# استجابة السوق لنوعية العوائد في تقدير كلفة حق الملكية

الدكتور سرمد كوكب الجميل
أستاذ– قسم العلوم المالية والمصرفية
كلية الإدارة والاقتصاد– جامعة الموصل

محمد فوزي محمد
مدرس مساعد– قسم العلوم المالية والمصرفية
كلية الإدارة والاقتصاد–جامعة الموصل

# market response to the earnings quality in estimating the equity cost

**Sarmad K. Al – Jameel (PhD)**
**Professor**
**Department of Finance and Banking Sciences**
**University of Mosul**

**Mohammed F. Mohammed**
**Assistant Lecturer**
**Department of Finance and Banking Sciences**
**University of Mosul**

**المستخلص**

ركز البحث على اختبار العلاقة بين نوعية العوائد وكلفة حق الملكية بوصف العلاقة أساس سليم للمفاضلة بين القرارات المالية ومستندة على الموازنة بين العائد والخطر بطريقة تجعل استجابة السوق أكثر موضوعية. وفي سبيل اختبار الفرضية تم قياس نوعية العوائد من خلال خمس خصائص نوعية للعوائد، وهذه الخصائص هي: نوعية المستحقات، المستحقات التخمينية، الاستمرارية، القدرة التنبؤية، الاستقرارية. وتم تطبيق البحث على عينة من الشركات الصناعية والخدمية المساهمة والمدرجة في سوقي العراق للأوراق المالية للمدة 2010–2014. واشر البحث ارتفاع درجة المخاطر بموجب ما أظهرته معاملات خصائص نوعية العوائد والمرتبطة بكلفة حق الملكية من جهة، ومعامل بيتا من جهة أخرى، وهذا يدل على زيادة الخطر النظامي الذي تتعرض له الشركات كنتيجة لتضمين ذلك الخطر، خطراً إضافياً يتمثل بخطر نوعية العوائد.

**الكلمات المفتاحية** : نوعية العوائد، كلفة حق الملكية ، الخطر النظامي.

## ABSTRACT

The research focused on the relationship between the earnings quality and the cost of the equity, As a relationship basis of good trade-off between financial decisions, and based on the balance between return and risk in a way that response of market more objective. In order to test the hypothesis has been measuring the quality of earnings through five attributes: Accruals quality, Discretionary Accruals, Earnings Persistence, Earnings Predictability, Earnings Smoothness. Search was applied to a sample of industrial and service Corporate of listed in the Iraq Stock Exchange for the period 2010-2014. Find high degree of risk under is shown by the attributes of earnings quality coefficients associated with the cost equity on the one hand, and beta coefficient on the

other hand, and this is evidence of an increase of systematic risk faced by companies as a result of that risk is included, the added risk of the earnings quality.

**Key words**: Earnings Quality, Equity Cost, Systematic Risk.

## المقدمة

من بين الموضوعات الأساسية التي تعنى بها الإدارة المالية هي العلاقة المتبادلة بين كلفة حق الملكية وخطر المعلومات المالية، وعبر استعراض أدبيات هذه العلاقة، تتجلى أهمية البحث في نوعية العوائد المحاسبية بوصفها مدخلاً تحليلياً نوعياً Qualitive Analysis Approach متجسداً بتحليل وتقييم خطر نوعية العوائد وأثرها في كلفة حق الملكية وفق معطيات نظرية اللاتماثل المعلوماتي ، والتي تعد من أهم مواضع اهتمام الباحثين والدارسين في العديد من المنظمات الأكاديمية والمهنية وعلى رأس أسبقيات العناوين في الإدارة المالية.

## أهمية البحث

على الرغم من كل التطورات التي شهدتها ثنائية العائد والخطر للوصول إلى تقدير امثل لكلفة حق الملكية ، فان البحث في نوعية العوائد واحتسابها كمتغير مستقل يحدد أوجه القصور في القوائم المالية وكمؤشر يوجز خطر نوعية التقارير المالية وكإحصاءٍ كافٍ ووصفي يحدد خطر نوعية المعلومات المالية في الأسواق المالية ومؤثر مهم في كلفة حق الملكية ، الأمر الذي من شانه أن يسهم في رفد نظريات تسعير الموجود الرأسمالي بجزئية ولو بسيطة في هذا المجال.

## مشكلة البحث

إن الاعتماد على معامل بيتا في استخلاص المؤشرات المالية الملائمة لتقدير معدل العائد المطلوب (كلفة حق الملكية) وفق أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي CAPM بمعزل عن تقييم نوعية Quality العوائد المحاسبية والمعدة على وفق سياسات ومبادئ محاسبية متبعة في إعداد القوائم المالية؛ إنما يسلب مقومات معامل بيتا ومصداقيته، ويجعله غير صالح لاستخلاص مؤشرات الخطر النظامي الذي يعتمده السوق في تقدير كلفة حق الملكية.

## هدف البحث

توصلت العديد من الدراسات ومن خلال المراجعة للأدبيات المالية إلى انخفاض القوة التفسيرية للعوائد المحاسبية، وان ما تفسره هذه العوائد لا يتجاوز 5 إلى 10% من معدل العائد المطلوب (كلفة حق الملكية)، ومن التفسيرات التي قدمها الباحثون لتبرير تدني القوة التفسيرية للعوائد ، تدخل الإدارة وتلاعبها Manipulation بالعوائد المحاسبية عن طريق توقيت عملية الاعتراف بالحدث الاقتصادي وكيفية قياسه الذي ساهمَ في تدني القوة

التفسيرية للعوائد المحاسبية. ونتيجة لذلك فقد أصبح للبحث هدف من خلال تعاملها مع نوعية العوائد للتغلب على مشكلة تدني القوة التفسيرية للعوائد وأثرها في كلفة حق الملكية.

## فرضية البحث

يؤدي تدني نوعية العوائد المحاسبية عند مستوى معين إلى ارتفاع تكلفة حق الملكية، وهذا يعكس ارتفاع الخطر النظامي المتمثل بمعامل بيتا كنتيجة لارتفاع كلفة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين.

## أولاً: الأسس النظرية لنوعية العوائد ومراجعة الأدبيات

نوعية المعلومات Information Quality في الأسواق المالية من المفاهيم المهمة للمشاركين والقائمين على إعداد المعلومات ونشرها، وللمستفيدين من تلك المعلومات في مجال تخصيص رأس المالCapital allocation وفق مدخل صناعة القرار المالي(Francis et.al, 2006, 8)، وإن الدافع الكبير لاستخدام مصطلح نوعية المعلومات من قبل المهتمين والصحافة المالية والباحثين الأكاديميين يعود إلى (Lev ,1989) حينما أطلق مصطلح النوعية Quality على الأرقام المالية في البحوث الأكاديمية، وذلك حينما أشار إلى انخفاض معامل التحديد ( $R^2$ ) بين أرقام العوائد المحاسبية المعلنة وعلاقتها بالعوائد السوقية للأسهم، وربط العوائد بمدخل فوائد القرار في تقييم حق الملكية، ومن ثم كان هناك محاولة جادة للتشكيك في أرقام العوائد المعلنة قبل ربطها بالعوائد السوقية للأسهم كتصريح يشير مضمونه إلى نوعية العوائد المحاسبية (Dechow et.al , 2010 , 346).

تمثل العوائد Earnings مقياسا لفاعلية سياسات إدارة الشركة التشغيلية والتمويلية والاستثمارية والقرارات المتخذة والمتعلقة بتلك السياسات، وهناك مصطلحات مختلفة تستخدم لتحديد عنصر العوائد في القوائم المالية، كصافي الدخل Net Income، وصافي العوائد المحاسبية Net Accounting earnings ، وصافي الربح Net Profit، وجميعها مصطلحات تستخدم وبشكل متبادل ومترادف لوصف عنصر العوائد. وبالرغم من ذلك، ليس هناك مفهوم واحد لمصطلح العوائد ( إجمالي العوائد، العوائد قبل الفوائد والضرائب EBIT[1]، الأرباح التشغيلية OP[2]، العائد التشغيلي قبل الاندثار والإطفاء EBDA[3]، صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT[4]، صافي العوائد المحاسبية)، أو نماذج محددة لكيفية استخدامها في التحليل (Edmonds et.al, 2003,9-10). ويعود السبب الرئيس في ذلك إلى أنّ أية شركة أعمال تقوم بأنشطة مستمرة لا يمكن تحديد نتيجة أعمالها وما أسفرت عنه من أرباح أو خسائر على وجه التأكد إلا بعد اكتمال كافة الأنشطة في نهاية عمر الشركة. ولمعرفة عوائد الشركة

[1] Earnings before interest and taxes
[2] Operational profits
[3] Earnings before depreciation, and amortization
[4] Net operating profit after tax

بصفة دورية، أي عن فترات تقل عن عمر الشركة، يفترض تجزئة عمر الشركة إلى فترات لإمكانية قياس نتائج الأعمال لكل فترة، وهذا ما يطلق عليه افتراض الفترة المحاسبية الدورية Time Period Assumption.

واتساقاً مع ما تقدم، نشأ مفهوم نوعية العوائد Earnings Quality؛ لان إدارة كل شركة يمكنها الاختيار من بين العديد من المبادئ والأساليب المحاسبية البديلة والتي تُعد كلها مقبولة قبولاً عاماً، ومن المعروف أن إدارة أي شركة تقع في معظم الأحوال تحت ضغط كبير للتقرير أو الإفصاح عن عوائد مرتفعة، ويمكن تحقيق مثل هذا الهدف عن طريق تطويع السياسات المحاسبية من خلال الأثر الذي يطرأ على عوائد الشركة نتيجة المفاضلة بين أساليب تقويم المخزون مثل أسلوب الوارد أولاً صادر أولاً (LIFO)[1]، أو الوارد أخيراً صادر أولاً (FIFO)[2]، أو المفاضلة بين أساليب اندثار الموجودات طويلة الأجل، وأن شمول العوائد المعلنة على بنود غير عادية[3] Extraordinary items ربما يؤدي إلى إحداث خلل في مقدار ما تحتويه تلك العوائد من نوعية حتى لو توافق ذلك مع المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً (GAAP)[4] (Meigs et.al , 2001 , 569).

ويضع الباحثون مفاهيم لنوعية العوائد وفقا لمكونات نوعية العوائد وضمن أربعة جوانب :

1. فالجانب الأول يتضمن مكونات نوعية العوائد Earning Quality Components من حيث الاستمرارية، والاستقرارية، والقدرة التنبؤية للعوائد والمشتقة من خصائص السلاسل الزمنية للعوائد Time series properties of earnings كخصائص تجعلها تتمتع بالنوعية العالية.
2. ويأتي الجانب الثاني بمكونات نوعية العوائد التي يتم استنتاجها من العلاقات مابين النقد والمستحقات والدخل (Cash, Accruals and income).
3. والثالث يرتبط بالإفصاح المالي، والخصائص النوعية للمعلومات المالية (الملاءمة والموثوقية) التي حددها مجلس معايير المحاسبة المالية في الإطار المفاهيمي.
4. والجانب الرابع والأخير يتم استنتاجه من القرارات التنفيذية Implementation Decision التي تنتج عن دوافع معدي القوائم المالية وخبراتهم باتجاه إدارة العوائد .

وفيما يتعلق بالجانب الأول: فقد أشار (Richardson) إلى نوعية العوائد من خلال قدرة العوائد الحالية على الاستمرار في الفترات المستقبلية، فكلما تمتعت العوائد بالاستمرارية Persistance فان ذلك يشير إلى ارتفاع مستوى نوعية العوائد (Richardson ,2003, 50). وفيما يتعلق بالجانب الثاني: عرفت نوعية العوائد من قبل (Dichve & Dechow) على شكل علاقة المستحقات بالتدفقات النقدية،على الرغم من أن الباحثتين لم تأخذا

[1] Last in, first out
[2] First in, last out
[3] الأرباح والخسائر غير المتكررة وغير العادية.
[4] *Generally Accepted Accounting Principles*

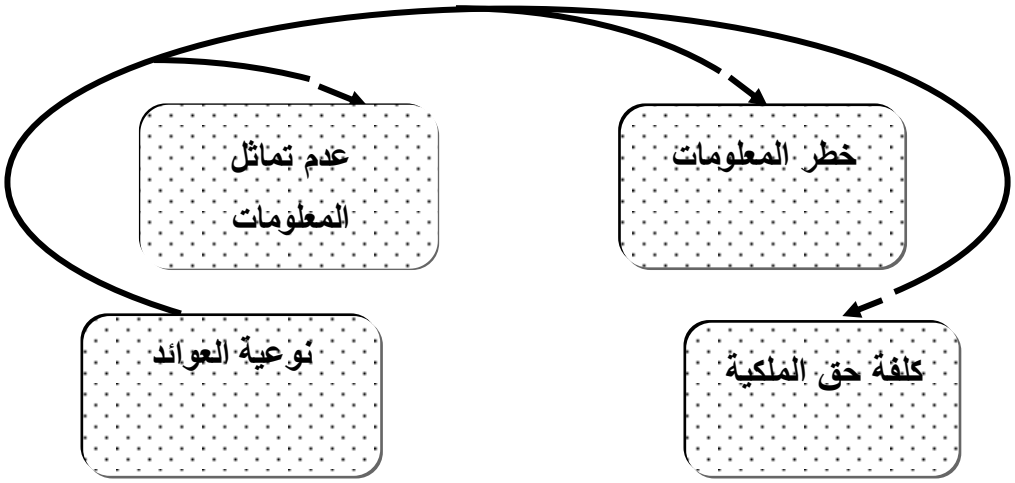
بالحسبان المدى الذي يمكن من خلاله التلاعب بالمستحقات (Dechow and Dichve,2002, 39). وفقاً للجانب الثالث عرفت نوعية العوائد كإحصاءٍ كافٍ ووصفي لنوعية التقارير المالية وتلخيص نوعية الإفصاح المالي ، وبذلك يصبح الاعتقاد بان العوائد هي المؤشر الأكثر أهمية في القوائم المالية أمراً يجعل التركيز على العوائد مسألة طبيعية(Francis et.al ,2006, 14). فيما جاء الجانب الرابع: ليشير ضمنياً إلى نوعية العوائد من خلال خلوها من ممارسات إدارة العوائد، وبذلك فإن نوعية العوائد تعني درجة الصدق في تحقيق الدخل كانعكاس لمدى تعبير الدخل المعلن للشركة عن دخلها الفعلي (Schipper, 1989, 92) بذلك فان المفاهيم المختلفة لنوعية العوائد تؤدي إلى إعطاء معانٍ ونماذج متنوعة لنوعية العوائد والتي ربما تكون بسبب تنوع مستخدمي المعلومات المالية في صناعة القرارات المالية، أو بسبب تنوع النماذج والمعايير لقياس نوعية العوائد في الأدبيات المالية والمحاسبية، ومن ثم لا يوجد باحث تَمكّن من تقديم تعريف موحد لنوعية العوائد.

## ثانياً: تأطير العلاقة النظرية بين نوعية العوائد وكلفة حق الملكية

يعتبر تدني نوعية العوائد من وجهة نظر المستثمرين أمر غير مرغوب فيه، لأنها تعطي إشارات بوجود استخدامات غير كفؤة للموارد، فهي تعني عدم الكفاءة وتحد من النمو الاقتصادي الذي يدل على سوء توظيف رأس المال، في حين أن العوائد عالية النوعية تعمل على تطوير أسواق رأس المال، وهو هدف مهم بالأخص في الاقتصاديات النامية التي تتسم بعدم وثوق جمهور المستثمرين بعملية إعداد القوائم المالية، الأمر الذي يعطي نوعية العوائد العالية مزيداً من الأهمية في زيادة مصداقية المعلومات المالية التي ترتبط ارتباطاً مباشراً بكلفة رأس المال Cost of Capital[1]، ذلك أن نوعية العوائد العالية تعمل على تخفيض كلفة رأس المال كنتيجة لانخفاض خطر المعلومات Information's Risk (Boonlert, 2004, 6) . فقد يكون لدى إدارة الشركة معلومات شبه مؤكدة عن مستقبل مزدهر للشركة ولكنها لا تستطيع إحاطة السوق بتلك المعلومات، ربما للاحتفاظ بإسرار الشركة بعيداً عن أعين المنافسين أو لأي سبب آخر، وفي ظل نقص المعلومات لدى المستثمرين يتوقع أن تباع الأوراق المالية الشركة بقيمة اقل من قيمتها الحقيقية، ويمثل الفرقُ نوعاً من تكلفة الوكالة يطلق علية كلفة عدم تماثل المعلومات لدى المستثمرين Cost of information Asymmetry ، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع كلفة رأس المال ( Neil et.al, 2009, 1).

[1] معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين على كل عنصر من عناصر رأس المال.

**CAPM Beta**




**شكل (1) اثر نوعية العوائد في كلفة حق الملكية**

**Source** : Neil, B, Desai, H, Kumar, V. 2009,"**Earnings Quality and Information Asymmetry :Evidence from Trading Costs**", Working Paper, University of Southern Methodist, p 39

ويعتقد كلٌّ من (Myers and Majluf) أن الفصل بين الملكية والإدارة من شأنه أن يخلق معلومات غير متماثلة والتي بسببها تنشأ مشكلة الوكالة.( Myers and Majluf, 1984, 196). وبذلك فإن تقدير كلفة رأس المال للمستثمرين هو الأساس في اتخاذ القرارات المالية، وهذا يمكن أن يقاس من خلال أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي Capital Asset Pricing Model (CAPM) الذي يعمل على تحديد الأسعار على نحو يكفل تحقيق عائد اكبر للمستثمرين مقابل خطر كبير. وبما أن نوعية العوائد العالية تقلل من تكلفة عدم تماثل المعلومات، الأمر الذي يشجع المستثمرون على شراء الأسهم بقيمتها الحقيقية أو بقيمة قريبة منها، ومن ثم انخفاض معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون يؤدي إلى انخفاض كلفة حق الملكية (Neil et.al, 2009, 2) .

وبذلك أضحى هناك اهتمام كبير من قبل الماليين والمحاسبين لدراسة العلاقة بين اللاتماثل المعلوماتي وكلفة رأس المال، فوجد(Hughes) وآخرون في دراستهم كلما انخفضت نوعية العوائد زاد اللاتماثل المعلوماتي والذي يؤدي بدوره إلى زيادة علاوة المخاطر، وبالتالي كلفة رأس المال، وقد طرحوا عدة أسئلة ليُمكنهم معرفة كيف يمكن للاتماثل المعلوماتي أن يؤثر في كلفة رأس المال ومنها، هل بيتا Beta الشركة تتأثر باللاتماثل المعلوماتي؟ وكيف يؤثر اللاتماثل المعلوماتي على علاوة المخاطر؟ وكيف لخصائص الشركة الأخرى أن تدخل في تحديد كلفة رأس المال عبر نوعية العوائد؟ وتعتبر تلك الأسئلة مهمة في التحليل المالي (Hughes et. Al, 2006, 1). وقد أجاب (Merton) عن تأثر بيتا Beta الشركة باللاتماثل المعلوماتي عبر دراسته لنموذج توازن سوق رأس المال في حالة

نقص المعلومات، وحالة عدم التأكد التي تواجه المستثمرين. مستندا في ذلك على محددات نموذج توازن سوق رأس المال، والذي يفترض أن المستثمرين في السوق لهم غالباً توقعات متشابهة حول العائد المستقبلي. وان السوق المالي كفوء، وان الأسعار تتحدد عبر توقعات المستثمرين العقلانية للعوائد والمخاطر والتي تعتمد على حركة الأسعار للسنوات السابقة والمعلومات المتاحة. واشر(Merton) انتقاده لتلك الافتراضات عبر صعوبة وجود توقعات عقلانية للعائد والخطر في ظل عدم التماثل المعلوماتي، ولذلك تظهر الاختلافات في العوائد المتوقعة عند المستويات المختلفة للخطر، الأمر الذي يخفض من الطلب على الأوراق المالية ويرفع من العائد المطلوب في وضع التوازن. ويرى بان عوائد الأسهم ستنخفض بالنسبة للشركات التي تواجه هذا النوع من نقص المعلومات، وأشار بان الشركات تستطيع زيادة قيمتها السوقية عبر رفع نوعية المعلومات والذي يقلل من اللاتماثل المعلوماتي، وبالتالي انخفاض بيتا الشركة والذي بدوره يؤدي إلى انخفاض كلفة رأس المال (Merton, 1987, 483-487).

وحتى يكون لنوعية العوائد أثر في اللاتماثل المعلوماتي وكلفة رأس المال، فان الأمر يتطلب إثبات أن خطر المعلومات يُحدث خطراً نظامياً لا يمكن تجنبه بالتنويع. ويمثل نموذج تسعير الموجود الرأسمالي Capital Asset pricing model أنموذجاً بمتغير واحد، بمعنى انه يعتبر الخطر النظامي Systematic Risk تابع لمتغير واحد وهو معامل بيتا Beta للسهم، غير أن العلاقة بين العائد والخطر ربما تكون أكثر تعقيدا. وهذا ما دفع ( Fama & French) لانتقاد نموذج تسعير الموجود الرأسمالي عام 1992، وافترضا في دراستهما أن خط سوق الأوراق المالية Security Market Line يجب أن يشتمل على ثلاث متغيرات بدلاً من متغير واحد، وأولهم معامل بيتا الشركة والمقدر وفق أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي، ومن ثم حجم الشركة مقاساً بقيمتها الكلية في السوق، وأخيراً نسبة القيمة الدفترية للسهم إلى قيمته السوقية، وبعد إدخال اثري حجم الشركة ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لاحظ (Fama & French) أن معدلات العائد المطلوب على الأسهم ذات معاملات Beta المرتفعة لم تكن أعلى من المتوسط، وان معدلات العائد المطلوب على الأسهم ذات معاملات Beta المنخفضة لم تكن دون المتوسط (Ehrhardt & Brigham,2011,958 ).

ومن هنا فان دراسة (Fama & French, 1992) كانت نقطة الانطلاق لاعتبار المعلومات المالية تحمل في محتواها مخاطر لا يمكن تجنبها، وارتفاع احتمالية وجود مخاطر غير خطر السوق قد تؤثر على العائد المطلوب والمستندة إلى عدم واقعية الافتراضات التي قام عليها أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي، ومدى مصداقية كون معامل بيتا هو المقياس الوحيد للخطر النظامي. الأمر الذي دفع الباحثين إلى اعتبار نوعية العوائد كمؤشر على خطر المعلومات، بوصفها مؤشر يلخص نوعية المعلومات المالية، وبذلك قام (Leuz & Verrchia) بدراسة نوعية المعلومات المالية وعلاقتها بتكلفة رأس المال، والتي تم تعريفها بمعدل العائد الذي يستخدمه المشاركين في السوق في خصم التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، وأشرت الدراسة أن ارتفاع نوعية المعلومات كمؤشر عن

خطر المعلومات والتماثل المعلوماتي، تؤدي إلى زيادة التدفقات النقدية المتوقعة والتي بدورها تخفض تكلفة رأس المال (Leuz & Verrchia, 2004, 1).

وركز (Francis) وزملاءه على نوعية العوائد كمؤشر على اللاتماثل المعلوماتي، وذهبوا باتجاه نوعية المستحقات كمؤشر على نوعية العوائد وأثرها في كلفة حق الملكية، من اجل تقديم أدلة إضافية على أن نوعية المستحقات يمكن أن تصنف كعامل خطر لا يمكن تجنبه في تسعير الأوراق المالية، وبالتركيز على خصائص الشركة كمحدد للنوعية (Francis et.al, 2005, 295). فيما ذهب (Wong, 2009) بتكرار ما قام به (Francis) وزملاءه، واختبر مجموعة من خصائص نوعية العوائد وعلاقتها بكلفة رأس المال، وبين أن نوعية المستحقات المحاسبية لها الأثر الأكبر على نوعية العوائد، فهي تهيمن على الخصائص الأخرى لنوعية العوائد، ولذلك عدها كمؤشر على خطر المعلومات واللاتماثل المعلوماتي، والتي تم تعريفها على أنها احتمالية كون المعلومات المحاسبية منخفضة النوعية، وتم قياسها باستخدام أنموذج (Dechow & Dichev, 2002)، وأشرت النتائج أن نوعية المستحقات المتدنية ترتبط بارتفاع كلفة رأس المال (Wong, 2009, 1-2).

## ثالثاً: المنهجية وتوصيف البيانات

### 1. عينة البحث

تمثل الشركات الصناعية والخدمية المساهمة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عينة البحث، وتم اختيار القطاع الصناعي والخدمي واستثناء القطاعات الأخرى، لاختلاف بنود القوائم المالية وتباينها بين الشركات وحسب القطاع قد يواجه بصعوبة تماثل تلك البنود واحتسابها كمتغيرات تدخل في نماذج البحث. وقد بلغ عدد الشركات التي استوفت الشروط وأدخلت في عينة البحث عشرون (20) شركة عراقية صناعية وخدمية مساهمة، وتمثلت أسباب الاستبعاد لشركات أخرى بتأسيس الشركة حديثاً أو عدم توفر البيانات.

### 2. مدة البحث

غطى البحث مدة خمس سنوات تمتد من (2010–2014) وبمشاهدات ربع سنوية وبواقع (19) مشاهدة ربع سنوية لعدم توفر المشاهدة الأخيرة من الربع الرابع للعام 2014، لإغراض إجراء تحليل السلاسل الزمنية واحتساب نماذج نوعية العوائد. واتساقاً مع أسلوب البحث والذي يتطلب توفر عدد كافي من البيانات لاحتساب نوعية العوائد ، فضلاً عن ضرورة توفر البيانات لاحتساب بيتا (Beta) من أسعار إغلاق الأسهم لمدة 60 شهر على الأقل أو 180 يوم مقابل كل سنة لتكلفة حق الملكية بوصف الأخير متغيراً معتمداً في البحث، وبالتالي تم إتباع الأسلوب الأتي: تم احتساب تكلفة حق الملكية وفق أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي ولمدة (5) سنوات تمتد من(2010–2014

2010) ،وتم احتساب مقابل كل سنة لكلفة حق الملكية، نوعية العوائد ولمدة (5) سنوات، وكما موضح في الجدول الأتي :

جدول (1) طريقة احتساب كلفة حق الملكية ونوعية العوائد

| كلفة حق الملكية لكل شركة على حدا | نوعية العوائد التخمينية لكل شركة على حدا |
|---|---|
| سنة 2010 (180مشاهدة يومية) | 1-15 (مشاهدة) ربع سنوية |
| سنة 2011 (180مشاهدة يومية) | 2-16 (مشاهدة) ربع سنوية |
| سنة 2012 (180مشاهدة يومية) | 3-17 (مشاهدة) ربع سنوية |
| سنة 2013 (180مشاهدة يومية) | 4-18 (مشاهدة) ربع سنوية |
| سنة 2014 (180مشاهدة يومية) | 5-19 (مشاهدة) ربع سنوية |

الجدول من إعداد الباحثين

## 3. نماذج القياس

### أ- أنموذج قياس كلفة حق الملكية

تم احتساب كلفة حق الملكية باستخدام أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي بوصفه إطار عام يكمم العلاقة بين العائد والخطر وصولاً إلى معدل العائد المطلوب (كلفة حق الملكية). إذ تم حساب معامل بيتا من خلال معادلة الانحدار (1) بين عوائد سهم الشركة وعوائد السوق خلال (180) يوم، ولحساب عائد السوق (محفظة السوق) تم استخدام مؤشر السوق كمؤشر على محفظة السوق.

وكانت آلية تطبيق أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي بالشكل الآتي:

$$R_{j,t} - R_{f,t} = \alpha_j + \beta (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{j,t} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

إذ أن

$R_{j,t}$ = عائد سهم الشركة (j) في السنة (t) .

$R_f$ = معدل العائد الخالي من الخطر (سعر الفائدة) ، والذي يساوي العائد على اذونات الخزينة .

$Beat_{jt}$ ( $\beta$ ) = درجة حساسية عوائد السهم j للتغير كنتيجة للتغير في عوائد السوق.

$R_{m,t}$ = العائد على مؤشر السوق .

**ب- نماذج قياس نوعية العوائد**

تم قياس نوعية العوائد بعد أن تم الاعتماد على خمس خصائص نوعية للعوائد المحاسبية وهي كالتالي:

**1. نوعية المستحقات**

وضع Dechow and Dichev (2002) مقياساً لنوعية المستحقات يوضح دقة مستحقات رأس المال العامل في تفسير التدفقات النقدية التشغيلية ، إذ أن ضعف أو انخفاض دقة المقابلة يؤشر نوعية مستحقات متدنية.وبالتالي نوعية عوائد متدنية، ولاشتقاق مقياس عملي لنوعية مستحقات رأس المال العامل ، يتم استخدام معادلة الانحدار الآتية (Dechow and Dichev, 2002, 44):

$$TCA_{j,t} / Assets_{j,t} = b_{0,j} + b_{1,j} CFO_{j,t-1} / Assets_{j,t} + b_{2,j} CFO_{j,t} / Assets_{j,t} + b_{3,j} CFO_{j,t+1} / Assets_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(2)$$

إذ أن

$TCA_{j,t}$ = مجموع المستحقات المتداولة للشركة j في السنة t . ويتم احتسابها وفق المعادلة الآتية :

$$TCA_{j,t} = \Delta CA_{j,t} - \Delta CL_{j,t} - \Delta\, cash_{j,t} + \Delta\, STDEBT_{j,t}$$

$\Delta CA_{j,t}$ = التغير في الموجودات المتداولة للشركة j في السنة t و السنة t-1 .

$\Delta CL_{j,t}$ = التغير في المطلوبات المتداولة للشركةj في السنة t و السنة t-1 .

$\Delta\, cash_{j,t}$ = التغير في النقد للشركة j في السنة t و السنة t-1 .

$\Delta\, STDEBT_{j,t}$ = التغير في الديون قصيرة الأجل للشركةj في السنة t و السنة t-1 .

$Assets_{j,t}$ متوسط إجمالي الموجودات للشركة j في السنة t، والسنة t-1 .

$CFO_{j,t}$ = التدفقات النقدية التشغيلية للشركة j في السنة t . ويتم احتسابها وفق المعادلة الآتية :

$$CFO_{j,t} = NIBE_{j,t} - TA_{j,t}$$

$NIBE_{j,t}$ = صافي الدخل قبل البنود غير الاعتيادية للشركةj في السنة t.

$TA_{j,t}$ = المستحقات الكلية للشركةj في السنة t . ويتم احتسابها وفق المعادلة الآتية :

$$TA_{j,t} = \Delta CA_{j,t} - \Delta CL_{j,t} - \Delta\, cash_{j,t} + \Delta\, STDEBT_{j,t} - DEPN_{j,t}$$

$DEPN_{j,t}$ = مصاريف الاندثار والإطفاء للشركةj في السنة t .

$b_0$، $b_1$، $b_2$، $b_3$ = معاملات الأنموذج .

$\varepsilon_{j,t}$ = خطأ التقدير (البواقي) في السنة t.

إن التوصيف النظري للمعادلة (2) هو استخدامها التدفقات النقدية التشغيلية الماضية والحالية والمستقبلية والتي ترتبط بالمستحقات المتداولة، فضلا عن أن المتغيرات المستقلة في المعادلة (2) يتم تأشير قوتها التفسيرية من خلال خطأ التقدير (البواقي) من معادلة الانحدار والتي تعكس المستحقات التي لا تتعلق بالتدفقات النقدية المتحققة، وان الانحراف المعياري لهذه البواقي هو مقياس لنوعية المستحقات، وارتفاع الانحراف المعياري يؤشر انخفاض في نوعية المستحقات ومن ثم تدني في نوعية العوائد.

## 2. المستحقات التخمينية

اهتم الباحثون بتحديد وقياس مجال المناورة بالمستحقات من خلال تركيزهم على تطوير نماذج ومؤشرات إحصائية لتحديد مقدار المستحقات التخمينية[1] Discretionary Accruals والتي تمتلك الإدارة القدرة على استخدامها للمناورة بالدخل. إن أنموذج (Jones) يُعد الأساس في قياس المستحقات التخمينية كمؤشر على نوعية العوائد، كما انه أنموذج تقدير مباشر لتحديد المستحقات التخمينية وغير التخمينية NON-Discretionary Accruals، ويرى (Jones) أن المستحقات التخمينية تعكس تدني نوعية العوائد، وبذلك طوّر Jones الأنموذج في عام 1991 في دراسته التي تناولت دوافع إدارة العوائد، ويقوم هذا الأنموذج على أساس الأخذ بالحسبان عند تقدير المستحقات غير التخمينية الظروف التشغيلية الخاصة بكل شركة وذلك بهدف تحسين القدرة على التنبؤ بالمستحقات التخمينية، وقد استند في ذلك إلى فكرة مفادها، انه لا يمكن تحديد أنموذج موحد لاحتساب المستحقات غير التخمينية دون الأخذ بنظر الاعتبار الظروف المختلفة للشركات، وعلى هذا الأساس تحتسب المستحقات التخمينية حسب الخطوات الآتية (Jones, 1991, 211) :

أ- احتساب المستحقات غير التخمينية حسب المعادلة الآتية:

$$NDA_t = a_1(1/A_{t-1}) + a_2(\Delta Rev_t/A_{t-1}) + a_3(PPE_t/A_{t-1}) \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (3)$$

إذ أن

[1] وهو ذلك الجزء من المستحقات الذي تستطيع الإدارة التأثير عليه بالزيادة أو النقصان ، ويحتسب بطرح المستحقات غير التخمينية من أجمالي المستحقات .

$NDA_t$ = المستحقات غير التخمينية في السنة t .

$\Delta REV_t$ = التغير في الإيرادات في السنة t.

$PPE_t$ = الأبنية والمصانع والمعدات في سنة t .

$A_{t-1}$ = إجمالي الموجودات في السنة السابقة.

$a_3, a_2, a_1$ = معاملات الأنموذج .(أوزان خاصة لكل شركة)

إن الافتراض الأساس لهذا الأنموذج، هو أن الفرق بين إجمالي المستحقات والمستحقات غير التخمينية هو بسبب التغير في المستحقات التخمينية، لان المستحقات غير التخمينية يفترض أن تكون ثابتة من مدة إلى أخرى، وبذلك أراد جونز أن يخفف من هذا الافتراض من خلال السيطرة على المتغيرات الناتجة عن الظروف الاقتصادية للشركة، ولذلك جاء أنموذج (Jones) متضمناً التغير في الإيرادات (ΔREV) والأبنية والمصانع والمعدات (PPE) وذلك للسيطرة على التغير في المستحقات غير التخمينية التي نتجت بسبب الظروف الاقتصادية للشركة ( Bartov et.al, 2000, 9) .

ب- تقدير المستحقات التخمينية(DA) Discretionary Accruals ومعاملات الأنموذج المحددة للشركة وفق معادلة الانحدار الآتية (Jones, 1991, 211):

$$TA/A_{t-1}=a_1(1/A_{t-1})+a_2(\Delta Rev_t/A_{t-1})+a_3(PPE_t/A_{t-1})+e_1 \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (4)$$

إذ أن :

$TA_t$ = إجمالي المستحقات (التخمينية وغير التخمينية).

$e_1$ = البواقي (Residual)

ولقياس نوعية العوائد وفقاً لأنموذج (Jones) يتم تقدير المعلمات الخاصة بالأنموذج ($a_3, a_2, a_1$) والتي تمثل أوزان خاصة بكل شركة من اجل احتساب المستحقات غير التخمينية، ويتم بعد ذلك احتساب المستحقات التخمينية من خلال طرح المستحقات غير التخمينية من إجمالي المستحقات، ويتم الحكم على المستحقات التخمينية من خلال الانحراف المعياري لتلك المستحقات.

### 3. استمرارية العوائد

استمرارية العوائد Earnings Persistence تعني نوعية عوائد عالية Higher Quality ، ذلك أن العوائد الأكثر استدامة Sustainable Earnings هي بالضرورة ذات نوعية عالية. ولذلك ذهب Francis (2004) وزملاءه باستخدام ميل معامل التقدير ($Ø_{1,j}$) في معادلة الانحدار Slope coefficient from a regression

للدلالة على استمرارية العوائد، ولتقدير ميل معامل التقدير وقياس استمرارية العوائد تم استخدام معادلة الانحدار الآتية (Francis et.al, 2004,980 ) :

$$Earn_{j,t} = Ø_{0,j} + Ø_{1,j}\, Earn_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(5)$$

إذ أن :

$Earn_{j,t}$ = صافي الدخل قبل البنود غير الاعتيادية مقسوما على المتوسط المرجح لعدد الأسهم في السنة t .

$Earn_{j,t-1}$ = صافي الدخل قبل البنود غير الاعتيادية لسنة سابقة مقسوما على المتوسط المرجح لعدد الأسهم في السنة t-1 .

$Ø_{0,j}$، $Ø_{1,j}$ = معاملات الأنموذج .

$\varepsilon_{j,t}$ = البواقي ، خطا التقدير .

وتمثل المعادلة (5) نموذج انحدار خطي بسيط والذي يمثل نموذج لسلسة زمنية تكون فيها قيمة المتغير (Earn) للسنة (t) ناتجة عن علاقة خطية للمتغير (Earn) للسنوات السابقة فضلا عن خطأ التقدير، ويتم قياس استمرارية العوائد من خلال ميل معامل التقدير في نموذج انحدار العوائد الحالية على العوائد السابقة Lagged Earnings، ويعتمد المقياس على استمرارية العوائد التي تأخذ ميل معامل التقدير($Ø_{1,j}$) في معادلة الانحدار، إذ أن قيم ($Ø_{1,j}$) كلما كانت قريبة من الواحد أو اكبر من الواحد فإنها تؤشر استمرارية عوائد عالية، وكلما اقتربت القيمة من الصفر فإنها تؤشر نوعية عوائد متدنية لاحتوائها على عناصر مؤقتة Transitory[1] كالعوائد المتحققة من النشاط غير الاعتيادي لشركات الأعمال.

## 4. القدرة التنبؤية للعوائد

إن قدرة المستثمرين على التنبؤ بالعوائد المستقبلية من خلال العوائد الحالية والماضية هو ما يعرف بقدرة العوائد المحاسبية على التنبؤ، والقدرة التنبؤية Predictability تعد جانب أخر من جوانب نوعية العوائد، وترتبط بمقدرة الإفصاح المالي في تحسين قدرة مستخدمي القوائم المالية على التنبؤ بالعوائد المستقبلية للشركة، ولهذا فهي مرتبطة بفوائد القرار(Wong,2009, 24). ولذلك ذهب Francis, LaFond, Olsson and Schipper (2004) باتجاه اعتماد وجهة نظر Lipe (1990) في قياس القدرة التنبؤية للعوائد المحاسبية، إذ عرف Lipe القدرة التنبؤية بتباين البواقي في المعادلة (5)[2] لاستمرارية العوائد، والتي تمثل ذلك الجزء الذي لم يتم تفسيره من خلال المتغير

[1] مثل العوائد الرأسمالية المتحققة من بيع الموجودات الثابتة أو استبدالها وتعويضات قضايا لا تمس النشاط الاعتيادي للشركة كالدعاوى الخاصة بالعلامة التجارية.

[2] $Earn_{j,t} = Ø_{0,j} + Ø_{1,j}\, Earn_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(5)$

التفسيري ($Earn_{j,t-1}$) في معادلة الانحدار، وبذلك يتم اعتماد قياس القدرة التنبؤية باستخدام الجذر التربيعي لتباين الخطأ المقدر من خلال المعادلة الآتية (Francis et.al, 2004, 980) :

$$Predictability_{t,j} = \sqrt{\sigma^{2(\varepsilon_{j,t})}} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (6)$$

إذ أن :

$Predictability_{t,j}$ = القدرة التنبؤية لعوائد الشركة j في السنة t .

$\sigma^{2(\varepsilon_{j,t})}$ = تباين خطأ التقدير للشركة j في السنة t .

$\varepsilon_{j,t}$ = خطأ التقدير الناتج من المعادلة (5) لاستمرارية العوائد .

وكلما كانت Predictability كبيرة ، تؤشر قدرة قليلة على التنبؤ ، وكلما كانت Predictability قليلة، تؤشر قدرة عالية على التنبؤ ومن ثم نوعية عوائد عالية.

### 5. اسقرارية العوائد

يرى Francis et al. (2004) & Leuz et al. (2003) بان التمهيد يعكس المدى الذي تسمح به المعايير المحاسبية للمديرين للحد من التقلبات في العوائد المحاسبية، من ثم انخفاض كلفة رأس المال كفوائد يجنيها سوق رأس المال والشركات جراء تمهيد العوائد وجعلها أكثر استقراراً ، فضلاً عن كونها من وجهة نظر المستثمرين ترتبط بنوعية عوائد عالية، لأنها ستعمل على جعل قرارات المالية ذات نوعية عالية .وبذلك قام (Leuz et al., 2003, 30) بقياس استقرارية العوائد كمؤشر على نوعيتها ومدى تمهيدها من خلال المعادلة الآتية :

$$Smooth_{j,t} = \frac{\sigma(NIBE_{j,t})}{Total\ Assets_{j,t-1}} \Big/ \frac{\sigma(CFO_{j,t})}{Total\ Assets_{j,t-1}} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (7)$$

إذ أن

$Smooth_{j,t}$ = تمهيد عوائد الشركة j في السنة t .

$\sigma\ NIBE_{j,t}$ = الانحراف المعياري لصافي الدخل قبل البنود غير الاعتيادية[1]

$\sigma\ CFO_{j,t}$ = الانحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية .

وفي ضوء نتيجة المعادلة (7) يتم تحديد مدى تمهيد الشركة لعوائدها، وتؤشر الزيادة في النسب زيادة تقلبات صافي الدخل قبل البنود غير الاعتيادية قياساً بتقلب التدفقات النقدية التشغيلية ، ومن ثم فان زيادة قيمة المؤشر SMOOTH تؤشر نوعية عوائد متدنية، وان انخفاض قيمة المؤشر SMOOTH يؤشر استقرارية اكبر، ومن ثم نوعية عوائد عالية .

[1] Net income before extraordinary

### ت- أنموذج قياس العلاقة بين نوعية العوائد وكلفة حق الملكية

تم استخدام أنموذج (Fama & French, 1992) والمبني على انتقادات أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي CAPM ، ذلك أن خط سوق الأوراق المالية Security Market Line يجب أن يشتمل على ثلاث متغيرات بدلاً من متغير واحد، وأولهم معامل بيتا الشركة والمقدر وفق نموذج تسعير الموجود الرأسمالي، ومن ثم حجم الشركة ، وأخيراً نسبة القيمة الدفترية للسهم إلى قيمته السوقية، ومن ثم سيتم إدخال نوعية العوائد وبشكل منفرد ومجتمع إلى الأنموذج لمعرفة الأثر في تكلفة حق الملكية من حيث ميل معامل التقدير فضلاً عن معامل التحديد المصحح ($Adj.\ R^2$) وحسب المعدلة التالية :

$$Cost\ of\ Equity_{j\,t} = b_0 + b_1\ Beta_{j\,t} + b_2\ Size_{j\,t} + b_3\ BM_{j\,t} + b_4\ Attributes_{jt} + \mu_{j\,t} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(8)$$

إذ أن

Cost of Equity = كلفة حق الملكية للشركة j في السنة t .

Beta = بيتا الشركة j في السنة t .

Size = حجم الشركة j ممثله بحجم موجوداتها في السنة t .

BM = نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للشركة j في السنة t .

Attributes = نوعية العوائد التخمينية للشركة j في السنة t . ممثله بخصائصها : نوعية المستحقات، المستحقات التخمينية، الاستمرارية، القدرة التنبؤية، الاستقرارية.

## رابعا: اختبار الفرضية ومناقشة النتائج

### 1. نتائج قياس نوعية العوائد

تستند عملية قياس نوعية العوائد بوصفها عالية أم متدنية على فكرة مفادها اتساق نتائج خصائص نوعية العوائد إذ كلما ارتفعت (انخفضت) قيمة خصائص العوائد فإنها تؤدي إلى انخفاض (ارتفاع) النوعية وهذا ينطبق على خاصية نوعية المستحقات، والمستحقات التخمينية، والقدرة التنبؤية للعوائد، واستقرارية العوائد، إذ أن ارتفاعها يؤدي إلى انخفاض النوعية والعكس صحيح، أما فيما يتعلق بالخاصية الأخرى، فان ارتفاعها يؤدي إلى ارتفاع نوعية العوائد، والعكس صحيح، وعليه يتم استخدام سالب قيمة الاستمرارية، ومن ثم فإن ارتفاع (انخفاض) قيمة مؤشر نوعية العوائد يؤشر انخفاض (ارتفاع) نوعية العوائد (Boonlert , 2004 ,41).

ويعرض الجدول(2) توصيفاً إحصائياً لنوعية العوائد التخمينية للشركات عينة البحث والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بعد أن تم حذف المشاهدات المتطرفة، وقد تضمنت المقاييس الإحصائية كلا من الوسط الحسابي والانحراف المعياري والوسيط وأدنى وأعلى قيمة لهذه الخصائص . ويؤشر الجدول (2) بلوغ الوسط الحسابي (الوسيط) لخطأ التقدير(الانحراف المعياري للبواقي المعيارية) في أنموذج نوعية المستحقات للشركات عينة البحث 1.074 (1.075) مما يشير إلى انخفاض نوعية المستحقات في المتوسط لدى غالبية الشركات، فضلاً عن أن التقارب بين الوسط الحسابي والوسيط يؤشر توزيعا يقترب من التوزيع الطبيعي للبيانات، الأمر الذي من شانه أن يدعم قوة النتائج التي يتم الوصل إليها، في حين بلغ الانحراف المعياري لقيم نوعية المستحقات 2.994 والذي يؤشر تركز البيانات حول الوسط الحسابي وانخفاض تشتتها.

جدول (2)

الإحصاءات الوصفية لنوعية العوائد التخمينية للشركات عينة البحث والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2010-2014)

| الإحصاءات / الخصائص | الوسط الحسابي | الانحراف المعياري | الوسيط | أدنى قيمة | أعلى قيمة | عدد المشاهدات |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **نوعية المستحقات** | 1.074 | 0.083 | 1.075 | 0.868 | 1.264 | 90 |
| **المستحقات التخمينية** | 0.471 | 0.356 | 0.510 | 0.031 | 1.524 | 90 |
| **الاستمرارية** | -0.391 | 0.193 | -0.380 | -0.931 | -0.130 | 90 |
| **القدرة التنبؤية** | 1.877 | 1.234 | 1.796 | 0.032 | 5.308 | 90 |
| **الاستقرارية** | 1.247 | 0.843 | 0.953 | 0.225 | 3.077 | 90 |

الجدول من إعداد الباحثين

وبلغ الوسط الحسابي(الوسيط) للمستحقات التخمينية 0.471 (0.510) مما يؤشر نوعية مستحقات تخمينية عالية، وبالتالي انخفاض إدارة العوائد والناتج عن انخفاض الفرق بين إجمالي المستحقات والمستحقات غير التخمينية ومن ثم ارتفاع في نوعية العوائد. واشر الوسط الحسابي (الوسيط) لاستمرارية العوائد (ميل معامل التقدير) 0.391- (0.380-) مما يشير إلى أن عوائد الشركات عينة الدراسة بالمتوسط اقرب لان تكون مؤقتة من كونها دائمة في السلسة الزمنية للعوائد المحاسبية ، وبذلك فإنها تتصف بكونها غير اعتيادية في طبيعتها، وغير متكررة الحدوث مما يؤشر انخفاض في نوعيتها.وبلغ الوسط الحسابي(الوسيط) للجذر التربيعي لتباين الخطأ المقدر(القدرة

التنبؤية للعوائد) الناتجة من انحدار العوائد الحالية على العوائد السابقة 1.877 (1.796) وبانحراف معياري قدره 1.234، والذي يؤشر انخفاض القدرة التنبؤية للعوائد. في حين بلغ الوسط الحسابي(الوسيط) لنسب تمهيد الدخل(استقرارية العوائد المحاسبية) 1.247 (0.953) وانحراف معياري قدره 0.843 ، مما يدل على أن العوائد المحاسبية ممهدة، وبالتالي تدني نوعيتها.

## 2. نتائج قياس العلاقة بين نوعية العوائد وكلفة حق الملكية

يوضح الجدول (3) توصيفاً مالياً للمتغيرات المعتمدة في أنموذج (Fama & French)، ويؤشر الجدول(3) بان كلفة حق الملكية في الشركات العراقية عينة البحث تراوحت مابين (9%-23%) وبلوغ الوسط الحسابي (الوسيط) لتلك الكلفة على التوالي(0.147)،(0.134)، وبانحراف معياري قدره (0.041)، مما يشير إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم الشركات المبحوثة.

جدول (3)

التوصيف الإحصائي للمتغيرات المعتمدة في بناء أنموذج (Fama & French)

| المؤشرات / المتغيرات | الوسط الحسابي | الانحراف المعياري | الوسيط | أعلى قيمة | أدنى قيمة | المشاهدات |
|---|---|---|---|---|---|---|
| كلفة حق الملكية | 0.147 | 0.041 | 0.134 | 0.236 | 0.097 | 90 |
| بيتا | 0.928 | 0.643 | 0.729 | 2.301 | -0.163 | 90 |
| لوغريتم الحجم | 6.501 | 0.498 | 6.425 | 7.482 | 5.480 | 90 |
| القيمة الدفترية / السوقية | 0.441 | 0.287 | 0.406 | 1.151 | 0.016 | 90 |

الجدول من إعداد الباحثين

فضلاً عن ارتفاع الخطر النظامي والممثل بمعامل بيتا في الشركات العراقية والذي تراوح مابين (2.301 إلى -0.136) على أن متوسط (وسيط) معامل بيتا للشركات العراقية المبحوثة بلغ على التوالي (0.928)،(0.729 ) وبانحراف معياري قدره (0.643). وتأتي تلك النتيجة بالرغم من ارتفاع حجم الشركات العراقية والممثلة بحجم موجوداتها، إذ بلغ الوسط الحسابي (الوسيط) لحجم الشركات العراقية عينة البحث على التوالي (6.501)،(6.425).

جدول (4)

الأنموذج الأساس، الأثر في تكلفة حق الملكية

| متغيرات المستقلة | Coef. | t-stat. | الإشارة المتوقعة |
|---|---|---|---|
| بيتا | 1.379 | (5.89)*** | (+) |
| الحجم | - 0.350 | (-2.11)** | (-) |
| القيمة الدفترية/السوقية | 0.021 | (1.01) | (+) |
| $Adj.\ R^2$ | 0.245 | —— | —— |
| $F$ | 11.73*** | —— | —— |

*P<0.1 **P<0.05 ***P<0.01 ( ) refers to t-value calculated

الجدول من إعداد الباحثان

ويؤشر الجدول (4) الأنموذج الأساس للأثر في تكلفة حق الملكية (المتغير المعتمد) بإدخال بعض المتغيرات التفسيرية بوصفها عوامل خطر تؤخذ بعين الاعتبار من قبل المستثمرين في الأسواق المالية، وهي معامل بيتا وحجم الشركة والقيمة الدفترية إلى القيمة السوقية. ويتضح من الجدول (4) أن ميل معامل التقدير لكل من بيتا والحجم مهم إحصائياً في التأثير على كلفة حق الملكية بدلالة قيم ($b_1$) ، ($b_2$). إذ بلغ ميل معامل التقدير للمتغير التفسيري بيتا (1.379) عند مستوى معنوية اقل من (1%)، في حين بلغ ميل معامل تقدير الحجم (-0.350) عند مستوى معنوية اقل من (5%) وكانت إشارة كلا المعاملين منسجمة مع العلاقة المتوقعة، إذ كلما زادت قيم بيتا بوصفها خطراً نظامياً، يقابلها زيادة في كلفة حق الملكية، والتي تمثل زيادة معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون على الاستثمار في أسهم الشركة، الأمر الذي من شانه أن يؤدي إلى زيادة قيم بيتا بمقدار وحدة واحده سيؤدي إلى زيادة تكلفة حق الملكية بمقدار (1.379).

كما أن زيادة حجم الشركة بمقدار وحدة واحده سيؤدي إلى انخفاض تكلفة حق الملكية بمقدار (-0.350) والتي تؤشر علاقة عكسية، ولسبب بسيط مفاده، أن الشركات كبيرة الحجم عادة ما تكون عرضة للتحليل والدراسة من قبل المستثمرين والمحللين الماليين أكثر من الشركات صغيرة الحجم، كون أسهم الشركات كبيرة الحجم تشكل نسبة كبيرة من التكوين الرأسمالي في الدولة، الأمر الذي من شانه أن يجعل أسهم تلك الشركات عرضه لعمليات متاجرة كثيرة من قبل المستثمرين، وبالتالي فان عوائدها المتوقعة ستكون معروفة من قبل السوق مما يجعل المعلومات الموجودة

في التقارير المالية لهذه الشركات متضمنة في أسعار أسهمها، وبالتالي انخفاض مخاطرها والذي سينعكس في انخفاض تكلفة حق الملكية.

ويظهر الجدول (4) أن متغير القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية متفق مع الإشارة المتوقعة، ولكن لم يكن ذو دلاله إحصائية. وبذلك يتضح بان المتغير التفسيري بيتا صاحب الأثر الأكبر في تكلفة حق الملكية . كما يتضح من خلال الجدول (4) أن الأنموذج متوافقاً بدلالة قيمة F المحسوبة والتي بلغت (11.73) عند مستوى معنوية اقل من (1%)، كما بلغت القوة التفسيرية للأنموذج Adj. $R^2$ (24.5%).

ويوضح الجدول (5) الأثر في تكلفة حق الملكية بعد أن تم إدخال خصائص نوعية العوائد والمبنية على المعلومات المحاسبية وبشكل منفرد إلى الأنموذج الأساس، ويؤشر الجدول (5) أن جميع النماذج ملائمة إحصائياً بدلالة قيم F المحسوبة والتي بلغت معنويتها الإحصائية صفر إلى حد المرتبة الثالثة بعد الفارزة، كما أن القوة التفسيرية للأنموذج Adj. $R^2$ أشرت تزايد بإدخال خصائص نوعية العوائد لكل من نوعية المستحقات(25.6%)، والمستحقات التخمينية(26.6%)، والاستمرارية(24.6%)،والقدرة التنبؤية (25.7%)، والاستقرارية (26.9%)، في حين بلغت القوة التفسيرية Adj. $R^2$ للأنموذج الأساس قبل إدخال نوعية العوائد (24.5%). وبذلك فان ما تضيفه خصائص نوعية العوائد المبنية على المعلومات المحاسبية من قوة تفسيرية إلى الأنموذج يتراوح مابين (0.01-0.02). واشر الجدول (5) أن الأثر الأكبر لنوعية العوائد يعود لاستقرارية العوائد المحاسبية ( Coef.est = 0.569, t-stat = 2.98)، ويليها في ذلك المستحقات التخمينية (Coef.est = 0.540, t-stat = 2.93)، ومن ثم نوعية المستحقات (Coef.est = 0.336, t-stat = 2.02)، القدرة التنبؤية ( Coef.est = 0.320, t-stat = 1.97)، والاستمرارية (Coef.est = 0.034, t-stat = 0.79). وكانت جميع معاملات نوعية العوائد ذات دلاله إحصائية باستثناء استمرارية العوائد، فضلاً عن الإشارة الموجبة لتلك المعاملات، وهذا متفق مع العلاقة المتوقعة.

جدول (5)

الأنموذج الأساس، الأثر في تكلفة حق الملكية بعد إدخال خصائص نوعية العوائد

| المتغيرات المستقلة | نوعية المستحقات | | المستحقات التقديرية | | الاستمرارية | | القدرة التنبؤية | | الاستقرارية | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | *Coef.est* | *t-stat.* | *Coef.est* | *t-stat.* | *Coef.est* | *t-stat.* | *Coef.est* | *t-stat.* | *Coef.est* | *t-stat.* |
| بيتا | 1.474 | (6.80)*** | 1.485 | (5.91)*** | 1.378 | (5.84)*** | 1.399 | (5.86)*** | 1.487 | (6.72)*** |
| الحجم | - 0.229 | (-2.04)** | - 0.352 | (-2.13)** | - 0.329 | (-2.02)** | -0.247 | (-2.08)** | - 0.465 | (-2.17)** |
| القيمة الدفترية/ السوقية | 0.072 | (1.04) | 0.024 | (0.65) | 0.017 | (0.31) | 0.022 | (0.54) | 0.030 | (0.70) |
| نوعية العوائد التخمينية | 0.336 | (2.02)** | 0.540 | (2.93)*** | 0.034 | (0.79) | 0.320 | (1.97)** | 0.569 | (2.98)*** |
| **Adj. $R^2$** | 0.259 | — | 0.266 | — | 0.246 | — | 0.257 | — | 0.269 | — |
| **F** | 9.08*** | — | 9.97*** | — | 8.76*** | — | 8.71*** | — | 9.67*** | — |

( ) refers to t-value calculated ***P<0.01 **P<0.05 *P<0.10

الجدول من إعداد الباحثان

وبالتالي كلما زادت نوعية العوائد بمقدار وحدة واحدة، الأمر الذي من شانه أن يؤدي إلى انخفاض نوعية العوائد، وارتفاع اللاتماثل المعلوماتي، ومن ثم ارتفاع في كلفة حق الملكية بمقدار معامل كل خاصية من خصائص نوعية العوائد بوصفها مؤشراً على خطر المعلومات (risk proxies). ويؤشر الجدول (5) أن ميل معامل التقدير للمتغير بيتا اشر ارتفاعاً بإدخال خصائص نوعية العوائد ، الأمر الذي من شانه أن يؤشر الأثر غير المباشر لنوعية العوائد في كلفة حق الملكية عبر التأثير في بيتا، وهذا ما يؤكد أن نوعية العوائد تصنف على أنها خطراً إضافياً يمثل خطر اللاتماثل المعلوماتي.

الجدول (6)

اثر خصائص نوعية العوائد مجتمعة في كلفة حق الملكية

| المتغيرات المستقلة | *Coef.est* | *t-stat.* |
|---|---|---|
| بيتا | 2.362 | (6.54)*** |
| الحجم | - 0.306 | (-2.94)*** |
| القيمة الدفترية/ السوقية | 0.014 | (0.93) |
| نوعية المستحقات | 0.083 | (1.01) |
| المستحقات التخمينية | 0.254 | (1.92)** |
| الاستمرارية | 0.066 | (0.91) |
| القدرة التنبؤية | 0.329 | (2.10)** |
| الاستقرارية | 0.420 | (2.79)*** |
| **Adj. $R^2$** | 0.247 | —— |
| **F** | 5.07*** | —— |

*P<0.1 **P<0.05 ***P<0.01 ( ) refers to t-value calculated

الجدول من إعداد الباحثان

ويأتي الجدول (6) ليوضح اثر خصائص نوعية العوائد مجتمعة في كلفة حق الملكية ، ويظهر الجدول (6) أن كل من المستحقات التخمينية، القدرة التنبؤية، والاستقرارية ذات دلاله إحصائية في التأثير على كلفة حق الملكية، إذ بلغ ميل معامل التقدير لكل منها على التوالي (0.254)، (0.329 )،(0.420 )، وكانت داله إحصائياً عند مستوى معنوية اقل من(1%) و(5%)، في حين أن نوعية المستحقات واستمرارية العوائد لم تكونا ذات أهميه

إحصائية في التأثير على كلفة حق الملكية بوجود باقي الخصائص، ويظهر الجدول (6) أن الأنموذج ملائم إحصائياً بدلالة قيم F المحسوبة والتي بلغت معنويتها الإحصائية صفر إلى حد المرتبة الثالثة بعد الفارزة، كما أن القوة التفسيرية للأنموذج Adj. $R^2$ بلغت (24.7%).

## الاستنتاجات

إن أهم ما توصل إليه البحث يمكن أن يؤشر ارتفاع درجة المخاطر بموجب ما أظهرته معاملات خصائص نوعية العوائد والمرتبطة بكلفة حق الملكية المرتفعة، وقد اثبت الفرضية حول العلاقة بين نوعية العوائد وكلفة حق الملكية، وتوافقت النتائج مع دراسات أخرى وردت في متن البحث.

إن المضامين الدقيقة لخطر نوعية العوائد المحاسبية في اختبار ثنائية العائد والخطر والعلاقة بين نوعية العوائد وكلفة حق الملكية من جهة، وبيتا من جهة أخرى يؤشر عددا من نتائج البحث، إذ لوحظ أن إدخال اثر خصائص نوعية العوائد المحاسبية إلى الأنموذج يزيد من اثر معامل بيتا في كلفة حق الملكية، فإذا ما تم ارتفاع معامل بيتا وفق أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي CAPM، فان هذا يدل على زيادة الخطر النظامي الذي تتعرض له الشركات كنتيجة لتضمين ذلك الخطر، خطراً إضافياً يتمثل بخطر نوعية العوائد كنتيجة لعدم إمكانية تجنب ذلك الخطر بالتنويع، وهذا يتفق مع ما تم إثباته في الشركات العراقية عينة البحث، والتي تميزت بارتفاع معامل بيتا وتدني نوعية عوائدها. إن ما عرضة البحث من نتائج ضمن صيغة أنموذج التسعير الموجود الرأسمالي CAPM، وصيغة أنموذج (Fama & French)، وصيغة خصائص نوعية العوائد المحاسبية، يمكن أن تشكل أرضية لمزيد من الدراسات حول احتمالية وجود مخاطر غير خطر السوق قد تؤثر على العائد المطلوب، والمستندة إلى عدم واقعية الافتراضات التي قام عليها أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي، ومدى مصداقية كون معامل بيتا هو المقياس الوحيد للخطر النظامي.

## التوصيات

نظراً لما تحمله نوعية العوائد من أهمية في استخلاص المؤشرات التي يسعى إليها المحلل المالي، يوصي الباحث بعدم الاهتمام بمقدار العوائد كمياً وعدّ صافي الدخل الرقم الأساس والوحيد والمسلم به للحصول على المعلومات، ولكن يجب أن ينظر إلى استقرار العوائد واستمرارها ونوعية مستحقاتها، إذ أن استمرار العوائد واستقرارها بشكل منتظم يعد أكثر قبولاً من حدوث طفرة في الأرباح لمدة معينة.

وكجزء من عملية المراجعة للبحوث التي عنيت بنوعية العوائد أشرت المسوحات بعض المجالات التي حظيت باهتمام ضئيل نسبياً، ويعتقد أن المزيد من البحوث المستقبلية في هذه المجالات من شانه أن يعزز بشكل كبير من مفهوم نوعية العوائد وأبعاده في السوق المالي. ويعتبر تجسيد مفهوم كفاءة السوق المالي من خلال علاقة سعر

السهم بنوعية العوائد على اختلاف خصائصها وتعدد مصادرها احد تلك المجالات، ويتم ذلك من خلال اختبار علاقة نوعية العوائد المحاسبية بالعوائد المتوقعة (العادية) والعوائد غير المتوقعة للأسهم، وبناء الاختبارات لتوضيح الآثار على كفاءة التسعير من خلال أثرها في معدل العائد المطلوب، لتوفير الأدلة التجريبية التي تدعم وجهة النظر القائلة بان المعلومات الدقيقة في الكشوفات المالية والتي يتم توضيحها من خلال خصائص نوعية العوائد تؤثر على قرارات تخصيص رأس المال، وبالتالي على كفاء السوق المالي.

## المراجع


1. Bartov, E., Gul, F., Tsui, J., 2000, **Discretionary accruals models and audit qualifications**, Working paper, New York University.
2. Boonlert, Kriengkrai, 2004, **Earnings Attributes and Investor Protection: International evidence**, Working paper , School of Accounting , Oklahoma State University
3. Dechow, P., Dichev, I., 2002. **The quality of accruals and earnings :The role of accrual estimation errors** .The Accounting Review, Vol 77, 35-59
4. Dechow, Patricia., Ge, W., Schrand, Catherine., 2010, **Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences**., Journal of Accounting and Economics, No50. 344–401
5. Edmonds, P., Mcnair, M., Milam, E., Olds, R., Edmonds, D., Schneider, W., 2003, **Fundamental Financial Accounting Concepts**, Fourth Edition, McGraw-Hill - Irwin.
6. Ehrhardt C. Michael & Brigham F . Eugene, 2011, **Financial management: Theory and practice**, 13th Edition, South-Western.
7. Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K., 2006, **Earnings Quality**, Foundation and Trends in Accounting , vol.1, Issue.4
8. Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper., 2004, **Costs of equity and earnings attributes** . The Accounting Review 79, 967–1010.
9. Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper., 2005, **The market pricing of accruals quality** . Journal of Accounting and Economics 39, 295–327
10. Hughes, J., J. Liu, and J. Liu., 2006, **Information asymmetry, diversification and cost of capital**. Working Paper, UCLA Anderson School.
11. Jones, J. 1991, **Earnings management during import relief investigation**, Journal of Accounting Research, vol 29, pp 193-228.
12. Leuz, C., and R. Verrecchia, 2004, **Firms' Capital Allocation Choices, Information Quality, and the Cost of Capital**, . Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania.
13. Leuz,C., Nanda, D., Wysocki. D., 2003, **Investor Protection and Earnings Management: An International Comparison**, Working paper, University of Pennsylvania

14. Meigs, Robert., Williame R., Hake ,F., and Better, M., 2001,**Financial Accounting** , 10th edition, MC Graw-Hill.
15. Merton, R., 1987, **A simple model of capital market equilibrium with incomplete information**. Journal of Finance 42, 483–510.
16. Myers , S. C. , and Majluf , N. S. , 1984, **Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have** , Journal of Financial of Economy , No. 13 , 187-221.
17. Neil, B, Desai, H, Kumar, V. 2009, **Earnings Quality and Information Asymmetry :Evidence from Trading Costs** , Working Paper, University of Southern Methodist.
18. Richardson, S., 2003, **Earnings quality and short sellers**. Accounting Horizons, vol 17, 49-61.
19. Schipper, K. 1989. **Commentary on Earnings Management**. Accounting Horizons.vol 3, 91-102.
20. Wong, Leon, 2009 ,**The pricing or mispricing of earnings quality in Australia**, PhD Thesis, University of New South Wales.