مدى استجابة القرار الاستثماري الرأسمالي لخصائص نوعية العوائد

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

سرمد كوكب الجميل
أستاذ
قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة الموصل
العراق

بسام أحمد عبد الله
مدرس
قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة دهوك
اقليم كردستان العراق

ملخص

ركزت الدراسة على اختبار العلاقة بين القرارات الاستثمارية الرأسمالية للشركات الصناعية وبين العوائد المستقبلية بإدخال نماذج نوعية العوائد، نظراً لما تمثله نوعية العوائد من استقرار في الأرباح في الفترة الزمنية المستقبلية (العوائد)، وفي سبيل اختبار فرضية البحث تم قياس خصائص بعض نماذج نوعية العوائد لعينة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2009-2017 بإستخدام البيانات الربع سنوية، واتساقاً مع ذلك أشرت الدراسة اختبار مدخلاً جديداً لقياس نوعية العوائد استناداً إلى القرار الاستثماري، وبشكل اكثر تحديداً تم قياس نوعية العوائد بوصفها الدالة والحلقة الرابطة للتغييرات في حجم الاستثمار الرأسمالي المبني على العوائد، كما يعتمد على العوائد في تقييم الاستثمارات من خلال ما تحتويه العوائد الحالية من قدرة تنبؤية باستمرارية العوائد في الفترات المستقبلية، واستنتجت الدراسة بأنه يوجد أثر لنوعية العوائد مجتمعةً في القرار الاستثماري في النفقات الرأسمالية وفي الرواتب والأجور ، حيث أن نسبة ماتفسره نوعية العوائد في التغيرات في القرار الاستثماري تزداد بعد أن يتم إدارج خصائص نوعية العوائد، وبالتالي يمكن الاعتماد على نوعية العوائد في تفسير القرار الاستثماري الرأسمالي ، كما يمكن الاعتماد على القرار الاستثماري الرأسمالي في الرواتب والأجور وفي النفقات الرأسمالية للتنبؤ بالعوائد المستقبلية، وتقترح الدراسة أهمية توسيع نطاق الدراسة الحالية لتشمل قطاعات وأسواق مالية أخرى، نظراً لأهمية اختلاف بيئة التطبيق في اظهار التفاوت في القرارات الاستثمارية الرأسمالية التي تتخذها الأدارة وعلى وفق تفسير نماذج نوعية العوائد من خلالها.

الكلمات الدالة: القرار الاستثماري، نوعية العوائد، اللاتماثل المعلوماتي، النفقات الرأسمالية، الرواتب والأجور.

1. المقدمة

يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري على توفر المعلومات الكافية، ولاسيما المعلومات المالية بكل ما تتناوله من مضامين ومقومات والتي يتم الاعتماد عليها من قبل المدراء في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وغالبا ما تستند تلك القرارات على مستوى العوائد، أي الربحية المستقبلية، ونظراً لما تمتلكه الإدارة من معلومات دقيقة وكاملة عن ربحية شركاتهم مقارنة بالأطراف الأخرى المتعاملة مع الشركة، ونظرا لعدم التماثل المعلوماتي بين مختلف الأطراف المتعاملة مع الشركة فتكون الأفضلية للمدراء في الحصول على معلومات بنوعية عالية من خلال استنباطها من القرارات الادارية بشكل أكبر من الأطراف الأخرى ذات العلاقة بالشركة الذين يبنون قراراتهم على المعلومات الموضوعة من قبل المستثمرين الآخرين أو من خلال الاعتماد على الخصائص المحاسبية. واتساقاً مع ذلك تبحث هذه الدراسة اختبار مدخلاً جديداً لقياس نوعية العوائد استناداً إلى القرار الاستثماري، وبشكل اكثر تحديداً قياس نوعية العوائد بوصفها الدالة والحلقة الرابطة للتغييرات في حجم الاستثمار الرأسمالي.

1.1 الأهمية

أشرت العديد من الدراسات الى أن المدراء يستثمرون الأموال في المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة الأعلى، أي أنه في حالة ما كانت الأرباح المستقبلية المتوقعة عالية، وإن العوائد تتسم بسمة الاستمرارية فهذا سيؤدي بطبيعة الحال الى المزيد من الاستثمارات الاضافية، ومن هنا يلاحظ اعتماد الخبرة التي تمتلكها إدارة الشركات في هذا المجال، فإذا كان لدى الشركة خبرة كافية حول زيادة العوائد المعلن عنها، وعبر

المجلة الاكاديمية لجامعة نوروز, المجلد 9, العدد 1 (2020)
ورقة بحث منتظمة نشرت في 2020/3/28
البريد الالكتروني للباحث : sarmad.kawkab@gmail. com
حقوق الطبع والنشر © 2017 أسماء المؤلفين. هذه مقالة الوصول اليها مفتوح موزعة تحت رخصة المشاع الايداعي النسبي – CC BY-NC-ND 4. 0

doi : 10. 25007/ajnu. v9n1a723

استعراض أدبيات العلاقة تتمثل أهمية البحث في نوعية العوائد بوصفه مدخلاً تحليلياً نوعياً يؤثر على نمط الاستثمار الرأسمالي وكفاءته، والتي تعد من المواضيع المهمة في مجال الادارة المالية.

2.1 مشكلة البحث

إن غالبية المستثمرين والمحللين يركزون على العوائد النهائية التي تحققها الشركات كمؤشر على أداء الشركة في المستقبل، وإن نوعية العوائد العالية تعد مؤشرا جيدا على الأداء التشغيلي المالي المستقبلي وهي في الوقت نفسه مقياسا مفيدا لتقييم الشركة وتحديد قيمتها، إلا أن تدخل الإدارة في عملية إعداد الكشوفات المالية له تأثير على تقييم مستخدمي المعلومات لنوعية العوائد وإمكانية الاعتماد عليها في صناعة القرار الاستثماري، لذا يتبع المحللون الماليون حالياً منهجاً جديداً في دراسة وتقييم الوضع المالي للشركات يختلف من حيث المضمون عن المنهج التقليدي الذي طالما اعتادوا علية في ذلك المجال، ويطلق على هذا المنهج مصطلح التحليل النوعي Qualitive Analysis Approach . ويقوم هذا المنهج على ركيزة أساسية هي أن الأرقام التي تظهر في القوائم المالية المنشورة ليست في حقيقة الأمر سوى نتاجاً لسياسات محاسبية تحدد كلاً من نوع المبادئ والأساليب المحاسبية المتبعة في إعداد تلك القوائم، نتيجة تدخل الإدارة في عملية إعداد الكشوفات المالية الذي له تأثير على تقييم مستخدمي المعلومات لنوعية العوائد وإمكانية الاعتماد عليها في صناعة القرار الاستثماري.

وعلى هذا الأساس فان مشكلة الدراسة تكمن في التساؤل الآتي هل أن التغيرات في حجم الاستثمار في الرواتب والأجور والنفقات الرأسمالية داخل الشركة يمثل مؤشراً على صناعة القرار الاستثماري ويوضح مستوى نوعية العوائد فضلاً عن درجة موثوقية الأرقام المفصح عنها في الكشوفات المالية.

3.1 هدف البحث

التعامل مع خصائص نوعية العوائد التقديرية بوصفها من المداخل المهمة في دراسة جدوى المعلومات، والتي تساعد على تفسير السلوك التقديري والتحيزات المنهجية فيما يتعلق بالعوائد المعلن عنها، 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 المباغتة (الفجائية)، تكون أقل ارتباطاً بهذه القرارات.

4.1 فرضية البحث

تتباين خصائص نوعية العوائد للشركات عينة الدراسة تجاه معنوية علاقة القرار الاستثماري في النفقات الرأسمالية و في الرواتب والأجور مع العوائد المستقبلية، وينبثق عنها الفرضيتين الآتيتين:

1-يوجد أثر لخصائص نوعية العوائد في التنبؤ بالعوائد المستقبلية.

2-تؤدي معنوية العلاقة بين القرار الاستثماري الرأسمالي مع العوائد المستقبلية بإدخال نماذج نوعية العوائد الى أن تكون العوائد ذات نوعية عالية بوصفها مؤشراً على تماثل المعلومات بين الإدارة واصحاب المصلحة .

5.1 هيكل البحث

اعتمد البحث المنهج الوصفي والتحليلي من خلال دراسة النسب النوعية التي توضح القرار الاستثماري في الرواتب والأجور وفي النفقات الرأسمالية، وكذلك اختبار خصائص نوعية العوائد باستخدام نماذج احصائية لتحديد مدى نوعية العوائد وبيان أثرها في التنبؤ بالعوائد المستقبلية وذلك من خلال محورين، يتطرق المحور الأول الى الاطار النظري للقرار الاستثماري ومفاهيم وخصائص نوعية العوائد، في حيت شمل المحور الثاني قياس وتحليل العلاقة بين متغيرات البحث واعتمد البحث على الكتب والمراجع والدراسات والدوريات والتقارير السنوية والربع سنوية لسوق العراق للأوراق المالية.

2. الاطار النظري للدراسة

1.2 مفهوم القرار الاستثماري

ويعرف القرار الاستثماري على انه القرار الذي ينصب على كيفية توظيف الأموال التي يتم الحصول عليها، بهدف الحصول على العوائد الملائمة لمستوى المخاطر التي تتعرض هذه الأموال عند توظيفها (محمود ودباش، 2017: 7)، إذ أن الفرق بين ما تم استثماره في الوقت الحاضر وما سيتم الحصول عليه في المستقبل هو العائد، والذي يمثل التعويض الذي يحصل عليه المستثمر نتيجة تخليه عن رأس ماله في فترة معينة، مع وجود صعوبة في التأكد من قيمته بالنسبة لمعظم الاستثمارات، بسبب وجود درجة متفاوتة من درجة عدم التأكد في عائد الاستثمارات، (Feibel, 2003: 1)، لذا فمن الضروري أن يكون للمستثمر دراية دقيقة وفهم كامل حول الفرص الممكنة، إذ أن هذه القرارات لاينبغي أن تتم في حالة اندفاع ، فاتخاذ أي قرار استثماري خاطئ قد يؤدي بالمستثمر الى الافلاس، أي أنه من الضروري فهم الأفكار الأساسية لقرارات

doi : 10. 25007/ajnu. v9n1a723

الاستثمار من خلال اختيار المؤشرات ذات الصلة بطبيعة مجال الاستثمار بالاضافة الى المعلومات التي يمتلكها صانع القرار لتعظيم قيمة الاستثمار (Virlics, 2013: 170).

2.2 أهمية نوعية العوائد لتقييم الأداء

تعتبر نوعية المعلومات في الأسواق المالية ذات أهمية كبيرة للمشاركين في عملية اتخاذ القرارات، والتي يتم من خلالهم إنشاء المعلومات ونشرها واستخدامها في عملية تخصيص رأس المال وفق عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية، فضلاً عن أهميتها في تقييم النتائج اللاحقة للشركة (Francis & *et al.*, 2008: 8)، إذ الشركة تسعى الى تحقيق أقصى مستوى من النوعية في عوائدها، وقد أصبح هذا الموضوع معضلة للمحللين الماليين والخبراء في مجال المحاسبة، فضلاً عن إدارة الشركة التي تسعى الى تحقيق أهداف الشركة المتمثل في الحفاظ على نمو واستدامة عوائد الشركة من أجل حماية مصالحهم، ومن جانب آخر يشارك المحللين الماليين في متابعة وتحليل نوعية عوائد الشركات التي يستثمرون فيها من أجل زيادة راس مال محافظهم الاستثمارية وجذب المزيد من المستثمرين (Younis & *et al.*, 2016: 9)، تمثل نوعية العوائد مقياساً لفاعلية سياسات إدارة الشركة التشغيلية والتمويلية والاستثمارية والقرارات المتخذة والمتعلقة بتلك السياسات (مجيد، 2015: 28)، وقد أشار Lev عام 1989 الى أن نوعية العوائد تعبر عن القدرة التنبؤية للمتغيرات المالية، وأوضح الى ان ارتفاع نوعية العوائد يتطلب أن تنعكس الأحداث المتوقعة التي تؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية في العوائد والقيم الحالية للشركة (An, 2009: 56)، أي ان نوعية العوائد تتمثل في قدرة العوائد الحالية للشركة أن تعكس حقيقة أرباح الشركة وتساعد على أن تعكس الأرباح في المستقبل، من خلال استقرارية واستمرارية هذه الأرباح، وبالتالي فإن انخفاض نوعية العوائد سوف تؤدي الى اتخاذ قرارات غير صائبة من قبل مستخدمي القوائم المالية مثل المستثمرين والدائنين والتي بدورها تؤثر في قيمة الشركة (Yusriua, & *et al.,* 2017: 437). وقد أوضح Collins الى أن ارتفاع نوعية العوائد يعكس بشكل دقيق الأداء التشغيلي الحالي للشركة، وبالتالي فإن العوائد ذات النوعية العالية تعبر عن القيمة الجوهرية للشركة، وهذه العوائد تتسم باستمراريتها Earning Permanent (Dechow & Schrand, 2004: 5)، كما أن استقرار العوائد يعد أيضا كمؤشر على ارتفاع نوعية العوائد كما أشار اليها العديد من الباحثين، فضلاً عن أن نوعية العوائد العالية تعبر عن المستوى الأخلاقي للشركة في عرضها للعوائد كما هو مطلوب عرضه في القوائم المالية (AL-Shar & Dongfang, 2017: 22). يختلف مفهوم نوعية العوائد وفقاً لاختلاف وجهات نظر الباحثين والمتعاملين مع الشركة والمستفيدين من عوائدها، ويمكن التوصل الى عدد من المفاهيم الخاصة بنوعية العوائد وحسب وجهات النظر حول الخصائص التي تفسر العوائد، من خلال الأتي:

أ. **وجهة النظر الأولى:** إذ يتم التطرق الى مفهوم نوعية العوائد وفق خصائص السلاسل الزمنية، وتتمثل في الآتي:

- الاستمرارية Persistence: إن نوعية العوائد التي تمتاز بالاستمرارية يكون لديها قدرة تنبؤية عالية للعوائد المستقبلية، وهو أفضل مؤشر لقياس العوائد المستقبلية (Katsuo, 2008: 2).
- التقلبية Variability: ويعبر عنها بـ **تمهيد العوائد** وقد أشار كل من Schipper & Vincent في دراستهما الى أن تمهيد العوائد Smoothed Earning ، يعمل على استمراريتها وزيادة قدرتها التنبؤية، واستنتجا الى أن تمهيد العوائد يؤدي الى ارتفاع نوعية العوائد، استناداً الى وجهة النظر المؤيدة الى أن المدراء يساهمون في تمهيد عوائدهم نظراً لما يفضله الكثير من المستثمرين في انخفاض أو تقليل العوائد المتقلبة (Katsuo, 2008: 3).
- كما يعبر عنها بـ **التحفظ،** الذي يشير الى أن التحفظ في العوائد يحدد نوعيتها العالية، نظراً لأنها أقل عرضة لاثبات العوائد في ظل التطورات والأحداث المستقبلية (Melumad & Nissim, 2008:92).

ب. **وجهة النظر الثانية:** نوعية العوائد والتدفقات النقدية وتركز على تحليل التدفقات النقدية وتعتمد عليها في تحديد القيمة الجوهرية للشركة، وقد ركزت دراسات كثيرة على وجهة النظر هذه بسبب ادراك عدد كبير من المتعاملين بامكانية التلاعب بأرقام أرباح وعوائد الشركات (Larrabee & Voss, 2013: 376).

3.2 العلاقة النظرية بين القرار الاستثماري المبني على نوعية العوائد واللاتماثل المعلوماتي

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، فقد لاتتاح المعلومات للجميع بالمستوى نفسه أو ربما قد يسعى البعض الحصول على المعلومات بالمزيد من الكلف، (الجميل، 2016: 64)، وأكد كل من Tariverrdi & Haji على أهمية دور المعلومات المحاسبية في الأسواق المالية في الاستغلال الأمثل للموارد، وهذا ما يتعلق بنظرية كفاءة السوق، إلا أن اللاتماثل المعلوماتي فيها ينتج ميزة توفر المعلومات لبعض الأطراف في مجال التعاملات مقارنةً بأطراف أخرى، لذا يتم الاعتماد على نوعية العوائد ونوعية القوائم المالية من قبل مستخدمي القوائم المالية من أجل توقيع العقود واتخاذ القرارات الاقتصادية، إذ يعتبر المستثمرون بأن العوائد ذات النوعية المنخفضة غير مناسبة لأنها تعتبر بمثابة تحذير لتخصيص الموارد بشكل غير مناسب، حيث يمكن لمقدار نوعية العوائد أن تؤثر على اللاتماثل المعلوماتي (Tariverrdi & Haji, 2015: 56)، لذا يعتبر الكثير من الباحثين بأن نوعية العوائد تعد أحد المؤشرات المهمة لإجراء دقيق لقيمة الشركة، باعتبار أن نوعية العوائد العالية توفر المزيد من المعلومات حول أداء الشركة، وبالتالي فهي ذات صلة بالقرارات التي يتم اتخاذها من قبل صناع القرار، فضلاً عن أنها تعكس وبدقة الاداء التشغيلي للشركة (Machdar, et. all, 2017: 309). وتطرقت دراسة (Cerqueira & Pereira, 2017) حول ما إذا كانت نوعية المستحقات تمثل مؤشراً لقيمة نوعية العوائد للمستثمرين في أسواق الأسهم، حيث أنصب تركيزهما بشكل خاص على القيمة المعلوماتية للأخذ بنظر الاعتبار حوافز المدراء لاستخدام المستحقات، لذلك انصبت تركيز الدراسة على تحليل العلاقة بين نوعية المستحقات واللاتماثل المعلوماتي بين المشاركين في سوق الأسهم من خلال تحليل البيانات المالية لعدد من الشركات الاوروبية، وتوصلت نتائج الدراسة الى وجود علاقة معنوية بين انخفاض نوعية العوائد وارتفاع اللاتماثل المعلوماتي، وبينت الدراسة أهمية زيادة المحتوى المعلوماتي لقياس نوعية المستحقات من خلال الجمع بين نوعية المستحقات والتباين في توقعات المحللين من أجل التوصل الى مؤشر أفضل لنوعية العوائد بدلاً من الاعتماد على نوعية المستحقات لوحدها كؤشر لقياس نوعية العوائد.

إن قرارات المستثمرين تستند على توقعات الحصول على عوائد مناسبة ومستقرة على استثماراتهم، وهذه التوقعات تتمثل في توقعات مدراء الشركات وحدسهم 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 الادارة وكذلك نوعية التقارير المالية التي تسهل عملية تخصيص رأس المال وبالتالي تحسين قرارت المستثمرين (Kwarbai et. all, 2016: 141)، أي إن استخدام الإدارة لسلطتها في التقدير والتنبؤ تعد من العوامل المهمة التي تؤثر على نوعية العوائد، فالعوائد بنوعية منخفضة لاتتمتع بالكفاءة لانها ستقلل من النمو الاقتصادي للشركة، إذ أن ارتفاع نوعية العوائد يعزز من الاستثمار في الموجودات الرأسمالية، لذلك تعتبر نوعية العوائد أيضاً من المعايير المهمة لفحص أداء الإدارة والسلامة المالية لوحدة الأعمال، كونها تعني استقرارية العوائد واستدامتها وعدم تقلبها (Ranjbar et. all, 2013: 354)، وقد ذهبت دراسة Li الى أن المدراء يستثمرون في المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة (NPV) الأعلى، فإذا إزدادت العوائد المتوقعة للشركة في المستقبل أو كانت ذات استمرارية فإن الشركة ستقوم باستثمارات اضافية، 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 ماتزيد من مستوى استثماراتها، أما إذا كانت العوائد الجديدة موقتة، فيجب أن لايكون 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 الادارة في السيطرة مما يولد لديها الحوافز لزيادة الاستثمار (Li, 2011: 2).

وتختلف الدراسة الحالية عن دراسة (Li, 2011) في أنها تطرقت الدراسة الحالية الى خمسة نماذج بوصفها مؤشرات لقياس خصائص نوعية العوائد المبنية على المعلومات المحاسبية والمالية، وهذا ما لم تؤشره دراسة (Li, 2011)، حيث ركزت الدراسة الحالية على تحديد أثر متغيرات نوعية العوائد في القرار الاستثماري المبني على العوائد بوصفها عوامل خطر إضافية تؤثر في القرارات الاستثمارية الرأسمالية، فضلاً عن إدخال متغير بيتا بوصفه عامل خطر يدخل ضمن متغيرات السيطرة الى الأنموذج والذي تم احتسابه وفق نموذج تسعير الموجود الثابت وهو ما أغفلت عنه الدراسة السابقة في تحديد أهمية خصائص نوعية العوائد في تحديد القرار الاستثماري الرأسمالي.

يمكن حساب القرار الاستثماري بناءً على الفرق بين الاجور المستحقة للعمال على مدار العام الحالي مقارنةً بالعام السابق، والذي يوضح مستوى الموارد البشرية

doi : 10. 25007/ajnu. v9n1a723

المطلوب استثمارها وكذلك الاستثمار في الموجودات الرأسمالية (الثابتة)، فوفقاً لذلك يمكن أن تؤدي الزيادة في المدفوعات الى القوى العاملة والتي تؤدي الى زيادة في كمية ونوعية الموارد البشرية الى تحسين نوعية العوائد، كما أن الزيادة في الموجودات الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل تؤدي أيضاً الى زيادة نوعية العوائد، لذلك فإن الاستثمار في القوى العاملة والموجودات الرأسمالية يمكن أن يؤدي الى زيادة استقرار العوائد، وإن ظهور أي خطأ في التنبؤ بالعوائد يكون ناتج عن تضارب المصالح بين الادارة والمساهمين مما يؤدي بالضرورة الى انخفاض الاستثمار في القوى العاملة وفي الموجودات الرأسمالية (Ashjar & Kamyabi, 2015: 7-8).

3. منهجية البحث وتوصيف البيانات

1.3 عينة البحث

شملت عينة البحث مجموعة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وكما موضح في الجدول (1)، حيث اقتصر 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.

الجدول (1) الشركات عينة البحث

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

المصدر : من إعداد الباحث.

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 أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية، كمقياس يعبر عنه بالخطر النظامي الذي يرافق القرارات الاستثمارية كأحد متغيرات السيطرة في الأنموذج، وقد تم الحصول على أسعار الأسهم وبيانات عن مؤشر السوق لمدة 180 يوماً . وقد تبنت الدراسة بيانات (Panel) التي تتمتع ببعد زمني وبعد فردي لاختبار نماذج نوعية العوائد، مما يجعل استخدامها أكثر اهمية في الدراسات القياسية، حيث يمكن الأخذ بعين الاعتبار سلوك الشركات عبر الزمن، وخصائص كل شركة على حدا، اضافة الى ان بيانات المقاطع العرضية تتمتع بعدد اكبر من درجات الحرية، مما يؤثر ايجابياً على دقة التقديرات للنماذج المراد دراستها.

ومن أجل احتساب نماذج نوعية العوائد واستخدامها في اختبار نموذج العلاقة مع القرار الاستثماري للتنبؤ بالعوائد المستقبلية، فقد تم احتساب نتائج خصائص نوعية العوائد 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، وبهذا فإن عدد المشاهدات الناتجة من معادلات انحدار احتساب نماذج ادارة العوائد بلغت 4 مشاهدات لكل شركة وباعتماد 10 شركات فإن مجموع المشاهدات النهائية المستخدمة في النموذج النهائي بلغ 40 مشاهدة.

3.3 نماذج القياس

1.3.3 مقاييس نوعية العوائد المبنية على المعلومات المالية والمحاسبية

هناك نوعين من المقاييس المعتمدة لاختبار خصائص نوعية العوائد، أولهما: المقاييس التي تعتمد على المعلومات المحاسبية، والتي تعتمد بالدرجة الأساس على تحليل القوائم المالية المعلنة في تقييم المحتوى المعلوماتي للعوائد وتتمثل بكل من نوعية المستحقات واستمرارية العوائد والقدرة التنبؤية واستقرارية العوائد، في حين تركز مقاييس أخرى على الجانب المالي في تقييم نوعية العوائد، من خلال دراسة وتحليل أداء السهم في السوق المالي لتقييم المحتوى المعلوماتي لعوائد الشركة.

أ- **نوعية المستحقات Accruals Quality** إن قياس نوعية المستحقات يمثل مدى التطابق بين مستحقات رأس المال العامل في عمليات تحقيق التدفقات النقدية، وفي حال انخفاض مستويات هذا التطابق يؤدي الى انخفاض نوعية المستحقات (Dechow & Dichev, 2002: 36)، يشير نموذج قياس نوعية المستحقات الى تقدير خطأ القياس لمجموع المستحقات مباشرةً من التدفقات النقدية، من خلال الاشارة الى البواقي المقدرة، والتي ينظر اليها على أنها مقاييس عكسية لنوعية المستحقات ونوعية العوائد، كما أن نوعية المستحقات ترتبط بشكل ايجابي باستمرارية العوائد (Katsuo, 2008 : 5). ويقدم نموذج Dechow & Dichev عام 2002 مقياساً لنوعية المستحقات بالاستناد الى الانحراف المعياري لبواقي المستحقات، (Dechow & Dichev, 2002: 40) وكما يلي:

$$\frac{WCt}{At} = b0 + b1\left[\frac{CFOt-1}{At}\right] + b2\left[\frac{CFOt}{At}\right] + b3\left[\frac{CFOt+1}{At}\right] + \varepsilon t \dots\dots (1)$$

حيث أن :

WCt : مجموع مستحقات رأس المال العامل في السنة t، والتي تم احتسابها وفق المعادلة الآتية (Sivaramakrishnan & Yu, 2008: 12) :

$$WC_t = \Delta CA_t - \Delta CL_t - \Delta cash_t - \Delta STDEBT_t \dots\dots\dots\dots(2)$$

CFO : التدفقات النقدية التشغيلية للشركة في السنة t والسنة t-1 والسنة t+1.

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 في السنة الحالية t والسنة السابقة t-1.

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

استناداً الى فكرة التحكم في المستحقات والتي تعكس وتفسر الصدمات في رأس المال العامل، والتركيز على الانحراف المعياري لبواقي المستحقات، حيث يتم قياس تباين المستحقات المتبقية باستخدام الانحراف المعياري للبواقي، حيث يدل ارتفاع الانحراف المعياري على ارتفاع خطأ التقدير للمستحقات وبالتالي انخفاض في نوعية المستحقات (Nezlobin, et.all, 2019: 5).

من جانب آخر قد يكون اقتراب قيم المعلمات من القيم الافتراضية للأنموذج هي دليل على صحة الأنموذج في الحكم على نوعية المستحقات ($0 < b1 < 1$, $-1 <$) $b2 < 0$, $0 < b3 < 1$.

ب- **استمرارية العوائد Earning Persistenc** ينظر الى الاستمرارية على أنها سمة مميزة، وتشير الى أن النتائج المعروضة تتميز بالتكرار والاستدامة عبر الفترات الزمنية أي لاتكون مؤقتة، وعندما تتعلق النتائج بالعوائد فإن الاستمرارية تعني قدرة العوائد على التنبؤ بالعوائد المستقبلية (Leal et.all, 2017: 210).

في حين يشير آخرون الى أن الاستمرارية هي إحدى الخصائص التي تشكل نوعية العوائد من منظور ملائمة القيمة (Katsuo, 2008: 2)، وقد ذهب آخرون الى أن قيمة العوائد الحالية هي نقطة انطلاق للتنبؤ بالعوائد المستقبلية، وكما موضح بالمعادلة الآتية (Galimberti & Cupertino, 2009 : 3)

$$E_t = a_0 + a_1 E_{t-1} + \varepsilon_t \dots\dots\dots\dots\dots\dots(3)$$

إذ أن:

Et : صافي الدخل قبل البنود غير الاعتيادية مقسوماً الى اجمالي الموجودات في السنة t.

Et-1 : صافي الدخل قبل البنود غير الاعتيادية مقسوماً الى اجمالي الموجودات في السنة t-1.

a0 ، a1 : معاملات الأنموذج.

ε_t : خطأ التقدير في السنة t، وتمثل كل المعلومات التي لم يتم الحصول عليها من أرباح الفترة السابقة.

حيث يتم قياس استمرارية العوائد من خلال معامل التقدير a1 في معادلة الانحدار، إذ كلما كانت قريبة من الواحد الصحيح أو أكبر منه فإنها تؤشر استمرارية عالية للعوائد، في حين تشير القيم القريبة من الصفر الى أن الأرباح أقرب أن تكون مؤقتة ، ويتم اعتبار الأرباح ذات الاستمرارية العالية (المنخفضة) ذات نوعية أعلى (أقل). (Abeysekera & Ma, 2014:11)

doi : 10. 25007/ajnu. v9n1a723

ت- **القدرة التنبؤية للعوائد Earnings predictability** يقصد بالقدرة التنبؤية على أنها بنية أساسية يتم من خلالها قدرة العوائد على التنبؤ بنفسها، وتعد عنصراً ذات صلة مهمة في إطار العمل المفاهيمي لمجلس معايير المحاسبة المالية FASB (Francis, et.all, 2004: 972)، وتعد القدرة التنبؤية ذات أهمية بالغة في العديد من تطبيقات البيانات المحاسبية، فعلى سبيل المثال عادةً ماتستخدم أبحاث وممارسات التقييم توقعات العوائد لاستخلاص تقديرات قيم أسهم الشركة من خلال استخدام البيانات المحاسبية لتحسين توقعات المحللين حول العوائد (Abeysekera & Ma, 2014: 13)، وأنه من المحتمل أن تعكس القدرة التنبؤية العالية للعوائد الانخفاض في معدل العائد المطلوب، لأن أسعار الأسهم سوف تتفاعل بقوة أكبر مع ارتفاع القدرة التنبؤية العالية، (Bruun, 2016: 114)، اما Francis وزملاؤه استخدموا الجذر التربيعي للخطأ المقدر من معادلة استمرارية العوائد في المعادلة (1) لقياس القدرة التنبؤية للعوائد، وكما يلي (Abeysekera & Ma, 2014: 12):

$$Pred_{c,t} = \sqrt{\sigma 2\ (\varepsilon i, t)} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(4)$$

إذ أن:

$\sigma 2\ (\varepsilon i, t)$: تباين الخطأ المقدر للشركة i في السنة t،

تم احتساب تباين الخطأ من خلال المعادلة (1) من أنموذج استمرارية العوائد، والذي يمثل الانحراف المعياري للبواقي الناتجة من معادلة الانحدار (1) من نموذج استمرارية العوائد، وأن ارتفاع قيم Predc,t تعني انخفاض القدرة التنبؤية للعوائد وانخفاض في نوعية العوائد.

ث- **استقرارية العوائد Earnings Smoothness** تعتبر استقرارية العوائد سمة مرغوبة وذات منفعة للعوائد، وهي مستمدة من وجهة نظر مفادها أن المدراء يستخدمون معلوماتهم الخاصة حول الدخل المستقبلي من خلال تخفيف التقلبات المؤقتة بهدف الاعلان عن عوائد مثالية، ويتم قياس استقرارية العوائد كنسبة من تقلب الدخل الى تقلب التدفقات النقدية (Francis, et.all, 2004: 972)، فيما يختلف آخرون على أن هناك تناقض فيما يتعلق باستقرارية العوائد، فمن ناحية قد ينظر على أنها ميزة مرغوبٌ فيها كونها تعبر عن مدى استقرارية العوائد، ومن ناحية أخرى ينظر لها على أنها موقف انتهازي ومضلل (Kolozsvari & Macedo, 2016: 308)، ويتم احتساب معادلة استقرارية العوائد كما يلي (Gassen & Fülbier, 2014: 10):

$$\text{SMOOTH}_{\text{I}} = \frac{\frac{std.net\ income,i}{TA-1}}{\frac{std.cash\ flow,i}{TA-1}} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(5)$$

إذ أن:

std. net income, i : الانحراف المعياري لصافي الدخل في الشركة i.

std. cash flow, i : الانحراف المعياري للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية في الشركة i.

TA − 1: إجمالي الموجودات في السنة السابقة.

تشير المعادلة (1) الى أن النتيجة التي تزيد عن الواحد الصحيح الى وجود التقلبات في التدفقات النقدية التشغيلية نسبة الى تقلبات الدخل، وهذا مؤشر على أن التباين كبير بين العوائد المستقرة والعوائد غير المستقرة، حيث يعتبر هذا التباين ناتجاً عن ممارسة استخدام المستحقات بشكل غير مناسب، وبالتالي فإن القيم الكبيرة (الصغيرة) لـ استقرارية العوائد تشير الى ارتفاع تمهيد الدخل وانخفاض (ارتفاع) في نوعية العوائد (Abeysekera & Ma, 2014: 14).

ج- **ملائمة القيمة Value Relevance** يلجأ مستثمري الأسهم الى تحليل البيانات المالية للتأكد من القيمة الجوهرية للشركة، من أجل التعرف على قيمة كل شركة وبالتالي تقييم أسعار أسهمها على أرض الواقع، ومن هنا فإن من أهم الأهداف الرئيسية في إعداد التقارير المالية هو لتزويد المستثمرين بالمعلومات الملائمة لتقدير قيمة الشركة، أي أن ملائمة القيمة تهدف الى مدى تحقق ماإذا كانت المعلومات المحاسبية ملائمة للمستثمرين الذين يرغبون في تقدير قيمة الشركة أم أنهم يحصلون على معلوماتهم من مصادر أخرى (Beisland, 2009: 7). وبهذا فإن ملائمة القيمة تشير الى قوة العلاقة بين المتغيرات المحاسبية والقيمة السوقية لأسهم الشركات، ويتم توضيح ذلك من خلال من خلال القوة التفسيرية R2 من تحليل معادلة الانحدار ومعامل استجابة العوائد لكل متغير في المعادلة، وبالتالي فإن نتيجة الانحدار قد تستخدم للتعبير عن خاصية أخرى من خصائص المعلومات المالية وهي التوقيت الملائم Timeliness والذي يقصد به توفير المعلومات لصانعي القرار قبل أن تفقد قدرتها على التأثير

في القرارات (Olugbenga & Atanda, 2014: 88). ويتم احتساب معادلة ملائمة القيمة باستخدام معادلة الانحدار، وكما يلي (Manganaris, 2011: 258):

$$Ret_{i,t} = a_0 + a_1 \frac{EPSi,t}{Pi,t-1} + a_2 \frac{\Delta EPSi,t}{Pi,t-1} + \varepsilon_{i,t} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(6)$$

إذ أن:

$Ret_{i,t}$: عائد السهم الواحد للشركة i في السنة t.

Pi,t : سعر إغلاق السهم للشركة i في السنة t.

$EPS_{i,t}$: صافي الدخل قبل البنود غير الاعتيادية مقسوماً على عدد الأسهم للشركة i في السنة t.

$\Delta EPS_{i,t}$: التغير في صافي الدخل قبل البنود غير الاعتيادية مقسوماً على عدد الأسهم للشركة i في السنة t.

a_1، a_2 : معاملات الأنموذج

$\varepsilon_{i,t}$: البواقي (خطأ التقدير)

2.3.3 نماذج قياس القرار الاستثماري الرأسمالي

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

$$(NEMP_{i,t} - NEMP_{i,t-1}) / TA_{i,t-1} = \alpha_{L,iT} + \beta_{L,iT} (E_{i,t} - E_{i,t-1}) / TA_{i,t-1} + e_{L,it} \ldots\ldots(7)$$

حيث أن:

$NEMP_{i,t}$: 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 في السنة الحالية.

$\alpha_{L,iT}, \beta_{L,iT}$: معلمات معادلة الانحدار.

$e_{L,i}$: الخطأ العشوائي.

كما تم الاعتماد على القرار الاستثماري الرأسمالي من خلال الاعتماد على الاستثمارات المالية جنباً الى جنب مع الانفاق الرأسمالي, ما موضح بالمعادلة أدناه: (Li, 2011: 7)

$$(CAPX_{i,t} + RND_{i,t} - CAPX_{i,t-1} - RND_{i,t-1}) / TA_{i,t-1} = \alpha_{C,iT} + \beta_{C,iT} (E_{i,t} - E_{i,t-1}) / TA_{i,t-1} + e_{C,it} \quad (8)$$

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 83848 شركة (بواقع 2000 شركة لكل سنة)، 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 الاستثمارالى 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).

تمثل المعلمات $\beta_{L,iT}$ و $\beta_{C,iT}$ من معادلة الانحدار الأولى والثانية معلمتي استجابة لمستوى 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 (الجميل، 2018: 279)، وهذا يمكن قياسه من خلال أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي Capital Assets Pricing Model والذي يطلق عليه اختصاراً CAPM من أجل استخدام معلمة بيتا (βeta) المحتسبة من الأنموذج لقياس الخطر النظامي المحتسب، والذي يمكن احتسابه من المعادلة الآتية (الجميل، 2018: 291)

$$R_{i,t} - Rf_{,t} = \alpha_I + \beta (R_{m,t} - Rf_{,t}) + \varepsilon_{i,t} \ldots\ldots\ldots\ldots(9)$$

حيث أن:

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

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

β : معامل بيتا ويمثل الخطر المنتظم للورقة المالية.

$R_{m,t}$: عائد السوق.

doi : 10. 25007/ajnu. v9n1a723

3.3.3 أنموذج أثر القرار الاستثماري المبني على نوعية العوائد في العوائد المستقبلية

$$Earn_{i,t+1}/TA_{t-1} = \beta_0 + \beta_1 Earn_{i,t}/TA_{t-1} + \beta_2 EQ_{i,t} + \beta_5 Control_{i,t4} + \beta_3 EQ_{i,t} \times (Earn_{i,t}/TA_{t-1}) + \beta_7 Control_{6i,t} + \beta_{i,t} \times (Earn_{i,t}/TA_{t-1}) \quad Attributes_{i,t} \times (Earn_{i,t}/TA_{t-1}) + \varepsilon_{i,t} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(10)$$

حيث أن :

$Earn_{i,t+1}/TA_{t-1}$: عوائد السنة القادمة الى اجمالي الموجودات للسنة السابقة للشركة i.

$Earn_{i,t}/TA_{t-1}$: عوائد السنة الحالية الى اجمالي الموجودات للسنة السابقة للشركة i.

$EQ_{i,t}$: يمثل القرار الاستثماري المبني على نوعية العوائد للشركة i في السنة t، والمتمثلة بكل من معلمة معادلة الانحدار الخاصة بالقرار الاستثماري في الرواتب والأجور (β_L)، ومعلمة معادلة الانحدار في الانفاق الرأسمالي والاستثمارات المالية (β_C).

$Control_{i,t}$: تمثل مجموعة من متغيرات السيطرة الداخلة في الأنموذج، والتي تتمثل بكل من ميل معامل الانحدار لعوائد الأسهم على التغير في العوائد المعلنة ($BR_{I,t}$) ، ومعامل بيتا ($\beta_{i,t}$).

$Attributes_{i,t}$: نماذج نوعية العوائد ممثلةً (نوعية المستحقات، استمرارية العوائد، القدرة التنبؤية، استقرارية العوائد، ملائمة القيمة).

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 وبقياس الخطر النظامي في السوق المالي أم لا. وقد بينت 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 خصائص نوعية 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:

$$\Delta Ret_{i,t}/TA_{t-1} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(11)$$

إذ أن:

$\Delta Ret_{i,t}/TA_{t-1}$: التغير في العوائد المعلنة الى اجمالي موجودات السنة السابقة في السنة t.

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

β_1 : ميل معامل الانحدار لعوائد الأسهم على التغير في العوائد المعلنة للشركة i في السنة t.

4.3.3 اختبار الفرضية ومناقشة النتائج

أ. نتائج قياس نوعية العوائد وتوصيف متغيرات الدراسة 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) والانفاق الرأسمالي والاستثمارات المالية (β_C) للمدة (2009-2017) بمتوسط (0.162) و (0.023) على التوالي، ووسيط (0.021) و (0.005) على التوالي، مايعني أن هذه الاستثمارات تؤثر وبشكل ايجابي 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 .

ب. إن طبيعة العلاقة التي ظهرت في نتيجة النقطة الأولى، فإن (RSQL) 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 (RSQC) للاستثمار في النفقات الرأسمالية (β_C) والذي بلغ متوسطه (15.2%) استناداً الى التوزيع المقطعي للمعاملات β_L و β_C ، وهذا يؤشر الى أن نسبة (15.2-24.5%) من التغير في العوائد يفسره التغيرات في الرواتب والاجور والنفقات الرأسمالية عند مستوى معنوية (0.000).

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

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

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الألكترونية.

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

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

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الألكترونية.

ت. ارتفاع الخطر النظامي للشركات المبحوثة 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)، مايدل 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، مايدل على أن عوائد الشركات ذات استجابة منخفضة لعوائد الأسهم الذي ظهر بمتوسط (0.175) ووسيط (0.13) وبانحراف معياري قدره (0.8).

يظهر الجدول (5) المقاييس الاحصائية المتمثلة بكل من الوسط الحسابي والوسيط والانحراف المعياري وأعلى وأدنى قيمة للمشاهدات المحتسبة في نماذج نوعية العوائد. حيث تبين أن التقارب بين الوسط الحسابي والوسيط لأنموذج نوعية المستحقات بلغ (0.206) و (0.16) على التوالي دليلاً على أن توزيع البيانات يقترب من التوزيع الطبيعي، مما يشير الى نوعية مستحقات عالية، في حين انخفض الوسط الحسابي والوسيط لمعامل التقدير لأنموذج استمرارية العوائد عن الواحد الصحيح (0.059) (0.069) على التوالي، وبانحراف معياري (0.239) والذي يؤشر ارتفاع تشتت البيانات حول وسطها الحسابي وبالتالي فهذا يدعم قوة النتائج التي توصلت اليها الدراسة في أن العوائد أقرب لأن تكون مؤقتة وغير متكررة الحدوث في طبيعتها أي أنها غير اعتيادية. وقد ظهر المتوسط الحسابي والوسيط لأنموذج القدرة التنبؤية (الانحراف المعياري للبواقي) (0.20) (0.107) على التوالي وبانحراف معياري (0.268) بأنها ذات نسب منخفضة وبالتالي ارتفاع القدرة التنبؤية للعوائد، في حين تراوحت القوة التفسيرية لمعامل التحديد (Adj.R2) لأنموذج ملائمة القيمة بين (0.0116-0.723) وبمتوسط (0.35) وهذه النسبة منخفضة الى حد ما، وبالتالي انخفاض ملائمة قيمة العوائد المحاسبية في تفسير التباين عوائد الأسهم. وقد بلغت نسبة استقرارية العوائد ما بين (0.072-14.64) وبمتوسط قدره (1.912) وهي نسبة مرتفعة مما يشير الى وجود عملية تهيد للعوائد للشركات عينة الدراسة.

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

الاحصاءات / نوعية العوائد	المتوسط	الوسيط	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري	عدد المشاهدات
نوعية المستحقات	0.206	0.16	0.53	0.05	0.15	40
استمرارية العوائد	0.059	0.069	40.38	-0.337	0.239	40
القدرة التنبؤية	0.20	0.107	0.99	0.02	0.268	40
ملائمة القيمة	0.35	0.406	0.723	0.0116	0.244	40
استقرارية العوائد	1.912	10.54	14.64	0.072	3.631	40

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الألكترونية.

doi : 10. 25007/ajnu. v9n1a723

5.3.3 الأثر في العوائد المستقبلية بإدخال القرار الاستثماري مع نماذج نوعية العوائد

يوضح الجدول (6) الأنموذج الأساس للأثر في العوائد المستقبلية بإدخال المتغيرات التفسيرية والمتمثلة بعوائد السنة الحالية، كما سيتم اضافة معلمات القرار الاستثماري الرأسمالي المبني على العوائد في الموجودات الثابتة والاستثمارات المالية (β_C) وفي الرواتب والأجور (β_L) وللمدة 2009-2017، 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% وباشارة 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 الأنموذج المقدر من خلال معنوية قيمة F المحتسبة والبالغة قيمتها 1404.8 وهي قيمة جوهرية عند أي مستوى من خلال ما فسرته قيمة P الاحتمالية البالغة قيمتها أقل من 1%، مما يدل على معنوية الأنموذج المقدر من الناحية الاحصائية، كما بينت قيمة Adj.R2 أن نسبة التغير في العوائد الحالية تفسر التغييرات في العوائد المستقبلية بنسبة 97.4%.

- ويظهر الجدول (6) الأثر في العوائد المستقبلية في المعادلة الثانية بعد أن تم إدخال معلمة القرار الاستثماري المبني على نوعة العوائد في النفقات الرأسمالية (β_C) مرة، وكذلك القرار الاستثماري (β_C) مضروباً في عوائد السنة الحالية مرةً أخرى، وقد تبين ملائمة الأنموذج احصائياً بدلالة قيمة F المحتسبة والتي بلغت قيمتها 736.4 وعند مستوى معنوية أقل من 1%، كما أن القوة التفسيرية للأنموذج أشرت تزايداً بإدخال القرار الاستثماري في الموجودات الثابتة والاستثمارات المالية وبقيمة 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% وباشارة 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، كما أن ميل معامل التقدير للقرار الاستثماري مضروباً في عوائد السنة الحالية ظهر بقيمة 1.66 وبقيمة 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.

الجدول (6) الأثر في العوائد المستقبلية قبل ادخال نماذج نوعية العوائد

المعادلة (3)		المعادلة (2)		المعادلة (1)		المتغير المعتمد / المتغيرات المستقلة
عوائد السنة القادمة الى موجودات السنة السابقة		عوائد السنة القادمة الى موجودات السنة السابقة		عوائد السنة القادمة الى موجودات السنة السابقة		
الرواتب والأجور (BL)		النفقات الرأسمالية (BC)				
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		0.984		0.9743		R^2
0.987		0.983		0.974		Adj. R^2
964.2***		736.4***		1404.8***		F
2.03		1.67		1.68		D-W stat

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

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10.

- يبين الجدول (6) في المعادلة الثالثة، أثر المتغيرات التفسيرية بعد إدخال القرار الاستثماري في الرواتب والأجور الى الأنموذج الأساس في لعوائد المستقبلية، حيث بلغ ميل معامل التقدير له (-0.033) عند مستوى معنوية أقل من 1%، وباشارة 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، في حين ظهر ميل معامل التقدير للقرار الاستثماري (β_L) مضروباً في عوائد السنة الحالية باشارة موجبة ومتوقعة، أي أن زيادة الاستثمار في الرواتب والاجور مضروباً في الحالية بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى زيادة عوائد السنة القادمة بمقدار 0.513 وحدة، وقد ظهر معنوية الأنموذج المقدر بدلالة قيمة F المحسوبة وعند مستوى معنوية أقل من 1%، كما أن القوة التفسيرية للأنموذج ارتفعت مقارنة بالمعادلة الأولى (قبل ادخال القرار الاستثماري) من 97.4% الى 98.7% أي بزيادة قدرها 1.3%، 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 الأنموذج المقدر لايعاني من مشكلة الارتباط الذاتي، من خلال مابينه اختبار دربن 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.

- يظهر الجدول (7) الأثر في العوائد المستقبلية بعد إدخال القرار الاستثماري المبني على العوائد مع متغيرات نوعية العوائد بشكل منفرد الى الأنموذج، ويؤشر الجدول (7) بأن جميع النماذج ملائمة احصائياً بدلالة قيمة F المحسوبة والتي بلغت معنويتها الاحصائية صفراً الى حد المرتبة الثالثة بعد الفارزة، كما أن القوة التفسيرية للأنموذج (Adj.R2) أشرت تزايداً بإدخال نوعية المستحقات (99.21%) والقدرة التنبؤية (99.17%) وملائمة القيمة (98.67%)، مقارنةً بالقوة التفسيرية للأنموذج قبل إدخال نوعية العوائد الى الأنموذج والتي بلغت قيمتها (98.3%) كما بينها الجدول (6)، وبذلك فإن ماتضيفه نوعية العوائد (نوعية المستحقات والقدرة التنبؤية وملائمة القيمة) من قوة تفسيرية الى النماذج يتراوح بين (0.37-0.91%)، كما أشر الجدول زيادة في القوة التفسيرية لنموذجي استمرارية العوائد (98.61%) واستقرارية العوائد (98.5%) مقارنة بالقوة التفسيرية قبل ادخال نوعية العوائد (98.3%)، إلا أن هذه الزيادة لاتعود الى أدخال نوعية العوائد بل يعود الى إدخال متغير بيتا (Beta) الذي يؤشر أهمية في تقييم العوائد جنباً الى جنب القرار الإستثماري الرأسمالي في النفقات الرأسمالية (β_C) والعوائد الحالية.

- أشر الجدول (7) بأن الأثر الأكبر لنوعية العوائد في العوائد المتوقعة يعود الى القدرة التنبؤية بمعامل ميل 0.244، ويليها نوعية المستحقات 0.216 عند مستوى معنوية أقل من 1%، ثم تليها ملائمة القيمة 0.068 عند مستوى معنوية أقل من 5% والتي ظهرت اشارة كل معلمة من معلماتها موجبة وبالتوافق مع الاشارة المتوقعة لكل منها، في حين ظهرت معنوية معلمة استمرارية العوائد عند مستوى أقل من 10% وباشارة سالبة غير متوقعة، كما لم تظهر معنوية استقرارية العوائد بدلالة قيمة t المحتسبة عند أي من المستويات الثلاث (1% ، 5%، 10%) وهذا يتطابق مع النتائج التي توصلت اليها الدراسة في تقييم نماذج نوعية العوائد والتي أكدت الى أن استمرارية العوائد في الشركات الصناعية عينة الدراسة كانت أقرب لأن تكون مؤقتة بدلاً من أن تكون دائمة، كما أن عوائد الشركات المبحوثة لم تكن ذات استقرارية عالية، لذلك لايمكن الاعتماد عليها في تقييم أداء لاشركة أو الاعتماد عليها في التنبؤ بالربحية المستقبلية.

- ويظهر الجدول (7) بعد أن تم إدخال نوعية العوائد الى الأنموذج لم تظهر معنوية العلاقة بين القرار الاستثماري في النفقات الرأسمالية (β_C) لكل من نوعية المستحقات والقدرة التنبؤية بدلالة قيمة t المحتسبة وعند المستويات الثلاث 1% و 5% و 10%، فضلاً عن المتغيرات الضابطة، ويأتي عدم معنوية القرار الاستثماري الرأسمالي في تفسير العوائد المستقبلية الى قوة القدرة التنبؤية مع نوعية المستحقات في تفسير العوائد المتوقعة، في حين كانت قيمة ميل معامل بيتا معنوياً لكل من استمرارية العوائد واستقراريتها وملائمة لقيمة والذي يعد ذات أثر مهم في تفسير العوائد المستقبلية المتوقعة. وكذلك يبين الجدول أن الأنموذج المقدر لايعاني من مشكلة الارتباط الذاتي، من خلال مابينه اختبار دربن واتسون D.W لجميع المعادلات حيث كانت قيم جميع المعادلات قريبة من 2 مما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات.

doi : 10. 25007/ajnu. v9n1a723

الجدول (7) نماذج تطبيق القرار الاستثماري في العوائد المعلنة مع نوعية العوائد

المتغير المعتمد / المتغيرات المستقلة	عوائد السنة القادمة الى موجودات السنة السابقة		عوائد السنة القادمة الى موجودات السنة السابقة		عوائد السنة القادمة الى موجودات السنة السابقة		عوائد السنة القادمة الى موجودات السنة السابقة		عوائد السنة القادمة الى موجودات السنة السابقة	
	نوعية المستحقات		استمرارية العوائد		استمرارية العوائد		ملائمة القيمة		القدرة التنبؤية	
	Coef.est	t-stat	Coef.est	t-stat	Coef.est	t-stat	Coef.est	t-stat	Coef.est	t-stat
عوائد السنة الحالية	1.059	(5.931)***	1.432	(42.97)***	1.444	(44.64)***	1.424	(40.49)***	1.169	(18.60)***
(BC)النفقات الرأسمالية	-0.019	(-0.788)	-0.092	(-4.078)***	-0.102	(-4.55)***	-0.111	(-5.272)***	0.010	(0.363)
(BC) النفقات الرأسمالية × عوائد السنة الحالية	-0.096	(-0.138)	1.726	(2.643)**	1.956	(2.982)***	2.465	(3.794)***	-0.502	(-0.710)
ميل معامل انحدار عوائد الأسهم	-0.005	(-1.092)	-0.009	(-1.154)	-0.015	(-1.386)	-0.01	(-1.102)	0.002	(0.265)
نوعية العوائد	0.216	(3.338)***	-0.042	(-1.741)*	0.008	(0.860)	0.068	(1.995)**	0.244	(4.933)***
بيتا	0.0138	(1.556)	0.031	(2.887)***	0.034	(3.029)***	0.03	(2.803)***	0.005	(0.477)
ميل معامل انحدار عوائد الأسهم × عوائد السنة الحالية	-0.003	(-0.158)	-0.004	(-0.097)	-0.033	(-0.806)	-0.022	(-0.80)	0.011	(0.379)
نوعية العوائد × عوائد السنة الحالية	0.682	(1.728)*	0.116	(0.623)	-0.019	(-0.872)	-0.033	(-0.42)	0.041	(0.934)
بيتا × عوائد السنة الحالية	0.010	(0.135)	0.017	(0.164)	0.019	(0.157)	0.041	(0.369)	-0.009	(-0.104)
R^2	0.994		0.989		0.988		0.989		0.9936	
Adj. R^2	0.9921		0.9861		0.9850		0.9867		0.9917	
F	536.94***		301.04***		278.57**		315.75***		507.34***	
D-W stat	1.78		1.78		1.75		1.64		1.92	

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

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

- يظهر الجدول (8) الأثر في العوائد المستقبلية بعد إدخال القرار الاستثماري الرأسمالي في الرواتب والأجور (β_L) مع متغيرات نوعية العوائد وبشكل منفرد الى النماذج الخمسة، ويؤشر الجدول بأن جميع النماذج ملائمة احصائياً بدلالة قيمة F المحسوبة والتي بلغت معنويتها الاحصائية صفراً الى حد المرتبة الثالثة بعد الفارزة، كما أن القوة التفسيرية للأنموذج (Adj.R2) أشرت تزايداً بإدخال نماذج نوعية العوائد لكل من نوعية المستحقات مضروباً في عوائد الفترة الحالية (99.4%) وللقدرة التنبؤية (99.21%) وللملائمة القيمة (99.2%)، وبذلك فإن ماتضيفه هذه المتغيرات من قوة تفسيرية الى النماذج يتراوح بين (0.4-0.7%) مقارنةً بالقوة التفسيرية للأنموذج قبل ادخال نوعية العوائد والبالغة قيمتها (98.8%) كما بينها الجدول (6)، في حين انخفضت القوة التفسيرية (Adj.R2) بإدخال كل من استمرارية العوائد (98.79%) واسقرارية العوائد (98.64%).
- أشر الجدول (8) أن متوسط الأثر الاكبر لنوعية العوائد يعود الى القدرة التنبؤية وبميل قدره 0.29 ثم يليها ملائمة القيمة وبقيمة 0.125 وباشارة موجبة متوقعة والتي تعني أن زيادة نوعية العوائد تعني زيادة العوائد المستقبلية بمقدار معلمتيها، في حين لم تظهر معنوية نوعية المستحقات بدلالة قيمة t المحتسبة وعند أي من المستويات الثلاث 1% و5% و10%، إلا أن نوعية المستحقات مضروبةً في العوائد الحالية ظهرت بمستوى معنوية أقل من 1% وبمعامل ميل 1.979، كما ظهرت معنوية استمرارية العوائد باشارة سالبة غير متوقعة فضلا عن عدم معنوية استقرارية العوائد بدلالة قيمة t المحتسبة.
- يظهر الجدول (8) أنه بإدخال نوعية المستحقات انخفض ميل معامل التقدير للقرار الاستثماري (β_L) (-0.022) وبادخال استمرارية العوائد (-0.028) في حين ارتفعت قيمة ميل معامل التقدير للقرار الاستثماري بإدخال استقرارية العوائد والتي وصل فيها ميل القرار الاستثماري الى (-0.034) ولقيمة الملائمة (-0.051) مقارنة بقمية ميل معامل التقدير قبل إدخال نوعية العوائد والبالغة قيمتها كما يوضحها الجدول (6) (-0.033)، كما لم تظهر معنوية القرار الاستثماري في القدرة التنبؤية بدلالة قيمة t المحتسبة، فضلاً عن عدم معنوية أي من المتغيرات الضابطة للنماذج الخمسة في تفسير العوائد المستقبلية.

وفيما يتعلق بمشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات، فقد بين الجدول (8) بأن الأنموذج المقدر ككل لايعاني من مشكلة الارتباط الذاتي، من خلال مابينه 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.

وبهذا يمكن قبول الفرضية التي تؤكد الى وجود أثر لخصائص نوعية العوائد في التنبؤ بالعوائد المستقبلية، كما أن العوائد تعد ذات نوعية عالية بسبب معنوية العلاقة بين القرار الاستثماري الرأسمالي مع العوائد المستقبلية بإدخال نماذج نوعية العوائد .

doi : 10. 25007/ajnu. v9n1a723

الجدول (7) نماذج تطبيق القرار الاستثماري في العوائد المعلنة مع نوعية العوائد

المتغير المعتمد / المتغيرات المستقلة	عوائد السنة القادمة الى موجودات السنة السابقة		عوائد السنة القادمة الى موجودات السنة السابقة		عوائد السنة القادمة الى موجودات السنة السابقة		عوائد السنة القادمة الى موجودات السنة السابقة		عوائد السنة القادمة الى موجودات السنة السابقة	
	نوعية المستحقات		استمرارية العوائد		استقرارية العوائد		ملائمة القيمة		القدرة التنبؤية	
	Coef.est	t-stat	Coef.est	t-stat	Coef.est	t-stat	Coef.est	t-stat	Coef.est	t-stat
عوائد السنة الحالية	0.703	(4.19)***	1.582	(33.74)***	1.600	(34.72)***	1.557	(41.84)***	1.088	(9.286***)
(BC)النفقات الرأسمالية	-0.022	(-2.91)***	-0.028	(-3.219)***	-0.034	(-3.84)***	-0.051	(-6.666)***	0.017	(1.334)
(BC) النفقات الرأسمالية × عوائد السنة الحالية	0.667	(4.51)***	0.537	(4.293)***	0.539	(4.045)***	0.369	(3.387)***	0.016	(0.101)
ميل معامل انحدار عوائد الأسهم	-0.003	(-0.720)	-0.01	(-1.257)	-0.011	(-1.069)	-0.005	(-0.691)	0.005	(0.716)
نوعية العوائد	-0.044	(-0.609)	-0.044	(-1.908)**	0.003	(0.275)	0.125	(4.532)***	0.29	(4.599)***
بيتا	0.005	(0.784)	0.014	(1.423)	0.014	(1.405)	0.010	(1.3002)	0.003	(0.397)
ميل معامل انحدار عوائد الأسهم × عوائد السنة الحالية	0.009	(0.521)	0.012	(0.285)	-0.011	(-0.271)	-0.001	(-0.030)	0.019	(0.710)
نوعية العوائد × عوائد السنة الحالية	1.979	(4.663)***	0.171	(0.983)	-0.005	(-0.221)	0.019	(0.317)	0.064	(0.142)
بيتا × عوائد السنة الحالية	0.058	(0.824)	-0.05	(-0.510)	-0.055	(-0.493)	-0.001	(-0.017)	-0.038	(0.645)
R^2										
Adj. R^2	0.9940		0.9879		0.9864		0.9920		0.9921	
F	704.25***		345.77***		308.27***		526.51***		533.23***	
D-W stat	1.906		2.213		2.121		2.064		1.970	

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

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

4. الاستنتاجات

أهم ماتوصلت اليه الدراسة يمكن توضيحه من خلال الآتي:

- يعد معيار نوعية العوائد جوهر عملية اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركات في ظل المبادلة بين العائد والخطر، وان عدم الاهتمام بنوعية التقارير المحاسبية وخاصة لبنود العوائد يجعل قرارات المستثمر وأصحاب المصالح جميعاً عرضة للتشويش والتظليل .
- تم الاعتماد على مجموعة من خصائص نوعية العوائد في تحديد نوعية العوائد من أجل تحديد أثرها في القرار الاستثماري الرأسمالي وتحديد الاثر النهائي للقرار الاستثماري الرأسمالي المبني على العوائد في التنبؤ بالعوائد المستقبلية، وبالتالي قد يواجه المحلل المالي صعوبة في استخدام هذه الخصائص من شركة لأخرى أو من خاصية لأخرى، والسبب في ذلك يعود الى اختلاف مستوى نوعية تلك الخصائص فيما بين الشركات أو مابين آلية تطبيق هذه الخصائص، مما يعني ضرورة الاعتماد على القرارات الاستثمارية المبنية على العوائد التي تتخذها الادارة من أجل تحديد نوعية العوائد للشركات بشكل مترابط مع الخصائص الأخرى، وبالتالي فإن أي انخفاض في مستوى هذه الخصائص قد يؤدي الى ارتفاع اللاتماثل المعلوماتي في السوق المالي، ووجود تدخل من قبل الإدارة في تقدير العوائد بشكل انتهازي، وبالعكس.
- تشير نتائج الاختبارات الاجمالية لخصائص نوعية العوائد لجميع الشركات الصناعية المساهمة عينة الدراسة وللمدة 2009-2017، والتي تعتمد على طبيعة وخصائص المتغيرات الداخلة في احتساب كل نموذج لتقييم نوعية العوائد الى ارتفاع نوعية عوائدها وفق نماذج نوعية المستحقات وقدرتها التنبؤية، في حين انخفاض نوعيتها في كل من استمرارية العوائد وملائمة القيمة واستقرارية عوائدها.
- يوجد أثر لنوعية العوائد مجتمعةً في القرار الاستثماري في النفقات الرأسمالية وفي الرواتب والأجور ، حيث أن نسبة ماتفسره نوعية العوائد في التغيرات في القرار الاستثماري تزداد بعد أن يتم إدارج خصائص نوعية العوائد، وبالتالي يمكن الاعتماد على نوعية العوائد في تفسير القرار الاستثماري الرأسمالي .
- يمكن الاعتماد على القرار الاستثماري الرأسمالي في الرواتب والأجور وفي النفقات الرأسمالية للتنبؤ بالعوائد المستقبلية، مما تؤشر على أنه يمكن الاعتماد القرار الاستثماري الرأسمالي في تقدير نوعية العوائد للشركات عينة الدراسة، حيث ارتفعت القدرة التفسيرية بعد إدارج القرار الاستثماري المبني على العوائد.

doi : 10. 25007/ajnu. v9n1a723

5. المقترحات

- نظراً لاختلاف تقدير خصائص نوعية العوائد بين الشركات عينة الدراسة وأهمية القرارات الاستثمارية الرأسمالية المبنية على العوائد في التنبؤ بالعوائد المستقبلية، تقترح الدراسة إدراج القرارات الاستثمارية التي تتخذها الإدارة ضمن خطوات التحليل المالي من قبل المحللين والمستثمرين في السوق المالية لقدير نوعية العوائد وإدارتها بشكل دقيق.
- أهمية توسيع نطاق الدراسة الحالية لتشمل قطاعات وأسواق مالية أخرى، نظراً لأهمية اختلاف بيئة التطبيق في اظهار التفاوت في القرارات الاستثمارية الرأسمالية التي تتخذها الأدارة وعلى وفق تفسير نماذج نوعية العوائد من خلالها.
- أهمية الاعتماد على التغيرات في حجم الاستثمار داخل الشركة بوصفها مؤشراً على صناعة القرار الاستثماري لتوضح مستوى نوعية العوائد فضلاً عن درجة موثوقية الأرقام المفصح عنها في الكشوفات المالية.

6. المراجع باللغة العربية

1. الجميل، سرمد كوكب، 2016، مراجعة منهجية في الفكر المالي، Noor للنشر، المانيا.
2. الجميل، سرمد كوكب، 2018، المدخل الى الأسواق المالية، شركة دار الأكاديميون للنشر-والتوزيع، عمان، الأردن.
3. مجيد، محمد فوزي، 2015، استخدام نوعية العوائد مدخلاً لتفسير هيكل رأس المال-دراسة لعينة عمدية من الشركات المساهمة المدرجة في سوقي العراق وعمان للاوراق المالية للمدة 2010 الى 2014، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل.
4. محمود، جمام ودباش، أميرة، 2017، أثر عدالة الإفصاح المحاسبي في ترشيد القرارات الاستثمارية- دراسة حالة عينة من المستثمرين ببورصة الجزائر-، مجلة دراسات وأبحاث، العدد 26، السنة التاسعة، جامعة أم البواقي.

7. المراجع باللغة الأجنبية

1. Abeysekera, Indra, & Ma, Shiguang, 2014, The Effect of Financial Status on Earnings Quality of Chinese-Listed Firms, Journal of Asia Pacific Business, Vol. 15, No. 2 .
2. AL Shar, Omar Zuhier & 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.
3. An, Yo Han, 2009, The Effect of Corporate Governance on Earnings Quality: Evidence from Korea's Corporate Governance Reform, PhD Thesis, RMIT University.
4. Ashjar, Sahar, & Kamyabi, Yahya, 2015, The study of the relationship between the quality of the management earnings forecasts and investment decisions based on earnings of companies listed in Tehran Stock Exchange, Jurnal UMP Social Sciences and Technology Management, Vol. 3, Issue.3.
5. Beisland, Leif Atle, 2009, A Review of the Value Relevance Literature, The Open Business Journal, Vol.2.
6. Bruun, Mark, 2016, Essays on Earnings Predictability, PhD Thesis, Copenhagen Business School.
7. Cerqueira, Antonio & Pereira, Claudia, 2017, Accruals Quality managers' incentives and stock market reaction: evidence from Europe, journal Applied Economics, Vol. 49, Issue 16.
8. Dechow, Patricia M. & Dichev, Ilia D., 2002, The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors, The Accounting Review, Vol. 77.
9. Dechow, Patricia M. & Schrand, Catherine M., 2004, Earnings Quality, Research Foundation of CFA Institute, USA.
10. Feibel, Bruce J., 2003, Investment Performance measurement, John Wiley & Sons, Inc, Second Edition, USA.
11. Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K., 2004, Costs of Equity and Earnings Attributes, The Accounting Review, Vol. 79. No. 4.
12. Francis, J., Olsson, P., Schipper, K., 2008, Earnings Quality, Foundations and Trends in Accounting, vol 1, No 4.
13. Galimberti, Jaqueson Kingeski & Cupertino, C_esar Medeiros, 2009, Explaining earnings persistence: a threshold autoregressive panel unit root Approach, Munich Personal Repec Archive, Paper No. 14237, posted 24.

doi : 10. 25007/ajnu. v9n1a723

14. Gassen, Joachim & Fülbier, Rolf Uwe, 2014, Do Creditors prefer Smooth Earnings? Evidence from European Private Firms, Journal of International Accounting Research, Volume 14, Issue 2.

15. Katsuo, Yuko, 2008, Earnings Quality, Accruals and Subjective Goodwill Accounting, working paper, Gakushuin University.

16. Kolozsvari, Ana Carolina & Macedo, Marcelo, 2016, Analysis of the Influence of Income Smoothing over Earnings Persistence in the Brazilian Market, Journal of International Accounting Research, Third International Conference, São Paulo, Brazil.

17. 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.

18. Larrabee, David T. & Voss, Jason A., 2013, Valuation Techniques-Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added, and Real Options, John Wiley & Sons, Inc , USA.

19. Leal, L., Girao, L., Lucena, W., Martins, V., 2017, Persistence, value relevance, and accruals quality in extreme earnings and cash flow situations, Mackenzie Management Review, Vol. 18, No. 3.

20. Li, Feng, 2011, Earnings Quality Based on Corporate Investment Decisions, Journal of Accounting Research, Vol. 49, Issue 3.

21. 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.

22. Manganaris, Panayotis, 2011, Conservatism and Value Relevance: Evidence from the European Financial Sector, American Journal of Economics and Business Administration, Vol. 3, No. 2.

23. Melumad, Nahum D. & Nissim, Doron, 2008, Line-Item Analysis of Earnings Quality, Foundations and Trends- in Accounting, Vol. 3, Nos. 2–3.

24. Nezlobin, A., Sloan, R., Giedt,J., 2019, Measuring Accruals Quality: A Theoretical and Empirical Evaluation, Working Paper, in SSRN Electronic Journal.

25. Olugbenga, Adaramola & Atanda, Oyerinde, 2014, Value Relevance of Financial Accounting Information of Quoted Companies in Nigeria: A Trend Analysis, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.5, No.8.

26. Ranjbar, M., Mohebbi, S., Moosavi, S., 2013, The study of relationship between earnings quality and investment in capital assets on Tehran stock exchange companies, European Online, Journal of Natural and Social Sciences, vol.2, No. 3.

27. Sivaramakrishnan, K., Yu, Shaokun Carol, 2008, On the Association between Corporate Governance and Earnings Quality, Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper, in SSRN Electronic Journal.

28. Tariverdi, Yadollah & Haji, Rezvaneh, 2015, The effect of poor earning quality on information asymmetry (Tehran Stock Exchange), Journal of Scientific Research and Development, Vol. 2, No. 7.

29. Virlics, Agnes, 2013, Investment Decision Making and Risk, Procedia Economics and Finance, Vol. 6.

30. Younis, S., Khalid, G., Nazir, M., 2016, Impact of Corporate Governance Measures on Earnings Quality: Evidence from Pakistan, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.7, No.3.

31. Yusrina, H., Mukhtaruddin, M., Fuadah, L., Sulong, Z., 2017, International Financial Reporting Standards Convergence and Quality of Accounting Information: Evidence from Indonesia, International Journal of Economics and Financial Issues, Vol 7 . Issue 4.