influence Of Audit Quality On The Relationship Between Concentrated Ownership And Accounting Conservatism: In Pakistani Listed Firms: Empirical Evidence From Gmm Technique**, Journal Of Critical Reviews, Vol 7, Issue 4.
76. Mérel ,Pierre & Ortiz-Bobea, Ariel & Paroissien, Emmanuel , 2012, **How Big Is The ‘Lemons’ Problem? Historical Evidence From French Appellation Wines**.
77. Mitroi ,Adrian, 2014, **Behavioral Finance: Biased Individual Investment Decision Making; Like The Company But Dislike The Investment**, Theoretical And Applied Economics Volume Xxi , No. 1(590), Pp. 63-74.

78. Mohamed, Wafaa, salah , 2018, **The Effect of Firm Characteristics on Earnings Quality: The Moderating Role of Firm Size, The Moderating Role of Firm Size**, Proceedings of the 2nd international conference of industrial and service organizations management, South Valley University, Egypt Vol.2: 188-206.
79. Morgado ,Artur&Pindado ,Julio , 2002, **The Underinvestment And Overinvestment Hypotheses: An Analysis Using Panel Data**.
80. Musa ,Laila, Binti & Latif, Radziahbinti, Abdul ,2017, **The Influence Of Innate Factors On Earnings Quality In Malaysia: Before And After Global Financial Crisis**, Journal Of Business And Economics, Volume 8, No. 8.
81. Musa, Laila ,binti & Aziz, Azizee, bin , 2018, **Innate Factors: The Importance on Earnings Quality in Malaysia**, International Journal of Business and Management 2 (4): 14-20.
82. Muthoo, Abhinay & Mutuswami ,Suresh, 2010, **Imperfect Competition and Efficiency in Lemons Markets**, Warwick Economic Research Papers Department Of Economics, The University Of Warwick , No939.
83. Nurcholisah, Kania,2016, **The Effects Of Financial Reporting Quality On Information Asymmetry And Its Impacts On Investment Efficiency**, International Journal Of Economics, Commerce And Management , Vol. Iv, Issue 5,Pp838-850, [Http://Ijecm.Co.Uk/](http://Ijecm.Co.Uk/).
84. Ogunlusi ,Olubunmi, Edward & Obademi, Olalekan ,2019, **The Impact Of Behavioural Finance On Investment Decision-Making: A Study Of Selected Investment Banks In Nigeria**, Journals Global Business Review 1–17.
85. Pagalung ,Gagaring & Sudibdyo, Bambang,2006, **The Determinant Factors Of Earnings Quality And Economic Consequences**,

- Ekuitas**: Jurnal Ekonomi Dan Keuangan – Volume 16, Nomor 1, Pp105-122.
86. Pagalung ,Gagaring,2009, **The Determinant Factors Of Earnings Quality And Economic Consequences Ekuitas** : Journal Ekonomi Dan Keuangan – Vol 16, No1, Pp : 105-122.
 87. Povolotskaya, Y,2014, **Does the quality of accruals affect future company performance?**,*The Published Research, Erasmus University Rotterdam.*
 88. Putri, C. W. A., & Indriani, M,2019, **Firm Characteristics and Financial Reporting Quality: A Case of Property and Real Estate Companies listed in Indonesian Stock Exchange**, *Journal of Accounting Research, Organization and Economics*, 2(3),pp 193-202.
 89. Rad ,Seyed ,Sajad ,Ebrahimi & Embong ,Zaini & MohdSaleh Norman & Jaffar ,Romlah,2016, **Financial Information Quality And Investment Efficiency**: Evidence From Malaysia, *Asian Academy Of Management Journal Of Accounting And Finance*, Vol. 12, No. 1, Pp129–151.
 90. Raman, Kartik & Raman, Lakshmanan, Raman & Tamayo, Ane,2013, **Target's Earnings Quality And Bidders' Takeover Decisions** , *Review Of Accounting Studies* , Volume 18 Number 4 .
 91. Rezaee ,Zabihollah & Tuo, Ling,2017, **Are The Quantity And Quality Of Sustainability Disclosures Associated With The Innate And Discretionary Earnings Quality** *Journal Of Business Ethics*, Vol. 155, N°. 3.
 92. Rezaei ,Zeinab ,2013, **The Study Of Behavioral Financial Effect On Individual Investment**, *European Online Journal Of Natural And Social Sciences* 2013; Vol.2, No. 3(S), Pp. 232-236.
 93. Richardson, Scott ,2006, Over-**Investment Of Free Cash Flow**, *Rev Acc Stud* (2006) 11:159–189.

94. Rocca ,Maurizio, La & Rocca ,Tiziana, La & Cariola, Alfio, 2007, **Overinvestment And Underinvestment Problems determining Factors**, Consequences And Solutions, *Corporate Ownership & Control / Volume 5, Issue 1*, Pp 79-95.
95. Safdar, Raheel & Yan, Chen, 2016, **Information Risk, Stock Returns, And The Cost Of Capital In China**, China Finance Review International Vol. 6 No. 1, Pp. 77-95.
96. salah Mohamed, W, 2018, **The Effect of Firm Characteristics on Earnings Quality: The Moderating Role of Firm Size.**
97. Shadi ,Monem, Reza, Farshadfar, 2007, **Has Earnings Quality Declined Over Time? Australian Evidence**, Conference Title Illinois International Accounting Symposium ,Griffith university ,Queensland, Australia.
98. Sheikh ,Reshma ,2017, **A Systematic Review On Applicability Of Behavioural Finance In Individual Investment Decisions**, An International Peer Reviewed & Referred Scholarly Research Journal For Interdisciplinary Studies, Vol- 4/30, 4701-4714.
99. Shin ,Hyejeong & Kim, Su-In ,2019, **The Effect Of Corporate Governance On Earnings Quality And Market Reaction To Low Quality Earnings: Korean Evidence**, Journal Of Sustainability , 11, 102.
100. Shin, Young Zik & Chang, Jeung-Yoon & Jeon, Kyeongmin & Kim, Hyunpyo, 2019, **Female directors on the board and investment efficiency :evidence from Korea**, Asian Business & Management, <https://doi.org/10.1057/s41291-019-00066-2>.
101. Singh ,Gurbachan ,2005, **Real Assets, Financial Assets, Liquidity And The Lemon Problem**, Economics Of Transition Volume 13 (4) . 731-757

102. Soyemi, K. A., & Olawale, L. S,2019, **Firm Characteristics and Financial Reporting Quality: Evidence from Non-Financial Firms in Nigeria**, *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 27(2), pp445-472.
103. Statman, Meir ,2019, **Behavioral Finance, The Second Generation**, Cfa Institute Research Foundation.
104. Stoughton ,Neal M.& Wong, Kit, Pong, & Yi, Long ,2017, **Investment Efficiency And Product Market Competition**, *Journal Of Financial And Quantitative Analysis* Vol. 52, No. 6, Dec. 2017, Pp. 2611_2642.
105. Sukheja ,Geetika, Madaan ,2016, **Behavioral Biases In Financial Decision Making**, *Ssrn Electronic Journal*, Doi: [10.2139/Ssrn.2759187](https://ssrn.com/abstract=2759187).
106. Sulaimon Mutiu, O,2015, **Application of weighted least squares regression in forecasting**. *Int. J. Recent. Res. Interdiscip. Sci*, 2(3), 45-54.
107. Theophillus ,Aguguom & Salawu, Rafiu, Oyesola,2018, **Earning squality and firms financial performance :Amis sing link In The listed Firms In Nigeria**, *International Journal Of Accounting & Finance*, Vol. 7(2),Dec.,2018 Journal Website: [Http://Research.Icanig.Org](http://Research.Icanig.Org).
108. Thierer ,Adam& Koopman ,Christopher & Hobson, Anne & Kuiper, Chris, 2015, **How The Internet, The Sharing Economy, And Reputational Feedback Mechanisms Solve The “Lemons Problem”**, Mercatus Working Paper, Mercatus Center At George Mason University, Arlington.
109. Tomboc ,Gmeleen, Faye,2013, **The Lemons Problem In Crowdfunding**, *The John Marshall Journal Of Information Technology & Privacy Law*, Volume 30 , Issue 2.253-280.

110. Ulupui, I. G. K. A,2020, **The Influence of Operating Cycle, Cash Flow Volatility, and Audit Fee on Earnings Persistence The Indonesian Cases,** *Sriwijaya International Journal Of Dynamic Economics And Business*, Vol. 17, Issue 4, Pp. 441–468.
111. Wu ,Shinong & Wang, Yaping & Wu, Liansheng & Bo, Xianhui, 2017, **State Ownership And The Market Pricing Of Accruals Quality**, *China Journal of Accounting Studies*, 5:2, 155-172, DOI: 10.1080/21697213.2017.1339432 Vol. 5, No. 2.
112. Zahera, Syed, Aliya & Bansal, Rohit,2018, **Do Investors Exhibit Behavioral Biases In Investment Decision Making?**, A Systematic Review, *Qualitative Research In Financial Markets* Vol. 10 No. 2, Pp. 210-251.
113. Zulfikar, R., & STp, M. M,2019, **Estimation model and selection method of panel data regression: an overview of common effect, fixed effect, and random effect model.**

THESIS

1. Al Maharmeh,Mohammad ,2017, **Do Ifrs Adoption, Financial Analysts And Earnings Quality Affect The In formativeness Of Stock Price? Evidence From The Uk,** A Thesis Submitted To The University Of Salford, Uk for The Degree Of Doctor Of Philosophy salford University Business School.
2. Al-Hadi, Ahmed, Khamis, Hamdan ,2015, **Three Essays On Market Risk Disclosures: Corporate Governance, Investment Efficiency And Implied Cost Of Equity Capital: Evidence From Gulf Cooperation Council Countries (Gcc),**This Thesis Is Presented For The Of The Degree Of Doctor Of Philosophy Of Curtin University.
3. Asegdew ,Kirubel ,2016, **Determinants Of Financial Reporting Quality: Evidence From Large Manufacturing Share Companies Of Addis Ababa,** Presented In Partial Fulfilment Of The

Requirements For The Degree Of Master Of Science In Accounting And Finance Addis Ababa University Addis Ababa, Ethiopia.

4. Barua, Abhijit ,2006, **Using The Fasb's Qualitative Characteristics In Earnings Quality Measures** ,A Dissertation Submitted To The Graduate Faculty Of The Louisiana State University And Agricultural And Mechanical College In Partial Fulfillment Of The Requirements For The Degree Of Doctor Of Philosophy In The Department Of Accounting.
5. Basilico, Elisabetta,2014, **The Quality Of Earnings, Governance And Future Stock Returns In Europe. An Empirical Study,** Dissertation Of The University Of St. Gallen, School Of Management, Economics, Law, Social Sciences And International Affairs To Obtain The Title Of Doctor Of Philosophy In Management.
6. Binneman ,Jason ,2010, **Quality Of Earnings As An Investment Indicator** - A Literature Review,A Minor Dissertation For The Completion Of A Master Of Commerce In financial Management ,University Of Cape Town
7. Elberry ,Noha, Said ,2018, **Corporate Investment Efficiency, Disclosure Practices And Governance:** A Systematic Literature Review And Empirical Evidence, *The Thesis Is Submitted In Partial Fulfillment Of The Requirements For The Award Of The Degree Of Doctor Of Philosophy In Accounting And Financial Management At The University Of Portsmouth*
8. Elmes ,Anastasios ,2015, **Studies On Determinants And Consequences Of Financial Reporting Quality,** Thesis To Obtain The Degree Of Doctor From The Erasmus University Rotterdam By Command Of The Rector Magnificus.
9. Eliwa ,Yasser, Ahmed, Mohamed, 2015, **The Impact Of Earnings Quality On Aspects Of Capital Markets: Evidence From Uk**

- Listed Firms**, Submitted For The Degree Of Doctor Of Philosophy Heriot-Watt University School Of Management And Languages, United Kingdom.
10. Fischinger, Sarah, 2017, **Earnings Quality And European Companies**, Master's Dissertation Submitted To Obtain The Degree Of: Master of Science In Business Economics , Ghent University Faculties Economics And Business Administration.
 11. Herly, Marie, 2015, **Empirical Studies Of Earnings Quality**, A Phd Thesis Submitted To The School Of Business And Social Sciences, Aarhus University, In Partial Fulfilment Of The Phd Degree In Economics And Business.
 12. Ibrahim ,Zuraeda, Binti, 2011, **Earnings Quality (Eq), Islamic Social Disclosure (Iscr), And On The Association Between Eq&Iscr: Empirical Evidence From Malaysian Public Listed Companies**, Thesis Submitted In Fulfilment Of The Requirement For The Degree Of Doctor Of Philosophy department Of Accounting And Finance university Of Strathclyde ,Glasgow.
 13. Ibrahim, Isah, 2017, **Impact Of Firm Attributes On Earnings Quality Of Listed Deposit Money Banks In Nigeria** , Being A Dissertation Submitted To The School Of Postgraduate Studies, Ahmadu Bello University Zaria, In Partial Fulfillment Of The Requirements For The Award Of Master Of Science (M.Sc.) Degree In Accounting And Finance.
 14. Ismail ,Wan Adibah, Binti Wan ,2011, **Earnings Quality, Family Influence And Corporate Governance: Empirical Evidence From Malaysia**, A Thesis Submitted To Victoria University Of Wellington In The Fulfilment Of The Requirements For The Degree Of Doctor Of Philosophy.

15. Jakobsen ,Johannes, 2017, **A Leap Of Faith? A Case Study Of Information Asymmetries And Trust In A Deal-By-Deal Venture Capital Structure,** Master Of Science In Entrepreneurship, Norwegian University Of Science And Technology, Department Of Industrial Economics And Technology Management.
16. Jalil ,Azlina ,Abdul ,2014, **Financial Reporting Behaviour And Investment Efficiency: Evidence From Private Family Companies,** Submitted In Fulfilment Of The Requirements For The Degree Of Doctor Of Philosophy Deakin University.
17. Jr, James, R., Moon,2014, **Accruals Quality, Disclosure Costs, And Management Forecast Activity,** A Dissertation Submitted To The Department Of Accounting In Partial Fulfillment Of The Requirements For The Degree Of Doctor Of Philosophy, Florida State University College Of Business.
18. Karanja ,Martin, Muroki ,2017, **Effect Of Behavioral Finance Factors On Investment Decisions Of Individual Investors At The Nairobi Securities Exchange In Nairobi County,** A Dissertation Submitted In Partial Fulfillment Of The Requirements For The Award Of A Degree Of Master Of Science In Commerce (Finance And Investment) Of The School Of Business And Public Management Kca University.
19. Kristina ,Roshchina, 2016, **Analysis Of Earnings Manipulation Practices Of Finnish And German Companies Using Beneish M-Score Model,** Bachelor's Thesis , Degree Programmer In International Business , *Jamk University Of Applied Sciences* ,Finland.
20. Lankinen ,Samuli,2011, **The Effect Of Information Problems And Growth Opportunities On The Valuation Of Cash,** Master's Thesis, Department Of Finance Aalto University School Of Economics.

21. Li,Feng,2011, **Earnings Quality And Earning Management In Chinese Listed Companies**, A Thesis Submitted In Fulfillment Of The Requirements For The Award Of The Degree Of Doctor Of Philosophy University Of Wollongong.
22. Machado ,Daniela,2018,**The Impact Of Financial Crisis And Audit Quality On Earnings Quality: Evidence From Eu**, Dissertation Master In Finance And Taxation, Faculty Of Economics, University Of Porto, Portugal.
23. Mangindaan ,Joanne, Valesca ,2016, **Investment Efficiency And Compensation Committee Expertise**, A Thesis Submitted For The Degree Of Doctor Of Philosophy At Monash University Department Of Accounting, Faculty Of Business And Economics.
24. Martin ,Kris ,Rowland,2002, **The Effect Of Accounting Method Choice On Earnings Quality: A Study Of Analysts' Forecasts Of Earnings And Book Value**, Dissertation Submitted To The Faculty Of The Virginia Polytechnic Institute And State University In Partial Fulfillment Of The Requirements For The Degree Of Doctor Of Philosophy In Business Administration.
25. Meng ,Qingwei, 2012, **Corporate Investment, Financing And Payout Decisions: Evidence From Uk-Listed Companies** , A Thesis Submitted To The Department Of Accounting And Finance Birmingham Business School University Of Birmingham For The Degree Of Doctor Of Philosophy.
26. Muller, G. M ,2015, **Auditor-Induced Accounting Comparability And Earnings Quality**, Master's Thesis, Erasmus University Rotterdam ,School Of Economics ,Department: Accounting, Auditing And Control.

27. Nguyen ,Tri Tri,2019,Three **Essays On Earnings Quality**, A Thesis Submitted In Partial Fulfilment Of The Requirements Of The University Of East London For The Degree Of Doctor Of Philosophy.
28. Nooraisah, Katmun,2012, **Disclosure Quality Determinants And Consequences**, A Thesis Submitted To Durham University In Fulfilment Of The Requirements For The Degree Of Doctor Of Philosophy Durham University Business School.
29. Papadopoulos, Savvas, 2019, **Essays On Behavioral Determinants Of Earnings Quality**, Doctoral Dissertation In Business Administration, Department Of Business Administration, School Of Business, Economics And Law At University Of Gothenburg.
30. Peláez ,Belén ,Blanco ,2010, **Segment Disclosure, Cost Of Capital And Investment Efficiency**, Doctoral Thesis, Department Of Business Economy, Universidad Carlos Iii De Madrid.
31. Priem, Raymond, Van Der,2018, **The Relation Between Growth Opportunities And Earnings Quality**, Msc: Accounting, Auditing & Control, Erasmus University Rotterdam, Erasmus school Of Economics.
32. Quader, Syed, Manzur,2013, **Corporate Efficiency, Financial Constraints And The Role Of Internal Finance: A Study Of Capital Market Imperfection**, A Thesis Submitted To The University Of She_Eld For The Degree Of Doctor Of Philosophy In The Department Of Economics.
33. Ramerman, Nick,2019, **Earnings Quality And The Cost Of Debt Of German Non-Listed Firms And The Impact Of Leverage**, Msc Business Administration : Financial Management, University Of Twente.
34. Sarun ,Anuar ,2016, **Corporate Governance, Earnings Quality And Firm Value: Evidence From Malaysia**, Submitted In Fulfilment Of

The Requirements Of The Degree Of Doctor Of Philosophy, Victoria Institute For Strategic Economic Studies (Vises) College Of Business Victoria University.

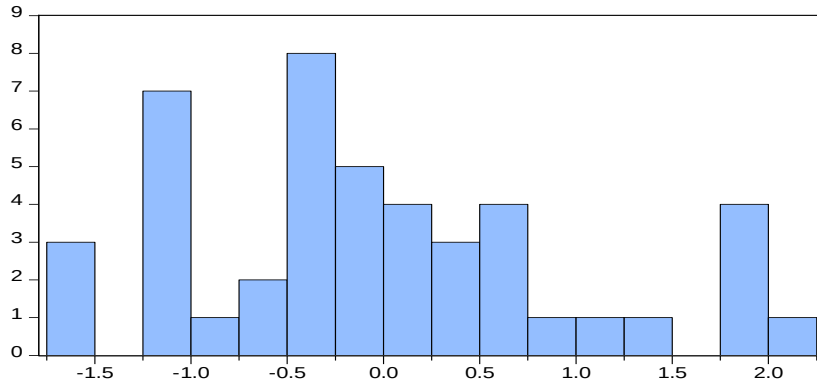
35. Setterberg, Hanna, 2011, **The Pricing Of Earnings Essays On The Post-Earnings Announcement Drift And Earnings Quality Risk,** Dissertation For The Degree Of Doctor Of Philosophy, Ph.D. Stockholm School Of Economics.
36. Siutice , Frances, Mei-Lin, 2015, **The Effect Of Relative Performance Evaluation On Investment Efficiency And Firm Performance,** A Dissertation Submitted To The Office Of Graduate And Professional Studies Of Texas A&M University In Partial Fulfillment Of The Requirements For The Degree Of Doctor Of Philosophy.
37. Sualihu , Mohammed, Aminu, 2018, **The Role Of Equity Compensation In Reducing Inefficient Investment In Labour,** A Thesis Submitted For The Degree Of Doctor Of Philosophy , Monash University , Department Of Accounting , Monash Business School.
38. Ta, Hai .Q , 2014, **Effects Of Ifrs Adoption On Earnings Quality: Evidence From Canada,** A Thesis Submitted To The Faculty Of Drexel University In Partial Fulfillment Of The Requirements For The Degree Of Doctor Of Philosophy.
39. Westerholm , Mikko, 2011, **On The Pricing Effect Of Earnings Quality,** Master's Thesis, Aalto University , School Of Economics, Finland .
40. Xie, Lingmin 2013, **How Does Asymmetric Information Relate To Investment Efficiency? Evidence From Analysts' Earnings Forecasts And Daily Stock Trading,** A Thesis Submitted In Partial Fulfillment Of The Requirements For The Degree Of Master Of Philosophy In Businessfinance & Insurance, Lingnan University,

Department Of Finance And Insurance, Hong Kong .[.Http://Dx.Doi.Org/10.14793/Fin_Etd.6](http://dx.doi.org/10.14793/fin_etd.6) .

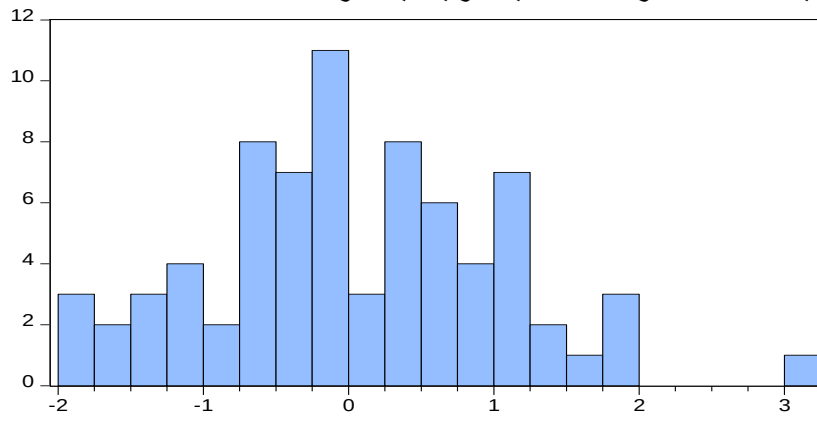
41. Xin, Qu, 2017, **Design Of Ceo Equity-Based Compensation And Investment Efficiency**, A Thesis Submitted In Fulfillment Of The Requirements Of The Degree Of Doctor Of Philosophy Department Of Accounting, Finance And Economics Griffith Business School, Griffith University.
42. Zheng & Wang, 2018, **Three Essays In Corporate Investment Decisions**, A Dissertation Submitted In Partial Satisfaction Of The Requirements For The Degree Doctor Of Philosophy In Economics University Of California Santa Barbara.

الملحق(1)

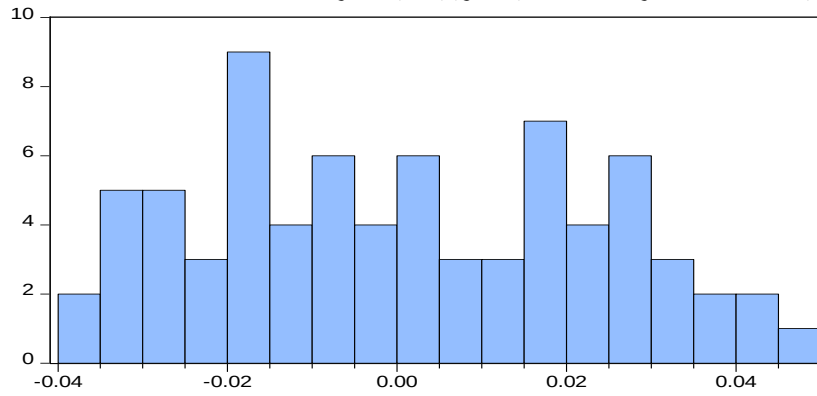
اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي أنموذج نوعية المستحقات للشركات الصناعية العربية عينة الدراسة



اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي أنموذج نوعية المستحقات للشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة



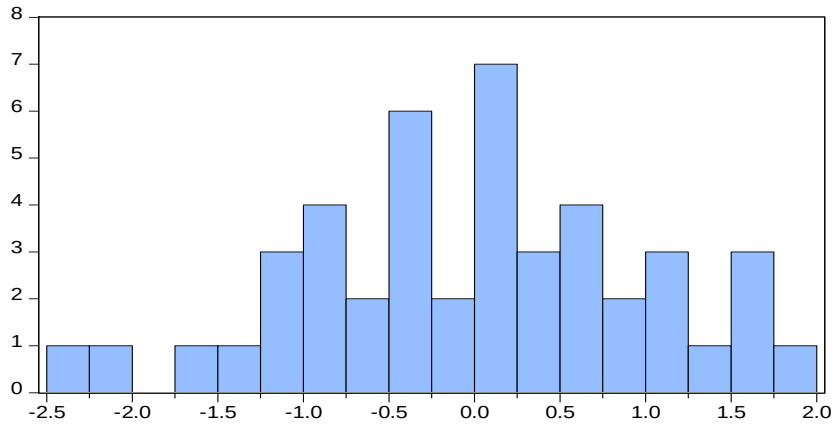
اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي أنموذج نوعية المستحقات للشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة



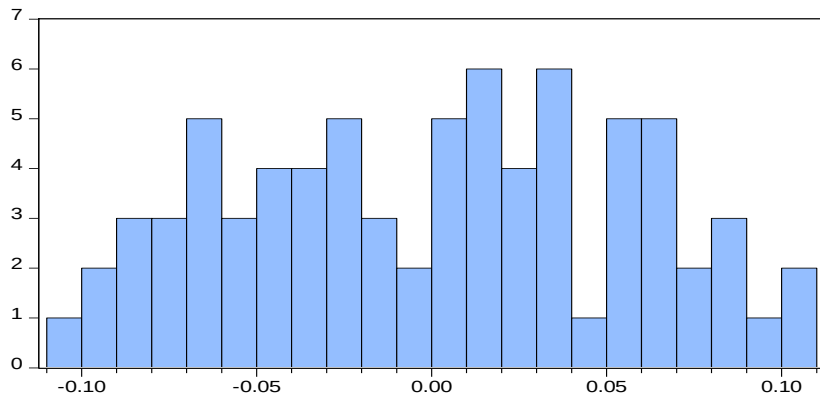
اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي أنموذج نوعية المستحقات للشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

الملحق (2)

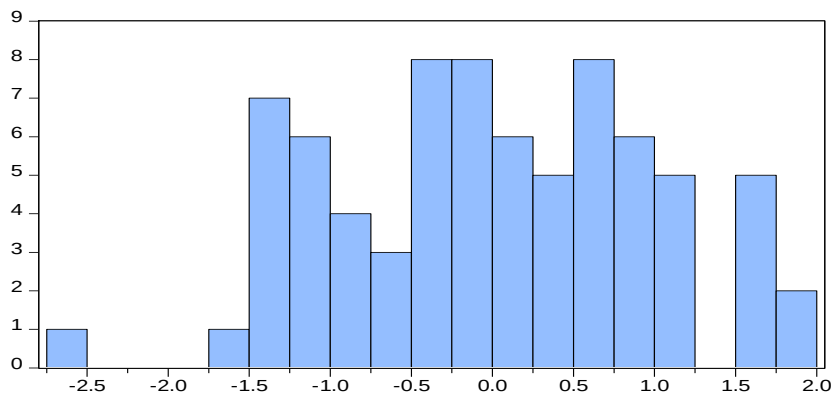
اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي أنموذج المستحقات غير الطبيعية للشركات الصناعية العربية عينة الدراسة



اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي أنموذج المستحقات غير الطبيعية للشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة



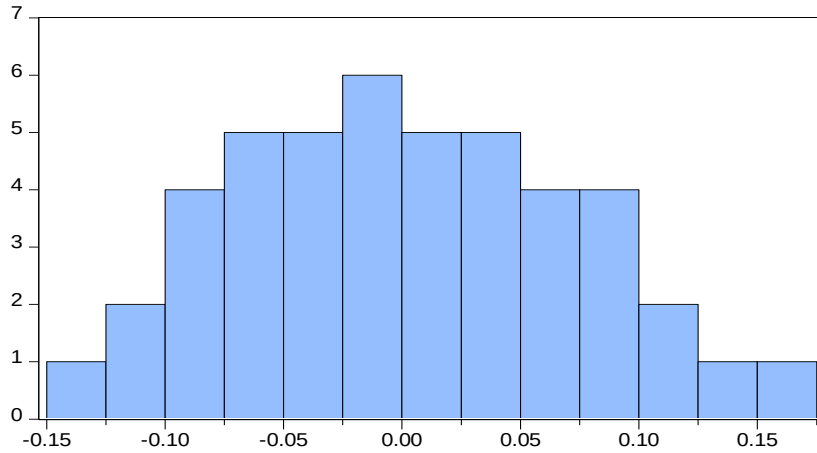
اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي أنموذج المستحقات غير الطبيعية للشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة



اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي أنموذج المستحقات غير الطبيعية للشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

الملحق (3)

اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة

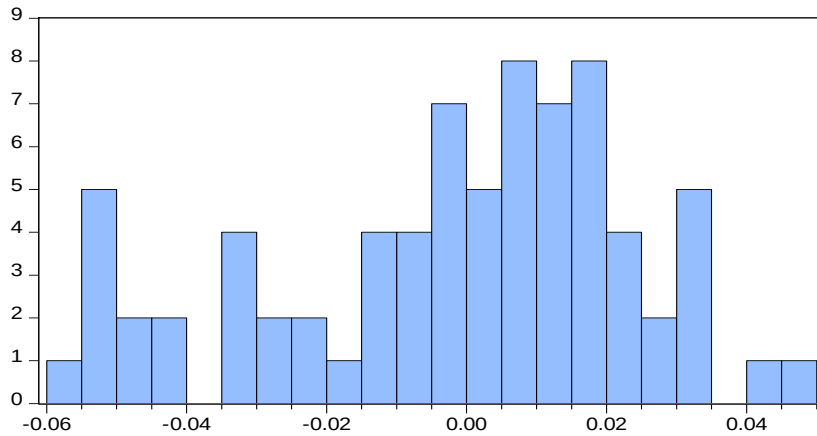


Series: Standardized Residuals
Sample 2015 2019
Observations 45

Mean 0.004081
Median -0.000244
Maximum 0.160867
Minimum -0.132676
Std. Dev. 0.072508
Skewness 0.137636
Kurtosis 2.192115

Jarque-Bera 1.365850
Probability 0.505137

اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

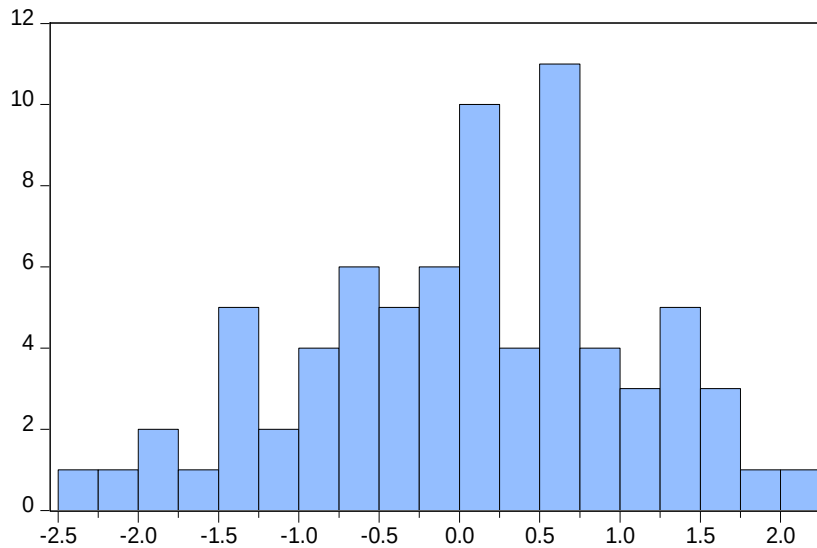


Series: Standardized Residuals
Sample 2015 2019
Observations 75

Mean -0.001958
Median 0.004663
Maximum 0.047017
Minimum -0.059434
Std. Dev. 0.026071
Skewness -0.609493
Kurtosis 2.539626

Jarque-Bera 5.305843
Probability 0.070445

اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة



Series: Standardized Residuals
Sample 2015 2019
Observations 75

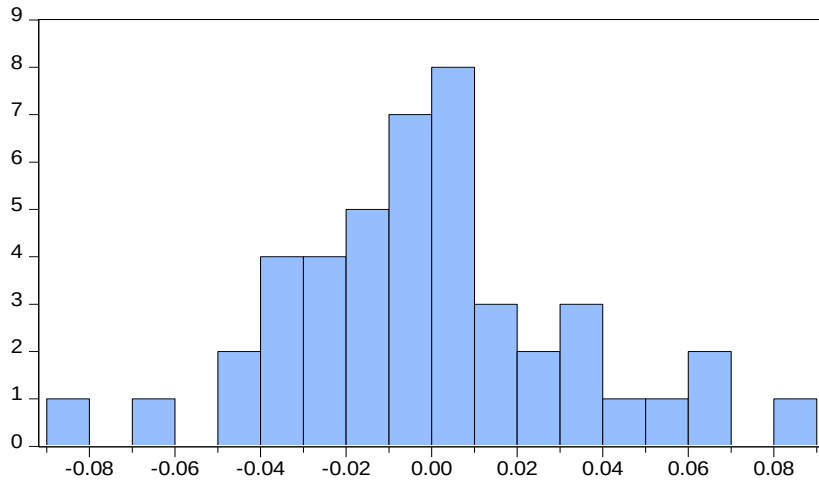
Mean 0.040630
Median 0.103592
Maximum 2.055135
Minimum -2.359091
Std. Dev. 1.005272
Skewness -0.297373
Kurtosis 2.566641

Jarque-Bera 1.692257
Probability 0.429073

اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي أنموذج القدرة على التنبؤ في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

ملحق (4)

اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العربية عينة الدراسة

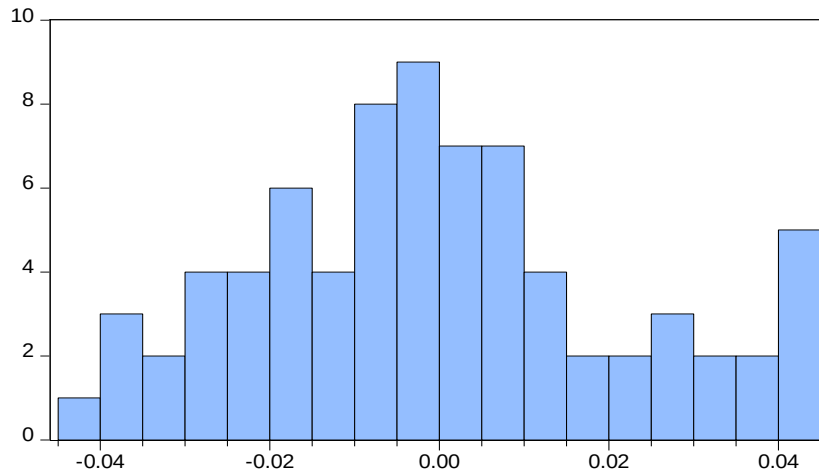


Series: Standardized Residuals
Sample 2015 2019
Observations 45

Mean -0.000201
Median -0.004157
Maximum 0.085990
Minimum -0.086682
Std. Dev. 0.034199
Skewness 0.223852
Kurtosis 3.453939

Jarque-Bera 0.762187
Probability 0.683114

اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

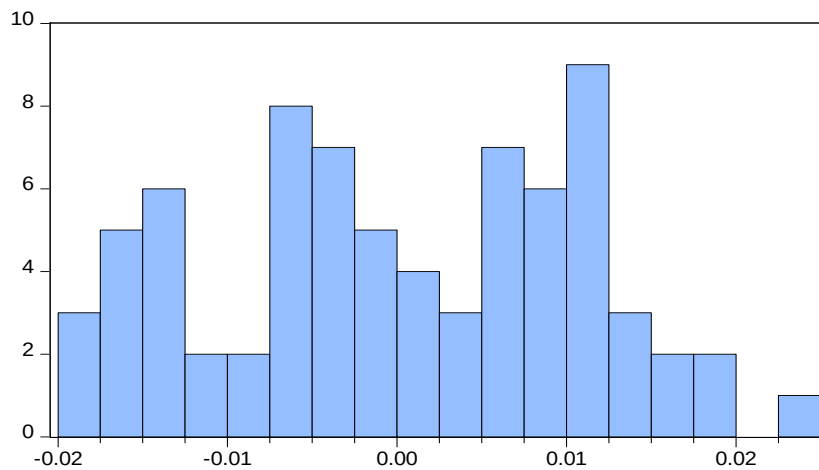


Series: Standardized Residuals
Sample 2015 2019
Observations 75

Mean -1.50e-18
Median -0.001817
Maximum 0.044810
Minimum -0.041789
Std. Dev. 0.021374
Skewness 0.313076
Kurtosis 2.560971

Jarque-Bera 1.827544
Probability 0.401009

اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة



Series: Standardized Residuals
Sample 2015 2019
Observations 75

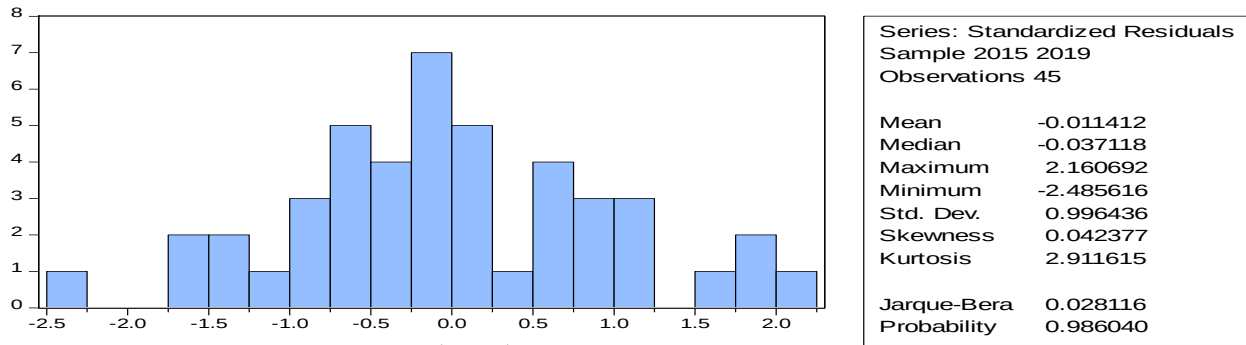
Mean 0.000180
Median -0.000305
Maximum 0.023756
Minimum -0.018620
Std. Dev. 0.010790
Skewness -0.021192
Kurtosis 1.984233

Jarque-Bera 3.229937
Probability 0.198897

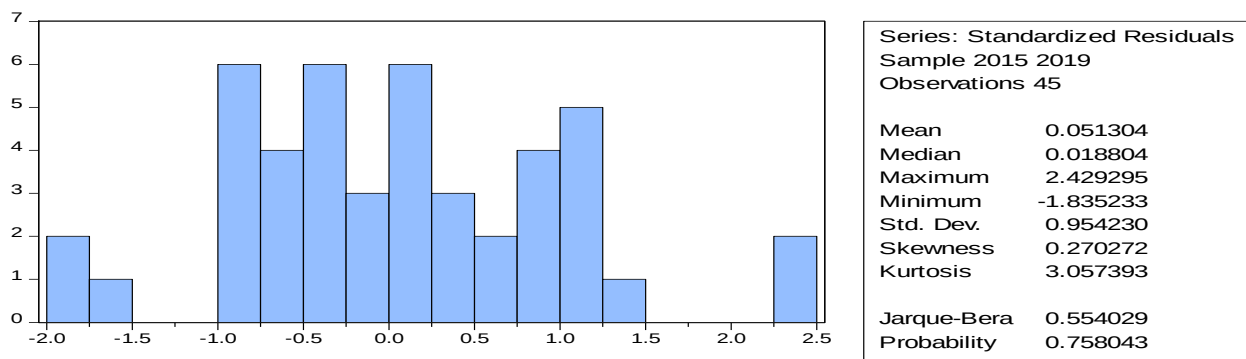
اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة

ملحق (5)

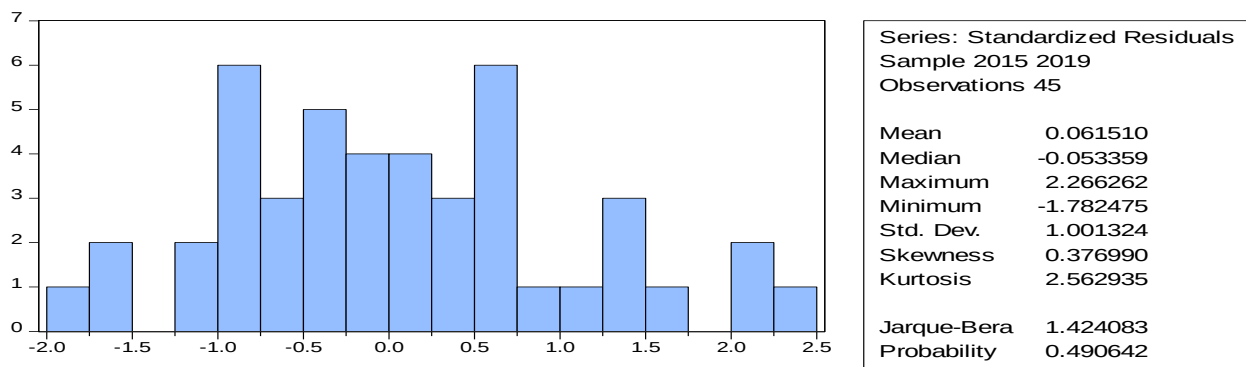
اختبار التوزيع الطبيعي لنماذج تقسيم نوعية العوائد الى مكوناتها الجوهرية والتقديرية في الشركات الصناعية العراقية



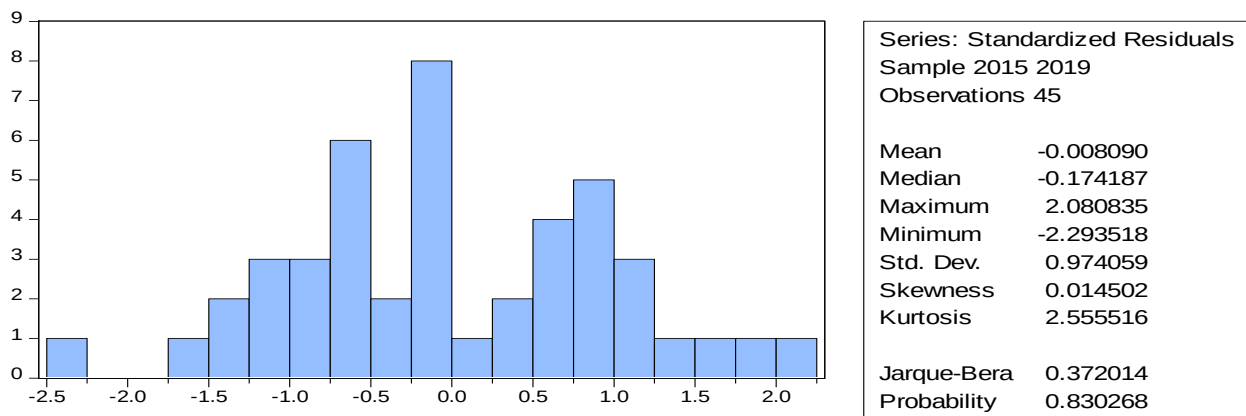
بواقى أنموذج القدرة على التنبؤ بعدها متغيراً معتمداً



بواقى أنموذج المستحقات غير الطبيعية بعدها متغيراً معتمداً



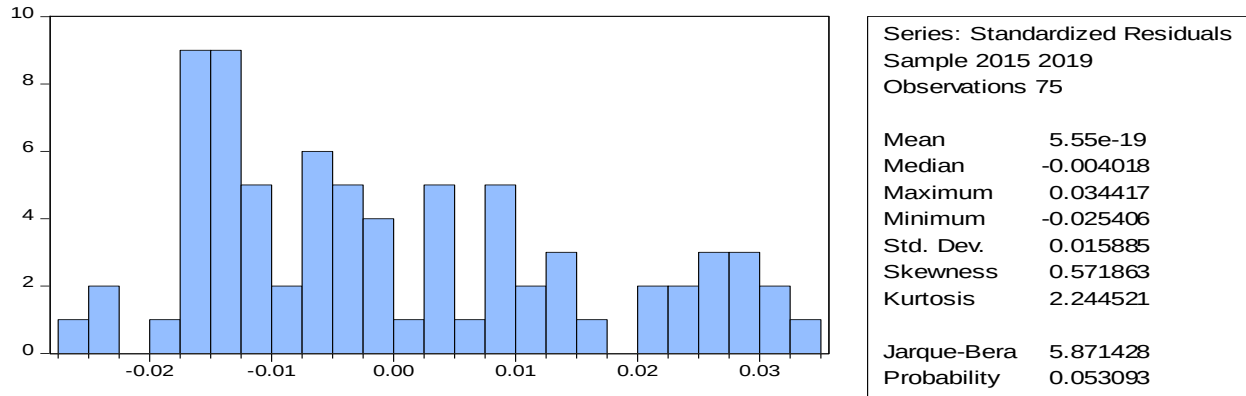
بواقى أنموذج نوعية المستحقات بعدها متغيراً معتمداً



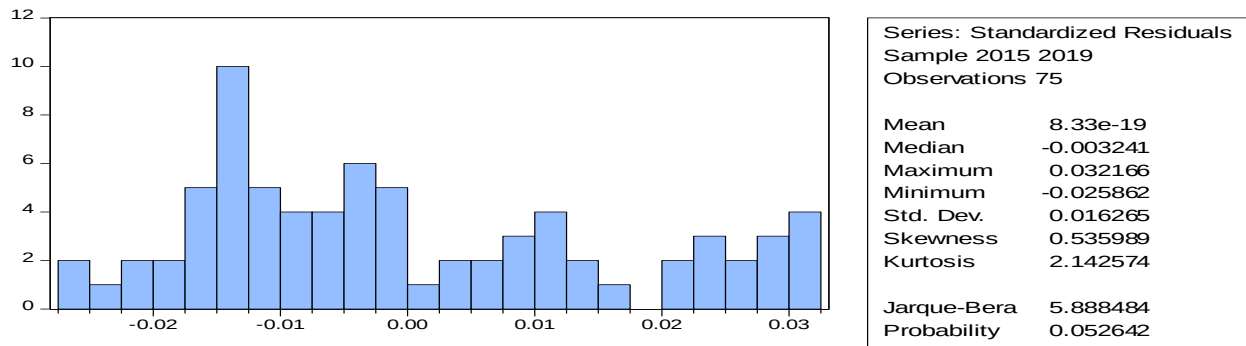
بواقى أنموذج تجانس العوائد بعدها متغيراً معتمداً

ملحق (6)

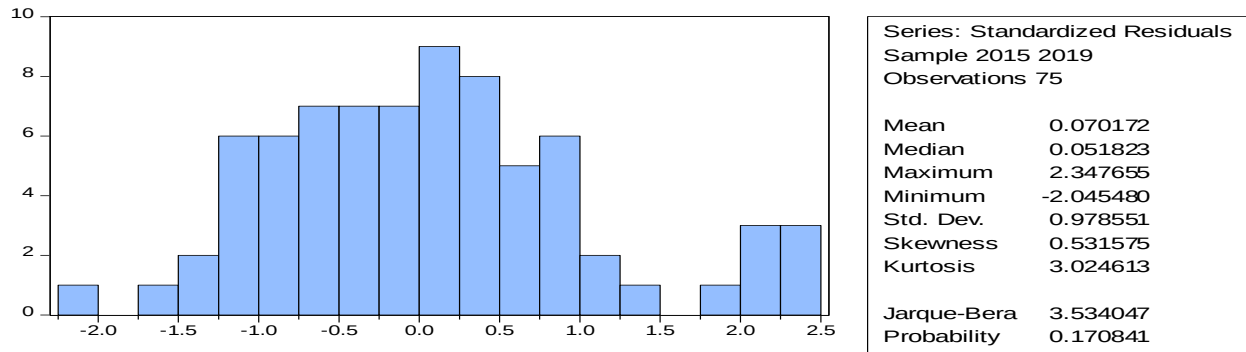
اختبار التوزيع الطبيعي لنماذج تقسيم نوعية العوائد الى مكوناتها الجوهرية والتقديرية في الشركات الصناعية الكويتية



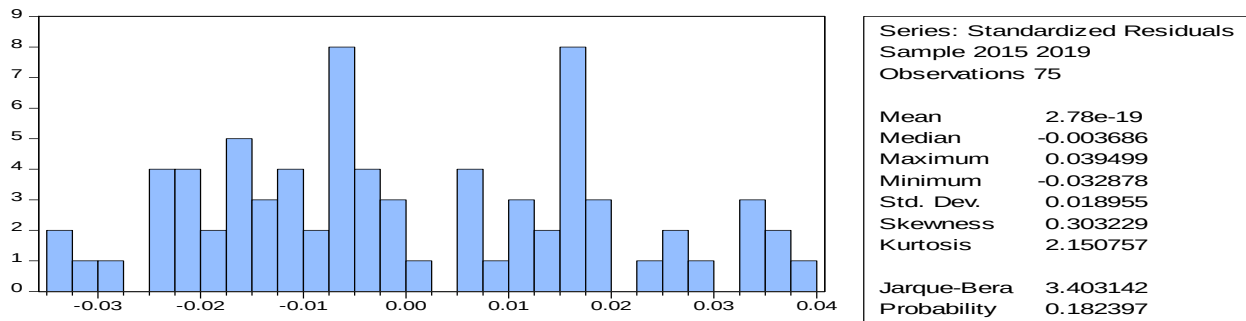
بواقى أنموذج القدرة على التنبؤ بعدها متغيراً معتمداً



بواقى أنموذج المستحقات غير الطبيعية بعدها متغيراً معتمداً



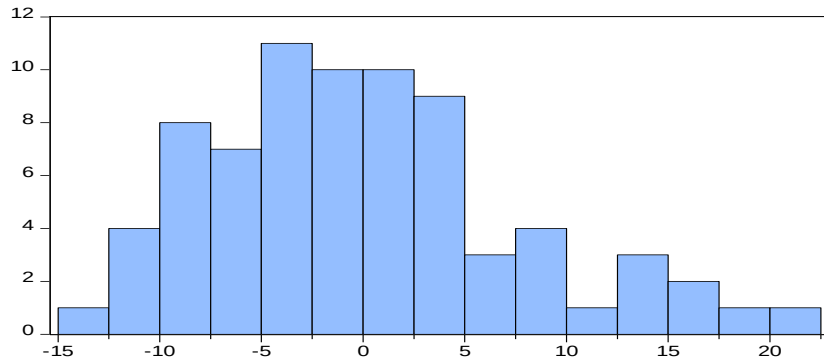
بواقى أنموذج نوعية المستحقات بعدها متغيراً معتمداً



بواقى أنموذج تجانس العوائد بعدها متغيراً معتمداً

ملحق (7)

اختبار التوزيع الطبيعي لنماذج تقسيم نوعية العوائد الى مكوناتها الجوهرية والتقديرية في الشركات الصناعية السعودية

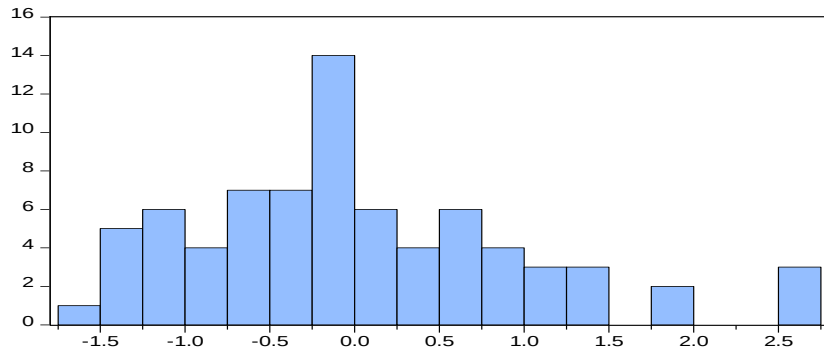


Series: Standardized Residuals
Sample 2015 2019
Observations 75

Mean -2.61e-16
Median -0.345353
Maximum 22.25455
Minimum -14.46249
Std. Dev. 7.797469
Skewness 0.617936
Kurtosis 3.182982

Jarque-Bera 4.877693
Probability 0.087261

بواقي أنموذج تجانس العوائد بعدها متغيراً معتمداً

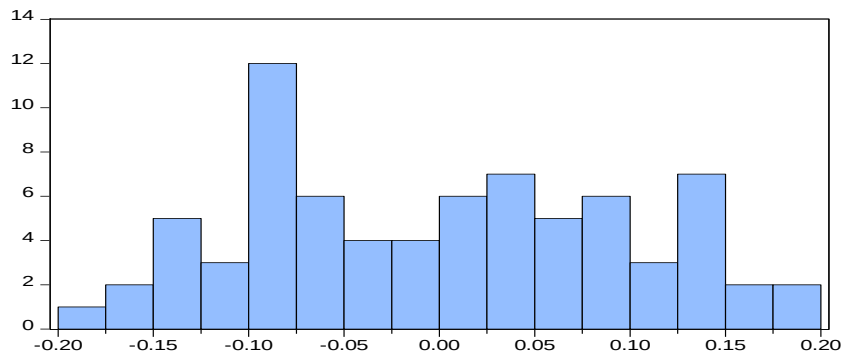


Series: Standardized Residuals
Sample 2015 2019
Observations 75

Mean 0.011267
Median -0.147311
Maximum 2.728327
Minimum -1.654720
Std. Dev. 0.974488
Skewness 0.742975
Kurtosis 3.477051

Jarque-Bera 7.611328
Probability 0.022244

بواقي أنموذج القدرة على التنبؤ بعدها متغيراً معتمداً

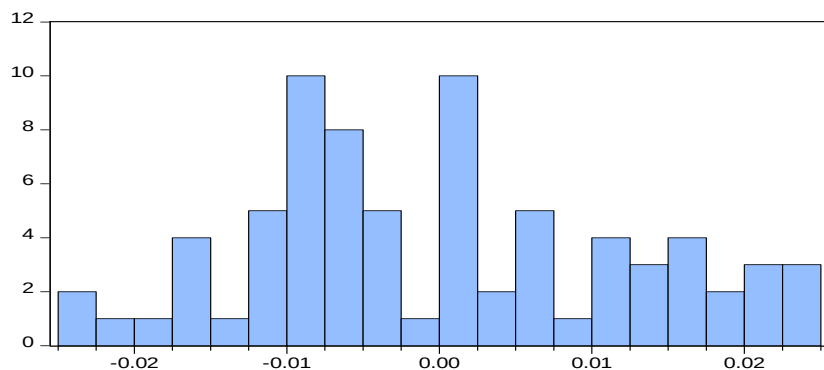


Series: Standardized Residuals
Sample 2015 2019
Observations 75

Mean -1.67e-18
Median 0.002877
Maximum 0.188005
Minimum -0.182751
Std. Dev. 0.097660
Skewness 0.125078
Kurtosis 1.921833

Jarque-Bera 3.828195
Probability 0.147475

بواقي أنموذج المستحقات غير الطبيعية بعدها متغيراً معتمداً



Series: Standardized Residuals
Sample 2015 2019
Observations 75

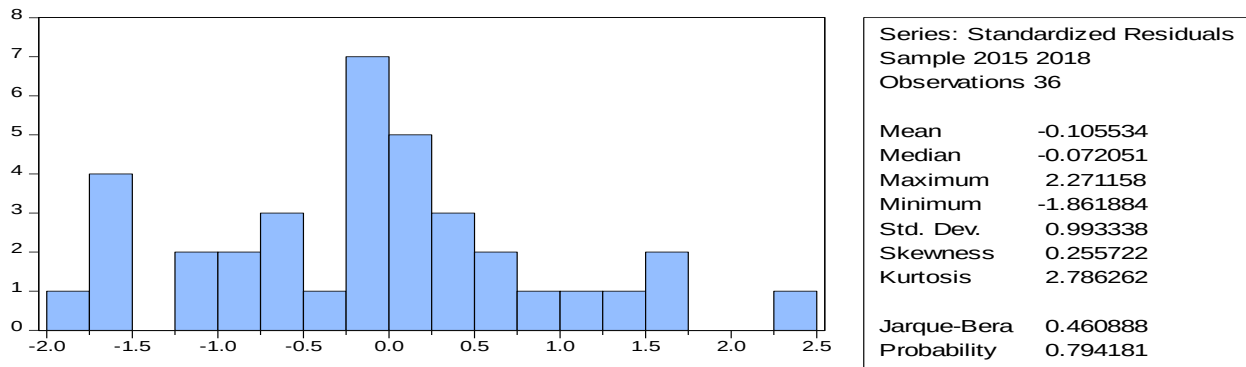
Mean -4.13e-19
Median -0.001858
Maximum 0.023203
Minimum -0.023663
Std. Dev. 0.012265
Skewness 0.267114
Kurtosis 2.188323

Jarque-Bera 2.950685
Probability 0.228700

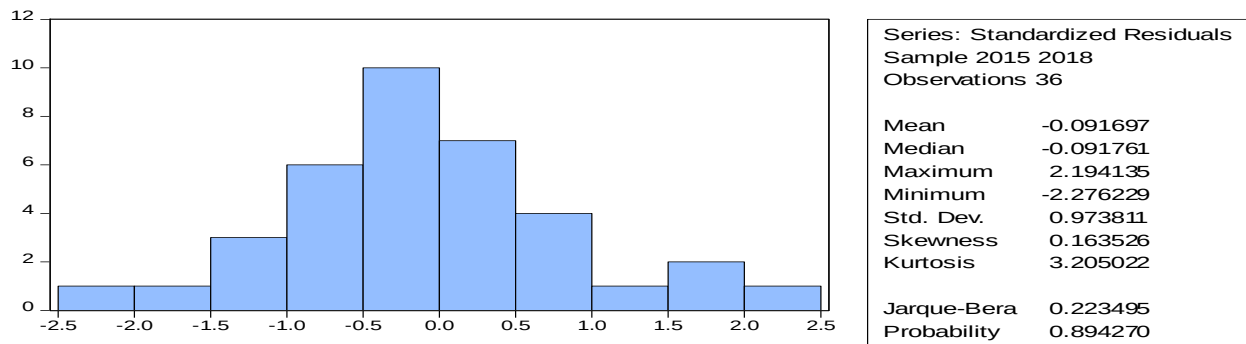
بواقي أنموذج نوعية المستحقات بعدها متغيراً معتمداً

الملحق (8)

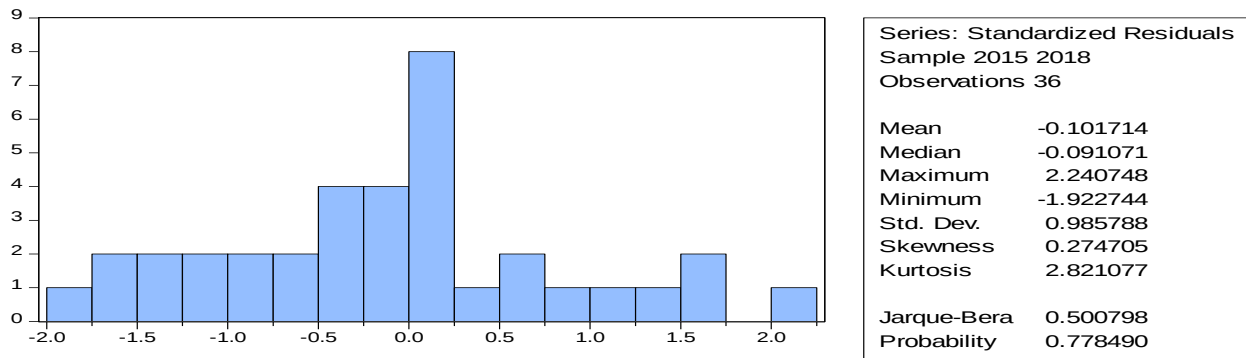
التوزيع الطبيعي لبواقي انموذج تأثير نوعية العوائد الكلية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة



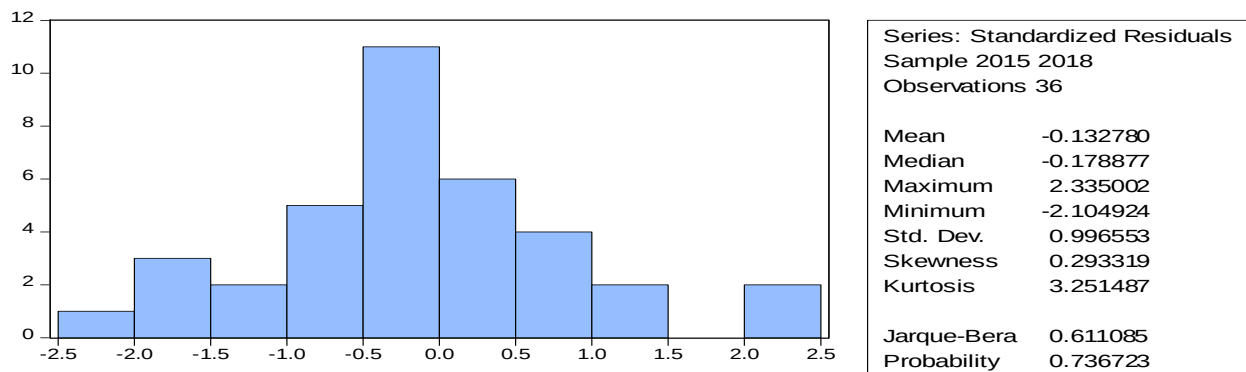
نوعية العوائد المقدرة وفق انموذج تجانس العوائد



نوعية العوائد المقدرة وفق انموذج القدرة على التنبؤ



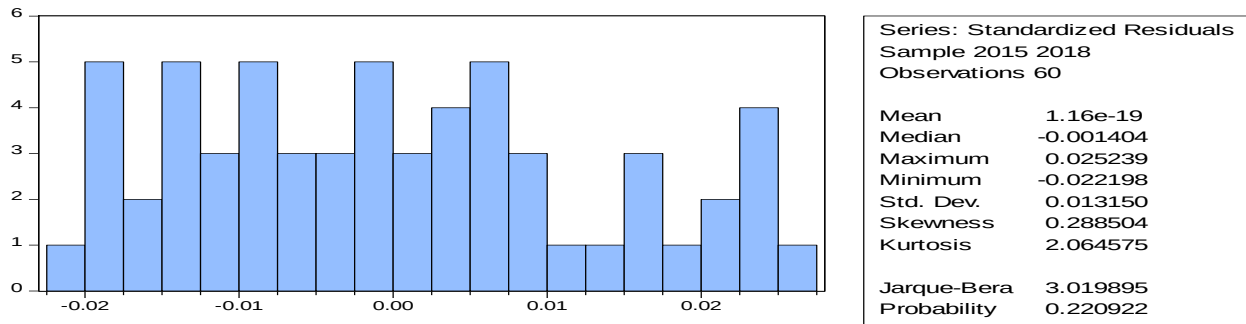
نوعية العوائد المقدرة وفق انموذج المستحقات غير الطبيعية



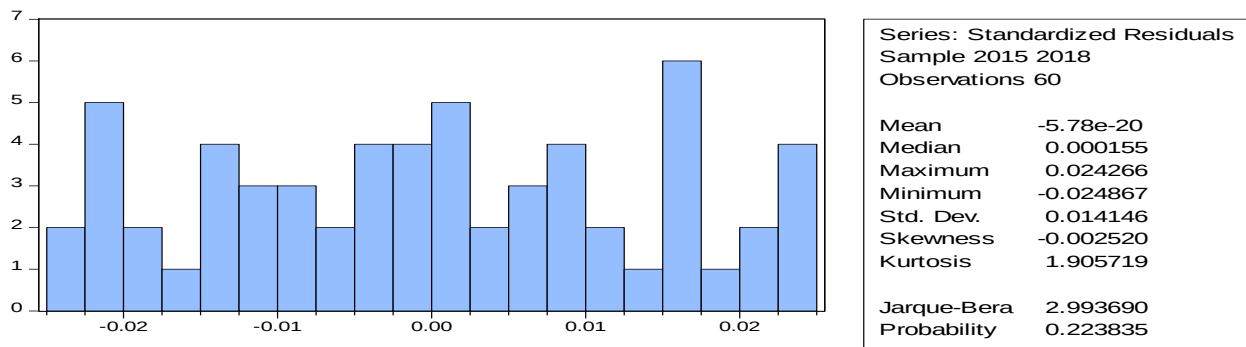
نوعية العوائد المقدرة وفق انموذج نوعية المستحقات

الملحق (9)

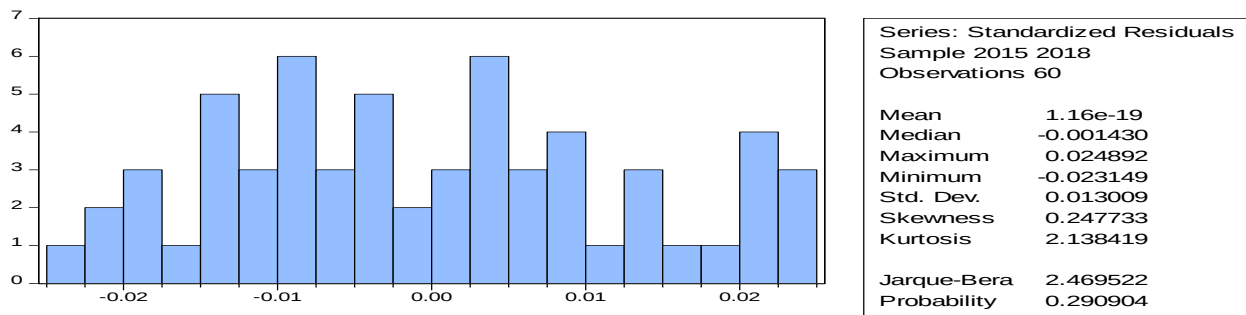
التوزيع الطبيعي لبواقي انموذج تأثير نوعية العوائد الكلية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية الكويتية عينة الدراسة



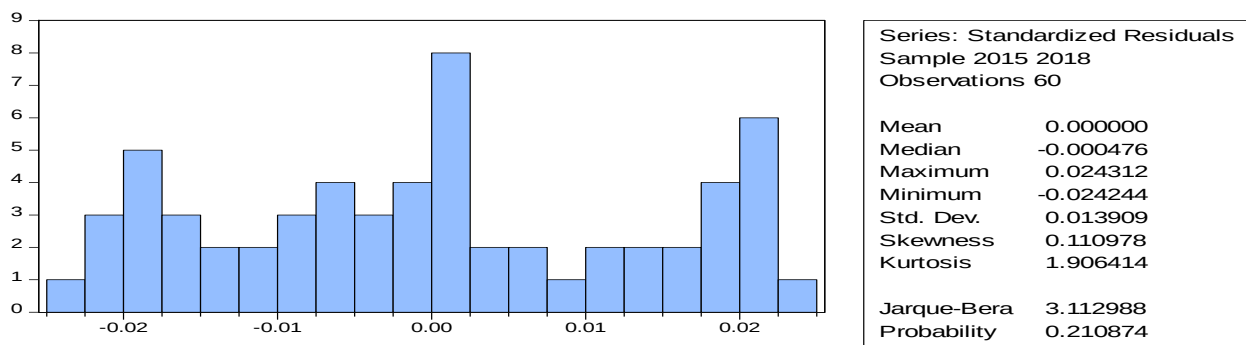
نوعية العوائد المقدرة وفق انموذج تجانس العوائد



نوعية العوائد المقدرة وفق انموذج القدرة على التنبؤ



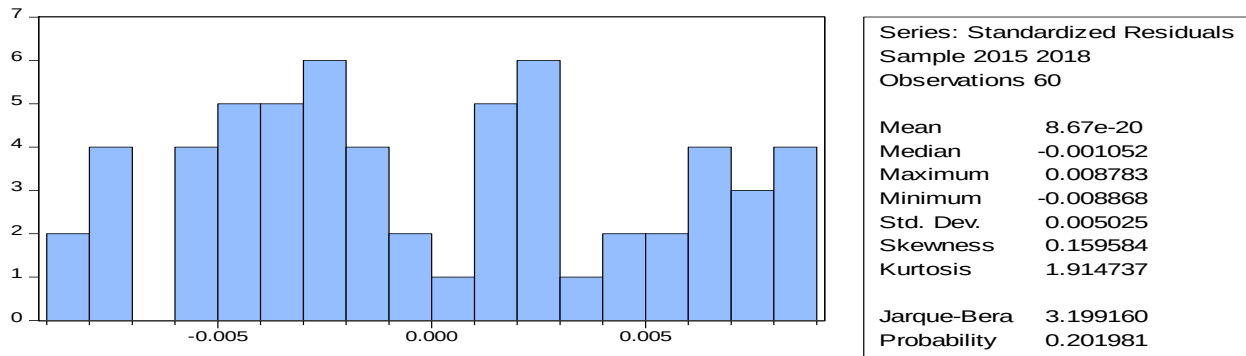
نوعية العوائد المقدرة وفق انموذج المستحقات غير الطبيعية



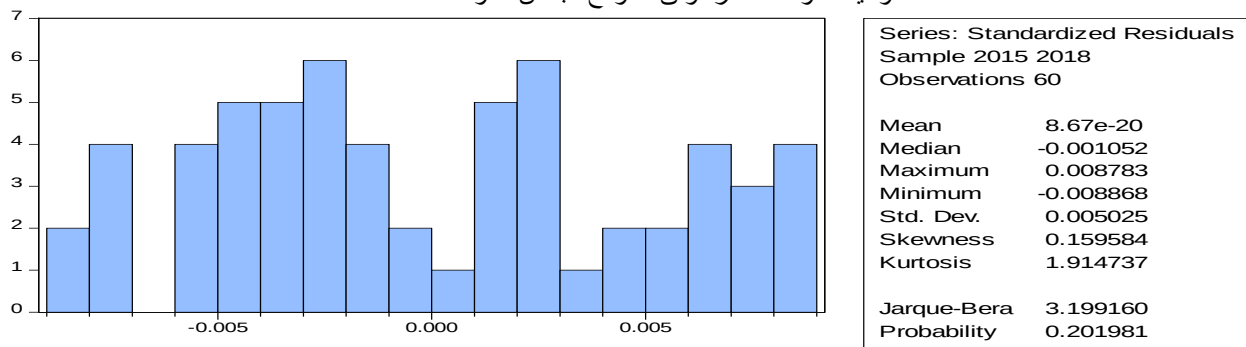
نوعية العوائد المقدرة وفق انموذج نوعية المستحقات

الملحق (10)

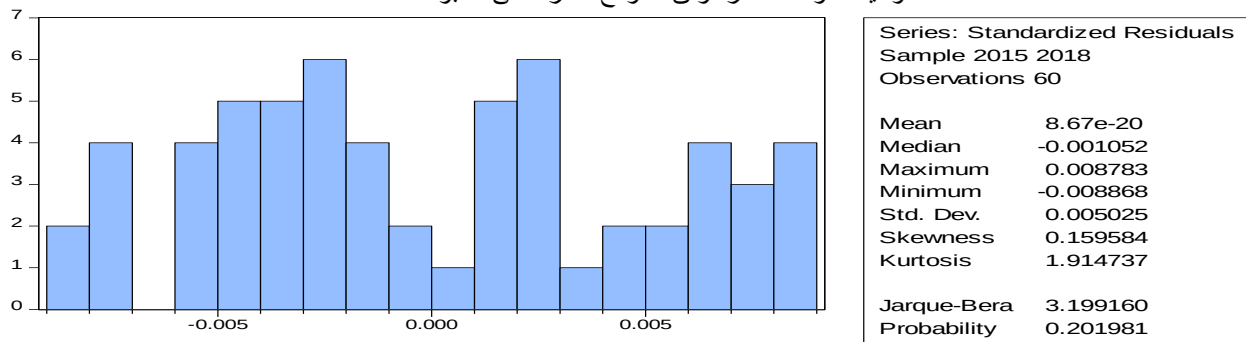
التوزيع الطبيعي لبقاقي انموذج تأثير نوعية العوائد الكلية على كفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية السعودية عينة الدراسة



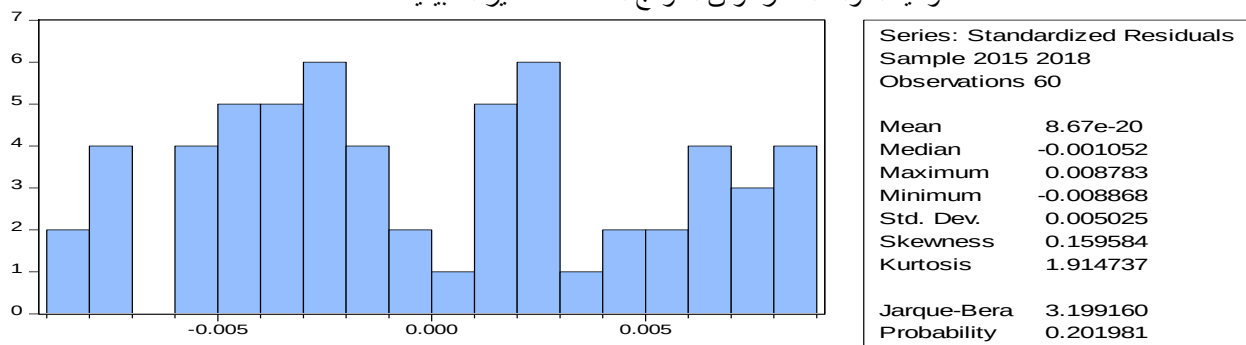
نوعية العوائد المقدرة وفق انموذج تجانس العوائد



نوعية العوائد المقدرة وفق انموذج القدرة على التنبؤ



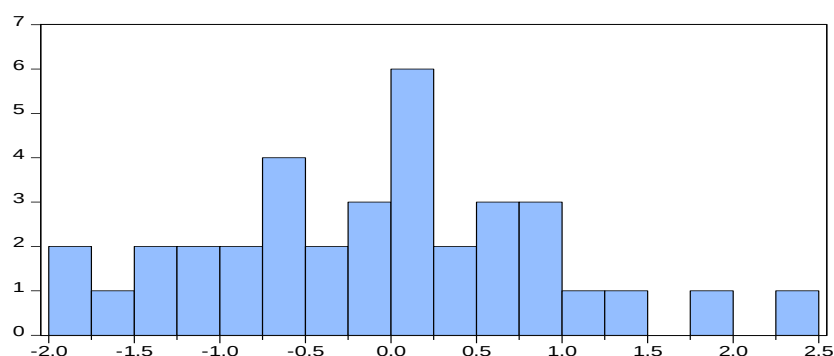
نوعية العوائد المقدرة وفق انموذج المستحقات غير الطبيعية



نوعية العوائد المقدرة وفق انموذج نوعية المستحقات

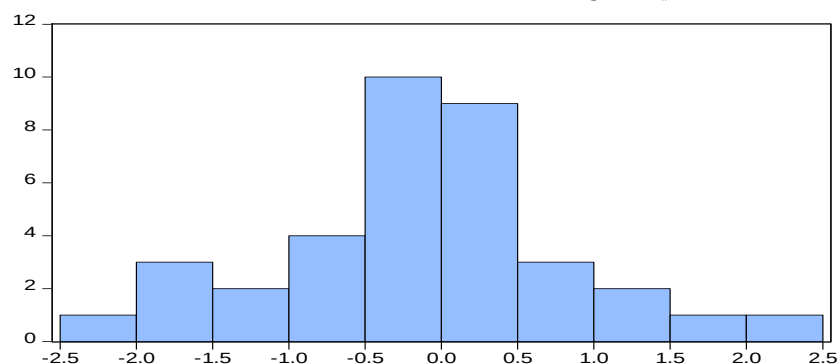
الملحق (11)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي نماذج تأثير نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية على كفاءة الاستثمار للشركات الصناعية العراقية



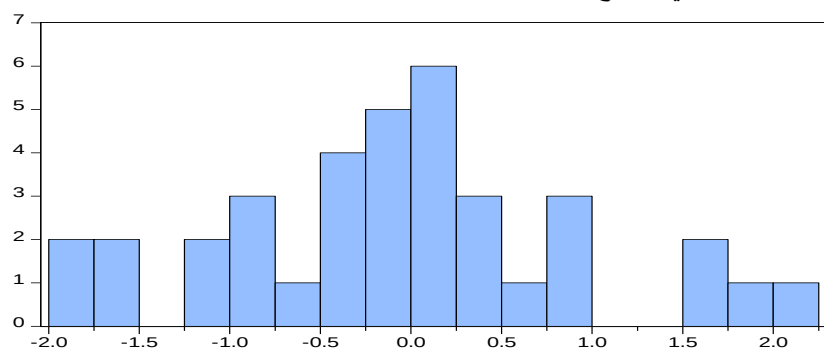
Series: Standardized Residuals	
Sample 2015 2018	
Observations 36	
Mean	-0.088679
Median	-0.049742
Maximum	2.280929
Minimum	-1.934470
Std. Dev.	0.993700
Skewness	0.219863
Kurtosis	2.775240
Jarque-Bera	0.365814
Probability	0.832846

العوائد الجوهرية والتقديرية المقدرة وفق بواقي انموذج تجانس العوائد بعدها متغيراً معتمداً



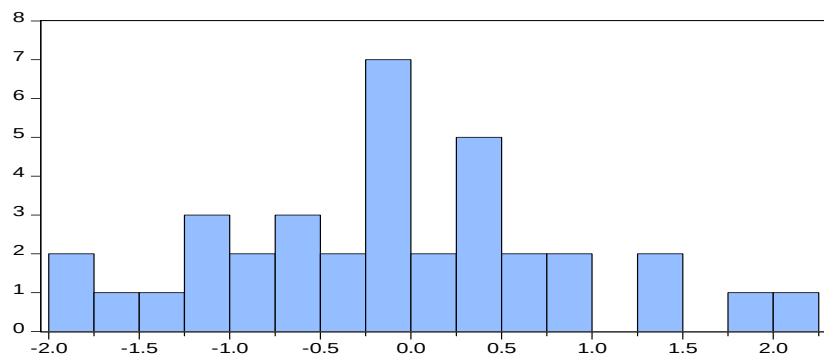
Series: Standardized Residuals	
Sample 2015 2018	
Observations 36	
Mean	-0.089360
Median	-0.029897
Maximum	2.374438
Minimum	-2.010962
Std. Dev.	0.964912
Skewness	0.210097
Kurtosis	3.433569
Jarque-Bera	0.546819
Probability	0.760781

العوائد الجوهرية والتقديرية المقدرة وفق بواقي انموذج القدرة على التنبؤ بعدها متغيراً معتمداً



Series: Standardized Residuals	
Sample 2015 2018	
Observations 36	
Mean	-0.075986
Median	-0.171761
Maximum	2.232865
Minimum	-1.854542
Std. Dev.	0.982458
Skewness	0.259286
Kurtosis	3.008012
Jarque-Bera	0.403470
Probability	0.817311

العوائد الجوهرية والتقديرية المقدرة وفق بواقي انموذج المستحقات غير الطبيعية بعدها متغيراً معتمداً

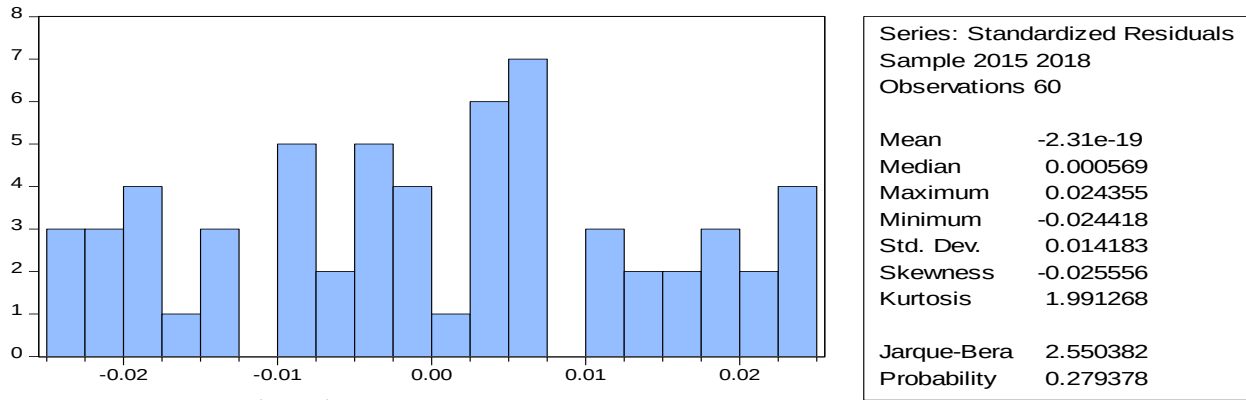


Series: Standardized Residuals	
Sample 2015 2018	
Observations 36	
Mean	-0.096337
Median	-0.107994
Maximum	2.230407
Minimum	-1.927606
Std. Dev.	0.987318
Skewness	0.255838
Kurtosis	2.796405
Jarque-Bera	0.454896
Probability	0.796564

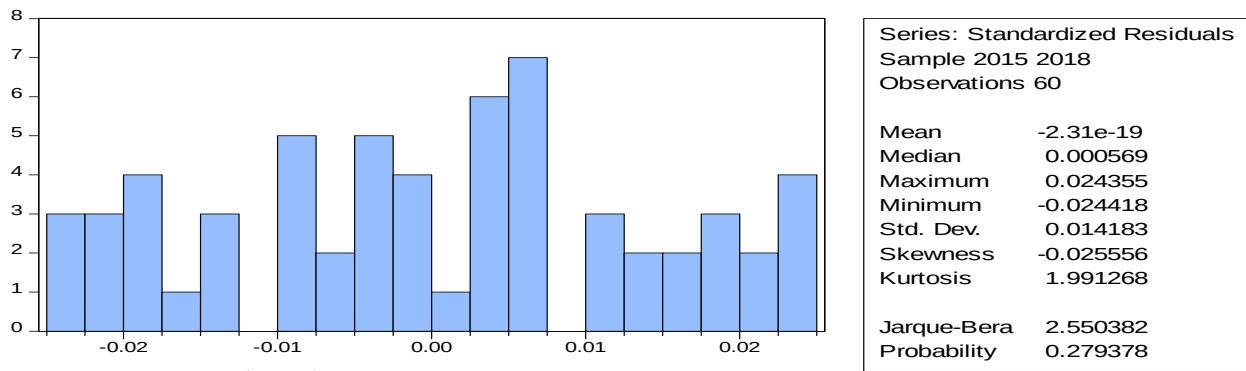
العوائد الجوهرية والتقديرية المقدرة وفق بواقي انموذج نوعية المستحقات بعدها متغيراً معتمداً

الملحق (12)

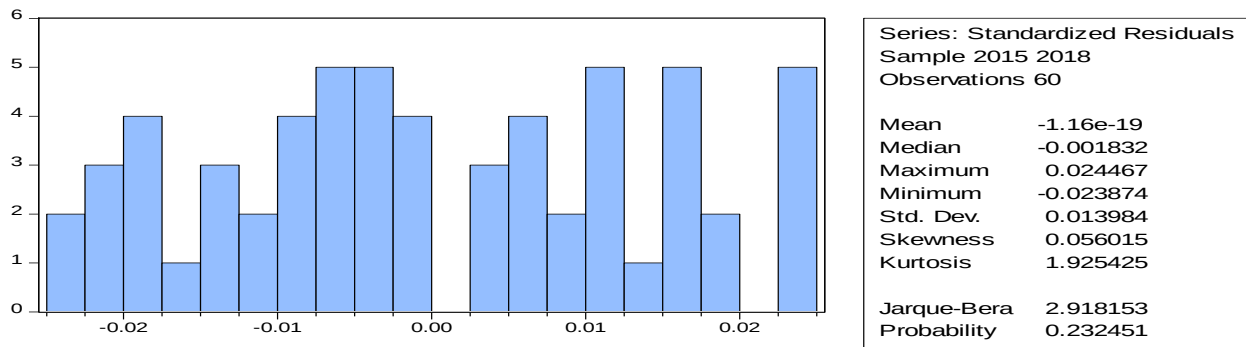
نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي نماذج تأثير نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية على كفاءة الاستثمار للشركات الصناعية الكويتية



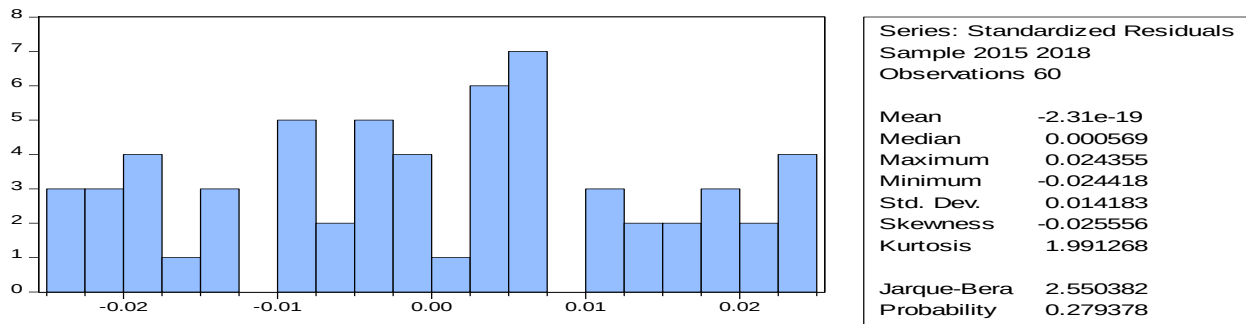
العوائد الجوهرية والتقديرية المقدرة وفق بواقي انموذج تجانس العوائد بعدها متغيراً معتمداً



العوائد الجوهرية والتقديرية المقدرة وفق بواقي انموذج القدرة على التنبؤ بعدها متغيراً معتمداً



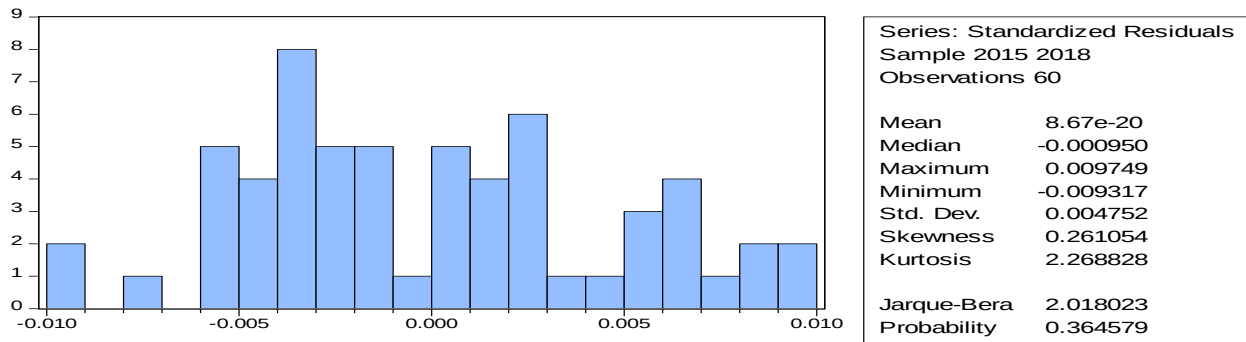
العوائد الجوهرية والتقديرية المقدرة وفق بواقي انموذج المستحقات غير الطبيعية بعدها متغيراً معتمداً



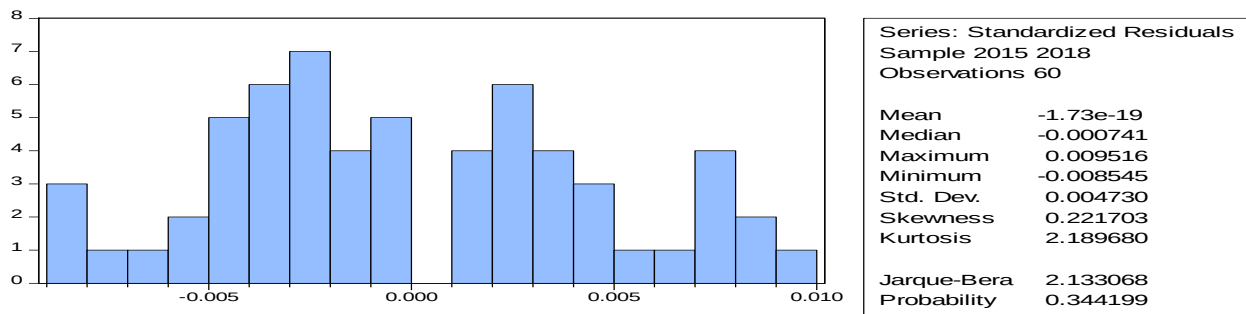
العوائد الجوهرية والتقديرية المقدرة وفق بواقي انموذج نوعية المستحقات بعدها متغيراً معتمداً

الملحق (13)

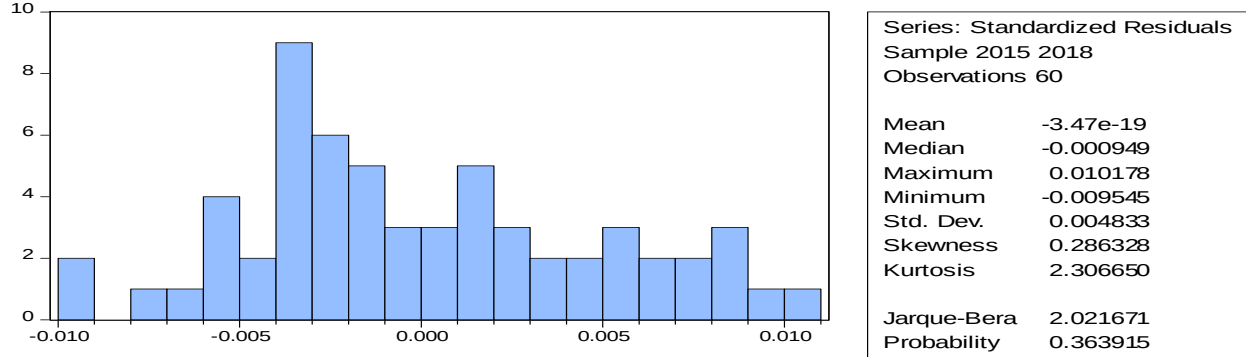
نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي نماذج تأثير نوعية العوائد الجوهرية والتقديرية على كفاءة الاستثمار للشركات الصناعية السعودية



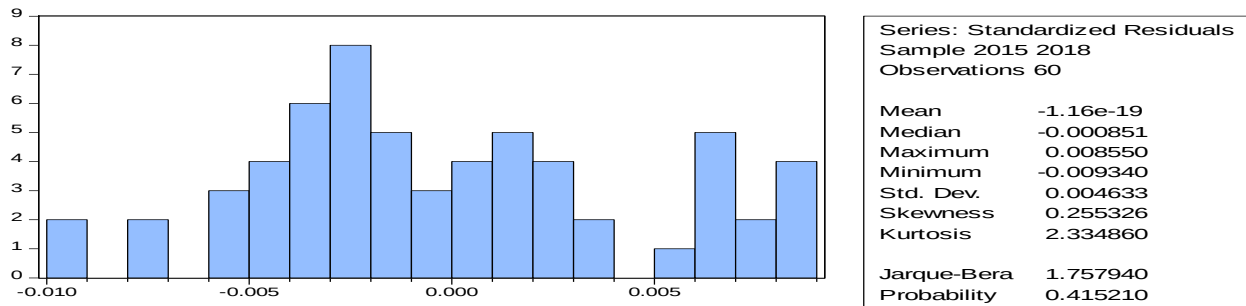
العوائد الجوهرية والتقديرية المقدرة وفق بواقي انموذج تجانس العوائد بعدها متغيراً معتمداً



العوائد الجوهرية والتقديرية المقدرة وفق بواقي انموذج القدرة على التنبؤ بعدها متغيراً معتمداً



العوائد الجوهرية والتقديرية المقدرة وفق بواقي انموذج المستحقات غير الطبيعية بعدها متغيراً معتمداً



العوائد الجوهرية والتقديرية المقدرة وفق بواقي انموذج نوعية المستحقات بعدها متغيراً معتمداً

الملحق (15)

بيانات الشركات الصناعية العراقية المستخدمة في الدراسة لسنة 2014

اسم الشركة	الموجودات	التدفق النقدي التشغيلي	صافي الربح	المبيعات	الذمم المدينة	الإيرادات	النفقات الرأسمالية	البحث والتطوير	الاعلان	الصيانة	النقد	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	قروض قصيرة الاجل
الخياطة الحديثة	1163389097	-36336716	138799055	593500159	120372216	722497267	57856521	850000	262500	13247253	164456126	958347242	128166605	0
الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية	9094135011	-2886073456	-1935732826	2768064403	1853615462	2929794099	130029803	393500	1782343	24162057	2405147819	7414931817	2501958817	0
الصناعات الكيماوية العصرية	7882453067	798309729	332644027	4088736400	84107893	4029141050	1002403939	960000	0	32033750	34897418	6707760948	2617609139	0
العراقية لتصنيع وتسويق التمور	22288453983	3020094308	212275212	7043062615	5848999773	7498107637	16916500	37000000	7129000	96390106	8370262539	18785757476	2163920256	0
العراقية للسجاد والمفروشات	3169695277	239449116	108851682	770694548	1824117	878372098	0	0	1250000	11534262	1553996310	3070287401	1109711840	0
المنصور للصناعات الدوائية	8161583614	84952674	42915099	1841096988	2829564792	2480575762	19606575	17775150	0	19141410	2203224591	7070293813	889140598	0
الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات	4570293933	-1057034521	-1089384238	2355139126	1147420114	2542485954	0	20807155	1738700	32711763	382571683	3877541256	2754324382	0
بغداد لصناعة مواد التغليف	1105515679	-222415579	-39166401	96310000	91376128	113643100	97869000	0	600000	6357500	237453635	533705534	18290852	0
بغداد للمشروبات الغازية	19719258052	15293440139	1886067988	20804892888	1822121497	21432917596	2040817390	22080987	62721421	114799369	3667286874	10117316108	7865089114	0

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

الملحق (16)

بيانات الشركات الصناعية الكويتية المستخدمة في الدراسة لسنة 2014

اسم الشركة	الموجودات	لتدفق النقدي التشغيلي	صافي الربح	المبيعات	الذمم المدينة	الايرادات	التفقات الرأسمالية	البحر والتطوير	الاعلان	الصيانة	النقد	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	خروض قصيرة الاجل
الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية	209365275	219346	14384632	112408337	28810896	119319359	734712	0	0	0	3629835	85657899	67679427	33020366
الشارقة للاسمنت والتنمية الصناعية	1889175	106561	62955	675327	196692	727315	100805	0	0	0	54009	544214	280047	74278
الشركة الوطنية للرماية	73687518	-154742	-7650412	625612	199095	667104	5223	0	0	0	199095	6219583	46417407	17868504
شركة اسمنت الكويت	308182462	27410406	18167826	83498637	24310629	86617244	9672817	0	0	0	15748696	65122148	40338224	17220436
شركة اسمنت الهلال	22258556	1993821	-245048	22203923	6269520	22495820		0	0	0	1263215	10304695	4736715	0
شركة اسمنت بورتلاند الكويت	88863085	10433419	8902089	83168049	19065862	88162899	2054791	0	0	0	20663060	69010968	17109956	0
شركة اسيكو للصناعات	297872854	11232793	9407260	59781781	13866199	60662658		0	0	0	2187566	37290696	146510512	0
شركة الشعبية الصناعية	20461718	1668424	1501925	13579388	2490993	13854925	42009	0	0	0	22899	9293796	2193927	241941
شركة الصناعات الهندسية الثقيلة وصناعة السفن	120720406	16467123	3167862	110580641	37337980	110860489	9285075	0	0	0	3380555	79110127	69977167	0
شركة الصناعات الوطنية	110948379	15171418	7835399	47644172	10970349	48864401	1493862	0	0	0	8422117	41887655	13298958	102446
شركة المعادن والصناعات التحويلية	23611346	35678	354836	12329626	7117003	15318344	501633	0	0	0	3273889	13352805	4393562	730000
شركة المعدات القابضة	32097421	2927289	1009111	15093030	0	16269065	741598	0	0	0	1248652	9997983	10079139	0
شركة مبرد القابضة	21990347	343812	1891358	1204454	1395346	2638957	291843	0	0	0	1004224	2843171	2768807	0
شركة هيومن سوفت القابضة	51814252	-1052669	8794505	28640243	12057418	28862506	974866	0	1224500	0	12085975	24238573	16051434	3000000
شركة كي جي ال لوجستك	96632743	-8793968	5580758	25418222	18388134	25673368	12150911	0	0	0	1481425	31787959	12035323	999835

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

(17) الملحق

بيانات الشركات الصناعية السعودية المستخدمة في الدراسة لسنة 2014

اسم الشركة	الموجودات	لتدفق النقدي التشغيلي	صافي الربح	المبيعات	الذمم المدينة	الايرادات	التفقات الراسمالية	البحث والتطوير	الاعلان	الصيانة	النقد	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	خروض قصيرة الاجل
شركة اللجين القابضة	3489013	478676	314540	213699	316916	2190150	43502	0	4503	385	408752	1106122	646636	73221
شركة اسمنت المدينة	2115824	272686	232838	454849	53668	454849	364837	0	3518	27798	328229	429997	123201	0
شركة اسمنت حائل	1399473022	107785995	154626975	355768609	47551954	356550774	17675009	0	0	799529	194435382	340041729	73801079	0
شركة المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي	26406743	1503764	1932159	7858516	988614	8470716	168580	0	0	94060	1798773	4825000	2111604	0
شركة نماء للكيماويات	2607057	54717	-105977	675389	152057	707270	74503	560	0	0	169071	566340	386594	78582
السعودية لانابيب الصلب	1398645942	101994639	25114907	857993624	94327506	858115145	80558017	0	0	0	5458770	541482089	293001784	32827604
الشركة الوطنية للبتروكيماويات (بترو كيم)	22053261	1551687	1334306	7858516	988614	7861402	118646	189641	0	0	1171853	4161676	1994358	0
شركة اسمنت نجران	3081202	183453	255196	827885	84243	827885	169376	0	765	639	31722	547759	377047	100000
شركة اسمنت المنطقة الشمالية	3075866595	214106675	45893747	999143774	167227660	1003301218	66233320	0	1265681	0	39022888	480155737	1013762408	210000000
كيماويات الميثانول	2649537109	193991054	28912874	884666252	207155453	884666252	73484143	3953910	320978	0	50313840	462937157	472346865	207241138
كيان السعودية للبتروكيماويات (ينساب)	45220009	2159708	32251	11636030	2730464	11668582	528721	232654	0	0	1654342	7358223	3859318	0
ينبع الوطنية للبتروكيماويات (ينساب)	22467430	4057035	2630064	9511034	2525441	9522119	118646	189641	0	0	2691413	7496255	2655260	0
شركة التصنيع الوطنية	47891714	2541764	2085689	18692580	4136519	18766917	2646066	130395	0	0	4086687	15891008	7576006	1217349
المتقدمة للبتروكيماويات	3828200	966095	750953	3036376	198052	3065961	392070	0	1102	0	88404	1388707	327235	0
السعودية للصناعات الاساسية (سابك)	340041079	53894522	38646094	188988645	25999624	191517151	15489905	1864281	0	0	33961352	134752336	43435824	70000

لمصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

(18) الملحق

بيانات الشركات الصناعية العراقية المستخدمة في الدراسة لسنة 2015

اسم الشركة	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	النقد	الدائون	الديون قصيرة الاجل	اجمالي الموجودات	الذمم المدينة	المخزون	الممتلكات والمصانع والمعدات	اجمال ي الدين	تكلفة البضاعة المباعة	الايرادات الاخرى	الايرادات التشغيلية	صافي الربح	التدفق النقدي التشغيلي	التدفقات الراسمالية كشف التدفق/ صافي استثماري	عدد الاسهم	سعر اغلاق السهم	عمر الشركة	المبيعات	نفقات البحث والتطوير	نفقات الاعلان	الصيانة	الاندثار
الخطاطة الحديثة	1279999040	3232286028	148840033	258274499	0	1639283379	292568132	678351176	359284339	0	181351958	0	853625059	324166439	134004350	176601043	1000000000	2.800	26	814407770	0	272500	2685501	13303832
الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والابلاستيكية	5894013203	3043919231	915691034	3043919231	0	77035338349	2289709238	2688578677	436440707	0	2682359742	124059400	1845134686	2421052985	2635599304	6683500	1565544104	0.540	53	1845134686	0	1410000	9743000	109275593
الصناعات الكيماوية العصرية	5084016647	75977111	9961684	73938068	0	5213414399	874813544	4151250839	129382752	0	1165359798	2407011	1517041900	15315687	331249877	406198350	180000000	77.000	69	1517041900	0	0	12269000	7440347
العراقية لتصنيع وتسويق التمور	17182806389	3361216846	5541860798	3360090143	0	22506071056	10196922571	1444023020	4112973379	0	3315741422	187716388	4331555174	499185585	5273528655	1424365211	17250000000	1.290	26	4331555174	0	9939000	220186168	342623589
العراقية للمساجد والمفروشات	2698921353	799640710	263416073	799640710	0	2790375822	1836935	473668345	18366600	0	343660814	110352560	170046900	92865283	160967459	960289000	500000000	4.280	26	170046900	0	2000000	1212550	20854123
المنصور للصناعات الدوائية	6788229055	457250475	1719078205	395352481	0	8006206671	2936233961	2132916889	842204861	0	2579573681	9581952	3133089315	553515634	659730128	175583742	6469267350	0.760	26	3058119946	0	523400	87343270	175605735
الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات	2831035506	3013899042	137868232	3013899042	0	3382969528	1123959043	1563208231	426355461	0	2046126695	56124232	588959849	1457166846	1373583561	85000	5000000000	0.690	51	588634848	2	1235485000	7924989	136296187
بغداد لصناعة مواد التغليف	358141519	5307624	77006561	5307624	0	1008209537	68409187	212725771	650068018	0	75871627	7485512	46942100	91808426	78739824	81707250	1080000000	1.930	53	46942100	0	600000	149000	3449377
بغداد للمشروبات الغازية	117870541007	10227189696	62937208728	5918785709	0	226907311687	6278696439	48654635840	89890627879	0	193393425175	304404691	239911217297	29892492236	53797461292	24059980874	133500000000	2.940	26	239911217297	257164672	977441553	2996529475	12409731029

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

الملحق (19)

بيانات الشركات الصناعية الكويتية المستخدمة في الدراسة لسنة 2015

اسم الشركة	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	النقد	الدائنون	الديون قصيرة الاجل	اجمالي الموجودات	النم المدينة	المخزون	الممتلكات والمصانع والمعدات	اجمالي الدين	تكلفة البضاعة المباعة	الايادات الاخرى	الايادات التشغيلية	صافي الربح	التدفق النقدي التشغيلي	النفقات الراسمالية / كشف التدفق/ صافي استثماري	عدد الاسهم	سعر اغلاق السهم	عمر الشركة	المبيعات	نفقات البحث والتطوير	نفقات الاعلان	الصيانة	الاندثار
الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية	68506470	50979080	2965995	3387458	25460234	172065510	18627575	45439553	7544044	3660600	79700741	5485825	86476182	-31674282	18812021	503794	209931309	0.375	40	86476182	0	0	0	1629870
الشارقة للأسمنت والتمتية الصناعية	558499	304814	60857	116542	188272	1851124	223887	264137	857745	127137	560043	17555	636875	62098	73514	55913	552957951	0.087	38	636875	0	0	0	51412
الشركة الوطنية للرماية	5613920	49655504	4954599	15056076	18431620	75457924	505729	153592	1218568	0	437299	150514	659917	-2970987	5085629	59868	280190840	0.022	17	659917	0	0	0	96913
شركة اسمنت الكويت	62728962	44266888	16477096	21712074	22554814	293378253	23267525	14990160	165334229	60577621	67853817	3401263	92616249	20179171	26300019	6832392	71313141	0.395	47	92616249	0	0	0	4547570
شركة اسمنت الهلال	11396142	4707022	1269931	4707022	0	22580321	6234992	1221219	5976735	1327900	21682585	102163	24230933	328426	2389011	388666	76885250	0.099	31	24230933	0	0	0	11601441
شركة اسمنت بورتلاند الكويت	57629203	9671899	20173478	9226999	0	79131015	16613673	3686967	6262038	0	83802650	4441277	93099891	5296881	9347562	5881417	95449490	1.018	39	93099891	0	0	0	2753994
شركة اسيكو للصناعات	52420304	41349901	2211324	30345174	0	371106373	17822588	21415303	81332378	159358793	79517888	1897387	98055661	10106968	1975227	34652958	273098546	0.243	25	98055661	0	0	0	4116097
شركة الشعبية الصناعية	10780325	861997	2570291	2754188	184000	21988023	3239755	4694207	11207698	272000	11783461	131098	15341191	1824009	1367456	435682	63313658	0.25	37	15341191	0	0	0	454016
شركة الصناعات الهندسية الثقيلة وصناعة السفن	87174750	80589532	3333851	53174871	27414661	136770592	43488498	10694563	48290024	5333076	114992276	545467	125777031	5568960	11287141	13702816	171658588	0.131	41	125777031	0	0	0	5311012
شركة الصناعات الوطنية	44555939	12679768	3796195	12043795	0	113762317	12898091	18675127	32253457	0	35057001	1739349	48215733	8516407	6662760	4443267	347734557	0.234	18	48215733	0	0	0	3276267
شركة المعادن والصناعات التحويلية	12056172	5977594	4034546	2238994	800000	22726971	5921080	1005546	2428231	0	4958049	5508944	6212652	-2576661	1296632	229903	74767349	0.65	28	6212652	0	0	0	755498
شركة المعدات القابضة	9435192	16318360	935810	10056718	2542170	40380262	5790069	2535074	20309059	5301168	12677418	1264008	12726820	-1404284	1351087	7547704	136400000	0.099	16	12726820	0	0	0	740636
شركة مبرد القابضة	4673460	2888172	2288158	971658	0	24977073	875665	503903	1668873	0	1068069	5550836	1418637	1907760	138721	70526	163692769	0.07	19	1418637	0	0	0	269312
شركة هيومن سوفت القابضة	23646674	21790923	16838231	1575708	4000000	70152595	15726709	81734	29759900	8542255	10299463	290050	43638227	18452330	19527069	11241855	121837438	0.95	18	43638227	0	0	0	1662224
شركة كي جي ال لوجستيك	35190451	17153133	7282530	5947040	0	107062390	11050939	1258127	16404014	14089357	28072727	690959	36396333	6354326	13249384	9095850	598800172	0.046	15	36396333	0	0	0	1509358

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

(20) الملحق

بيانات الشركات الصناعية السعودية المستخدمة في الدراسة لسنة 2015

اسم الشركة	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	النقد	الدائنون	الديون قصيرة الاجل	اجمالي الموجودات	الذمم المدينة	المخزون	الممتلكات والمصانع والمعدات	اجمالي الدين	تكلفة البضاعة المباعة	الايرادات الاخرى	الايرادات التشغيلية	صافي الربح	التدفق النقدي التشغيلي	النفقات الراسمالية كشف التدفق/ صافي استثماري	عدد الاسهم	سعر اغلاق السهم	عمر الشركة	المبيعات	نفقات البحث والتطوير	نفقات الاعلان	الصيانة	الاندثار
شركة اللجين القابضة	856843	525245	308426	94856	0	3286756	199059	253119	2285802	1204445	1087003	4339	1400503	207310	491688	258175	69200	14.41	24	1400503	0	6927	0	197329
شركة اسمنت المدينة	262160	163296	207685	106767	0	2208554	55432	177771	1741714	0	282250	0	560522	254170	313356	150699	189200	15.04	20	560522	0	0	0	90523
شركة اسمنت حائل	368174	730527	159667309	50200508	15916667	138545169	46156539	125591410	1012075445	247256313	188910981	2828719	356362716	120720198	160355517	14662127	97900000	14036	5	356362716	0	0	0	61361900
شركة المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي	5292187	2367965	2505820	127147	0	26534057	850227	1018811	16755423	11854907	4822401	324079	7304171	1922209	2680222	210497	450000	13.81	20	7304171	0	0	0	804222
شركة نماء للكيماويات	391361	497566	119225	63482	72059	2407336	99116	77810	1649763	1061179	484619	54109	459670	68888	6466	77758	128520	39.01	33	459670	0	0	0	98722
السعودية لانابيب الصلب	408400	272238	6012395	110975690	33645723	1282334857	88644731	279184372	496772130	278382504	756313607	0	852088326	298270	155318135	58062149	50521996	21.75	35	852088326	0	0	0	36885768
الشركة الوطنية للبتر وكيمياويات (بتروكيم)	5245345	2252491	2395126	127147	0	22360269	850227	1018811	16754952	11854907	4822401	4300	7304171	1611336	2725820	210419	480000	16.7	7	7304171	0	0	0	804001
شركة اسمنت نجران	638259	230104	162064	54690	0	3073272	92406	361902	2430434	100000	565052	5364	1086649	285763	444700	18639	1700	14.6	10	1086649	0	0	0	121171
شركة اسمنت المنطقة الشمالية	102680	123008	49719401	38092762	1027654588	3237297740	239655549	581329884	1566219316	130000000	698408019	3545539	1129800570	219886664	116928246	59225041	180000000	14.94	9	1129800570	0	0	0	82256767
كيمائيات الميثانول	526439051	778084300	164094691	51517109	329300000	2591726108	169100253	155797033	2045402674	698076758	694007642	0	733319785	-141041191	117341635	55706202	120600000	12.78	7	733319785	0	0	0	167230928
كيان السعودية للبتر وكيمياويات (ينساب)	6024852	4246157	1719526	1028880	0	42200364	2061182	1679778	35499227	26983770	8184754	7267	7975715	1159958	2800342	509523	1500000	6.77	8	7975715	158240	0	0	2477446
ينبع الوطنية للبتر وكيمياويات (ينساب)	6327553	2772420	679024	1308409	0	20968257	2089350	825504	14356900	4060152	5153818	25894	6911416	1383575	3431342	793784	562500	32.41	9	6911416	139287	0	0	1036687
شركة التصنيع الوطنية	31956272	9974198	3819070	1758048	0	44975048	3214500	4816171	22749453	24314768	12932764	28981	15145511	1301915	2977954	2412490	668914	10.61	31	15145511	278469	0	0	1651403
المتقدمة للبتر وكيمياويات	452990	283095	84984	217674	0	3886053	221798	124291	2179171	90000	1592875	0	2377026	713025	844431	405791	163995	28.59	10	2377026	0	2310	0	195075
السعودية للصناعات الاساسية (سابك)	117062009	42604725	38649323	16515186	0	328219154	19375842	24635449	173157717	72585433	105057981	2503501	148085741	29513808	53777489	18278320	3000000	76.5	39	148085741	2257268	0	0	15712692

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

الملحق (21)

بيانات الشركات الصناعية العراقية المستخدمة في الدراسة لسنة 2016

اسم الشركة	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	النقد	الدائنون	الديون قصيرة الاجل	اجمالي الموجودات	الذمم المدينة	المخزون	الممتلكات والمصانع والمعدات	اجمال ي الدين	تكلفة البضاعة المباعة	الإيرادات الأخرى	الإيرادات التشغيلية	صافي الربح	التدفق النقدي التشغيلي	النفقات الراسمالية كشف التدفق / صافي استثماري	عدد الاسهم	سعر إغلاق السهم	عمر الشركة	المبيعات	نفقات البحث والتطوير	نفقات الاعلان	الصيانة	الاندثار
الخياطة الحديثة	1276030026	449164539	196904330	405963223	0	1637536995	345445039	625228079	361506969	0	150671986	6417999	767183431	126038094	152746681	37229033	1000000000	4.14	27	787051667	0	763000	3962250	35006403
الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والابلاستيكية	4927698511	2835041640	926180887	2835041640	0	6454923453	1979012954	2022504670	409288874	0	2428822447	352010699	2382609353	1074003614	132319180	26387896	1564701674	0.62	54	2382609353	13500	0	12604000	109272775
الصناعات الكيماوية العصرية	4803937281	87335732	13754342	87335732	0	4920506108	653652290	4098406634	116553827	0	221141325	1388399	24478950	196343811	104030136	65000	180000000		70	24478950	0	0	30498860	12893925
العراقية لتصنيع وتسويق التمور	13889155751	3908321682	474427155	3907194979	0	21001098574	1106848692	1684994341	7027637257	0	38111383326	442361540	5261286497	1262682178	3750405624	1364818922	17250000000	1.65	27	5261286497	4000000	22009450	210229055	427700567
العراقية للمساجد والمفروشات	2677826654	871657910	2198687975	871657910	0	2768262235	1385872	477752907	17347712	0	472161759	153873500	889874159	42214121	4571317	2887000	500000000	5.15	27	889874159	0	1775000	7519600	21197624
المنصور للصناعات الدوائية	6744126582	616762890	1175150958	616762890	0	8143450589	3426152312	2142823312	1253695207	0	2286115815	10393875	2282176686	3939129	525792608	181346391	6469267350	0.67	27	2230642056	67761050	880000	73072575	216286849
الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات	2288222564	3488827980	179693378	3488827980	0	2706453494	1016704592	1091824594	312652369	0	1333806196	165164399	275643794	1058162402	1206144763	488381	5000000000	0.5	52	275493794	9413500	476000	5110002	147982321
بغداد لصناعة مواد التغليف	278056451	36917819	14354743	36917819	0	1043669807	50975937	212725771	583905641	0	27566433	694330	83500000	3848496	211567708	62713000	1080000000	1.84	54	83500000	0	600000	988000	3449377
بغداد للمشروبات الغازية	80080730621	26169692805	476207	21001318249	0	263576845976	4621411526	51360842888	101087313943	0	207532767193	7955584	263612297768	37781949177	54781777425	26967413868	133500000000	3	27	263612297768	349232133	518909692	3175640851	15770727804

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

(22) الملحق

بيانات الشركات الصناعية الكويتية المستخدمة في الدراسة لسنة 2016

اسم الشركة	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	النقد	الدائنون	الديون قصيرة الاجل	اجمالي الموجودات	الذمم المدينة	المخزون	الممتلكات والمصانع والمعدات	اجمالي الدين	تكلفة البضاعة المبيعة	الإيرادات الأخرى التشغيلية	الإيرادات التشغيلية	صافي الربح	التدفق النقدي التشغيلي	التدفقات الرأسمالية / كشف التدفق / صافي استثماري	عدد الاسهم	سعر اغلاق السهم	عمر الشركة	المبيعات	نفقات البحث والتطوير	نفقات الاعلان	الصيانة	الاندثار
الخليج للكايلات والصناعات الكهربائية	677338	432067	5618	1711	1772800	177194	2631	3498	6225700	0	756021	45457	73798	10798944	234660	209931309	0.375	41		0	0	0	0	
الشارقة للأسمنت والتنمية الصناعية	535843	301275	46891	1273	173963	179165	2131	2664	868639	60365	543447	36389	612815	64042	106460	1143	608254	0.086	39	612815	0	0	0	
الشركة الوطنية للرامية	417491	534654	3027	1332	1860531	783624	7355	4115	5117071	0	635996	5671	931662	25984	-670905	1301005	280190840	0.027	18	931662	0	0	0	
شركة اسمنت الكويت	713814	466748	1295	2449	2218119	300388	3390	1636	162756420	60115	736282	34502	985157	20500	17434634	4977652	713103141	0.41	48	98515714	0	0	0	
شركة اسمنت الهلال	120651	441527	4612	4259	441527	221325	5423	2028	4859963	10829	178387	14382	207611	23558	841186	9816	101462130	0.1	32	20761185	0	0	0	
شركة اسمنت بورتلاند الكويت	581839	110994	7307	1074	7307	828907	2657	6149	3240306	0	173548	36697	806348	87832	-458800	1077847	100221960	0.91	40	80634869	0	0	0	
شركة اسيكو للصناعات	728021	446789	5487	2890	0	400448	2143	3185	96217480	18195	700423	52053	910473	96027	-180672	16206742	301090727	0.229	26	91047340	0	0	0	
شركة الشعبية الصناعية	108728	255252	3736	2368	184000	237538	2601	2782	12881019	16856	146582	18748	146582	19988	4612436	2173452	99237767	0.236	38	14658206	0	0	0	
شركة الصناعات الهندسية الثقيلة وصناعة السفن	907227	847109	4320	5984	2486352	147698	4759	8933	55506320	44165	115110	46865	130684	68443	18629624	12364848	180241517	0.168	42	13068496	0	0	0	
شركة الصناعات الوطنية	428436	163167	4117	1578	0	112912	1572	1961	33663530	0	320846	18969	409975	63768	5173646	4437261		0.21	19	40997520	0	0	0	
شركة المعادن والصناعات التحويلية	119882	508715	2715	2555	800000	221793	6329	1588	2074482	0	402412	70559	567013	61118	796192	325154	90183867	0.6	29	5670139	0	0	0	
شركة المعدات القابضة	174311	119676	7016	9049	2917998	307359	8777	1598	11503384	59760	207465	34117	156984	37762	-9204580	-8383700	136400000	0.099	17	15698466	0	0	0	
شركة ميرد القابضة	466493	313714	1430	1208	0	233338	8472	7225	1620340	0	798233	26670	109171	13478	-1166605	11064	163692769	0.051	20	1091716	0	0	0	
شركة هيومن سوفت القابضة	379297	214706	2001	1419	2000000	856503	1785	6741	39769288	13847	127107	34396	545044	25539	27412435	11959842	121716001	2.7	19	54504496	0	0	0	
شركة كي جي ال لوجستك	418905	253904	5857	8142	0	129829	1642	1286	24516306	18646	335702	24571	411152	64560	5617997	12314650	683243150	0.063	16	41115216	0	0	0	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

(23) الملحق

بيانات الشركات الصناعية السعودية المستخدمة في الدراسة لسنة 2016

اسم الشركة	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	النقد	الدائنون	الديون قصيرة الأجل	اجمالي الموجودات	الذمم المدينة	المخزون	الممتلكات والمصانع والمعدات	اجمالي الدين	تكلفة البضاعة المباعة	الايرادات الاخرى	الايرادات التشغيلية	صافي الربح	التدفق النقدي التشغيلي	النفقات الراسمالية كشف التدفق / صافي استثماري	عدد الاسهم	سعر اغلاق السهم	عمر الشركة	المبيعات	نفقات البحث والتطوير	نفقات الاعلان	الصيانة	الاندثار
شركة اللجين القابضة	59725	4119	12687	304	0	1168278	6403	0	225	0	0	126917	0	116693	-16612	9057	69200	19.66	25	0	0	659	72	187
شركة اسمنت المدينة	533348	171879	214905	21668	0	2239510	54781	153126	1521117	0	345817	251	601888	331007	278144	8110	189200	15.28	21	601888	0	0	43613	117157
شركة اسمنت حائل	298349945	75995029	120698490	47200636	19916667	1267426280	42051830	197099322	968883985	227350106	136826592	6215818	272118771	108227249	91425802	14589263	97900000	11.96	6	272118771	0	0	541199	65995854
شركة المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي	5720941	10568952	2833452	95058	0	25202451	562831	923702	16898573	9505455	4457512	109715	6066505	698255	1870719	598118	450000	18.87	21	6066505	0	0	92509	817994
شركة نماء للكيماويات	292111	868648	47558	56963	94072	1610711	92547	52026	846271	1028055	1137893	18882	452865	800391	-1984	65037	128520	37.54	34	452865	0	0	0	98190
السعودية لاثابيب الصلب	374126349	317071411	17322518	140020379	1.7E+08	1221085038	130240669	213563162	726915522	139219250	550914341	21040549	604767876	-39744231	76348385	28854360	15000000	19.09	36	604767876	0	0	0	42768753
الشركة الوطنية للبتروكيماويات (بنرو كيم)	5251853	2547547	2621298	95056	0	22259636	562831	923702	16898302	9505455	4457512	19630	6066805	777662	2056709	598118	480000	21.24	8	6066805	0	0	92509	817793
شركة اسمنت نجران	456002	189812	48813	29760	0	2867250	54746	323737	2218367	700000	435808	7525	631197	139242	184536	8021	170000	11.92	11	631197	0	0	47372	117040
شركة اسمنت المنطقة الشمالية	1011200521	1244957052	86143456	62319750	1.08E+09	3251621848	151797812	562977880	1570449621	45000000	428479706	11903143	750819908	162282959	307288796	62042276	180000000	12.83	10	750819908	0	0	1312627	79288321
كيماويات الميثانول	509231045	952088473	221847020	121827706	0	2310549095	0	116894716	1779306402	914901826	567492264	0	636038539	-93503403	112572351	25658235	120600000	14.34	8	636038539	0	0	25072468	155947321
كيان السعودية للبتروكيماويات (ينساب)	24286373	3492820	138701	1447195	1761845	41030538	2557103	1500979	34140903	23787121	6842560	80218	8608817	248773	1859013	899993	1500000	8.84	9	8608817	0	0	16227	2305540
بنع الوطنية للبتروكيماويات (ينساب)	6369991	2531251	1676233	294674	0	20185789	1896035	826689	13578766	2589431	3349355	161322	6230643	2344362	3166871	2833393	562500	54.04	10	6230643	124629	0	0	1081745
شركة التصنيع الوطنية	4874940	6554481	2223173	2430060	68018	32585471	2008177	2949398	9119412	16427301	7316493	164252	8619532	382430	36666	879	668914	17.46	32	8619532	124174	0	0	858310
المتقدمة للبتروكيماويات	1061115	294372	452986	86169	40000	4422550	332566	116685	1969029	10000	1280914	93446	2139372	754856	778737	8376769	196794	41.78	11	2139372	0	0	1995	182878
السعودية للصناعات الاساسية (سابك)	107625883	41380295	40247740	16368834	0	313854676	19853239	22601498	170349982	49897787	95759137	3347102	142998827	27250743	40027033	14502638	3000000	91.49	40	142998827	2015249	0	0	13863879

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

(24) الملحق

بيانات الشركات الصناعية العراقية المستخدمة في الدراسة لسنة 2017

اسم الشركة	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	النقد	الدائنون	الديون قصيرة الأجل	اجمالي الموجودات	الذمم المدينة	المخزون	الممتلكات والمصانع والمعدات	اجمالي الدين	تكلفة البضاعة المبيعة	الإيرادات الأخرى	الإيرادات التشغيلية	صافي الربح	التدفق النقدي التشغيلي	النفقات الرأسمالية ككشف التدفق/صافي استثماري	عدد الاسهم	سعر إغلاق السهم	عمر الشركة	المبيعات	نفقات البحث والتطوير	نفقات الاعلان	الصيانة	الانثثار
الخياطة الحديثة	1533043512	326098810	710585397	241270680	0	1880173733	439610756	298657769	347130221	0	455831586	4333631	1000616202	414739950	375209521	14782069	1000000000	4.9	28	1000616202	0	416000	6231507	29158817
الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والابلاستيكية	4483776432	2692690399	1042017654	2692690399	0	6041387749	1961823065	1479935704	367537435	0	6211122142	709077964	2031985075	1061913339	301038183	212747956	1562088429	0.57	55	2031985075	13500	225000	35023000	101356548
الصناعات الكيماوية العصرية	4743501941	74199823	13680015	74199823	0	4849833941	605157338	4084236520	106317000	0	320024161	2314053	260198850	59825311	3621726	1392000	180000000	60	71	260198850	0	0	14517400	11628827
العراقية لانتاج وتسويق التمور	7079373730	3262147228	1180662329	3262147228	0	10211722107	5808782946	89928455	1786052233	0	113615269	95873807	1072457820	427866492	277240147	131104750	1725000000	0.88	28	1072457820	0	117444	649000	598652664
العراقية للسجاد والمفروشات	3054929484	1039767213	2630965785	724727324		3136204756	1101500	422862199	8187403	0	273720264	118821567	595647500	156845290	432277810	2613000	500000000	8.1	28	595647500	1101000	1112500	2052747	21529814
المنصور للصناعات الدوائية	5620175087	473163818	1608779503	473163818	0	8050176521	2553054437	1458341147	1841943134	0	2306898054	688003020	2486909757	180011703	961398741	527770196	6469267350	0.69	28	1609407591	35005250	705000	86692335	244443233
الوطنية للصناعات المعدنية والدرجات	2060530793	3945889203	253023172	3945889203	0	2405392229	868604253	938903368	239282875	0	840910656	8795971	66935329	773975327	661361514	250000	500000000	0.71	53	66935329	9253130	1142500	5652015	112613813
بغداد لصناعة مواد التغليف	274242669	46520139	7765729	46520139	0	1055897648	50001169	216475771	599947264	0	30240033	3297022	11475000	912	-752190	19491000	1080000000	1.38	55	11475000	0	0	100700	3449377
بغداد للمشروبات الغازية	95440108111	15567261290	23838064400	9919684257	0	322213556769	9685289749	61916754962	163007390122	0	228072606004	16311689	293821963243	42031655645	26501082394	165260832777	177333333333	3	28	293821963243	42046278	478546700	1997452285	23567087194

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

(الملحق 25)

بيانات الشركات الصناعية الكويتية المستخدمة في الدراسة لسنة 2017

اسم الشركة	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	النقد	الدائنون	الديون قصيرة الاجل	اجمالي الموجودات	الذمم المدينة	المخزون	الممتلكات والمصانع والمعدات	اجمالي الدين	تكلفة البضاعة المباعة	الايرادات الاخرى	الايرادات التشغيلية	صافي الربح	التدفق النقدي التشغيلي	النقدية	الرافسالية كشف التدفق/صافي استثماري	عدد الاسهم	سعر اغلاق السهم	عمر الشركة	المبيعات	نفقات البحث والتطوير	نفقات الاعلان	الصيانة	الاندثار
الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية	73520698	33482313	6007315	2511854	9114000	177869953	18081216	45328526	5563131	0	43515574	6682153		8906116	280625	775139	209931309	0.419	42	59975202	0	0	0	0	
الشارقة للأسمنت والتتمية الصناعية	536165	284986	52024	121927	163055	1835184	205783	269155	874253	48369	592811	38240	649969	64785	81182	77747	608254	0.09	40	649969	0	0	0	0	
الشركة الوطنية للرامية	3818314	54792710	56439	1382346	18605312	769087061	616435	310440	4988902	0	715166	8069	958254	2349463	-84744	2892283	280190840	0.022	19	958254	0	0	0	0	
شركة اسمنت الكويت	73063291	46797103	11413617	28110588	18686515	305743642	35242517	17579349	160124189	58749216	75918278	5114274	97256668	18175898	24460195	5307350	713103141	0.474	49	97256668	0	0	0	0	
شركة اسمنت الهلال	13123279	4342175	5508659	4310951	0	21206397	5925294	1689326	3903861	1082900	16130005	162012	18228280	807398	923656	1905	101462130	0.153	33	18228280	0	0	0	0	
شركة اسمنت بورتلاند الكويت	71823422	21488801	13623925	20863003	0	95433953	32395027	5894326	6157461	0	75759129	4262202	85699880	9883996	14634169	6209776	100221960	0.925	41	85699880	0	0	0	0	
شركة اسيكو للصناعات	72123128	46949002	4928902	28593129	0	407708128	31838748	26377792	100273761	180044710	77203317	662563	101615884	7657471	25915678	10700459	301090727	0.239	27	101615884	0	0	0	0	
شركة الشعبية الصناعية	1173228	3120994	2776342	2734642	386352	24198292	3634708	4636060	12485064	1299292	12315835	259100	15829010	2021812	-49287	149404	99237767	0.241	39	15829010	0	0	0	0	
شركة الصناعات الهندسية الثقيلة وصناعة السفن	100418006	90556723	4224237	61703621	28853102	161577205	51808456	9476303	59676926	3188722	152524871	918562	170272976	6471094	7221357	10408436	180241517	0.207	43	170272976	0	0	0	0	
شركة الصناعات الوطنية	45477911	17333711	7357724	17333711	0	113738560	12980249	20781781	32736911	0	36899995	1485686	54141856	3239975	9668068	3012353	347751181	0.195	20	54141856	0	0	0	0	
شركة المعادن والصناعات التحويلية	11897748	5564290	2284783	3134290	700000	22614811	5650520	1649502	2085525	0	5580826	11530421	7943511	413189	1209187	536970	90183867	0.75	30	7943511	0	0	0	0	
شركة المعدات القابضة	11088376	11618250	4623546	8639231	2961479	27587078	5367588	1015683	14711913	5670080	12992867	540182	9701792	4765811	187702	3346115	13640000	0.057	18	9701792	0	0	0	0	
شركة مبرد القابضة	9112340	2928242	2140122	1097452	0	23937989	2209214	763004	1568270	0	1064502	2885386	1421071	1958737	981926	-3664992	163692769	0.058	21	1421071	0	0	0	0	
شركة هيومن سوفت القابضة	40293699	22264092	20150329	1070410	6696000	98445741	2009693	52677	50123521	16642002	14234837	795553	61796575	29677976	29967414	12777091	121654352	3.739	20	61796575	0	0	0	0	
شركة كي جي ال لوجستيك	38282417	31064382	3425764	11863247	0	137384228	14853732	1409227	36552427	16775053	32666171	464339	40005680	6451593	13318793	14632170	690786865	0.042	17	40005680					

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

الملحق (26)

بيانات الشركات الصناعية السعودية المستخدمة في الدراسة لسنة 2017

اسم الشركة	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	النقد	الدائنون	الديون قصيرة الأجل	اجمالي الموجودات	الذمم المدينة	المخزون	الممتلكات والمصانع والمعدات	اجمالي الدين	تكلفة البضاعة المباعة	الإيرادات الأخرى	الإيرادات التشغيلية	صافي الربح	التدفق النقدي التشغيلي	التدفقات الرأسمالية كشف التدفق/صافي استثماري	عدد الاسهم	سعر إغلاق السهم	عمر الشركة	المبيعات	نفقات البحث والتطوير	نفقات الاعلان	الصيانة	الاندثار
شركة اللجين القابضة	60787	15480	20897	10750	0	1237422	4009	4616	31966	0	20998	149883	28322	137511	-18977	973	69200	21.29	26	28322	0	784	46	1389
شركة اسمنت المدينة	676488	154496	290502	21831	0	2270023	56042	124770	1407905	0	40918	4082	535293	605475	197926	5440	189200	11.82	22	535293	0	0	43907	117929
شركة اسمنت حائل	288907004	82022702	40401222	50474580	23916667	1322514743	22661299	277224327	933515308	202432488	112767022	2881766	164539945	22795789	4759362	23896519	97900000	9.9	7	164539945	0	0	583558	66583249
شركة المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي	6652844	3035140	3107269	241365	0	25311911	1108947	1092938	16071975	7993896	5100291	817900	736381	2108975	1698963	88169	450000	19.16	22	7363811	0	0	80888	913792
شركة نماء للكيماويات	209198	872280	28575	78804	110779	1430097	117799	46230	794198	826082	507581	15527	598673	2827	32037	34736	61205	17.6	35	598673	0	0	0	57324
السعودية لانابيب الصلب	402069086	30839840	10497222	161086340	1.39E+08	1215551157	202828418	185743446	705283360	119627844	602977060	11318040	696421393	23492774	65092096	19281221	51000000	16.09	37	696421393	0	0	0	41682234
الشركة الوطنية للبتروكيماويات (بترو كيم)	5716728	2662058	2265819	241365	0	21901478	1108947	1092398	16070911	7993896	5100291	157194	736281	1509150	1760443	87074	480000	18.53	9	7362811	0	0	80888	913491
شركة اسمنت نجران	505512	176484	12630	28092	0	2730773	49598	427502	2222185	600718	299322	5150	346244	-10560	79631	11915	170000	10.43	12	346244	0	0	82959	110504
شركة اسمنت المنطقة الشمالية	752224108	1048783684	19669019	55973908	9.02E+08	2112850765	88291273	507890126	1569542272	40000000	289451899	3933284	462669192	61598032	296228416	182090841	180000000	10.68	11	462669192	0	623948	0	64699779
كيماويات الميثانول	525395390	281330846	241101643	89242890	0	2257067910	0	113968088	1715158354	840842224	550154984	1407986	683214577	-43124139	63266273	43910197	120600000	17.81	9	683214577	0	0	4503	122925662
كيان السعودية للبتروكيماويات (بنساب)	6811410	3350402	2513999	1388681	1600087	40311290	2556844	1286060	32754054	22488470	7684166	133611	9983926	792302	3592324	986682	1500000	10.68	10	9983926	0	0	13883	2296723
بنيع الوطنية للبتروكيماويات (بنساب)	6582991	2323147	1052254	580986	0	19764530	2622421	675751	12953931	1130177	4350607	163528	7220906	2520280	3235901	466553	562500	58.84	11	7220906	144417	0	0	1086145
شركة التصنيع الوطنية	24353024	16629614	2535215	2656389	17440	33993194	2726665	2815971	9328349	15599842	8692257	230911	10796424	1148637	1530488	829604	668914	16.4	33	10796424	132793	0	0	853088
المتقدمة للبتروكيماويات	1241154	337075	260269	123474	10000	4552339	300938	143004	1987367	0	1646414	68930	2384537	651883	846415	179037	196794	41071	12	2384537	0	1001	0	190697
السعودية للصناعات الأساسية (سابك)	117763471	48299406	59038656	18061464	1065000	322455422	22609432	26062995	167355911	56998188	99785144	2956064	149765968	29624745	38677205	11396979	3000000	101.95	41	149765968	1130223	0	0	13928217

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

(27) الملحق

بيانات الشركات الصناعية العراقية المستخدمة في الدراسة لسنة 2018

اسم الشركة	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	النقد	الدائنون	الديون قصيرة الاجل	اجمالي الموجودات	الذمم المدينة	المخزون	الممتلكات والمصانع والمعدات	اجمالي الدين	تكلفة البضاعة المباعة	الايرادات الاخرى	الايرادات التشغيلية	صافي الربح	التدفق النقدي التشغيلي	النفقات الرأسمالية كشف التدفق صافي استثماري	عدد الاسهم	سعر اغلاق السهم	عمر الشركة	المبيعات	نفقات البحث والتطوير	نفقات الاعلان	الصيانة	الاندثار
الخيطة الحديثة	2475862183	738081923	1508541426	514546812	0	2797280280	343194913	536973584	321418097	0	125699053	1479976	1070366746	608725113	629705745	6754455	1000000000	3.990	29	1070366746	700000	150000	3720500	36334787
الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والابلاستيكية	5006232079	2934221977	1646098893	2934221972	0	6799280381	1981000062	1379133124	706676016	0	2017059866	422506196	3418478061	64505478	495653295	384464500	1559251252	0.650	56	3418478061	0	650000	76598250	101474900
الصناعات الكيماوية العصرية	4179411675	74406233	12520347	74406233	0	4617243593	43304356	4082164752	437816917	0	233790910	994152	0	233790910	341958284	342123800	180000000	1.390	72	0	0	0	11606500	10623882
العراقية لتصنيع وتسويق التمور	18994133360	5218727509	400797681	5217600806	0	26035669040	16947125190	928775112	6908011482	0	4518281756	82130334	2781954817	3152512104	1139946685	1137319991	1725000000	7.980	29	2781954817	400000	5473196	145518986	631970333
العراقية للمسجاد والمفروشات	3067106013	994076246	2643625868	385693846	0	3143394759	1251500	422228645	3200876	0	328622617	463376846	555076112	20976849	13030083	370000	500000000	7.980	29	555076112	625000	407000	2740500	9440893
المنصور للصناعات الدوائية	4629714069	1837942879	76405578	1806580677	0	9504928526	3770563390	782745101	2077173181	0	2206259906	417744544	1914982036	291277870	3388317738	2338302103	6469267350	0.640	29	1907250451	74429500	695000	83291298	180333127
الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات	2068411284	4868302834	606774787	4868302834	0	2314500123	837601365	624035096	140510314	0	1082891768	500000	214900073	867991695	767256868	140000	500000000	1.750	54	214900073	6018951	1227500	14863008	100734827
بغداد لصناعة مواد التغليف	259506019	11940657	20529079	11940657	0	1039126621	6001169	232975771	597912887	0	31568133	49113327	88750000	28800277	14178350	1415000	1080000000	1.300	56	88750000	0	600000	643800	3449377
بغداد للمشروبات الغازية	119011802550	17175627542	40740900796	10743865686	0	350255595267	17900309144	60370592610	165033616351	0	255732318321	41976145	331351800403	333642739949	52796589631	31164141724	177333333333	3.590	29	331351800403	8975265	2617791395	2393042804	26693797665

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

(28) الملحق

بيانات الشركات الصناعية الكويتية المستخدمة في الدراسة لسنة 2018

اسم الشركة	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	النقد	الدائنون	الديون قصيرة الاجل	اجمالي الموجودات	الذمم المدينة	المخزون	الممتلكات والمصانع والمعدات	اجمالي الدين	تكلفة البضاعة المباعة	الايرادات الاخرى	الايرادات التشغيلية	صافي الربح	التدفق النقدي التشغيلي	النفقات الراسمالية ككشف التدفق صافي استثماري	عدد الاسهم	سعر اغلاق السهم	عمر الشركة	المبيعات	نفقات البحث والتطوير	نفقات الاعلان	الصيانة	الائتمان
الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية	65596512	20753140	3608819	1715912	7951613	177225328	18031129	39657430	5748008	0	71792944	5851980	81287775	9083360	10478285	2195585	209931309	0.352	43	81287775	0	0	0	1050246
الشارقة للأسمنت والتممية الصناعية	693098	398899	60536	140694	258205	2032171	373325	315825	982075	162691	562752	26084	596827	29377	5895	223170	608254	0.082	41	596927	0	0	0	58934
الشركة الوطنية للرممية	3749486	55656883	238328	21521909	18605312	76038764	629791	326367	4290783	0	625879	163026	706526	-496612	-41940	-223829	820190840	0.015	20	706526	0	0	0	139639
شركة اسمنت الكويت	61558610	46743755	9408848	28120829	18622926	301911527	33401007	18748755	156936158	58691779	82445969	3371512	96258770	8459956	16860838	5013580	713041843	0.360	50	96258770	0	0	0	8274849
شركة اسمنت الهلال	14472795	5489054	6604532	4989054	50000	22379970	6293287	1574976	4605691	1082900	18075037	220855	20920541	86012	2315507	1645912	101462130	0.112	34	20920541	0	0	0	974348
شركة اسمنت بورتلاند الكويت	69498840	16632300	11345017	16183706	0	91638217	26585758	9877309	6103293	0	97060207	5493162	105939216	11013203	8975387	5365003	100221960	1.149	42	105939216	0	0	0	5650229
شركة اسيكو للصناعات	19256864	16253561	2793453	8943673	0	310366806	5083738	4884669	50997372	132719363	14361716	30388801	20097846	-	11156036	4879352	332021453	0.162	28	20097846	0	0	0	3536452
شركة الشعبية الصناعية	11244899	3732133	879565	3088133	644000	23399142	3780641	5893109	12154243	507988	12509923	333001	14741495	1078601	304426	86997	99237767	0.188	40	14741495	0	0	0	487105
شركة الصناعات الهندسية الثقيلة وصناعة السفن	109434844	102630528	4982323	71747178	28527367	180775370	39511988	18660665	69803481	3691233	163396655	776991	181427351	10241437	23369040	18335583	180241517	0.425	44	181427351	0	0	0	8444448
شركة الصناعات الوطنية	44778383	16450984	5759568	16450984	0	112032229	13244559	21920312	33957923	0	44270024	2177375	52923210	4114623	4697109	4573029	349119980	0.184	21	52923210	0	0	0	3023453
شركة المعادن والصناعات التحويلية	12199191	7065709	1921442	3792931	550000	22342855	3903101	3675408	1709360	0	5578292	12154081	7853841	-1100308	-71900	499192	90107699	0.63	31	7853841	0	0	0	606507
شركة المعدات القابضة	6166976	8257659	1408597	6761264	1363246	20594392	3650947	1004905	13793686	4792788	8603448	527723	6622068	-2490100	-1123834	298629	13640000	0.044	19	6622068	0	0	0	1316694
شركة ميرد القابضة	5442780	3932510	3743823	1429163	0	25038513	1107904	580839	1518134	0	1108564	3308589	1108564	1815130	1533008	961887	162022063	0.054	22	1108564	0	0	0	53526
شركة هيومن سوفت القابضة	47648858	22340219	20994756	1025981	7700000	109913994	20994756	52043	54222104	17208526	15717901	316466	69250695	33220920	35787369	7539139	121654352	3.25	21	69250695	0	0	0	3550019
شركة كي جي ال لوجستيك	27840316	27626613	1789231	9396956	0	132781681	8076050	697468	42975704	12455917	34741129	156783	41762551	6358397	13187985	9886161	761521646	0.039	18	41762551	0	0	0	2430812

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

(29) الملحق

بيانات الشركات الصناعية السعودية المستخدمة في الدراسة لسنة 2018

اسم الشركة	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	النقد	الدائنون	الديون قصيرة الأجل	اجمالي الموجودات	الذمم المدينة	المخزون	الممتلكات والمصانع والمعدات	اجمالي الدين	تكلفة البضاعة المباعة	الإيرادات الأخرى	الإيرادات التشغيلية	صافي الربح	التدفق النقدي التشغيلي	النفقات الراسمالية كشف التدفق صافي استثماري	عدد الاسهم	سعر إغلاق السهم	عمر الشركة	المبيعات	نفقات البحث والتطوير	نفقات الاعلان	الصيانة	الاندثار
شركة اللجين القابضة	47669	16294	9374	10448	0	1325230	4108	4125	30040	0	21235	121423	25871	106155	-9900	1275	69200	19.46	27	25871	0	877	59	3200
شركة اسمنت المدينة	577317	71197	308369	14526	0	2224648000	41450	198475	1390629	0	240657	52653	344896	125312	49694	14462	189	9.21	23	344896	0	0	131	81678
شركة اسمنت حائل	410009852	98596510	41514008	48296782	41916667	1285598952	29828413	296629494	875589100	175514870	184846750	5171305	195976878	-17025732	21089054	5776379	97900000	7.9	8	195976878	0	0	660235	66957883
شركة المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي	7060119	4225435	4107011	37962	1374772	24387453	1035382	1103108	15020745	4850920	6247308	563823	8930414	2240376	2918617	69497	450000	22.88	23	8930414	0	0	0	1115984
شركة نماء للكيماويات	243805	862313	243805	66853	50767	1402789	112397	85939	753654	787211	496779	7843	624344	41785	107549	12503	23355	27.15	36	624344	0	0	0	55259
السعودية لاثابيب الصلب	428392026	398817944	23499467	214397182	176876483	1152206225	199747473	202145086	615671975	134902189	648272908	364521	646201904	-166367481	-5670647	32019178	50541331	18.08	38	646201904	0	0	0	47329123
الشركة الوطنية للبتروكيماويات (بنرو كيم)	5870624	3891196	3251537	37962	1374772	21018797	1035382	1105457	15019709	4850920	6244959	231648	8930414	1931111	2922337	69035	480000	24.3	10	8930414	0	0	0	1115424
شركة اسمنت نجران	43328	128222	12024	25727	61170	2577479	30580	382861	2134071	490000	292366	16	278413	-76093	58298	5069	170000	8.41	13	278413	0	0	20342	92731
شركة اسمنت المنطقة الشمالية	805658207	994216566	25959753	76530299	810775009	130963885	3189989813	546268327	1764424656	120000000	244951665	9904865	392547887	19087021	82240515	66859573	180000000	8.34	12	392547887	1168630	0	0	65827203
كيماويات الميثانول	463847040	253234977	119823733	87643360	157613395	1220727756	162792119	118231188	1646152549	50604149324	506041471	5332068	701612727	55299858	163617311	49126171	120600000	16.682	10	701612727	0	0	19954010	123644010
كيان السعودية للبتروكيماويات (ينساب)	9173922	3295944	2376597	588826	1522473	40694926	2822370	1659463	30722818	31196517	8897831	224750	12263159	1881094	3432919	250106	1500000	13.2	11	12263159	245243	0	6098	2256778
ينبع الوطنية للبتروكيماويات (ينساب)	6227525	1343865	62600	140146	0	19072059	2105139	769838	12617436	0	4763033	181516	7628470	2512248	3849822	750758	562500	64.1	12	7628470	152287	0	0	1085394
شركة التصنيع الوطنية	9840282	7743384	2909045	2174536	3224097	33565841	2515051	3261154	8914200	11272425	2636600	1782621	3065339	642606	2160950	585665	668914	15.12	34	3065339	64549	0	0	829109
المتقدمة للبتروكيماويات	1342768	1369043	192720	141541	0	4696348	276581	152023	2018405	0	1920634	83502	2748212	745362	920843	267607	21473	45.9	13	2748212	0	847	0	206500
السعودية للصناعات الأساسية (سايك)	107587828	37880513	42590820	14969357	1167589	319710874	21821849	28244803	163819684	45356727	111287016	1192122	189128339	35683068	44771094	25073906	3000000	116.2	42	189128339	1825235	0	656025	14472437

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

(30) الملحق

بيانات الشركات الصناعية العراقية المستخدمة في الدراسة لسنة 2019

اسم الشركة	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	النقد	الدائنون	الديون قصيرة الاجل	اجمالي الموجودات	الذمم المدينة	المخزون	الممتلكات والمصانع والمعدات	اجمالي الدين	تكلفة البضاعة المباعة	الايرادات الاخرى	الايرادات التشغيلية	صافي الربح	التدفق النقدي التشغيلي	التدفقات الرأسمالية كشف التدفق/صافي استثماري	عدد الاسهم	سعر اغلاق الشركة	عمر	المبيعات	نفقات البحث والتطوير	نفقات الاعلان	الصيانة	الاندثار
الخياطة الحديثة	2429861430	501990244	1668055729	375915825	0	2732391503	328941532	451191739	289056573	0	66306900	7200000	974129789	384758055	410873715	1015000	1000000000	6.5	30	974129789	60000	246000	5304500	33376490
الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والابلاستيكية	4583974470	2999092652	1294872375	2999092652	0	7947269986	1879217419	1409884676	2352802081	0	3863480546	930509529	3966616967	103136421	462575216	300000000	1554910963	1.9	57	3966616967	1250000	2250000	185705500	136043167
الصناعات الكيماوية العصرية	3116697590	178555562	1055411390	172254880	0	5185038678	21553200	2039733000	2068326088	0	3378690248	898205	3336821555	41868693	1065584605	15971000	180000000	100	73	3336821555	0	0	0	185491059
العراقية لتصنيع وتسويق التمور	19985782646	5723849834	189100742	5722723131	0	26738602779	1.8051E+10	777741632	6482096790	0	3708823614	2778288305	3069178663	2403421945	496952903	507063170	17250000000	1.16	30	3069178663	0	6841000	75802884	836117582
العراقية للمسجاد والمفروشات	3610816124	1170607507	811665314	477998285	0	3684382066	35100	418799310	478073	0	224994232	77827612	1079932435	687792756	54841946	2380380000	500000000	8.85	30	1079932435	5000000	805000	3666500	3102803
المنصور للصناعات الدوائية	2252536686	1437858040	116848078	1256495838	150000000	6949287881	991210498	1144478110	1984781467	1500000000	1389632624	1006851259	462594861	927037763	11131027	51573527	6469267350	0.95	30	449440827	29474000	0	45418655	185415114
الوطنية للصناعات المعدنية والدرجات	2057433257	5277832255	526691603	5277832255	0	2263484646	843367473	68737181	100472828	0	1133403809	112951320	492202096	641201713	537218046	360000	5000000000	2.83	55	492202096	6526500	50000	8318786	103983667
بغداد لصناعة مواد التغليف	263700237	17850383	22948297	17850383	0	1063791462	176169	240575771	618383510	0	42741733	5150000	126000000	17014841	62339218	23920000	1080000000	1.98	57	126000000	0	600000	2874000	3449377
بغداد للمشروبات الغازية	164407099924	37350959640	106404620617	30914084373	0	403529136470	4052781414	53949697893	155881571429	0	281925834739	327169342	367746074612	57287459261	110365230168	38269748491	177333333333	3.290	30	367746074612	29306303	9626905485	1552373822	30391504662

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

(الملحق 31)

بيانات الشركات الصناعية الكويتية المستخدمة في الدراسة لسنة 2019

اسم الشركة	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	النقد	الدائنون	الديون قصيرة الاجل	اجمالي الموجودات	النم المدينة	المخزون	الممتلكات والمصانع والمعدات	اجمالي الدين	تكلفة البضاعة المباعة	الايرادات الاخرى	الايرادات التشغيلية	صافي الربح	التدفق النقدي التشغيلي	النفقات الراسمالية كشف التدفق/صافي استثماري	عدد الاسهم	سعر اغلاق السهم	عمر الشركة	المبيعات	نفقات البحث والتطوير	نفقات الاعلان	الصيانة
الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية	77059225	15464416	24467421	2242276	3657450	194420158	17078319	34422188	7680430	0	62234900	4774905	67717318	4763986	10215234	9175864	209931309	0.485	44	67717318	0	0	1002087
الشارقة للأسمنت والتنمية الصناعية	721564	519395	20493	181569	337826	2155303	301043	357732	1002205	191353	534111	20251	567577	12070	57250	178028	608254	0.047	42	567577	0	0	66261
الشركة الوطنية للرمية	3706169	56676519	183014	21788863	18605312	72412785	569964	498191	2430515	0	556332	150309	762473	3833916	12928	-8180	280190840	0.01	21	762473	0	0	148474
شركة اسمنت الكويت	53428980	41386993	9528618	21983181	18963851	315980427	27471315	16429047	152261624	57737687	74033079	3673472	81819157	4137913	15099598	4510965	712974671	0.246	51	81819157	0	0	9762980
شركة اسمنت الهلال	13798554	5479714	7352131	4866833	500000	20026069	5322091	1124332	3347557	1082900	16772735	440477	19102910	1165123	2438514	-11690	101462130	0.1	35	19102910	0	0	989418
شركة اسمنت بورتلاند الكويت	62944885	11454759	3934984	10829842	0	92456130	27646371	6117941	4880013	0	80013290	5762863	85227955	8172776	5167190	4419271	100221960	0.98	43	85227955	0	0	5707424
شركة اسيكو للصناعات	17601997	41848341	10791265	24111265	0	426268172	21865174	31639943	143768839	199157705	27288328	4956049	36345030	3166742	22683398	5059599	331014026	0.134	29	36345030	0	0	4077756
شركة الشعبية الصناعية	10472405	3058227	1707902	2166448	600000	22988919	3862361	4552143	11043779	480027	13091342	147655	14821664	338233	1465362	112641	99237767	0.155	41	14821664	0	0	583357
شركة الصناعات الهندسية الثقيلة وصناعة السفن	119574508	96423138	5453952	62109754	31638542	189149137	64285379	16608606	67299742	10371780	158806780	463352	176442226	11898244	3702764	6450405	180241517	0.405	45	176442226	0	0	8984218
شركة الصناعات الوطنية	46477137	17550162	8601342	16213430	304767	114328009	13277061	20886159	33227570	0	39392063	3141576	84274206	4400402	8172176	3223701		0.165	22	84274206	0	0	3133868
شركة المعادن والصناعات التحويلية	10166501	7103463	3278803	3633380	750000	21034834	4319765	1520230	1938197	0	1791903	12251625	8775161	1752457	2304987	758288	90107775	0.5	32	8775161	0	0	554569
شركة المعدات القابضة	7831124	9054994	1359435	5199919	1914523	20742375	5083261	724955	12183406	3832963	5764718	1568398	5862544	70714	389617	-202063	13640000	0.037	20	5862544	0	0	1171366
شركة ميرد القابضة	4766675	3750543	3022061	1344366	0	24986330	1139297	605317	1488921	0	912436	2693940	912436	1093548	917734	5540	161610635	0.088	23	912436	0	0	59167
شركة هيومن سوفت القابضة	57828742	22200370	35355264	748898	7890000	118343234	22425454	48024	51556641	10879265	16575784	366022	73294166	37813998	39701035	1082120	121654352	3.025	22	73294166	0	0	3817345
شركة كي جي ال لوجستيك	29063911	27367810	1795258	8853705	0	160366502	1035406	19723351	23370487	8306913	26827181	96928	29597306	2674151	10170215	4717043	761520510	0.37	19	29597306	0	0	2396674

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

(32) الملحق

بيانات الشركات الصناعية السعودية المستخدمة في الدراسة لسنة 2019

اسم الشركة	الموجودات المتداولة	المطلوبات المتداولة	النقد	الدائنون	الديون قصيرة الأجل	اجمالي الموجودات	الذمم المدينة	المخزون	الممتلكات والمصانع والمعدات	اجمالي الدين	تكلفة البضاعة المباعة	الإيرادات الأخرى	الإيرادات التشغيلية	صافي الربح	التدفق النقدي التشغيلي	النقطة الرأسمالية كشف التدفق/صافي استثماري	عدد الاسهم	سعر اغلاق السهم	عمر الشركة	المبيعات	نقطة البحث والتطوير	نقطة الاعلان	الصيانة	
شركة اللجين القابضة	21980	13539	12785	3912	4506	1496722	3264	4377	27146	0	18029	217887	23730	206074	-1007	88	69200	30	28	23730	0	658	37	3118
شركة اسمنت المدينة	753136	67978	68455	15124	0	2331361	39774	144075	1450063	0	310077	11766	531377516	195925985	324110399	13243532	189200	17.9	24	531377516	0	135100	93571	88983
شركة اسمنت حائل	491524394	88095742	110984656	45746491	31916667	34127900	1313855586	300352653	813001215	143597252	182377358	6845306	274400925	69709995	115300256	1653608	97900000	12.2	9	274400925	0	0	582261	64793238
شركة المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي	5810505	3000356	3658384	203467	1210425	22207304	906097	915053	14175897	3435135	5559121	403570	7434705	1445238	2275745	20778	450000	24	24	7434705	0	0	0	866593
شركة نماء للكيماويات	207412	852170	24381	74835	47518	1302602	98007	59947	725840	729297	452005	15865	525941	6149	71061	8326	23355	23.62	37	525941	0	0	0	50461
السعودية لانتايب الصلب	413203350	437850653	39506782	209768831	227456517	1118893791	223630444	150066124	581420752	59804917	658375000	8939885	671553134	-40343933	49060286	5223211	50542311	20.68	39	671553134	0	0	0	44340595
الشركة الوطنية البتروكيماويات (بتروكيم)	4632300	2538565	2485617	203467	1210425	19015723	906097	917803	14175165	3435135	5558716	98160	7434705	1156312	2283253	20605	480000	23.74	11	7434705	0	0	0	866117
شركة اسمنت نجران	395188	435081	22152	22929	370908	2484328	33469	319765	2085065	30000	279954	1566	416406	59662	184641	21006	170000	11.96	14	416406	0	0	29263	77328
شركة اسمنت المنطقة الشمالية	836977979	523585368	117640964	68614766	292574302	3218787991	125151035	477555221	1726288975	525454545	457049188	25451138	673371397	105242975	199215984	35543782	180000000	11.96	13	673371397	1099227	0	0	74606071
كيماويات الميثانول	344587422	228456227	113086237	76508865	144883286	1943037580	108391471	123109714	1562117973	587366332	467780631	3698472	527239600	-78167600	82041640	37055790	120600000	14.93	11	527239600	0	0	18444731	121162551
كيان السعودية للبترودكيماويات (ينساب)	5381729	2886750	912723	463948	1496725	35327795	2510206	1315617	28780613	16469491	8477343	127770	9536400	-538548	2198395	303761	1500000	11.1	12	9536400	190362	0	0	2265274
ينبع الوطنية للبترودكيماويات (ينساب)	5842703	1152758	136270	457346	0	18070407	1753273	735943	11848879	0	4566563	155164	6064834	1225232	2551907	446935	562500	55.9	13	6064834	121200	0	0	1215492
شركة التصنيع الوطنية	5538386	3874985	2723226	1370715	844141	22939499	1360602	565958	3007465	6739832	2617693	1172665	3018949	-568066	115856	203155	668914	13.68	35	3018949	70226	0	0	348246
المتقدمة للبترودكيماويات	257869	328342	47899	208275	0	3802588	311056	131989	1778970	0	1695313	96203	2594508	788617	845952	80847	216473	49.4	14	2594508	0	737	0	214111
السعودية للصناعات الاساسية (سابك)	94961216	37447236	38312775	12888175	1346996	310365751	18322552	62413580	162996284	41349654	104217191	1123117	139737384	11682306	35572929	19956633	3000000	93.9	43	139737384	1625762	0	621808	14453281

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات

Abstract

The quality of earning is one of the most controversial topics of financial management because of its modernity, and it represents one of the research breakthroughs in the field of financial sciences because it led him to shift from the aspect of quantitative financial analysis to qualitative financial analysis, and that his study besides the efficiency of investment added another dimension to the presentation of theories, logical relationships and research opinions in accordance with With the edges of financial knowledge, it formed a philosophical title that means measuring and analyzing the relationship between the quality of earning and the efficiency of investment in Arab industrial companies, a comparative study. Five years for the period from 2015 to 2019, and to achieve the main objective of the study, which is to show the impact of the quality of earning with their components on investment efficiency through under-investment and over-investment, the quality of earning was evaluated using four models: (Receivables quality model, abnormal receivables model, returns homogeneity model, as well as the predictability model), and the rest of those models were relied on as the parameter that He expressed the quality of earning, and the efficiency of investment in companies was evaluated using a regression model that takes the size of the investment as a dependent variable, and the determinants of that efficiency as independent variables. As for the positive residuals, they express excessive investment, and the components of the quality of earning were divided into their essential and estimated components. Other companies working with it in the same country, as well as a comparison between companies at the level of the sample countries and the second standard to estimate the quality of earning and investment efficiency and the division of the first according to its

components and the extent of its impact on the efficiency of investment and at the level of each country and then the comparison between those countries, the results of the study showed the superiority of each of Saudi and Kuwaiti companies are ahead of their Iraqi counterparts in terms of achieving high quality earning, as well as investing close to The level of efficiency, and the quality of the earning and their components have an impact on the efficiency of investment in all companies of the sample countries, but there is a discrepancy in the size of that effect, and this is the result of the variation in the volume of banking relations between banks and companies, which led to the variation in their ability to enhance investment efficiency.



The Republic of Iraq
Ministry of Higher Education and Scientific Research
University of Basra - College of Administration and Economics
Department of Financial and Banking Sciences



**Measuring and analyzing the relationship
between the earning quality and the efficiency of
investment in Arab industrial companies, a
comparative study for the period 2015-2019**

A thesis submitted by
Saadallh Mohammed Oboid Al-Nuaimi

To

**Council of the College of Administration and Economics - University
of Basra, as part of the requirements for obtaining a doctorate degree
in philosophy in financial and banking sciences**

Supervised by
Professor
Dr. Montadher Fadel Saad Al-Batat

2022A.D

A.H 1443