

تحديد أثر المستحقات التقديرية من مدخل إدارة العوائد في صناعة القرار الاستثماري الرأسمالي

بحث مستل من اطروحة دكتوراه بعنوان (تحديد نمط استخدام إدارة العوائد ونوعيتها في صناعة القرار الاستثماري الرأسمالي)

د. سرمد كوكب الجميل، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق
بسام أحمد عبد الله، قسم الحاسبة، جامعة دهوك (زائر في جامعة نهروز)، إقليم كردستان العراق

مخلص

ركزت الدراسة على اختبار العلاقة بين القرارات الاستثمارية الرأسمالية للشركات وبين العوائد المستقبلية بإدخال نماذج إدارة العوائد، انطلاقاً من وجهة النظر التي تؤكد على ضرورة اعتماد القرارات الاستثمارية الرأسمالية على نوعية الاستثمار بدلاً من كمية الاستثمار، وفي سبيل اختبار فرضية البحث تم قياس المستحقات التقديرية لبعض نماذج إدارة العوائد لعينة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2009-2017 باستخدام البيانات الربع سنوية، وأشر البحث إلى أن وجود ممارسات إدارة العوائد لا تؤثر على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرأسمالية التي تتخذها الإدارة، نظراً لامتلاكها معلومات دقيقة وكاملة عن ربحية شركاتهم مقارنةً بالأطراف الأخرى المتعاملة مع الشركة، نظراً لوجود عدم التماثل المعلوماتي بين مختلف الأطراف المتعاملة مع الشركة، وامتلاك الإدارة للمعلومات ذات النوعية العالية مقارنةً بالأطراف الأخرى التي تعتمد على التحليل المالي أو على العوائد المعلنة للشركة، وتوصلت الدراسة إلى عدم الاعتماد على المستحقات التقديرية للتنبؤ بالعوائد المستقبلية، أي عدم الاعتماد عليها بشكل مطلق في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، فقد تكون ممارسات إدارة العوائد ذات طبيعة معلوماتية تتمثل في أن المدراء يستخدمون حكمتهم ودرايتهم، ليزودوا المستثمرين بالمعلومات التي يمتلكونها من وجهة نظرهم المستقبلية.

الكلمات المفتاحية: القرار الاستثماري، إدارة العوائد، المستحقات التقديرية، اللاتماثل المعلوماتي.

1. المقدمة

التقارير المالية للشركات ودوافع الإدارة في ذلك دون التعرض للأثار الناتجة عن تلك الممارسة في القرار الاستثماري.

أصبحت ظاهرة إدارة العوائد تثير قلق المتعاملين في أسواق المال وإدارة الشركات لتأثيرها المباشر في نوعية العوائد وعلاقتها المتبادلة مع القرار الاستثماري، كونها تمثل خطراً للمعلومات بوصفها مدخلاً تحليلياً نوعياً يؤثر على نمط الاستثمار الرأسمالي وكفاءته.

2.1 مشكلة البحث

نتيجة تدخل الإدارة في عملية إعداد الكشوفات المالية الذي له تأثير على تقييم مستخدمي المعلومات لنوعية العوائد وإمكانية الاعتماد عليها في صناعة القرار الاستثماري، حيث ان هنالك إجماع في الأدبيات المالية على أن إدارة العوائد هو واقع حال لأسباب ودوافع مختلفة تؤثر في صناعة القرار الاستثماري من أجل التأثير في أسعار الأسهم. بناءً عليه فإن الاعتماد على مستوى إدارة العوائد يؤثر درجة موثوقية الأرقام المفصح عنها في الكشوفات المالية وتؤثر على التغييرات في حجم الاستثمار داخل الشركة بوصفها مؤشراً على صناعة القرار الاستثماري، وعلى هذا الأساس فإن مشكلة الدراسة تكمن في التساؤل الآتي:

وإذا كان لدى الشركة خبرة كافية حول استمرارية العوائد المعلن عنها وزيادتها فإن تلك الشركة سوف تزيد من استثماراتها، وبالعكس فيما إذا كانت العوائد المعلنة عنها مؤقتة فلا ينبغي أن يكون هناك تغييرات في مستويات الاستثمار (Li, 2011)، لأن ذلك يمثل تدخل الإدارة في ممارسات إدارة العوائد.

1.1 أهمية البحث

ركزت اغلب الدراسات على كيفية قياس إدارة العوائد، وعلى النماذج المقترحة لتقدير نوعية العوائد وأغفال تأثيرها في القرار الاستثماري، إلا أن الدراسة الحالية لها أهمية خاصة تعود إلى عدة عوامل منها:

هل تؤثر إدارة العوائد المعلنة والتغيرات في حجم الاستثمار الرأسمالي داخل الشركة؟

● نظراً إلى أن الدراسة الحالية تتعلق بإدارة العوائد بوصفها احد اهم نتائج الفكر المالي المعاصر، فان نتائج هذه الدراسة سوف تؤثر العلاقة بين إدارة العوائد وصناعة القرار الاستثماري الرأسمالي.

3.1 أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى

● التعامل مع المستحقات التقديرية بوصفها من المداخل المهمة في دراسة جدوى المعلومات، والتي تساعد على تفسير السلوك التقديري والتحيزات

● تعد الدراسة الحالية إضافة معرفية في التعرف على الأثار الناتجة عن إدارة العوائد، خلافاً لدراسات كثيرة دأبت وناقشت واختبرت إدارة العوائد في

2.2 مفهوم إدارة العوائد

تمثل إدارة العوائد مسألة جدلية فقد يعدها البعض نوعاً من التحايل أو التلاعب بالمعلومات المحاسبية طالما توافر في هذا السلوك صفة التعمد، في حين يعدها البعض الآخر، وعلى الرغم من توافر صفة التعمد وتضليل مستخدمي المعلومات المحاسبية، سلوكاً قانونياً مشروعاً طالما أنه يحقق مصلحة الشركة المساهمة (حمودي، 2010: 41)، وقد عدها بعض الباحثين أنها متعددة الاستخدامات بعضها سلمي عندما تحاول الإدارة الوصول الى أرقام محددة مسبقاً تتعلق بأداء الشركة من خلال التلاعب بالأرباح، حيث تركز من خلالها اهتمامات الإدارة على المكافآت والحوافز المرتبطة بهذه الأرباح دون الأخذ بنظر الاعتبار التأثير على أداء الشركة، أما الوجه الآخر لاستخدامات إدارة العوائد هو الجانب الإيجابي المتمثل بإدارة العوائد المباشرة أو الفعلية التي تعتمد على توقيت الاستثمار والسيطرة على النفقات المقدرة في الشركة للوصول الى الربح أو العائد المطلوب، أو استخدام إدارة العوائد لتقليل من الدخل الخاضع للضريبة (Arar et al., 2018: 99). وهناك وجهتي نظر حول إدارة العوائد، منها:

- **وجهة النظر الأولى:** تقوم وجهة النظر هذه على اقتناص الفرص، وتقترح بان رغبة المديرين تكون باتجاه تضليل المعلومات عن المستثمرين وأصحاب المصلحة واستغلالها للمصلحة الشخصية (الدوسكي، 2006: 5)، وتحدث إدارة العوائد عندما يستخدم المدراء حكمهم الشخصي عند إعداد التقارير المالية، وفي تنظيم المعاملات لتعديل القوائم المالية، إما بهدف تضليل بعض أصحاب المصلحة حول الأداء الاقتصادي للشركة أو للتأثير في النتائج التعاقدية التي تعتمد على الأرقام المحاسبية المبلغ عنها (Ronen & Yaari, 2008: 26). وقد تؤدي الى اتخاذ قرارات استثمارية دون المستوى الأمثل، نظراً لأن إدارة العوائد والقرارات الاستثمارية تعتمدان على البيانات التاريخية، إذ أن إدارة العوائد تنشأ نتيجة لسلوك المدير على مستوى الأجل القصير من أجل تحسين أداء الشركة على المدى طويل الأجل، أي أن إدارة العوائد ترتبط بالربح الحاصل في الماضي تماماً كالقرارات الاستثمارية في الشركات التي تعتمد على أرباح الشركة والقرارات الاستثمارية في الفترة السابقة (Kim, 2016: 39-40).
- **وجهة النظر الثانية:** تدعم وجهة النظر هذه على انه يمكن الاستفادة من إدارة العوائد من المرونة في اختيار المعالجة المحاسبية للإشارة الى المعلومات

المنهجية فيما يتعلق بالعوائد المعلنة، من خلال المنطق الذي يشير الى أن العوائد التي ترتبط بالتغيرات في قرارات استثمار الشركة من المرجح أن تكون مستمرة (دائمة) وذات نوعية عالية، وبشكل أكبر من العوائد المباحثة (الفجائية)، تكون أقل ارتباطاً بهذه القرارات.

- اختبار الآثار الناتجة عن إدارة العوائد من خلال العلاقة بينها وبين القرار الاستراتيجي الرأسمالي.

4.1 فرضية الدراسة

إن وجود ممارسات إدارة العوائد في الشركات الصناعية بقصد الحصول على مكاسب خاصة، يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية رأسمالية لا تتسم بالعقلانية، بسبب تركيزها على حجم العوائد دون التركيز على نوعيتها. لذلك تفترض الدراسة الحالية مايلي:

" يوجد علاقة أثر معنوية ذات دلالة احصائية لممارسات إدارة العوائد في الشركات الصناعية في القرارات الرأسمالية المتخذة".

2. الاطار النظري للدراسة

1.2 مفهوم الاستثمار

يعرف الاستثمار بأنه زيادة رأس المال عن طريق الالتزام بالموارد لبعض الأنشطة الاقتصادية بهدف زيادة العوائد والمنافع في المستقبل، ويمثل التخلي عن الاستهلاك في الوقت الحاضر على أمل زيادة الاستهلاك في المستقبل، ويكون الاستثمار بشكل مباشر في الموجودات الحقيقية مثل المصانع والمعدات (Tung, 1992: 12)، كما يعرف بأنه التخلي عن الأموال في الوقت الحاضر ولمدة معينة من أجل الحصول على مدفوعات مستقبلية تعوض المستثمر عن الوقت اللازم لاستثمار الأموال ومعدل التضخم المتوقع خلال الفترة المالية وعدم التأكد بشأن المدفوعات المستقبلية، بهدف الحصول على التدفقات المستقبلية المتوقعة من المدفوعات التي تم استثمارها في الوقت الحاضر (Reilly & Brown, 2012: 4). ويتضمن القرار الاستثماري قرار تخصيص الموجودات ويمثل الاختيار من بين مجموع الموجودات، وكذلك قرار اختيار كمية الأموال التي تخصص لكل نوع من أنواع الاستثمار (Bodie & et. al., 2014: 84)، و الموارد التي يتم استثمارها قد يصعب استردادها، لذا فقد تنطوي على مخاطر، لذا فالمستثمر يحتاج الى أن يكون على دراية ومعرفة جيدة حول التدفقات النقدية وعن القيمة المضافة المتعلقة بهذا الاستثمار (Patrick & et. al., 2017: 20).

تولد حافظاً لدى المدراء لتنفيذ ممارسات إدارة العوائد لزيادة قيمة الأسهم من أجل بيعها في المستقبل (22: Mohapatra, 2012)، فالشركات التي ترغب في زيادة رأس مالها عن طريق طرح أسهم جديدة من المتوقع أن يكون لديها دافعاً لجعل بياناتها الحالية تبدو جيدة للمستثمرين المحتملين (Thi, 2015: 19).

هـ. سمعة المدراء: ومن جانب آخر عند حدوث تغيير في مناصب الإدارة العليا للشركة، فمن المتوقع أن تميل الإدارة الجديدة إلى اكتساب ثقة المساهمين وتحسين العلاقة معهم، وتمتلك الدافع إلى العمل على تقليل الربح في سنة وصولها وزيادته في السنة التالية (حمودي، 2010: 45).

4.2 خطر اللاتماثل المعلوماتي في اتخاذ القرارات

إن اللاتماثل في المعلومات يعبر عنه في ان أحد الأطراف قد حصل على معلومات لم يستطع الطرف الثاني الحصول عليها فيكون هناك نقص معلوماتي لديه، فيتحمل الخطر أو أن تكون السوق غير تنافسية، وفي حالة التوازن في السوق في ظل عدم التماثل في المعلومات فقد يكون الامر في هذه الحالة غير كفوء اقتصادياً (المجمل، 2016: 64-65).

تعد الكشوفات المالية أحد أهم نتاجات الأنظمة المحاسبية، وأحد أهم أهدافها هو توفير المعلومات اللازمة لتقييم أداء الشركات وربحياتها، وأن الأرقام التي تشير الى الربح ليست موضوعة مقارنة بالأساس النقدي، وبهذا فإن عملية التقييم والتحكم تمكن المدراء من اتخاذ القرارات حول الدخل والإنفاق، نظراً لوجود فجوة معلوماتية تجعل الأرباح المعلنة والمدارة غير متوافقة مع الاداء الفعلي للشركات، حيث يحاول مدراء الشركات الدخول في ممارسات إدارة العوائد للابلاغ عن أرباح مثالية، عبر تمرير آرائهم بتقدير الأرباح وبالتالي التأثير على نوعيتها (Moradi & Nezami, 2011: 146)، لهذا فإن توفير المعلومات بغرض اتخاذ القرارات الاقتصادية هو لتقليل عدم التماثل المعلوماتي الى أدنى مستوياته من أجل الوصول الى اتخاذ القرار الصحيح، وهذا هو جوهر السوق الكفوء والفعال لتوزيع الموارد ويكون فيه الاقتصاد مثالياً، ويحدث اللاتماثل المعلوماتي بسبب الاختلاف في الحصول على المعلومات بين طرفي التعامل، أي هو الفرق بين المعلومات التي يحتفظ بها المدير والمساهم، وفي هذه الحالة يتصرف المدير كوكيل عن المالك (المساهم) وهو يكون أكثر إداراً حول توقعات الشركة في المستقبل مقارنة بالمساهم الذي يمثلها والمحللين والمستثمرين (Purwanti & Kumiawan, 2013: 101). مما قد يصعب في

الخاصة التي يمتلكها المدير في الشركة بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، وينطوي مفهوم إدارة العوائد من وجهة نظر مؤيدي وجهة النظر هذه تحت المنظور المعلوماتي لإدارة العوائد، مؤكداً على أن التقدير الإداري هي وسيلة للمدراء تمكهم من الكشف عن توقعاتهم الخاصة للمستثمرين حول التدفقات النقدية المستقبلية للشركة (Ronen & Yaari, 2008: 25-26)، وقد عبر عنها Belkaoui على أنها عملية تحديد للعوائد، أي إيجاد مستوى مقبول أو مرغوب من العوائد المعلنة للشركة (Belkaoui, 1999: 49)، وهذا ما فسره دراسة Lin الى أن المستحقات التقديرية تضيف المحتوى المعلوماتي الى العوائد، وتساعد المدراء على توليد مقياس موثوق وأكثر ملائمة للأداء المؤسسي، وأنها تنقل معلومات أكثر من تدفقات العوائد غير المدارة (Lin, 2011: 133).

3.2 دوافع إدارة العوائد

أ. حوافز الإدارة : تعد مكافآت المدير تعد من أحد الحوافز الأكثر شيوعاً لإدارة العوائد، ففي أغلب الأعمال يحق للمدراء الحصول على مكافآت نقدية أو خيارات أسهم عند تحقيق عوائد معينة، مثل الزيادات السنوية للمرتبات والمكافآت، وقد أظهرت دراسة Healy عام 1985 أن المكافآت التنفيذية تشجع المدراء على تقديم المستحقات المحاسبية بطريقة استراتيجية (Rani, 2013: 23). (et.al., 2013: 23).

ب. عقد الديون: إن عقد (موثيق) الديون هو اتفاق (شرط) بين الشركة ومقرضها، والتي يتم بموجبها تحديد نسب مالية معينة تفرض على الشركة المقترضة كإجراء من قبل دائئها لايمكنها خرقه، وإذا ما خالفت الشركة هذا الاتفاق فيدعى ذلك بالتخلف الفني technical default والتي تخضع الشركة لتأثيرات مكلفة تمكن الدائنين من مطالبة الشركة بسداد القرض فوراً أو زيادة سعر الفائدة (Thi, 2015: 18).

ج. الكلف السياسية : تنشأ الكلف السياسية نتيجة للضغوطات والتدخلات الخارجية التي قد تتعرض لها الشركة من قبل جهات مختلفة كנקابات العمال والسلطات الضريبية والحكومة والمجتمع بصورة عامة (حبيب، 2003: 64-65).

د. دوافع مرتبطة بالأسهم : أكدت العديد من الدراسات على وجود حوافز لسوق رأس المال التي تشجع على إدارة العوائد ومنها حوافز الأسهم التي

وقد بحثت دراسة كل من McNichols & Stubben فيما إذا كانت ممارسات إدارة العوائد تؤثر على تخصيص الموارد من خلال دراسة ما إذا كانت الشركات التي تتلاعب بالعوائد تتخذ قرارات استثمارية مثالية من عددها، حيث إن الهدف من الدراسة هو تقديم دليل فيما إذا كانت الأخطاء المحاسبية تسبب تشوهات في القرارات الاستثمارية التي تتخذ في هذه الشركات والتي تعد بمثابة تكلفة مباشرة للمستثمرين، وقد استنتجت الدراسة الى أن مثل هذه الشركات قللت من استثماراتها بعد فترة الإبلاغ الخاطئ بسبب المخالفات المحاسبية التي واجهتها هذه الشركات عينة الدراسة والدعاوى القضائية التي واجهتها والتي حققت فيها هيئة الأوراق المالية والبورصة، والتي أثرت على الأطراف المتعاملة مع الشركة الداخلية منها والخارجية (McNichols & Stubben, 2008).

وقد تطرقت دراسة Li & Tang الى تحديد أثر المستحقات التقديرية على نمط وكفاءة الاستثمار الرأسمالي في الفترة القادمة، وقد استنتجت الدراسة الى أن الاستثمار في الموجودات الثابتة في الفترة t أقل حساسية للتدفقات النقدية الداخلة الى الشركات ذات المستحقات التقديرية الكبيرة في الفترة t-1، كما حددت أن العائد على الموجودات في الفترة t+1 أقل للشركات ذات المستحقات التقديرية الكبيرة في الفترة t-1، وبالتالي فإن الشركات ذات المستحقات التقديرية المرتفعة تسيء تخصيص الموارد (Li & Tang, 2008). وقد ذهبت دراسة Li الى أبعد من ذلك، حيث اختبرت ما إذا كانت قرارات الاستثمار للشركات تحتوي على معلومات حول نوعية العوائد، حيث أشارت الى أن المدراء يستثمرون في المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة (NPV) الأعلى، فإذا زادت العوائد المتوقعة للشركة في المستقبل أو كانت ذات استمرارية فإن الشركة ستقوم باستثمارات إضافية، لأن استمرارية العوائد تعادل صافي قيمة حالية موجبة مرغوبة، من جانب آخر إذا كانت عوائد الشركة في زيادة مستمرة وكانت وجهة نظر إدارة الشركة بأن هذه العوائد متجددة وذات استمرارية (نوعية العوائد عالية) فإن تلك الشركات عادة ما تزيد من مستوى استثماراتها، أما إذا كانت العوائد الجديدة موقته، فيجب أن لا يكون هناك اي تغيير في مستويات الاستثمار، أي أن تحديد نوعية العوائد يتم من خلال قرارات الاستثمار للشركة بسبب وجود قيود متمثلة في مشكلة الوكالة، من خلال رغبة الإدارة في السيطرة مما يولد لديها الحوافز لزيادة الاستثمار (Li, 2011: 2).

بعض الأحيان فهم المعلومات المتعلقة بأداء الشركة من حيث موثوقيتها ودقتها حتى بالنسبة للمساهمين، حيث ستأثر المعلومات المتعلقة بأداء الشركة بعوامل عديدة مثل نوعية العوائد والتحفيز المحاسبي وممارسات إدارة العوائد، نظراً لما تلجأ اليه الإدارة من طرق لتغيير سياساتها وتقديراتها المحاسبية وطرق تصحيح الأخطاء من أجل زيادة الموثوقية والملائمة في البيانات المحاسبية للشركة (Machdar, et.al., 2017: 309).

وقد أكدت Consoni وآخرون في دراستهم حول تحديد اللاتماثل المعلوماتي، حيث استندت دراستهم على فكرة أن الإفصاح الاختياري تساهم في الحد من اللاتماثل المعلوماتي وبالتالي فإن انخفاض اللاتماثل المعلوماتي يجعل من الصعب الدخول في ممارسات إدارة العوائد من جانب الإدارة، وتوصلت الدراسة الى أن الإفصاح الاختياري وإدارة العوائد لا يحدثان بنفس التوقيت، حيث لم تحسم النتائج التي توصلت اليها الدراسة في تحليل بيانات عدد من الشركات البرازيلية الى قدرة متغير الإفصاح الاختياري على توضيح ما إذا كانت الشركات من المحتمل أن تمارس إدارة العوائد من عددها، وبالتالي ليست عاملاً حاسماً في تحديد ممارسات إدارة العوائد (Consoni, et.al., 2017).

5.2 تفسير صناعة القرار الاستثماري من مدخل إدارة العوائد

إن إدارة الشركات تستخدم المعلومات المالية لتحليل الأداء وتقييم قابليتها على الاستثمار وتحديد اتخاذ القرارات الاستثمارية المستقبلية التي قد تؤثر على اهتمام المستخدمين الآخرين مثل المساهمين والمستثمرين. حيث تستثمر الشركات في المجالات الاستثمارية التي تنسم بالكفاءة وتحقق قيمة حالية صافية موجبة، ورفض المشاريع الاستثمارية ذات القيمة الحالية الصافية السالبة لتحقيق أفضل نمو في المستقبل (Rad et.al., 2016: 130)، أي أن قرارات المستثمرين تستند على توقعات الحصول على عوائد مناسبة ومستقرة على استثماراتهم، وهذه التوقعات تتمثل في توقعات مدراء الشركات وحدهم لأداء الشركات التي قد تحدث في المستقبل، أي أن توقعات الإدارة تعد قاعدة أساسية لقرارات المستثمرين الذين يعتمدون على دقة التنبؤات والتي تزداد بانخفاض العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة، وهذا بالأساس يعتمد على تقدير المستحقات من جانب الإدارة وكذلك نوعية التقارير المالية التي تسهل عملية تخصيص رأس المال وبالتالي تحسين قرارات المستثمرين (Kwarbai et.al., 2016: 141).

3. منهجية البحث وتوصيف البيانات

1.3 مجتمع وعينة الدراسة

يؤثر إيجابياً على دقة التقديرات للنماذج المراد دراستها. وتحد من مشكلة ثبات التباين، ومشكلة التعدد الخطي .

ومن أجل احتساب نماذج إدارة العوائد واستخدامها في اختبار نموذج العلاقة مع القرار الاستثماري للتنبؤ بالعوائد المستقبلية، فقد تم احتساب نتائج المستحقات التقديرية من نماذج إدارة العوائد بالشكل الآتي:

الجدول (2): طريقة احتساب إدارة العوائد وفق طريقة panel data لكل شركة على حدا

المشاهدات ربع السنوية لكل شركة	مدة الدراسة لكل شركة
32-1	الربع الثاني لعام 2009 الى الربع الأول لعام 2017
33-2	الربع الثالث لعام 2009 الى الربع الثاني لعام 2017
34-3	الربع الرابع لعام 2009 الى الربع الثالث لعام 2017
35-4	الربع الأول لعام 2010 الى الربع الرابع لعام 2017

المصدر : من إعداد الباحث

وقد تم على البيانات ابتداءً من الربع الثاني لعام 2009 بسبب احتساب الربع الأول كسنة مقارنة، وهذا فإن عدد المشاهدات الناتجة من معادلات انحدار احتساب نماذج ادارة العوائد بلغت 4 مشاهدات لكل شركة وبعتماد 10 شركات فإن مجموع المشاهدات النهائية المستخدمة في النموذج النهائي بلغ 40 مشاهدة.

3.3 أساليب جمع البيانات

تم الاعتماد على الكتب والدراسات والبحوث وأوراق العمل لتوضيح الإطار النظري الخاص بالدراسة، كما تم الحصول على البيانات المالية والمتنوعة بكل من قائمة المركز المالي وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية، وكذلك النشرات الفصلية والشهرية، فضلاً عن أسعار الأسهم اليومية من المواقع الرسمية لكل من سوق العراق للأوراق المالية وهيئة الأوراق المالية العراقية من أجل تطبيق نماذج الدراسة.

4. الدراسات السابقة

- دراسة (الدوسكي، 2006) : إدارة العوائد كمدخل لتعظيم قيمة المنظمة دراسة ميدانية في عينة من المؤسسات المالية العربية تطرقت الدراسة الى اختبار العلاقة بين أداء إدارة العوائد بأداء المستثمرين، وتقييم إدارة العوائد الحقيقية وأثرها في تعظيم قيمة المنظمة، وحددت مجموعة من نماذج إدارة العوائد ومتغيراتها المعتمدة في القياس منها نموذج Healy ونموذج DeAngelo ونموذج Jones ونموذج Modified Jones، وغطت

أ. يمثل مجتمع الدراسة بالشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية.

ب. شملت عينة البحث مجموعة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

ج. تم اختيار عينة الدراسة بشكل عمدي (القطاع الصناعي) ، وكما يلي:

الجدول (1): الشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة
1	شركة الكندي للقاحات البيطرية
2	شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية
3	شركة الحياطة الحديثة
4	الشركة العراقية للسجاد والمفروشات
5	الشركة العراقية للاعمال الهندسية
6	شركة الصناعات الكيماوية العصرية
7	شركة الهلال الصناعية
8	شركة الألبسة الجاهزة
9	شركة بغداد لصناعة مواد التغليف
10	شركة بغداد للمشروبات الغازية

المصدر : من إعداد الباحث.

اقتصرت البحث على القطاع الصناعي لاختلاف بنود القوائم المالية بين القطاع الصناعي والقطاعات الأخرى، وأن الدراسة تتطلب متغير الرواتب والاجور والنفقات الرأسمالية والاستثمارات المالية والتي تتباين مع القطاعات الأخرى، وقد بلغت عدد الشركات التي استوفت الشروط عشرة شركات فقط، بسبب عدم توفر البيانات حول الشركات الأخرى.

2.3 مدة البحث

غطت مدة الدراسة تسع سنوات تمتد من (2009-2017) وباستخدام البيانات الربع سنوية أي بواقع (36) مشاهدة، وقد تم احتساب معامل بيتا من خلال تطبيق معادلة نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية، كقياس يعبر عنه بالخطر النظامي الذي يرافق القرارات الاستثمارية كأحد متغيرات السيطرة في النموذج، وقد تم الحصول على أسعار الأسهم وبيانات عن مؤشر السوق لمدة 180 يوماً . وقد تبنت الدراسة بيانات (Panel) التي تتمتع بعدد زمني وبعد فردي لاختبار نماذج إدارة العوائد، مما يجعل استخدامها أكثر أهمية في الدراسات القياسية، حيث يمكن الأخذ بعين الاعتبار سلوك الشركات عبر الزمن، وخصائص كل شركة على حدا، إضافة الى ان بيانات المقاطع العرضية تتمتع بعدد أكبر من درجات الحرية، مما

الشركات تنخفض في السوق وبالتالي تنخفض قيمتها السوقية كاستجابة لممارسات إدارة العوائد لهذه الشركات.

5. نماذج القياس

1.5 مقاييس إدارة العوائد المبنية على المستحقات التقديرية

يعد مدخل المستحقات من أكثر المدخل استخداماً من قبل الباحثين لقياس ممارسات إدارة العوائد التي تقوم بها إدارة الشركات، ويتطلب هذا الأساس من المحاسب الكثير من التقدير والاجتهاد الشخصي، أي يتيح الفرصة للإدارة في الاختيار والتقدير والحكم الشخصي واستغلال هذه الفرصة لممارسات إدارة العوائد والتأثير في مبلغ الربح المتوقع (التمهي والساعدي، 2015: 75)، وهذا ما أكدته دراسة Farshadfar & Monem على وجود وجهتي نظر حول دور المستحقات التقديرية في تحقيق المنفعة في العوائد، وهما فرضيتنا الإشارة والانتهازية، وفقاً لفرضية الإشارة signaling hypothesis والتي تشير إلى أنه يمكن للمستحقات التقديرية أن تحسن من المحتوى المعلوماتي للعوائد من خلال السماح لمدراء الشركات بالإشارة إلى معلوماتهم الخاصة حول التدفقات النقدية المستقبلية، في حين تشير فرضية الانتهازية opportunism hypothesis إلى إمكانية استخدام المستحقات التقديرية بشكل انتهازي وبالتالي تشويه المعلومات المتعلقة بالعوائد، أي استخدام المكون التقديري لتشويه المعلومات حول العوائد وبالتالي إيصال معلومات أكثر إفادة إلى المستثمرين (Farshadfar & Monem, 2011: 597)، في حين أكدت دراسة Julio & Yook إلى أنه يمكن أن يستخدمها المدراء كإشارة حول احتمال وجود فرصة عوائد جيدة للمستثمرين، أي أنها أداة للمساعدة في التغلب على عدم تناسق المعلومات بين الشركة والأطراف الخارجية، مما يؤدي إلى تحسين الوصول إلى التمويل الخارجي وقرارات تخصيص الموجودات داخل الشركة. (Julio & Yook, 2016: 1).

1.1.5 نموذج جونز Jones model

اقترح جونز عام 1991 نموذجاً كحواولة للتحكم في آثار التغيرات في الظروف الاقتصادية للشركة من خلال المستحقات غير التقديرية، ويشير النموذج إلى أن التغيرات في إجمالي الموجودات وإجمالي الإيرادات وإجمالي الممتلكات والمصانع والمعدات هي بمثابة محددات للمستحقات غير التقديرية (Bešlić, et.al., 2015: 59)، ويمكن التعبير عن نموذج جونز بالصيغة الآتية (Dechow, et.al., 1995: 195):

الدراسة المدة (2001-2004). وبني نموذج الدراسة على العلاقة بين نتائج تلك النماذج وأسعار الأسهم وعوائدها للعينه موضوع البحث، واستنتجت الدراسة أن الشركات التي تقوم بإدارة عوائدها بطرق غير تشغيلية اعتيادية تزداد قيمتها السوقية خلال الفترة الأولى من إدارة العوائد ولكن تظهر نتائج سلبية من جراء ذلك في السنة الرابعة من إدارة العوائد

• دراسة (جميل، 2010): قياس العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وإدارة العوائد بالتطبيق على عينة مختارة من الشركات المساهمة العربية: ركزت الدراسة على أهمية الإفصاح عن المعلومات المحاسبية والأثر الكبير لهذه المعلومات على قرارات المستثمرين في الأسواق المالية وطبيعة الآثار السلبية لإدارة العوائد على هؤلاء المستثمرين والضرر الكبير الذي حدث لعدة شركات عالمية وإفلاسها وملاحقتها قانونياً، اعتمدت الدراسة على بيانات (23 شركة عربية لتمثل عينة البحث المدرجة في الأسواق المالية وهي ابوظبي، مسقط، الكويت وسوق الأسهم السعودي. غطت الدراسة المدة من 2005 إلى 2007، واستنتجت الدراسة إلى أن عدم تماثل المعلومات المحاسبية يحدث بسبب اختلاف التوقيت في نشر المعلومات وهذا يؤدي إلى اطلاع مستخدمين على معلومات خاصة دون غيرهم من المستثمرين وهذا يدل على حدوث خلل في جودة الإفصاح المحاسبي في الشركة.

• دراسة (Gill et.al., 2013): إدارة العوائد، أداء الشركة وقيمة الشركات الصناعية الهندية: تهدف الدراسة إلى اختبار فيما إذا كانت ممارسات إدارة العوائد التي تؤثر أو ربما تنفع إدارة الشركات الهندية تؤثر على أداء الشركات، وعلى أصحاب المصلحة الآخرين، حيث تم تطبيق الدراسة على عينة مكونة من 250 شركة من أصل 500 شركة مدرجة في بورصة بومباي ولمدة 4 سنوات تمتد من 2009 إلى 2012. تشير النتائج لهذا الدراسة إلى أنه كلما ازدادت ممارسات إدارة العوائد يزداد تأثيرها الضار على معدل العائد على الموجودات في العام المقبل، لأن الإدارة تعمل على نقل مكاسب المستقبل إلى الفترة الحالية من أجل تحقيق مكاسب عن الإبلاغ عن نتائج جيدة نسبياً في الفترة الحالية على حساب المستقبل، وبالتالي فإنه يحقق المنفعة فعلاً للإدارة والمساهمين والمستثمرين وأصحاب المصلحة، إلا أن الدراسة أكدت أن السوق بدأ يدرك إلى حد ما أن الإدارة تنصرف بدوافع شخصية وأنانية لممارسات إدارة العوائد وبالتالي بدأت أسعار أسهم هذه

ويتم بعد ذلك قياس المستحقات التقديرية بالقيم المطلقة، والتي يعبر عن التقلبات في قيمها المطلقة بإدارة العوائد، وكما يلي:

$$DTA_t = TA_t - NTA_t \dots (4)$$

حيث أن:

DTA_t : المستحقات التقديرية في السنة t.

وتوضح المعادلة أعلاه (4) تقسيم المستحقات الكلية الى نوعين مختلفين باستخدام نموذج المستحقات التقديرية، والغرض من نموذج المستحقات التقديرية هو لتحليل اجمالي المستحقات الى مكونات غير تقديرية (NDA) non discretionary، وأخرى تقديرية (DA) discretionary، حيث يرتبط الجزء غير التقديري بأنشطة التشغيل والاستثمار في الشركة أي بعوامل خارج سيطرة المدير، أما الجزء التقديري الذي يقع ضمن سيطرة المدير فهو مكون العوائد الذي ينتج عن تقديرات المدراء من الخيارات المحاسبية (Kashmiri, 2014: 56).

2.1.5 نموذج جونز المعدل The modified Jones model

تم تقديم نموذج جونز المعدل أول مرة من قبل Dechow et.al عام 1995 لحل المشكلة الأكبر المتعلقة بنموذج جونز الأصل الذي تم صياغته عام 1991، حيث كان ينظر الى الإيرادات وفق الاصدار الأصلي للنموذج أنها غير تقديرية وهذا الأمر قد لا يكون مقبولاً نظراً لقدرة الشركات في بعض الحالات على إدارة عوائدها من خلال تحديد مبادئ الاعتراف بالإيرادات بشكل تعسفي، ويحتسب وفق الصيغة الآتية: (Pantzar, 2016: 32)

$$NDAt = a1 \left[\frac{1}{At-1} \right] + a2 \left[\frac{\Delta REVt - \Delta REct}{At-1} \right] + a3 \left[\frac{\Delta PPEt}{At-1} \right] \quad (5)$$

حيث أن:

ΔREC_t : التغير في الذم المدينة في السنة الحالية t والسنة السابقة t-1.

حيث يفترض نموذج جونز الأصلي بشكل مطلق بأن السلطة التقديرية للإدارة لاتمارس على الإيرادات في فترة التقدير، في حين يفترض الاصدار المعدل أن جميع التغيرات في المبيعات الآجلة في فترة الحدث ناتجة عن إدارة العوائد (Dechow, 1995: 195).

3.1.5 نموذج جونز المعدل وفقاً ل Larcker and Richardson (2004)

يشير كل من Larcker and Richardson الى أن توقعات السوق حول النمو المستقبلي يمكن أن تشكل ضغطاً كبيراً على الإدارة في الانخراط في ممارسات إدارة العوائد، فضلاً عن الأداء المالي التي يمكن أن تخلق حافزاً للإدارة لممارسة إدارة

$$NDAt = a1 \left[\frac{1}{At-1} \right] + a2 \left[\frac{\Delta REVt}{At-1} \right] + a3 \left[\frac{\Delta PPEt}{At-1} \right] \dots (1)$$

حيث أن:

NDA: المستحقات غير التقديرية في السنة t.

A_{t-1} : إجمالي موجودات السنة السابقة t-1.

ΔREV_t : إيرادات السنة الحالية t مطروحاً منها إيرادات السنة السابقة t-1.

ΔPPE_t : اجمالي الممتلكات والمنشآت والمعدات في السنة t مقسوماً على إجمالي الموجودات في السنة السابقة t-1.

a_1, a_2, a_3 : معاملات الأنموذج (المعاملات الخاصة للشركة).

ويتم حساب تقديرات المعلمات الخاصة بالشركة (a_1, a_2, a_3) باستخدام المعادلة الآتية:

$$\frac{TA_t}{At-1} = a1 \left[\frac{1}{At-1} \right] + a2 \left[\frac{\Delta REVt}{At-1} \right] + a3 \left[\frac{\Delta PPEt}{At-1} \right] + \varepsilon t \quad (2)$$

حيث أن:

TA_t : تمثل اجمالي المستحقات (التقديرية وغير التقديرية) في السنة t مقسوماً على اجمالي الموجودات في السنة t-1.

a_1, a_2, a_3 : تمثل قيم معاملات OLS المقدرة لـ a_1, a_2, a_3 .

εt : تمثل بواقي معادلة الانحدار وهي الجزء المتبقي من المستحقات الاختيارية من اجمالي المستحقات.

وفيما يتعلق بحساب اجمالي المستحقات (TA) فقد استخدمت الدراسة على نهج الميزانية العمومية Balance sheet approach، وتحتسب كالآتي: (Bešlić, et.al, 2015: 59).

$$TA_t = \Delta CA_t - \Delta CL_t - \Delta Cash_t + \Delta STDEBT_t - DEP_t \dots (3)$$

حيث أن:

ΔCA_t : التغير في الموجودات المتداولة في السنة الحالية t والسنة السابقة t-1.

ΔCL_t : التغير في المطلوبات المتداولة في السنة الحالية t والسنة السابقة t-1.

$\Delta Cash_t$: التغير في النقد ومايعادله في السنة الحالية t والسنة السابقة t-1.

$\Delta STDEBT_t$: التغير في القروض قصير الأجل في السنة الحالية t والسنة السابقة t-1.

DEP_t : مصاريف الاستهلاك والإطفاء في السنة الحالية t.

2.5 نماذج قياس القرار الاستثماري الرأسمالي

اعتمدت الدراسة في تقدير القرار الاستثماري الرأسمالي للشركات عينة الدراسة، وتم التعبير عن القرار الاستثماري الرأسمالي من خلال الرواتب والأجور الخاصة بالعاملين بالاعتماد على المعادلة الآتية: (Li, 2011: 7)

$$(NEMPi,t - NEMPi,t-1) / TA_{i,t-1} = \alpha L_{i,T} + \beta L_{i,T} (E_{i,t} - E_{i,t-1}) / TA_{i,t-1} + e_{L,i,t} \dots (8)$$

حيث أن:

$NEMPi,t$: يمثل اجمالي مبلغ الرواتب والأجور خلال السنة الحالية.

$TA_{i,t-1}$: القيمة الدفترية لاجمالي الموجودات في السنة السابقة.

$E_{i,t}$: صافي الربح التشغيلي للشركة في السنة الحالية.

$\alpha L_{i,T}, \beta L_{i,T}$: معاملات معادلة الانحدار.

$e_{L,i}$: الخطأ العشوائي.

كما تم الاعتماد على القرار الاستثماري الرأسمالي من خلال الاعتماد على الاستثمارات المالية جنباً الى جنب مع الاتفاق الرأسمالي، ما موضح بالمعادلة أدناه:

(Li, 2011: 7)

$$(CAPX_{i,t} + RND_{i,t} - CAPX_{i,t-1} - RND_{i,t-1}) / TA_{i,t-1} = \alpha C_{i,T} + \beta C_{i,T} (E_{i,t} - E_{i,t-1}) / TA_{i,t-1} + e_{C,i,t} \dots (9)$$

حيث أن:

$CAPX_{i,t}$: مقدار النفقات الرأسمالية خلال السنة المالية.

$RND_{i,t}$: مقدار الاستثمارات المالية خلال السنة المالية.

من خلال دراسة Li التي أجريت على أكثر من 2000 شركة، قدمت دليلاً تجريبياً واضحاً لاختبار ما إذا كانت استثمارات الشركة القائمة على نوعية العوائد ذات جدوى لتقديم معلومات كاملة حول عوائد الشركة، حيث اعتمدت الدراسة في قياس نوعية العوائد على اختبار القرارات المتعلقة بالاستثمارات الرأسمالية واستثمارات العمالة، مؤكدةً على ان هذه القرارات الاستثمارية والتي يتخذها المدراء في الشركة هي من أهم القرارات الاستثمارية، واعتمدت الدراسة في قياس نوعية العوائد على معادلة انحدار استخدمت فيها عدد العاملين والمبالغ الرأسمالية ونفقات البحث والتطوير على التغير في العوائد المعلنة، حيث أن ميل معادلات الانحدار تفسر حساسية الاستثمار الى التجديد في العوائد المعلنة وتقيس كذلك المحتوى المعلوماتي لهذه العوائد من التنبؤ بالربحية المستقبلية المتوقعة والتي تنعكس في القرارات الاستثمارية للشركة (Li, 2011: 2-3).

العوائد، لذلك تضمن هذا النموذج متغيرين مستقلين إضافيين الى نموذج جونز المعدل، واللذان يرتبطان بمقاييس المستحقات غير التقديرية، وهذا المتغيران هما، القيمة الدفترية الى القيمة السوقية (BM) Book to market ratio، والذي يعد وكبلاً proxy للنمو المتوقع في عمليات الشركة، وأما المتغير الآخر فيمثل التدفقات النقدية التشغيلية الحالية، كوكيل يتحكم في الأداء التشغيلي الحالي، ويتم احتساب نموذج جونز المعدل وفقاً لـ Larcker and Richardson على النحو الآتي:

(Gurkan, 2016: 100-101)

$$\frac{TA_t}{At-1} = a1 \left[\frac{1}{At-1} \right] + a2 \left[\frac{\Delta REV_t - \Delta RECT}{At-1} \right] + a3 \left[\frac{\Delta PPE_t}{At-1} \right] + a4 BM_t + a5 \left[\frac{CFO_t}{At-1} \right] + \epsilon_t \dots (6)$$

حيث أن:

BM_t : نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية للموجودات في السنة t.

CFO_t : التدفقات النقدية التشغيلية للشركة في السنة t.

4.1.5 نموذج جونز المعدل المطابق للأداء The Performance-Matched

Modified Jones Model

أكد Kothari وزملاؤه بأن حساب المستحقات التقديرية وفق نموذجي جونز وجونز المعدل يتم بشكل غير صحيح عند تطبيقها على عينات تكون من ضمنها شركات ذات أداء عالي، بمعنى آخر، من المحتمل أن تولد هذه النماذج مستحقات تقديرية كبيرة كلما حققت الشركة نمواً كبيراً في فترة الاختبار مقارنةً بفترة التقدير، ومن هنا أضاف كوثاري متغير العائد على الموجودات الى نموذج جونز المعدل، والذي يتم احتسابه بالصيغة الآتية (Gurkan, 2016: 101):

$$\frac{TA_t}{At-1} = a1 \left[\frac{1}{At-1} \right] + a2 \left[\frac{\Delta REV_t - \Delta RECT}{At-1} \right] + a3 \left[\frac{\Delta PPE_t}{At-1} \right] + a4 ROA_t + \epsilon_t \dots (7)$$

حيث أن:

ROA_t : العائد على الموجودات للشركة في السنة t.

ينحصر الأسلوب المستخدم في دراسة نماذج إدارة العوائد على نموذج معادلة الانحدار بين المستحقات غير التقديرية والمستحقات الكلية لمعرفة طبيعة العلاقة بين بينهما، ومن الناحية الاقتصادية إذا لم تظهر معنوية العلاقة بينهما فإن السبب في ذلك يعود الى التحفظ المحاسبي التي تمارسها إدارة الشركات المبحوثة أي توقع وقوع خسائر بدلاً من الأرباح.

والأجور (β_L)، ومعلمة معادلة الانحدار في الاتفاق الرأسمالي والاستثمارات المالية (β_C).

$\text{Control}_{i,t}$: تمثل مجموعة من متغيرات السيطرة الداخلة في النموذج، والتي تتمثل بكل من ميل معامل الانحدار لعوائد الأسهم على التغير في العوائد المعلنة ($\text{BR}_{i,t}$)، ومعامل بيتا ($\beta_{i,t}$).

$\text{Attributes}_{i,t}$: نماذج إدارة العوائد ممثلةً بخاصية المستحقات التقديرية (جونز، جونز المعدل، جونز المعدل من قبل Larcker and Richardson، جونز المعدل للأداء).

وتوضح المعادلة (11) بإدخال بعض المتغيرات الضابطة الى المعادلة وهي كل من ميل معامل الانحدار لعوائد الأسهم على التغير في العوائد المعلنة (BR) ومعامل بيتا الذي يمثل الخطر النظامي الذي يواجه الشركة في السوق (Beta)، لبيان ما إذا كانت المعلومات الواردة في العوائد المستقبلية تنعكس بأسعار الأسهم وقياس الخطر النظامي في السوق المالي أم لا. وهذا ما بينته دراسة (Li, 2011: 3) الى أن المعلومات الواردة في القرارات الاستثمارية للشركة تختلف عن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم أو التي يتم احتسابها بناءً على المؤشرات المالية للشركة أو مؤشرات السوق، وبالتالي فإن القدرة التنبؤية لنوعية العوائد من خلال القرار الاستثماري المبني على نوعية العوائد يبقى ذو جدوى اقتصادية حتى بعد ادخال متغيرات السيطرة والتي تتمثل بـ المستحقات التقديرية (المحتسبة من نماذج إدارة العوائد) أو ميل معامل انحدار عوائد الأسهم الى التغيرات في العوائد الحالية، نظراً الى وجود معلومات جوهرية في قرارات الاستثمار الخاصة بالشركات حول نوعية العوائد وهي تندرج في المقاييس الأخرى لنوعية العوائد المستخدمة بشكل كبير في الأدبيات المالية والمحاسبية.

ويتم احتساب ميل معامل الانحدار لعوائد الأسهم في التغير في العوائد المعلنة (BR) مقسوماً على القيمة الدفترية للموجودات للسنة السابقة، وتحتسب وفق معادلة الانحدار الخطي البسيط الموضح أدناه:

$$\Delta \text{Ret}_{i,t}/\text{TA}_{t-1} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPS}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (12)$$

إذ أن:

$\Delta \text{Ret}_{i,t}/\text{TA}_{t-1}$: التغير في العوائد المعلنة الى اجمالي موجودات السنة السابقة في السنة t.

تمثل المعلمات $\beta_{C,i,t}$ و $\beta_{L,i,t}$ من معادلة الانحدار الأولى والثانية معلمتي استجابة مستوى استثمارات الشركة بالنسبة الى العوائد الحالية المبلغ عنها، وسيتم تقديرها لكل شركة من خلال تطبيق المعادلتين السابقتين خلال مدة الدراسة من خلال المعادلتين السابقتين.

إن عملية الاستثمار في أي أداة استثمارية تتم من خلال عائد المشروع ومخاطره، ومضمون ذلك أن يكون العائد أكبر من كلفة رأس المال لكي يحقق هذا الاستثمار ربحاً، من هذا المنطلق فإن قياس الخطر الذي يرافق القرار الاستثماري يشكل أهمية كبيرة في عملية اتخاذ القرار المالي (المجمل، 2018: 279)، وهذا يمكن قياسه من خلال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية Capital Assets Pricing Model والذي يطلق عليه اختصاراً CAPM من أجل استخدام معلمة بيتا (β) المحتسبة من النموذج لقياس الخطر النظامي المحتسب، والذي يمكن احتسابه من المعادلة الآتية (المجمل، 2018: 291)

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (10)$$

حيث أن:

$R_{i,t}$: العائد المتوقع لسهم الشركة (i) في السنة (t).

$R_{f,t}$: عائد السهم الخالي من المخاطرة.

β : معامل بيتا ويمثل الخطر المنتظم للورقة المالية.

$R_{m,t}$: عائد السوق.

3.5 نموذج أثر القرار الاستثماري المبني على نوعية العوائد في العوائد المستقبلية

$$\text{Earn}_{i,t+1}/\text{TA}_{t-1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Earn}_{i,t}/\text{TA}_{t-1} + \beta_2 \text{EQ}_{i,t} + \beta_3 \text{EQ}_{i,t} \times (\text{Earn}_{i,t}/\text{TA}_{t-1}) + \beta_4 \text{Control}_{i,t} + \beta_5 \text{Attributes}_{i,t} + \beta_6 \text{Control}_{i,t} \times (\text{Earn}_{i,t}/\text{TA}_{t-1}) + \beta_7 \text{Attributes}_{i,t} \times (\text{Earn}_{i,t}/\text{TA}_{t-1}) + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (11)$$

حيث أن:

$\text{Earn}_{i,t+1}/\text{TA}_{t-1}$: عوائد السنة القادمة الى اجمالي الموجودات للسنة السابقة للشركة i.

$\text{Earn}_{i,t}/\text{TA}_{t-1}$: عوائد السنة الحالية الى اجمالي الموجودات للسنة السابقة للشركة i.

$\text{EQ}_{i,t}$: يمثل القرار الاستثماري المبني على نوعية العوائد للشركة i في السنة

t، والمتمثلة بكل من معلمة معادلة الانحدار الخاصة بالقرار الاستثماري في الرواتب

ج. ارتفاع الخطر النظامي للشركات المبحثة في الجدول (4) وفق ما أظهره معامل بيتا والذي تراوح بين (1.68 و -0.63)، في حين كان الوسط الحسابي والوسيط لهذا المعامل (0.28) و (0.22) على التوالي، في حين كان الانحراف المعياري (0.43)، ما يدل على أن استجابة عوائد الأسهم للشركات ضعيفة لاستجابة عائد محفظة السوق، ولذلك ظهر ميل معامل الانحدار لعوائد الأسهم في التغير في العوائد المعلنة (BR) بقيمة منخفضة، ما يدل على أن عوائد الشركات ذات استجابة منخفضة لعوائد الأسهم الذي ظهر بمتوسط (0.175) ووسيط (0.13) وانحراف معياري قدره (0.8).

الجدول(3): التوصيف الاحصائي لمعاملات القرار الاستثماري المبينة على نوعية العوائد للشركات الصناعية عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2017-2009

الاحصاءات						
عدد المشاهدات	الانحراف المعياري	أعلى قيمة	أدنى قيمة	المتوسط	الوسيط	القرار الاستثماري
40	0.729	-0.785	2.138	0.021	20.16	(BL الرواتب والاجور)
40	0.741	-1.709	72.05	50.00	0.023	(BC النفقات الرأسمالية)
40	30.28	-0.032	0.834	0.107	0.245	Adj. R2 (BL)
40	70.18	-0.033	0.643	30.03	2150	Adj. R2 (BC)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية.

الجدول(4) التوصيف الاحصائي للمتغيرات المعتمدة في بناء نموذج الأثر في العوائد المستقبلية للشركات الصناعية عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2017-2009

الاحصاءات						
عدد المشاهدات	الانحراف المعياري	أعلى قيمة	أدنى قيمة	المتوسط	الوسيط	متغيرات السيطرة
40	70.43	8-0.63	1.688	0.229	0.286	بيتا
40	0.809	-1.25	2.317	0.134	0.175	ميل معامل المخدر عوائد الأسهم

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية.

ويبين الجدول (5) أن المتوسط العام للمستحقات التقديرية لجميع نماذج إدارة العوائد المتمثلة بنموذج جونز، وجونز المعدل، وجونز المعدل من قبل Larcker and Richardson، وجونز المعدل للأداء بلغت (5.6%) و (4.7%) و (4.8%) و (8%) على التوالي، وهذا يعبر عن متوسط حجم إدارة العوائد للشركات المبحثة قياساً إجمالي موجوداتها، وقد ظهرت هذه المتوسطات موجبة، ما يفسر وجود ممارسات لمعالجة النتائج المالية نحو الزيادة للشركات الصناعية عينة الدراسة، وقد ظهرت الانحرافات معيارية عالية مقارنة بالأساط الحسابية لها والبالغ قيمتها (0.411) و (0.393) و (0.443) و (0.405) على التوالي، والتي

$EPS_{i,t}$: العائد على السهم للشركة i في السنة t .

β : ميل معامل الانحدار لعوائد الأسهم على التغير في العوائد المعلنة للشركة i في السنة t .

6. اختبار الفرضية ومناقشة النتائج

1.6 نتائج قياس إدارة العوائد وتوصيف متغيرات الدراسة

أ. يبين الجدول (3) التوصيف المالي للمتغيرات المعتمدة في نماذج الاختبار، والمتمثلة بمقاييس القرار الاستثماري المبني على نوعية العوائد، وظهر متوسط القرار الاستثماري المبني على نوعية العوائد والمعبر عنه بميل معامل الانحدار للرواتب والاجور (β_L) والاتفاق الرأسمالي والاستثمارات المالية (β_C) للمدة (2017-2009) بمتوسط (0.162) و (0.023) على التوالي، ووسيط (0.021) و (0.005) على التوالي، ما يعني أن هذه الاستثمارات تؤثر وبشكل إيجابي في العوائد المعلنة، وقد ظهرت هذه النتيجة بالرغم من وجود علاقة سلبية في بعض السنوات لدى بعض الشركات وهذه النتيجة طبيعية، إذ قد تظهر العلاقة السلبية بين الاستثمار في الرواتب والاجور والنفقات الرأسمالية مع العوائد المعلنة بسبب عامل الوقت، إذ أن الاستثمار يمثل التخلي عن الأموال في الوقت الحاضر مقابل الحصول على منافع في المستقبل، وهذه العوائد قد تتطلب بعض الوقت من أجل الحصول عليها، بل تكون هناك فجوة زمنية تحصل فيها تغييرات تتسبب في تقلب الأسعار أو العوائد بسبب الظروف الأمنية أو الاقتصادية التي مر بها العراق وأوسبب طبيعة دورة الأعمال للشركات وتداخل عوامل أخرى تؤثر في العوائد.

ب. إن طبيعة العلاقة التي ظهرت في نتيجة النقطة الأولى، فإن (RSQ_L) والذي يمثل معامل التحديد Adj. R2 من معادلة الانحدار الخطي البسيط للقرار الاستثماري للرواتب والاجور في العوائد المعلنة (β_L) والتي ظهرت بنسبة (24.5%)، ظهرت بنسبة أكبر من معامل التحديد (RSQ_C) للاستثمار في النفقات الرأسمالية (β_C) والذي بلغ متوسطه (15.2%) استناداً إلى التوزيع المقطعي للمعاملات β_C و β_L ، وهذا يؤشر إلى أن نسبة (24.5-15.2%) من التغير في العوائد يفسره التغيرات في الرواتب والاجور والنفقات الرأسمالية عند مستوى معنوية (0.000).

الاحصائية، كما بينت قيمة R^2 Adj. أن نسبة التغير في العوائد الحالية تفسر التغييرات في العوائد المستقبلية بنسبة 97.4%.

الجدول (6): نماذج تطبيق أثر القرار الاستثماري في العوائد المستقبلية قبل ادخال نماذج إدارة العوائد

المعادلة (3)		المعادلة (2)		المعادلة (1)		المتغير المستقل
عوائد السنة القادمة الى عوائد السنة القادمة الى		عوائد السنة القادمة الى موجودات السنة السابقة		عوائد السنة القادمة الى موجودات السنة السابقة		
موجودات السنة السابقة		النفقات الرأسمالية (BC)		موجودات السنة السابقة		التغيرات المستقلة
الرواتب والأجور (BL)						
t-stat	Coef.est	t-stat	Coef.est	t-stat	Coef.est	
(37.75)***	1.597	(46.52)***	1.43	(37.48)***	1.41	عوائد السنة الحالية
(-4.08)***	-0.033	(-4.004)***	-0.084			القرار الاستثماري
(4.082)***	0.513	(2.529)**	1.665			القرار الاستثماري «عوائد السنة الحالية»
0.988	0.983	0.974				Adj. R2
964.2***	736.4***	1404.8***				F
2.03	1.67	1.68				D-W stat

*P<0.10 **P<0.05 ***P<0.01

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

ويظهر الجدول (6) الأثر في العوائد المستقبلية في المعادلة الثانية بعد أن تم إدخال معلمة القرار الاستثماري المبني على نوعية العوائد في النفقات الرأسمالية (BC) مرة، وكذلك القرار الاستثماري (BC) مضروباً في عوائد السنة الحالية مرة أخرى، وقد تبين ملائمة النموذج احصائياً بدلالة قيمة F المحتسبة والتي بلغت قيمتها 736.4 وعند مستوى معنوية أقل من 1%، كما أن القوة التفسيرية للنموذج أشرت تزايداً بإدخال القرار الاستثماري في الموجودات الثابتة والاستثمارات المالية وبقية 98.3% مقارنة بالمعادلة الأولى، حيث أشر الارتفاع بمقدار (0.9%)، وقد بلغت قيمة ميل معامل التقدير للقرار الاستثماري (-0.084) وعند مستوى معنوية أقل من 1% وبإشارة سالبة متوقعة، والتي تظهر بأنه كلما زاد الاستثمار في الموجودات الثابتة للفترة الحالية بمقدار وحدة واحدة أدى الى انخفاض عوائد الشركة للسنة القادمة بقيمة 0.084 ، وهذا أمر طبيعي، تدل على أن الاستثمار في الوقت الحالي يعني التخلي عن الأموال في الفترة الحالية بهدف الحصول على عوائد مستقبلية يمتد عمرها الى عدة سنوات، وتعني أن الشركة تعيد استثمار عوائدها في تجديد المنتجات والعمليات وكذلك تحسين المصانع وتدابير التوسع في أسواق جديدة، مما يفضي في النهاية الى زيادة الانتاجية وبالتالي تحقيق عوائد مستقبلية، كما أن ميل معامل التقدير للقرار الاستثماري مضروباً في عوائد السنة الحالية ظهر بقيمة 1.66 وبقية موجبة متوقعة، أي أن الاستثمار الرأسمالي مضروباً في العوائد الحالية يسهم في زيادة العوائد المستقبلية. كما أن إدخال القرار الاستثماري أدى الى زيادة قيمة معلمة العوائد الحالية التي ارتفعت قيمتها من 1.41 الى 1.43 والذي يدل على أهمية الاستثمار الرأسمالي المبني على العوائد في تفسير العوائد المستقبلية بشكل مباشر وغير مباشر.

تشير الى زيادة تشتت البيانات حول أوساطها الحسابية، وبالتالي يؤثر نوعية مستحقات تقديرية منخفضة، وارتفاع في إدارة عوائد الشركات المبحوثة.

الجدول (5) التوصيف الاحصائي للمتغيرات المعتمدة في تقدير إدارة العوائد للشركات الصناعية عينة الدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2017-2009

الاحصاءات إدارة العوائد	المتوسط	الوسيط	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري	عدد المشاهدات
جوز	6 0.05	5-0.00	4 1.20	-0.465	0.411	40
جوز المعدل	7 0.04	-0.009	1.141	-0.466	0.39	40
جوز المعدل	8 0.04	-0.081	1.27	-0.41	0.443	40
Larcker & Richardson						
جوز المعدل	8 0.0	4-0.01	1.13	-0.467	0.40	40
للأداء						

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

2.6 الأثر في العوائد المستقبلية بإدخال القرار الاستثماري مع نماذج إدارة العوائد

يوضح الجدول (6) النموذج الأساس للأثر في العوائد المستقبلية بإدخال المتغيرات التفسيرية والمتمثلة بعوائد السنة الحالية والتي تعد من العناصر الرئيسية والضرورية من قبل المستثمرين والمحللين الماليين وكذلك لجميع الأطراف ذات العلاقة عند تقييم أداء الشركة والتنبؤ برحيتها، كما سيتم اضافة معلمت القرار الاستثماري الرأسمالي المبني على العوائد في الموجودات الثابتة والاستثمارات المالية (BC) وفي الرواتب والأجور (BL) وللمدة 2017-2009، وكما يلي:

يبين الجدول (6) في المعادلة الأولى بأن ميل معامل التقدير لعوائد السنة الحالية (المتغير المستقل) ذات أثر مهم احصائياً في عوائد السنة القادمة (المتغير المعتمد)، وقد بلغ ميل معامل التقدير (1.41) عند مستوى معنوية أقل من 1% وبإشارة موجبة متوقعة، حيث أنها تدل على أن زيادة عوائد السنة الحالية بمقدار وحدة واحدة يقابلها زيادة في عوائد السنة القادمة بمقدار 1.41 وحدة، الامر الذي يعني بإمكانية التنبؤ بالعوائد المستقبلية باستخدام عوائد السنة الحالية أي أنها يمكن أن تكون ذات نمط أقرب الى الاستمرارية بدلاً من كونها مؤقتة أو غير اعتيادية، وقد تبين معنوية النموذج المقدر من خلال معنوية قيمة F المحتسبة والبالغة قيمتها 1404.8 وهي قيمة جوهرية عند أي مستوى من خلال ما فسرتة قيمة P الاحتمالية البالغة قيمتها أقل من 1%، مما يدل على معنوية النموذج المقدر من الناحية

الجدول (7) نماذج تطبيق أثر القرار الاستثماري (النفقات الرأسالية) في العوائد المستقبلية بعد

ادخال نماذج إدارة العوائد

المغير المعتمد		عوائد السنة القادمة الى عوائد السنة القادمة لى موجودات		عوائد السنة القادمة الى عوائد السنة السابقة لى موجودات		عوائد السنة السابقة لى موجودات		عوائد السنة السابقة لى موجودات	
		Larcker & Richardson		Larcker & Richardson		Larcker & Richardson		Larcker & Richardson	
		Larcker & Richardson		Larcker & Richardson		Larcker & Richardson		Larcker & Richardson	
		Larcker & Richardson		Larcker & Richardson		Larcker & Richardson		Larcker & Richardson	
		Larcker & Richardson		Larcker & Richardson		Larcker & Richardson		Larcker & Richardson	
عوائد السنة الحالية	1.445	1.443	1.442	1.445	1.442	1.445	1.442	1.445	1.442
النفقات الرأسالية (BC)	-0.106	-0.102	-0.111	-0.106	-0.102	-0.111	-0.106	-0.102	-0.111
النفقات الرأسالية (BC) x عوائد السنة الحالية	2.072	1.999	2.188	2.072	1.999	2.188	2.072	1.999	2.188
ميل معدل انحدار عوائد الأسهم	-0.009	-0.006	-0.012	-0.009	-0.006	-0.012	-0.009	-0.006	-0.012
ادارة العوائد	0.006	0.028	0.044	0.006	0.028	0.044	0.006	0.028	0.044
بيتا	0.033	0.032	0.034	0.033	0.032	0.034	0.033	0.032	0.034
ميل معدل انحدار عوائد الأسهم x عوائد السنة الحالية	-0.023	-0.024	-0.025	-0.023	-0.024	-0.025	-0.023	-0.024	-0.025
ادارة العوائد x عوائد السنة الحالية	0.039	0.016	0.085	0.039	0.016	0.085	0.039	0.016	0.085
بيتا x عوائد السنة الحالية	0.037	0.033	0.044	0.037	0.033	0.044	0.037	0.033	0.044
Adj. R2	0.9848	0.9848	0.9849	0.9848	0.9848	0.9849	0.9848	0.9848	0.9849
F	274.4	274.1	275.7	274.4	274.1	275.7	274.4	274.1	275.7
D-W stat	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7

*P<0.10 **P<0.05 ***P<0.01

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

وقد تبين من الجدول (7) أن جميع المعادلات ملائمة احصائياً بدلالة قيمة F المحسوبة وعند مستوى معنوية صفرًا الى حد المرتبة الثالثة بعد الفارزة، كما أن القوة التفسيرية للأموذج (R^2) في المعادلات الأربعة أشد بالتزايد بإدخال المتغيرات الضابطة وبالتحديد معامل بيتا، والذي أشد بالظهور عند مستوى معنوية أقل من 1%، وفي النماذج الأربعة وإشارة موجبة متوقعة وطبيعية، بين أنه كلما زادت قيمة بيتا المحتملة بالخطر النظامي زادت العوائد المتوقعة بقيمة معاملات بيتا، وهذا يعود الى طبيعة العلاقة الطردية بين العائد المتوقع والمخاطرة المتوقعة، إذ كلما زاد العائد المتوقع زادت المخاطرة المتوقعة وهذا يعود الى طبيعة الأداة الاستثمارية وكذلك يعود الى منحني التفضيل الاستثماري للمستثمر. في حين لم تظهر معنوية العلاقة الاحصائية بين المستحقات التقديرية لنماذج إدارة العوائد في المعادلات الأربع وبين العوائد المستقبلية، وذلك من خلال عدم معنوية قيمة t المحسوبة عند مستويات الثقة الثلاث 1% و 5% و 10%، وهذا يؤكد على أن إدارة العوائد لم يشكل أي خطر معلوماتي على العوائد المستقبلية من خلال إدخالها مع القرار الاستثماري في الموجودات الثابتة (βc) للتنبؤ بالعوائد المستقبلية، كما لم تظهر معنوية العلاقة بين متغير ميل معامل الانحدار لعوائد الأسهم في التغير في العوائد المعلنة BR، وبين عوائد الشركة للسنة القادمة أي أن المعلومات الواردة في العوائد المستقبلية لاتعكس بأسعار الأسهم. وكذلك يبين الجدول (7) أن النموذج المقدر لايعاني من مشكلة الارتباط الذاتي، من خلال مايبينه اختبار درين واتسون D.W لجميع المعادلات والذي بلغ (1.68) و(1.67) و(2.03) على التوالي، وهي قيمة قريبة من 2 مما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات.

بين الجدول (7) الأثر في العوائد المستقبلية بعد أن تم إدخال القرار الاستثماري المبني على نوعية العوائد في النفقات الرأسالية (βc)، وكذلك إدخال مجموعة من المتغيرات الضابطة والمتمثلة بكل من ميل معامل الانحدار لعوائد الأسهم في التغير في العوائد المعلنة BR، ومعامل بيتا Beta، بالتزامن مع إدخال نماذج إدارة العوائد المبينة على المستحقات التقديرية وبشكل منفرد الى النموذج الأساس.

• يبين الجدول (6) في المعادلة الثالثة، أثر المتغيرات التفسيرية بعد إدخال القرار الاستثماري في الرواتب والأجور الى النموذج الأساس في لعوائد المستقبلية، حيث بلغ ميل معامل التقدير له (-0.033) عند مستوى معنوية أقل من 1%، وإشارة سالبة متوقعة تدل على أن الاستثمار في الرواتب والأجور بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى انخفاض عوائد السنة القادمة بمقدار (0.033) وحدة، وهذا أمر طبيعي، فعلى المدى الطويل تشكل انتاجية الشركات المحدد الرئيسي لنمو الدخل، حيث تزيد مكاسب الانتاجية الدخل الحقيقي في الشركة والذي يمكن توزيع جزء منه في الرواتب والأجور كما قد يستثمر جزء منه أيضاً في التعليم والمهارات للمساعدة على توجيه الشركات نحو أنشطة ذات قيمة مضافة أعلى وأنشطة ذات نمو ديناميكي، في حين ظهر ميل معامل التقدير للقرار الاستثماري (βL) مضروباً في عوائد السنة الحالية بإشارة موجبة ومنتوقعة، أي أن زيادة الاستثمار في الرواتب والأجور مضروباً في الحالية بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى زيادة عوائد السنة القادمة بمقدار 0.513 وحدة، وقد ظهر معنوية النموذج المقدر بدلالة قيمة F المحسوبة وعند مستوى معنوية أقل من 1%، كما أن القوة التفسيرية للنموذج ارتفعت مقارنة بالمعادلة الأولى (قبل ادخال القرار الاستثماري) من 97.4% الى 98.8% أي بزيادة قدرها 1.4%، وكذلك ارتفعت قيمة ميل معامل التقدير للعوائد الحالية من 1.41 الى 1.597 دينار، مما يدل على أهمية الاستثمارات التي تقوم بها إدارة الشركة في التنبؤ بالعوائد المستقبلية بشكل مباشر وغير مباشر.

وكذلك يبين الجدول أن النموذج المقدر لايعاني من مشكلة الارتباط الذاتي، من خلال مايبينه اختبار درين واتسون D.W لجميع المعادلات والذي بلغ (1.68) و(1.67) و(2.03) على التوالي، وهي قيمة قريبة من 2 مما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات.

بين الجدول (7) الأثر في العوائد المستقبلية بعد أن تم إدخال القرار الاستثماري المبني على نوعية العوائد في النفقات الرأسالية (βc)، وكذلك إدخال مجموعة من المتغيرات الضابطة والمتمثلة بكل من ميل معامل الانحدار لعوائد الأسهم في التغير في العوائد المعلنة BR، ومعامل بيتا Beta، بالتزامن مع إدخال نماذج إدارة العوائد المبينة على المستحقات التقديرية وبشكل منفرد الى النموذج الأساس.

و(1.8) على التوالي، وهي قيمة قريبة من 2 مما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات.

يبين الجدول (8) الأثر في العوائد المستقبلية بعد أن تم إدخال القرار الاستثماري المبني على نوعية العوائد في الرواتب والأجور (β_L)، مع إدخال المتغيرات الضابطة والمتمثلة بكل من ميل معامل الانحدار لعوائد الأسهم في التغير في العوائد المعلنة BR، ومعامل بيتا Beta، مع إدخال نماذج إدارة العوائد المبينة على المستحقات التقديرية وبشكل منفرد الى النموذج الأساس.

الجدول (8) نماذج تطبيق أثر القرار الاستثماري (الرواتب والأجور) في العوائد المستقبلية بعد

ادخال نماذج إدارة العوائد

المتغير المستقل	عوائد السنة القادمة الى موجودات							
	t-stat	Coefficient	t-stat	Coefficient	t-stat	Coefficient	t-stat	Coefficient
عوائد السنة الحالية	28.29***	1.616	30.05***	1.642	28.59***	1.626	28.69***	1.635
الرواتب والأجور (BL)	-3.39	-0.036	-3.755***	-0.042	-3.583***	-0.038	-3.737***	-0.038
الرواتب والأجور (BL) × عوائد السنة الحالية	3.507***	0.969	4.055***	0.643	3.687***	0.597	3.846***	0.9061
ميل معامل انحدار عوائد الأسهم	-0.884	-0.016	-1.174	-0.022	-1.151	-0.022	-1.354	-0.023
ادارة العوائد	-0.134	-0.003	-0.388	-0.006	-0.382	-0.009	-0.594	-0.013
بيتا	1.257	0.013	1.077	0.011	1.22	0.013	1.142	0.013
ميل معامل انحدار عوائد الأسهم × عوائد السنة الحالية	-0.533	-0.014	-0.795	-0.021	-0.542	-0.014	-0.445	-0.014
ادارة العوائد × عوائد السنة الحالية	0.368	0.09	1.215889	0.205	0.658	0.157	0.904	0.9021
بيتا × عوائد السنة الحالية	-0.297	-0.03	-0.109	-0.011	-0.286	-0.029	-0.201	-0.02
Adj. R2			0.9865	0.9871	0.9866	0.9867		
F			308.66***	323.13***	311.6***	315.68***		
D-W stat			2.1	2.13	2.11	2.11		

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتداد على مخرجات برنامج Eviews 10

***P<0.01 **P<0.05 *P<0.10

وقد تبين من الجدول (8) أن جميع المعادلات ملائمة احصائياً بدلالة قيمة F المحتمية وعند مستوى معنوية صفر إلى حد المرتبة الثالثة بعد الفارزة، كما لم يتم اختبار التحسن في القوة التفسيرية ($Adj.R^2$) لجميع النماذج، والذي أشر بالانخفاض بإدخال المتغيرات الضابطة ونماذج إدارة العوائد، حيث بلغ قيمة معامل التحديد قبل ادخال هذه المتغيرات والتي بينها الجدول (6) في المعادلة 3 بأنها 0.988، وبعد ادخال متغيرات ادارة العوائد انخفضت القيمة التفسيرية لجميع النماذج وكانت نسبة الانخفاض تتراوح بين (0.0009-0.0015) في حين لم تظهر معنوية العلاقة الاحصائية بين المستحقات التقديرية لنماذج إدارة العوائد في المعادلات الأربع وبين العوائد المستقبلية، وذلك من خلال عدم معنوية قيمة t المحتمية عند مستويات الثقة الثلاث 1% و 5% و 10%، وبذلك لا يمكن الاستدلال بالخطر المعلوماتي للمستحقات التقديرية لإدارة العوائد في العوائد المستقبلية من خلال إدخالها مع القرار الاستثماري في الرواتب والأجور (β_L) للتنبؤ بالعوائد المستقبلية، كما لم تظهر معنوية العلاقة بين متغير ميل معامل الانحدار لعوائد الأسهم في التغير في العوائد المعلنة BR ومعامل بيتا، وبين عوائد الشركة للسنة القادمة أي أن المعلومات الواردة في العوائد المستقبلية لاتعكس بأسعار الأسهم،

وأن خطر معامل بيتا لا يؤثر على الاستثمار في الرواتب والأجور. وكذلك بين الجدول (8) أن النموذج المقدر لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي، من خلال مايبه اختبار درين واتسون D.W لجميع المعادلات حيث كانت قيم جميع المعادلات قريبة من 2 مما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات.

7. الاستنتاجات

أهم ماتوصلت اليه الدراسة يمكن توضيحه من خلال الآتي:

- عدم إظهار مخاطر إدارة العوائد في اتخاذ القرارات الاستثمارية الرأسالية التي تتخذها الشركات من خلال مايبته معاملات نماذج إدارة العوائد بعدم معنويتها في العلاقة بالعوائد المستقبلية، وقد تم رفض الفرضية حول العلاقة بين إدارة العوائد والقرار الاستثماري، مايعني أن القرارات الاستثمارية المبينة على نوعية العوائد تستحوذ على معلومات مختلفة عن المعلومات التي تحتويها مقاييس إدارة العوائد.

- إن قرارات الاستثمار في الشركات المبحوثة تحتوي على معلومات حول نوعية العوائد، ولذلك قد تتخذ الإدارة القرارات الاستثمارية بناءً على العوائد المتوقعة، فإذا ازدادت العوائد المستقبلية المتوقعة للشركة فإنها ستزيد من استثماراتها وهذا يعادل صافي تدفقات نقدية إيجابية، كما أن زيادة العوائد المستقبلية من وجهة نظر الإدارة يجب أن يغلب عليها طابع الاستثمارية، أو بعاءة أخرى ذات نوعية عالية لكي تقوم الشركة بزيادة استثماراتها، أما إذا لم تكن عوائد الشركة ذات نوعية عالية فيجب أن لاتقوم الشركة بأي استثمارات اضافية لعلمها المسبق بانخفاض نوعية عوائدها.

- يمكن الاعتماد القرارات الاستثمارية الرأسالية في النفقات الرأسالية وفي الرواتب والأجور في استخلاص مقاييس مفيدة وموثوقة لقياس نوعية العوائد الحقيقية التي قد تختلف بدونها من معيار الى معيار أو من دراسة لأخرى.

8. المقترحات

- على الرغم من وجود ممارسات إدارة العوائد في الشركات عينة الدراسة والتي تعد ظاهرة سلبية تؤثر على موثوقية ومصداقية المعلومات المالية، إلا أن الباحث يوصي بعدم الاعتماد عليها بشكل مطلق في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، فقد تكون ممارسات إدارة العوائد ذا طبيعة معلوماتية تتمثل في أن المراء

6. حمودي، وفاء يونس، 2010، أثر حوكمة الشركات في إدارة الأرباح مدخل أخلاقي - دراسة لعينة مختارة من الشركات المساهمة في محافظة نينوى، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الموصل.
7. الدوسكي، شفان احمد محمد، 2006، إدارة العوائد كمدخل لتعظيم قيمة المنظمة- دراسة ميدانية في عينة من المؤسسات المالية العربية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الموصل.

10. المراجع باللغة الأجنبية

1. Arar, S., Al-Sheikh, E., Hardan, A., 2018, The Relationship between Earnings Management and Stock Price Liquidity, International Journal of Business and Management, Vol. 13, No. 4.
2. Belkaoui, Ahmed Riahi, 1999, Earnings Measurement, Determination, Management, and Usefulness, Greenwood Publishing Group, Inc., USA.
3. Bešlić, I., Bešlić, D., Jakšić, D., Andrić, M., 2015, Testing the Models for Detection of Earnings Management, Industrija, Vol.43, No.3.
4. Bodie, Z. , Kane, A., Marcus, A., 2014, Investments, McGraw-Hill Education, 10TH Edition, USA.
5. Consoni, S., Colauto, R., de Lima, G., 2017, Voluntary disclosure and earnings management: evidence from the Brazilian capital market, R. Cont. Fin. – USP, São Paulo, VOL. 28, NO. 74.
6. Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A., 1995, Detecting Earnings Management, The Accounting Review, Vol. 70, No. 2.
7. Farshadfar, Shadi & Monem, Reza, 2011, Discretionary Accruals and The Predictive Ability of Earnings in The Forecast of Future Cash Flows: Evidence From Australia, Corporate Ownership & Control, Vol. 9, Issue 1.
8. Gill, A., Biger, N., Mand, H., Mathur, N., 2013, Earnings Management, Firm Performance, and the Value of Indian Manufacturing Firms, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 116, PP. 120-132.
9. Gurkan, Serhan , 2016, Comprehension of Discretionary Accruals Models: Evidence of Turkey and EU, The Macrotheme Review VOL. 5, NO. 4.
10. Julio, Brandon & Yook, Youngsuk, 2016, Earnings Management and Corporate Investment Decisions, Working Paper No. 2016-086, in SSRN Electronic Journal.
11. Kashmiri, Hawazin, 2014, Testing Accruals Based Earnings Management Models in an International Context, MSC Thesis, Massey University.
12. Kim, Tae Wook, 2016, Essays on Earnings Management, Investment Efficiency, and Managerial Incentives, PhD Thesis, Carnegie Mellon University.

يستخدمون حكمهم ودرايتهم، ليزودوا المستثمرين بالمعلومات التي يمتلكونها من وجهة نظرهم المستقبلية، أي أنها قد تكون أداة لنقل المعلومات الداخلية للشركة الى السوق، وبالتالي إظهار الارتفاع في نوعية عوائدها.

- توصي الدراسة بإجراء المزيد من الدراسات التي تعزز بشكل كبير القرارات الاستثمارية التي تتخذها الادارة في التنبؤ بعوائدها المستقبلية ولاسيما في الاستثمارات المالية، وبناء الاختبارات لتوضيح الأثر في معدل العائد المطلوب على الأسهم، لبيان ما إذ كانت قراراتها الاستثمارية تؤثر على قرارات تخصيص الموارد من عددها إذ أنه وعلى الرغم من أن الدراسات تشير الى أن القوائم المالية تعد من أهم المصادر في الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية، إلا انها قد لاتعكس بشكل دقيق المعلومات التي تحتويها بسبب عدم كفاءة السوق.

- نظراً لأهمية الإفصاح المعلوماتي لمتخذي القرارات الاستثمارية، فمن المهم الزام الشركات بالإفصاح عن المعلومات الكافية والملائمة لترشيد القرارات الاستثمارية في سوق العراق للاوراق المالية، فضلاً عن أهمية اتساق وتجانس القوائم المالية التي تنتج هذه المعلومات للشركات المدرجة في السوق ونشرها على على فترات دورية وقصيرة لتكون أكثر ملائمة، وبخلاف ذلك يخضع القرارات الاستثمارية الى التوجه الشخصي وليس العقلاني .

- ضرورة الاهتمام بعمل المنظومات الرقابية للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية من خلال صياغة أنظمة رقابية إلكترونية ولجان تدقيق، ووجود تقارير رقابية وتطوير الأنظمة المحاسبية التي تساعد على معالجة القصور والمشكلات التي تواجه عملية اعداد القوائم المالية.

9. المراجع باللغة العربية

1. النجمي، عباس حميد و الساعدي، حكيم حمود، 2015، إدارة الأرباح، عوامل نشوئها وأساليبها وسبل الحد منها، دار غيداء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، العراق.
2. جميل، ابراهيم محمد، 2010، قياس العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وإدارة العوائد بالتطبيق على عينة مختارة من الشركات المساهمة العربية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل.
3. الجميل، سمرمد كوكب، 2016، مراجعة منهجية في الفكر المالي، Noor للنشر، المانيا.
4. الجميل، سمرمد كوكب، 2018، المدخل الى الأسواق المالية، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
5. حبيب، عقيل حمزة، 2003، تمهيد الدخل، دراسة ميدانية في عينة مختارة من الشركات الصناعية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة المستنصرية.

26. Reilly, K. Frank & Brown, C.Keith, 2012, *Investment Analysis & Portfolio Management*, South-Western Cengage Learning, 10TH Edition, USA.
27. Ronen, Joshua & Yaari, Varda, 2008, *Earnings Management, Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*, Springer Science+Business Media, USA.
28. Thi, Lua Luong, 2015, *Earnings management through accrual-based analysis Case study: Stockmann Oy Abp from 2005-2014*, Degree Thesis, International Busines– BBA11.
29. Tung Au & Thomas P. Au, 1992, *Engineering Economics for Capital Investment Analysis*, Prentice-Hall, Inc., 2nd Edition, USA.
13. Kwarbai J., Jayeoba, O., Ajibade A., Nwaobia A., 2016, *Financial Reporting Quality on Investors' Decisions*, *International Journal of Economics and Finance Research*, Vol. 2, No.
14. Li, Feng, 2011, *Earnings Quality Based on Corporate Investment Decisions*, *Journal of Accounting Research*, Vol. 49, Issue 3.
15. Li, Kevin Ke & Tang, Vicki Wei, 2008, *Earnings Quality and Future Capital Investment: Evidence from Discretionary Accruals*, Article in *SSRN Electronic Journal*.
16. Lin, Feng-Li, 2011, *Is Earnings Management Opportunistic or Beneficial in Taiwan? Application of Panel Smooth Transition Regression Model*, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 3, No. 1.
17. Machdar, N., Manurung, A., Murwaningsari, E., 2017, *The Effects of Earnings Quality, Conservatism, and Real Earnings Management on the Company's Performance and Information Asymmetry as a Moderating Variable*, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 7, Issue 2.
18. McNichols, Maureen F. & Stubben, Stephen R., 2008, *Does Earnings Management Affect Firms' Investment Decisions?*, *The Accounting Review*, Vol. 83, No. 6.
19. Mohapatra, Siddharth, 2012, *Earnings Management, Human Rationality, and Relative Deprivation -- Some Critical Assessments*, PhD Thesis, Uniersità Ca' Fafoscari, Venezia.
20. Moradi, Mohammad Ali & Nezami, Ahmad, 2011, *Influence of Ownership Structure on Earning Quality in the Listed Firms of Tehran Stock Exchange*, *International Journal of Business Administration*, Vol. 2, No. 4.
21. Pantzar, Jere, 2016, *CEOs and Earnings Management: The Distributional Anomalies of Discretionary Accruals in Post- SOX Era*, MSC Thesis, Aalto University.
22. Patrick, Z., Tavershima, A., Eje, E., 2017, *Effect of Financial Information on Investment Decision Making By Shareholders of Banks in Nigeria*, *Journal of Economics and Finance*, Volume 8, Issue 3.
23. Purwanti, Meilani & Kurniawan, Aceng, 2013, *The Effect Of Earnings Management And Disclosure On Information Asymmetry*, *International Journal Of Scientific & Technology Research*, Vol. 2, Issue 8.
24. Rad, S., Embong, Z., Mohd-Saleh, N., Jaffar, R., 2016, *Financial Information Quality and Investment Efficiency: Evidence From Malaysia*, *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Vol. 12, No. 1.
25. Rani, P., Hussain, F., Chand, P., 2013, *Managerial Incentives for earnings management among listed Firms: Evidence from Fiji*, *Global Journal Of Business Research*, Vol. 7, No. 1.