

قياس وتحليل العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية
 للمدة 2015-2019

Measuring and analyzing the relationship between the quality of earning and the efficiency of investment in Iraq industrial companies

أ.د. منتظر فاضل سعد البطاط
 جامعة البصرة / كلية الإدارة والاقتصاد
 البصرة، العراق
 Prof. Dr Montadher Fadel
 Saad Al-Batat
 College of Administration and
 Economic / Basra university
 Basra, Iraq
Muntader.saad@uobasrah.edu.iq

الباحث: سعدالله محمد عبيد النعيمي
 جامعة البصرة / كلية الإدارة والاقتصاد
 البصرة، العراق
 Saadallah Muhammad Obaid Al-
 Nuaimi
 College of Administration and
 Economic / Basra university
 Basra, Iraq
Saadalnuaimy@uokirkuk.edu.iq

معلومات البحث:

- تاريخ الاستلام: 30-12-2021
- تاريخ ارسال: 08-01-2022
- التعديلات
- تاريخ قبول: 13-01-2022
- النشر

المستخلص

تعد نوعية العوائد احد اهم مواضيع الإدارة المالية الأكثر جدلاً لحدائته، ويمثل إحدى الطفرات البحثية في مجال العلوم المالية، لأنه قاده الى التحول من جانب التحليل المالي الكمي الى التحليل المالي النوعي، وان دراسته الى جانب كفاءة الاستثمار أضاف بعداً آخر لعرض النظريات والعلاقات المنطقية والآراء البحثية بما يتوافق مع حافات المعرفة المالية، فشكل عنواناً فلسفياً مفاده قياس وتحليل العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات، اذ اشتملت عينة الدراسة على تسع شركات صناعية عراقية، وغطت مدة الدراسة خمس سنوات للفترة من 2015 - 2019، ولتحقيق هدف الدراسة الأساسي المتمثل ببيان مدى تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار عبر النقص في الاستثمار والإفراط به، تم تقييم نوعية العوائد باستخدام نموذج نوعية المستحقات، وتم الاعتماد على بواقي ذلك الانموذج بعدها المعلمة التي تعبر عن نوعية العوائد، وتم تقييم كفاءة الاستثمار في الشركات باستخدام أنموذج الانحدار المتعدد الذي يأخذ حجم الاستثمار باعتباره متغيراً معتمداً، ومحددات تلك الكفاءة بعدها متغيرات مستقلة، وتم الاعتماد على بواقي ذلك الأنموذج بعدها المعلمة التي تعبر عن كفاءة الاستثمار، فالبواقي السلبية تعبر عن النقص في الاستثمار اما البواقي الايجابية فتعبر عن الإفراط في الاستثمار، ولاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام نوعين من التحليل الأول مالي لبيان مكانة كل شركة من حيث نوعية عوائدها ومدى قربها او بعدها من مستوى الكفاءة في الاستثمار نسبةً الى الشركات الأخرى، فضلاً عن بيان مدى تأثير نوعية العوائد على كفاءة، وأظهرت نتائج الدراسة ان لنوعية العوائد تأثير على كفاءة الاستثمار في الشركات عينة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: نوعية العوائد، كفاءة الاستثمار، نوعية المستحقات.

Abstract

The quality of earnings is one of the most controversial topics of financial management because of its modernity, and it represents one of the research breakthroughs in the field of financial sciences, because it led him to shift from the aspect of quantitative financial analysis to qualitative financial analysis, and that his study alongside investment efficiency added another dimension to the presentation of theories, logical relationships and research opinions. In line with the edges of financial knowledge, it formed a philosophical title that measured and analyzed the relationship between the quality of earnings and the efficiency of investment in companies. The quality of returns on investment efficiency through under- and over-investment, the quality of earnings was evaluated using the receivables quality model, and the rest of that model was relied upon, after which the parameter that expresses the quality of earnings, and the efficiency of investment in companies was evaluated using the multiple regression model that takes the size of the investment as A dependent variable, and the determinants of that efficiency are then independent variables, and the rest of that model was relied upon, after which the parameter T expresses the efficiency of investment, the negative residuals express a lack of investment, while the positive residuals express excessive investment. To other companies, as well as an indication of the impact of the quality of

earnings on the efficiency of the study, and the results of the study showed that the quality of earnings has an impact on the efficiency of investment in the study sample companies.

Keywords: quality of earnings, investment efficiency Accruals quality.

المقدمة

تعد قرارات الاستثمار الكفوءة هدفاً حيوياً لكافة الشركات لمساهمتها في تحقيق نمو مستدام وبالتالي تعظيم قيمة الشركة. لقد أصبح التحقق من أداء الشركات أحد القضايا الأساسية في الوقت الحالي بسبب التغيرات الاقتصادية والسياسية وتكرار حدوث الأزمات والتطورات التكنولوجية المتسارعة وازدياد حدة المنافسة والتغيرات السريعة في أذواق المستهلكين والتلاعب في الكشوفات المالية وغياب الشفافية، إذ لا يتمثل ذلك التحقق في التعرف على مدى انخفاض العوائد في محاولة لتعزيزها بل يمتد إلى فحص كفاءة الشركات في التعامل مع فرصها الاستثمارية، إذ تعد تلك الكفاءة أحد أهم الجوانب الأساسية التي تحدد قيمة الشركات وبالتالي ثروة المساهمين، وتؤثر الانحرافات عبر النقص في الاستثمار والإفراط به سلباً على حقوق أصحاب المصالح. وتوصف استثمارات الشركة بالكفاءة عندما تستثمر بمشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة وبما يتوافق مع فرص النمو المتاحة، وإن أي انحراف عن ذلك يؤدي إلى قلة الاستثمار أو الإفراط به حيث يوصف كلاهما بعدم كفاءة الاستثمار والذي غالباً ما ينتج عن عيوب أسواق رأس المال والتمثلة بعدم تماثل المعلومات بين المطلعين من داخل الشركة والموردين الخارجيين لرأس المال مما يدفع بالشركات إلى التخلي عن مشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة في ظل وجود فرص النمو عندما يصعب عليها الحصول على رأس المال أو قد يكون مكلفاً مما يؤدي إلى قلة الاستثمار، كما إن عدم تماثل المعلومات يؤدي إلى حدوث مشكلة الليمون⁽¹⁾ (Lemons Problem) مما يدفع الشركات نحو قلة الاستثمار أو الإفراط به، لذلك لا بد من حل تلك المشاكل بما يسهل حصول الشركات على التمويل اللازم وبتكلفة معقولة حتى لا يتم الإضرار بأداءها في ظل انخفاض فرص الاستثمار التي يمكن استغلالها.

لقد جاء مدخل نوعية العوائد كأحد السبل الأساسية لتقليل عدم تماثل المعلومات والحد من تعارضات الوكالة وبالتالي تقليل احتكاكات السوق المتمثلة بالمخاطر الأخلاقية والاختيار السلبي وصولاً إلى مستوى الكفاءة في الاستثمار.

لقد حاول الباحث البدء من حيث انتهى الآخرون من خلال تناوله لموضوع قياس وتحليل العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات، إذ يعد أحد أهم موضوعات الإدارة المالية في الوقت الحاضر لكونه يوضح الطرق والمسارات التي تمكن الشركات من الوصول إلى درجة الكفاءة في استثماراتها اعتماداً على نوعية عوائدها، مما يمكنها من تحقيق هدفها الأساسي والمتمثل بتعظيم ثروة المساهمين.

⁽¹⁾ وهو مصطلح استخدم لأول مرة من قبل (Akerlof) الحاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد في دراسته الموسوم (سوق الليمون: عدم اليقين النوعي والية السوق)، والذي يقصد به إن وجود المعلومات غير المتماثلة يخلق مشكلة الاختيار السلبي، إذ إن المشتريين لا يستطيعون معرفة نوعية المنتج مما يجعلهم يدفعون في المتوسط سعر يكون أكثر جاذبية للبائعين الذين لديهم منتجات ذات نوعية منخفضة مقارنة بالبائعين الذين لديهم منتجات ذات نوعية عالية، وبالتالي سيتم عرض المزيد من المنتجات ذات النوعية المنخفضة (الليمون) قياساً بالمنتجات ذات النوعية العالية. وللمزيد حول مشكلة الليمون انظر (Fuchs&Skrzypacz,2019:107).

أولاً. منهجية الدراسة

1. مشكلة الدراسة

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

- هل إن نوعية العوائد في الشركات الصناعية العراقية عالية أم منخفضة؟
- هل إن الشركات الصناعية العراقية تعاني من قلة الاستثمار أم الإفراط به؟
- ما هو تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار (الإفراط في الاستثمار والنقص به) في الشركات الصناعية العراقية؟

2. أهمية الدراسة

إن التوجهات الحديثة للتحليل المالي هي البحث في ما وراء الأرقام في محاولة لاكتشاف تأثيرها على اتخاذ القرار، إذ إن الأرقام المعلنة في القوائم المالية قد لا تعبر عن صدق الأداء التشغيلي للشركات، مما يتوجب تقييم نوعية العوائد للتعرف على ما إذا كانت العوائد المعلن عنها تعكس وبالفعل واقع الشركات، ويتم هذا التقييم بناءً على مجموعة نماذج تأخذ على عاتقها التعرف على مدى استدامة العوائد وقدرتها على التنبؤ بالعوائد المستقبلية ومدى الانحراف في المستحقات التقديرية، إذ إن التعرف على نوعية العوائد يقلل من عدم تماثل المعلومات وصولاً إلى انحصار مشكلة الليمون والخطر المعنوي، مما يجعل قرارات الاستثمار التي

يتخذها أصحاب المصلحة (مساهمون محتملون، مقرضون، وحتى المحللون الماليون) تتصف بالرشد والعقلانية وتتوافق مع المبادلة بين العائد والمخاطرة مما يسهل عملية تمويل المشاريع الاستثمارية للشركات وفقاً لفرص النمو المتاحة ويزيد من كلف تمويل المشاريع الاستثمارية للشركات التي لا تتمتع بوجود فرص للنمو إذا وجدت من يمولها، هذا من جهة ومن جهة أخرى فإن تقليل عدم تماثل المعلومات يقلل من تكاليف الوكالة بحيث يمكن لأصحاب المصلحة مراقبة أداء المديرين بصورة فاعلة مما يجعلهم يحدون عن سعيهم لتفضيل مصالحهم الخاصة، ومن خلال ما سبق يمكن بيان أهمية الدراسة بالآتي:

أ. زيادة الوعي بأهمية نوعية العوائد بعدها من أساليب التحليل النوعي التي لا غنى عنها سواء لإدارة الشركات أو المستثمرين والمقرضين والمحللين الماليين، إذ تمكن نوعية العوائد من تقليل مخاطر المعلومات، وبالتالي يمكن أن يستفيد منها مجموعة من الأطراف وهم كل من:

- المستثمرون: إذ إن تقييم نوعية العوائد يمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية سليمة من خلال المفاضلة بين أسهم الشركات من خلال نوعية عوائدها مما يمكنهم من تجنب مخاطر الاختيار السلبي والخطر المعنوي.
- المقرضون: فقيم نوعية العوائد يمكنهم من الاطمئنان والتعرف على قدرة الشركات المقترضة على سداد قروضها.
- المحللون الماليون: إذ إن تقييم نوعية العوائد يمكنهم من إصدار التوصيات الخاصة بعملية الإقراض والاستثمار.
- إدارة الشركات: إذ يمكن لها التعرف على الكيفية التي يمكن أن تنعكس بها نوعية الإبلاغ المالي عن العوائد في كفاءة قرارات استثمارها وبالتالي قيمتها.
- تمكين الشركات من تحقيق النمو المستدام نتيجة لدور نوعية العوائد في تقليل تكاليف الاستثمار مما يمكنها من استغلال كافة الفرص الاستثمارية المتاحة والتي تتوافق مع فرص النمو مما ينعكس إيجاباً على تحقيق هدفها الأسمى والمتمثل بتعظيم ثروة مالكيها فضلاً عن زيادة مساهمة تلك الشركات في دعم الاقتصاد الوطني.

3. أهداف الدراسة

- التعرف على المفاهيم الأساسية والنماذج المستخدمة في تقييم كل من نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار والتأطير الفلسفي للعلاقة بينهما.
- التعرف على الطريقة التي يمكن بها لنوعية العوائد العالية من زيادة الاستثمار في الشركات التي تتصف بقلة الاستثمار وتقليل الاستثمار في الشركات التي تتصف بالإفراط في الاستثمار وصولاً إلى مستوى الكفاءة الاستثمارية.
- تقسيم الشركات إلى شركات تعاني من نقص في الاستثمار Underinvestment وشركات مفرطة في الاستثمار Overinvestment.
- أثر الجانب المعرفي بطبيعة العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات الصناعية العراقية باعتبارها ميداناً جديداً للتطبيق.

4. فرضيات الدراسة

5. عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة بمجموعة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي انطبقت عليها الشروط التالية:

أ. أن لا يكون قد تم وقف التداول على أسهم تلك الشركات خلال مدة الدراسة.

ب. أن تكون القوائم المالية منشورة وبشكل رسمي وعدم وجود أي نقص في البيانات الخاصة باحتساب المتغيرات المكونة لنماذج الدراسة، وبهذا بلغت عدد الشركات الصناعية العراقية التي استوفت تلك الشرط هي (9) شركات والجدول (1) توضح تلك الشركات.

من أجل تحقيق أهداف الدراسة وبما يتوافق مع أهميتها ومشكلتها فإن الأمر يتوجب اختبار الفرضيات التالية:

أ. تتباين الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة من حيث قربها من مستوى الكفاءة في الاستثمار.

ب. تعاني غالبية الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة من مشكلة النقص في الاستثمار.

ت. هنالك تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لنوعية العوائد الكلية على كفاءة الاستثمار للشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة.

الجدول (1) الشركات الصناعية العراقية عينة الدراسة

اسم الشركة		
الوطنيّة للصناعات المعدنية والدرجات	العراقية لتصنيع وتسويق التمور	الخباطة الحديثة
بغداد لصناعة مواد التغليف	العراقية للسجاد والمفروشات	الوطنيّة للصناعات الكيماوية والبلاستيكية
بغداد للمشروبات الغازية	المنصور للصناعات الدوائية	الصناعات الكيماوية العصرية

المصدر: من اعداد الباحث

6. مدة الدراسة

زيادة عدد المشاهدات الناتجة من تجميع عدد الفترات الزمنية لكل فرد (Kupolus et al, 2015:42) وان استخدامه يسمح لنا بالتعرف على العلاقات الديناميكية وهذا غير ممكن باستخدام مقطع عرضي واحد (Wooldridge, 2010:169) كما انه يوفر المزيد من التباين ويقلل من العلاقات الخطية المتداخلة بين المتغيرات (Baltagi, 2008:5).

امتد مدة الدراسة لتغطي خمس سنوات للفترة من (2015) ولغاية (2019) والسبب في اختيار هذه المدة هو حداثة بياناتها وتوفرها، وقد تم استبعاد سنة (2020) من الدراسة بسبب توقف الحياة الاقتصادية نتيجة المشاكل التي واجهتها الاقتصاديات العالمية لاسيما العراقية منها والناتجة عن انتشار وباء (Coved 19) إذ إن الأخذ بتلك السنة قد تؤدي إلى حالة من عدم الاستقرار في المتغيرات الداخلة في نماذج الدراسة مما قد يؤثر على نتائجها، فضلاً عن عدم توفر القوائم المالية لبعض الشركات بسبب تأخر نشرها من قبل هيئة سوق الأوراق المالية.

7. أسلوب الدراسة

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

وتضمن التحليل محاولة التوصل الى افضل أنموذج مقدر يتمثل بالمتغيرات ذات الأهمية في التأثير على المتغير المعتمد من خلال استخدام أسلوب الانحدار المتدرج (Stepwise) وتم تطبيق ذلك باستخدام برنامج Eviews-10.

8. الأنموذج الخاص ببيان تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار

من أجل التعرف على مدى تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار يتطلب الأمر إيجاد كل من معلمات نوعية

تم استخدام أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) في تقدير كل من نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات، فضلاً عن بيان تأثير الأولى على الثانية بعده من الأساليب الحديثة نسبياً والمستخدم في التحليل القياسي، وقد اكتسب هذا الأسلوب في الآونة الأخيرة اهتماماً كبيراً في الدراسات المالية على وجه التحديد، لأنها تأخذ في الاعتبار اثر تغير الزمن واثرتغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء، اي انها تجمع بين خصائص السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية في نفس الوقت، لكونها تمزج بين بيانات المقطع العرضي والسلاسل الزمنية حيث يتم قياس نفس المقطع العرضي للوحدة في اوقات مختلفة، فاذا كان لدينا فترة زمنية $(t=1,2,3,\dots,T)$ وعدد من الافراد $(i=1,2,3,\dots,N)$ فعند استخدام البيانات الطولية يكون لدينا اجمالي مشاهدات $N*T$ ، فاذا كانت الفترة الزمنية نفسها لكل الافراد تسمى البيانات الطولية الموزونة، اما اذا كان عدد الوحدات الزمنية مختلف لكل فرد فتسمى بالبيانات الطولية غير الموزونة (Zulfikar & Stp, 2019:1) ومن مميزات أسلوب البيانات الطولية هو زيادة الدقة في التقدير نتيجة

يعد Lev أول من نشر شعبية نوعية العوائد بين الباحثين والأكاديميين بعدها صفة وصفية للعوائد عندما ذكر إن أحد التفسيرات المحتملة لانخفاض R^2 المعدل في نماذج العوائد هو عدم بذل أي محاولة جادة للتشكيك في التقارير المالية التي تفصح عن عوائد الشركات قبل ربطها بالعوائد السوقية (Dechow & Schrand, 2010:2)، وعلى الرغم من الاهتمام المتزايد بنوعية العوائد والحجم الكبير للأدبيات المتعلقة بها إلا أن مفهومها غير محدد بشكل جيد فالمصطلح غامض ويصعب تعريفه، إذ تعرض الأدبيات الخاصة بها جوانب مختلفة لهذا المفهوم ومن الصعب العثور على مفهوم شامل لها، وتشير الأبحاث المتعلقة بهذا المجال إلى إن هذا المفهوم متعدد الأبعاد مما لم يجعل الباحثين يتفقون على مفهوم واضح لنوعية العوائد (Mayanja, 2014:29)، ينظر البعض إلى نوعية العوائد لتشمل الأداء الاقتصادي الأساسي للشركة والبيانات التي تشير إلى ذلك الأداء، وينظر البعض الآخر إلى نوعية العوائد على أنها تشير فقط إلى المعلومات الخاصة بالعوائد (Menicucci, 2020:4)، وينظر باحثون آخرون إلى أن الاستقرار في عوائد الشركة يعد بمثابة عوائد ذات نوعية عالية وقيل أيضاً أن نوعية العوائد تمثل المصادقية التي تعكسها العوائد المفصح عنها ففي كشف الدخل (Al-Shar & Dongfang, 2017:23)، كما تعرف نوعية العوائد بأنها المدى الذي تمثل فيه العوائد المبلغ عنها بإخلاص دخل (Hicks) إذ يعني التمثيل الأمين أو الاتفاق بين المقياس أو الوصف والظاهرة التي يهدف إلى تمثيلها (Li, 2011:14) (Ismail, 2011:21)، ويقدر هذا المنظور نوعية العوائد بناءً على ارتباطها بالعوائد الحقيقية التي لا تبنى على قواعد الاعتراف المحاسبي، إذ تعد العوائد الحقيقية معياراً محايداً وخالياً من العيوب لكن من الصعب تقييمها لكون إن دخل (Hicks) لا يمكن ملاحظته، لذلك فإن هذا المنظور لا يمكن قياسه (Ismail, 2011:21)

(Kamarudin & Wan Ismail, 2014:22) وبعبارة أخرى أن قواعد الاعتراف المحاسبي تحول دون تسجيل العديد من الموجودات والمطلوبات بقيمتها الاقتصادية لصعوبة تسجيلها بشكل موثوق به بسبب تأثير عناصر التقدير والحكم التي تتخذها الإدارة فضلاً عن تأثير المدققين (Li, 2011:14) (Ibrahim, 2011:19)

كما عرفت نوعية العوائد بأنها قدرة العوائد الحالية على تقديم صورته حقيقية عن الشركة وقدرتها على البقاء في المستقبل (Awwad et al., 2019:386)، ويمكن أن تكون نوعية العوائد عالية عندما يكون العائد على حقوق الملكية مقياساً جيداً لمعدل العائد الداخلي لمحفظه المشاريع الحالية للشركة (Dechow & Schrand, 2004:5).

2. تقييم نوعية العوائد وفق نموذج نوعية المستحقات

تمثل نوعية المستحقات مقياساً لنوعية العوائد بناءً على الرأي القائل إن العوائد التي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالتدفقات النقدية ذات نوعية عالية (Francis et al., 2006:295) (Mayanja, 2014:30)، إذ يتطلب تقييم نوعية العوائد في بعض الأحيان فصل العوائد إلى المكون النقدي ومكون

العوائد وكفاءة الاستثمار ومن ثم اختبار تأثيرها الأولى على الثانية، ولأنه كفاءة الاستثمار توضح مدى انحراف الشركات عن مستوى الكفاءة في استثماراتها عبر النقص في الاستثمار التي يكون فيها بواقي النموذج سالبة والافراط في الاستثمار التي تكون بواقي النموذج فيها موجبة واسترشاداً بالدراسات السابقة يتم استخدام القيم المطلقة لكل من كفاءة الاستثمار ونوعية العوائد بحيث تشير القيم الأعلى إلى انخفاض كفاءة الاستثمار ونوع العوائد (Radetal., 2016:142)، على إن يتم اختبار EQ للعام السابق على IE للعام الحالي (Cherkasova & Rasadi, 2017:454)، ومن ثم اختبار تلك العلاقة من خلال النموذج التالي:

$$IE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EQ_{i,t-1} + \sum_n \beta_n Control\ Varn_{i,t-1} + e_{i,t}$$

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

EQ_{i,t-1}: نوعية العوائد

Control Varn_{i,t-1}: المتغيرات الضابطة والتي تمثل كل من:

Size: اللوغاريتم الطبيعي لأجمالي الموجودات

Age: عمر الشركة

Slack: نسبة النقد إلى أجمالي الموجودات

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

ثانياً: الجانب النظري للدراسة

1. مفهوم نوعية العوائد

تعد نوعية العوائد من القضايا الأساسية والمهمة التي حظيت بالاهتمام الكبير بعد أن شككت هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (Securities Exchange Commission) SEC بتركيز المدراء على الفرص الانتهازية⁽²⁾ وأن المدققين متعاونون معهم في خداع الجمهور بسبب الحوافز المتوفرة للمديرين والخاصة بتلبية توقعات أسواق راس المال، وفي وقت لاحق وبالتحديد في أوائل عام (2000) اندلعت فضائح مالية كبيرة في الولايات المتحدة وأوروبا والمتمثلة بقيام العديد من الشركات بممارسة إدارة العوائد كشركة (World & Enron & Parmalat) (Menicucci, 2020:4)، وفي هذا الخصوص ذكر (Arthur Levitt) رئيس هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية في مقالة له تحت عنوان لعبة الأرقام (The numbers games) إن إحدى الشركات فشلت في تلبية توقعات عوائدها بسنت واحد إلا أنها فقدت (6%) من قيمة أسهمها في يوم واحد (Korkmaz et al., 2018:4) فمن أجل استعادة ثقة المستثمرين تم التركيز وبشكل كبير على نوعية العوائد (Menicucci, 2020:4).

(يقصد بها ممارسة إدارة العوائد من خلال زيادة العوائد المبلغ عنها² لزيادة مبلغ التعويضات أو المكافآت التي سيتم تلقيها (Farichah, 2017:72).

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

يلتقط هذا النموذج كلاً من خطأ تقدير المستحقات المقصودة وغير المقصودة الناتجة عن عمل الإدارة، وهو المقياس العكسي لنوعية العوائد بمعنى آخر يقيس خطأ التقدير بشكل غير مباشر دور المستحقات في تحقيق النقد، إذ تشير المطابقة الضعيفة إلى النوعية المنخفضة للعوائد، ومن الانتقادات الموجهة لهذا النموذج هو عدم تمييزه بين أخطاء التقدير غير المقصودة عن إدارة العوائد المقصودة (Ismail, 2011:48) فضلاً عن اقتصره على المستحقات الحالية ولا يمكن استخدامه لتحديد نوعية المستحقات طويلة الأجل (McNichlos, 2017:61)، لقد قام (Al maharmeh, 2017:61) بأجراء تعديلات على نموذج (Dechow & Dichev, 2002) من خلال إضافة التغيرات في الإيرادات والمنشأة والممتلكات والمعدات كمتغيرات مستقلة إلى النموذج لمساهمتها في تكوين التوقعات الخاصة بالمستحقات الحالية بحيث يصبح النموذج وفق الصيغة التالية: (Shadi, 2007:8)

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

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

3. مفهوم كفاءة الاستثمار في الشركات

تعد كفاءة الاستثمار مصدر قلق كبير في الإدارة المالية (Xin, 2017:14)، وتتمثل بالدرجة التي تستثمر بها الشركات في مشاريع ذات (NPV) موجبة في ظل سيناريو عدم وجود احتكاكات في السوق كالاختيار السلبي وتكاليف الوكالة (Biddle et al., 2009, 113)، كما يمكن تمثيلها بدقة الاحتياجات الاستثمارية التي يتم تحديدها بناءً على الفرص المتاحة وهي دالة لنمو الإيرادات والتدفق النقدي والثروة الإضافية (Nurcholisah, 2016:844)، بينما ينسبها آخرون بعدد دالة للعائد والمخاطر والتكلفة الإجمالية للاستثمار وإنها تخضع للقيود المالية وغير المالية، لذا يمكن عددها مزيجاً من الكفاءة المالية وغير المالية (Hodgson et al., 2000:451)، كما يمكن للشركات الوصول إلى مستوى الكفاءة الاستثمارية من خلال تحديد المشاريع الاستثمارية

المستحقات فكلما ارتفعت نسبة المكون النقدي من العوائد زادت نوعية المستحقات وبالتالي نوعية العوائد، أن تركيز تحليل نوعية المستحقات ينصب على التمييز بين الأرقام الصلبة (الحقيقية) الناتجة عن التدفقات النقدية والأرقام الضعيفة الناتجة عن المستحقات التي تخضع للتقدير (Mayanja, 2014:30)، وبناءً على ما سبق واستناداً إلى مقدار المستحقات يمكن تعريف نوعية العوائد على أنها درجة اقتراب عوائد الشركة من تدفقها النقدي، ونتيجة لذلك فإن انخفاض المستحقات يشير إلى ارتفاع نوعية العوائد، ويمكن أن تختلف تلك النوعية بين الشركات كدالة في مستحقاتها حتى في ظل التلاعب والأحكام، إذ تحتاج بعض الشركات إلى توقعات وتقديرات أكثر من غيرها كالشركات النامية التي لديها مستحقات عالية مما يثير تساؤلاً حول الموثوقية لأن المستحقات من المحتمل أن تحتوي على أخطاء التقدير لذا يمكن أن تشير المستحقات الكبيرة إلى تقلب كبير في عمليات الشركة، وانخفاض نوعية العوائد حتى عندما لا تتصرف الشركة بشكل انتهازي (Menicucci, 2020:41)، يوضح مفهوم نوعية المستحقات الدرجة التي تكون فيها المستحقات عرضة للخطأ فيما يتعلق بالقياس والتقدير، إذ تظهر البواقي من النماذج القائمة على المستحقات مكونات المستحقات الناتجة عن تقدير الإدارة أو أخطاء التقدير التي تقلل من كفاية البيانات المالية التي توفرها القوائم المالية (Fischinger, 2017:17).

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

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

إذ إن:

$TCA_{i,t}$ = المستحقات الحالية للشركة t في السنة t .
 $A_{i,t}$ = متوسط إجمالي الموجودات في بداية ونهاية السنة t للشركة

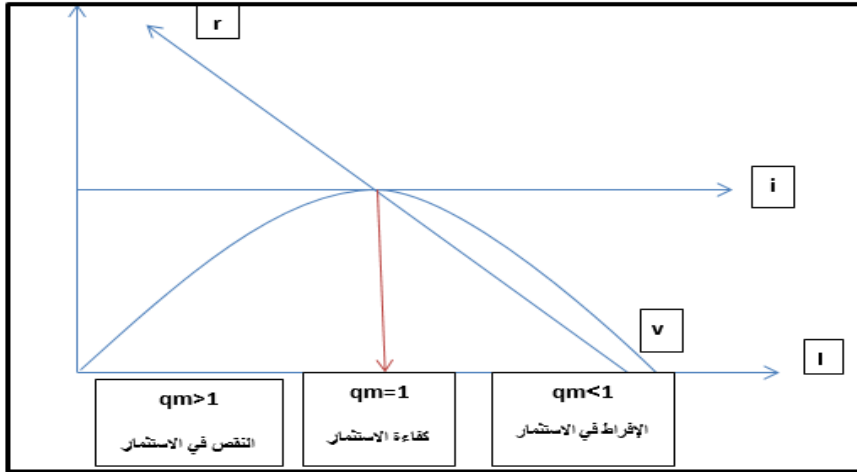
المستوى فان قيمة الشركة تأخذ بالانخفاض لكونها ابتدأت بالاستثمار في مشاريع (NPV) السالبة (Morgado&Pindado, 2002:3)، ووفقاً لما سبق يمكن القول إن وصول الشركة إلى مستوى الكفاءة في الاستثمار يمكنها من تعظيم قيمتها لكون إن العلاقة بين الاستثمار وقيمة الشركة تأخذ شكل حرف U المقلوب مما يعني إن زيادة مستوى الاستثمار يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة إلى أن تصل إلى مستوى الكفاءة التي تكون عندها قيمة الشركة أعلى ما يمكن وبعد ذلك المستوى فان زيادة الاستثمار يؤدي إلى الأضرار بقيمة الشركة وهذا ما سيتم تضمينه في الشكل (1).

بأبواب الحجج التي جاء بها (James, Tobin) والمتضمنة عاماً خال من العيوب والضرائب في أسواق رأس المال فان استثمار الشركات الذي يزيد من صافي ثروتها سيعتمد على $Tobin's Q$ والتي تفترض إن استراتيجية الاستثمار السليمة في الشركات ستجعل المستثمرين يقيمون الشركة بقيمة أعلى من تكلفة الموجودات المطلوبة للقيام بالإنتاج، وبالتالي إذ كانت نسبة القيمة السوقية للموجودات إلى تكلفة استبدال هذه الموجودات أكبر من (1) فسيتم تشجيع الشركة على الاستثمار (Bhaumik, al., 2011:6) وعلى العكس من ذلك يجب على

الشركات التي تقل فيها النسبة السابقة عن (1) أن تقلص الاستثمار، ووفقاً لذلك تلخص نظرية $Tobin's Q$ آثار جميع العوامل ذات الصلة بقرارات الاستثمار في الشركة، مما يتوجب أن يكون استثمار الشركات دالة متزايدة بنسبة Q ، وبعبارة أخرى تشير النظرية إلى إن جميع المعلومات ذات الصلة بالربحية المستقبلية المتوقعة تؤثر على قرارات الاستثمار في الشركات من خلال تأثيرها على نسبة Q ، ويتم الوصول إلى مستوى الكفاءة في الاستثمار عندما تكون القيمة السوقية للوحدة المتزايدة لرأس المال مساوية لتكلفة استبدالها أي عندما تكون نسبة Q مساوية للواحد (Meng, 2012:19) ويرى (Rasadi, 2017) إن نسبة Q هي المحدد الأساسي لاستثمار الشركات لأنها تضمن التوزيع الأمثل لرأس المال (Cherkasova & Rasadi., 2017: 446)، فضلاً على أنها توضح مقدار الزيادة في القيمة السوقية للشركة المصاحبة لاستثمارها بمقدار وحدة واحدة، وبهذا فان الشركات تستثمر حتى تتساوى التكلفة الحدية للاستثمار مع المنفعة الحدية بعد تعديل تكلفة رأس المال الجديد، لقد اختفى بالفعل وجود سوق رأس مال كفاء يتم من خلاله تمويل المشاريع الاستثمارية الكفوءة بأسعار الفائدة السائدة في الاقتصاد وإعادة الفوائض النقدي إلى المستثمرين (Elberry, 2018:23) والشكل (1) يوضح العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة.

ذات (NPV) الموجبة وتمويلها وتنفيذها، أما عدم الكفاءة فتتمثل بزيادة عرض فرص الاستثمار ذات (NPV) الموجبة (نقص الاستثمار) أو اختيار المشاريع الاستثمارية ذات (NPV) السالبة (الإفراط في الاستثمار) (Hosni&Meysamy, 2018:2) وبالتالي فان الانحراف عن مستوى الكفاءة يؤدي إلى نقص الاستثمار أو الإفراط به وكلاهما يصنف على أنه عدم كفاءة الاستثمار (Elberry, 2018:23)، ومن الجدير بالذكر إن أول من فصل الانحراف عن كفاءة الاستثمار إلى الإفراط بالاستثمار والنقص به هو كل من (Biddle et al., 2009) تتمثل الأولى بعدم استغلال فرص الاستثمار ذات (NPV) الموجبة، وتتمثل الثانية بالاستثمار بالمشاريع الاستثمارية ذات (NPV) السالبة (Biddle et al., 2009:3) والتي تعرف بأنها نفقات استثمارية تتجاوز تلك المطلوبة للمحافظة على الموجودات في مكانها وتمويل الاستثمارات الجديدة المتوقع أن تحقق (NPV) موجبة (Agarwal, 2016: 50)، كما يمكن تمثيلها بإساءة استخدام الإدارة لسلطتها في اتخاذ القرار من خلال تبني مشاريع استثمارية غير مربحة أو تنطوي على مخاطر مفرطة يمكن أن تضر بمصالح المساهمين وأصحاب الديون (Rocca et al., 2007:80).

ينبع مفهوم كفاءة الاستثمار من الحدس الذي جاء به (Keynes, 1936) و (Grunfeld, 1960) والمبني على إن زيادة مستوى الاستثمار مرتبط بالقيمة السوقية للشركة، فإذا زاد الاستثمار من تلك القيمة يتوجب على الشركة القيام به وبالعكس (Gustafsson & Sundqvist, 2010:4) وهذا ما يتماشى مع هدف الشركة المتمثل بتعظيم القيمة الحالية المخصومة لصافي التدفقات النقدية المعرضة للقيود التكنولوجية التي تلخصها دالة الإنتاج (Elberry, 2018:23)، ووفقاً لـ (New Classic Theory) تحقق الشركات الكفاءة في استثماراتها عندما تصل إلى النقطة التي يكون فيها المعدل الحدي للعائد المتوقع على الاستثمار مساوياً للتكلفة الحدية لرأس المال، ومع ذلك تحترف الشركات عن تلك النقطة عندما تستثمر بمعدلات عائد أكبر من تكلفة رأس المال وهو ما نطلق عليه نقص الاستثمار، حيث ما يزال هناك المزيد من المشاريع التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة لم يتم استغلالها، وفي الجانب الآخر قد تستثمر الشركات بمعدل عائد اقل من تكلفة رأس المال لكونها استنفذت فرصها الاستثمارية المربحة واستثمرت في المشاريع التي تحقق (NPV) سالبة وهو ما نطلق عليه الإفراط في الاستثمار (Gustafsson&Sundqvist)، وبالتالي فان النقص في الاستثمار والإفراط به لن يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة، مما يدفعنا إلى الافتراض إن العلاقة بين الاستثمار وقيمة الشركة ليست رتيبة بل إن قيمة الشركة ستأخذ بالزيادة إلى أن تصل إلى مستوى الكفاءة الاستثمارية لكون إن الشركة قد استنفذت كافة مشاريعها التي تحقق (NPV) موجبة، وبعد هذا



الشكل (1) العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة
المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على (Gustafsson & Sundqvist, 2010:17)

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TQ_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t-1} + \beta_3 Grow_{i,t-1} + \beta_4 Invest_{i,t-1} + e_{i,t}$$

إذ إن:

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

$TQ_{i,t-1}$: القيمة السوقية للأسهم + القيمة الدفترية للدين / القيمة الدفترية لأجمالي الموجودات.

$CFO_{i,t-1}$: التدفق النقدي التشغيلي من العمليات إلى أجمالي الموجودات في بداية السنة.

$Grow_{i,t-1}$: أجمالي الموجودات في نهاية السنة – أجمالي الموجودات بداية السنة / أجمالي الموجودات بداية السنة.

$e_{i,t}$: بواقي الأنموذج.

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

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

4. تقييم كفاءة الاستثمار في الشركات

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

5. التاثير النظري للعلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار

يمكن لنوعية العوائد أن تعزز كفاءة الاستثمار من خلال التقليل من عدم تماثل المعلومات الذي يؤدي إلى المخاطر الأخلاقية ومشكلة الاختيار العكسي (مشكلة الليمون)، فمن المعروف إن المساهمين يستخدمون المعلومات التي تفصح عنها الشركات وتمثل العوائد الجزء الأكثر أهمية من تلك المعلومات، فنوعيتها العالية تزيد من قدرة المساهمين على مراقبة قرارات الاستثمار التي تتخذها الإدارة (Biddle et al., 2009:119)، واكتشاف السلوك الانتهازي كالإفراط في الاستثمار والنقص به وتقيد حقوق التحكم الإداري وقد يكون المديرين على دراية بالرصد والقيود التي يواجهونها مما يدفعهم إلى تبني الانضباط الذاتي والمحافظة عالية مما يعزز الاستثمار الكفاء (Rad et al., 2016:132) كما إن توفير عوائد أكثر صدقاً لصانعي القرارات الداخلية يجعلهم يقللون من الإفراط في الاستثمار والنقص به باتخاذ قرارات استثمارية كفوءة من خلال تحديد أفضل للمشاريع الاسـتثمارية (Gomariz&Ballesta, 2013:2)، لان الصدق وعدم تحيز المعلومات المالية ذات النوعية العالية تجعل عملية التنبؤ والتخطيط والتقييم التي تقوم بها الإدارة تعكس الواقع الحقيقي للشركة بشكل أفضل (Cherkasova&Rasadi, 2017:446).

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

كما يمكن لنوعية العوائد العالية في الشركات المقيدة مالياً جذب رؤوس الأموال من خلال جعل المشاريع الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة أكثر وضوحاً للمستثمرين مما يقلل من الاختيار العكسي في إصدار الأوراق المالية (Biddle et al., 2009:112) (Al-Maharmeh, 2017:71)، كما يمكن لها زيادة كفاءة تخصيص الموارد، لأنها تمكن المديرين والمستثمرين من تحديد فرص توليد القيمة بأقل خطأ ممكن (Jalil, 2014:65) ووفقاً لـ (Chang&Hilary, 2009) فإن التقليل من الاختيار العكسي الذي يواجهه موردو رأس المال يزيد من قدرة الشركات على زيادة رأس المال مما يقلل من احتمالية قيام المديرين بالتخلي عن الاستثمارات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة (التقليل من النقص في الاستثمار) (Rad et al., 2016:133) فالشركات ذات نوعية العوائد العالية ستكون أقل اعتماداً على الضمانات عندما تسعى إلى الحصول على التمويل الخارجي، لان نوعية العوائد تعمل كبديل لتلك الضمانات في التخفيف من عدم تماثل المعلومات (Jalil, 2014:65) هذا من جانب، ومن جانب آخر فإن التقليل من مشاكل الاختيار العكسي يقلل

من فرص المديرين للانخراط في أنشطة تدمر القيمة واتخاذ قرارات تعظيم الذات كبناء الإمبراطورية برأس المال الوفير (التقليل من الاستثمار المفرط) (Rad et al., 2016:133)، وبهذا بات المديرين أقل عرضة لاتخاذ قرارات استثمارية متحيزة والانخراط في نزاعات الوكالة كتحويل المخاطر وبناء الإمبراطورية وتجنب المخاطر (Cherkasova&Rasadi, 2017:446).

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

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

(ويقصد به تخلي المساهمين عن دورهم الرقابي على عمل الشركات³) بسبب اعتماد احدهما على الآخر للقيام بذلك الدور بسبب التكاليف التي يترتب عليه من حيث الوقت والجهد مما يدفع ببعض المساهمين إلى التخلي عنه لاعتمادهم بقيام المساهمين الاخرين بهذا الدور مما يؤدي إلى تعطيل العمل الرقابي على اداء الشركات.

عدم تماثل المعلومات، كما لا يمكن إنكار دور العلاقات المصرفية في تعزيز كفاءة الاستثمار في الشركات، مما يعني أن العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار تكون أقوى في الشركات التي تعمل في النظام المالي القائم على السوق مقارنة بتلك العلاقة في الشركات التي تعمل في النظام المالي القائم على المصارف.

ثالثاً. الجانب التطبيقي للدراسة

1. تقدير نوعية العوائد وتقييمها وفق أنموذج نوعية المستحقات للشركات عينة الدراسة

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

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

يعتبر اختبار (Augmented Dickey-Fuller) من أكثر الاختبارات شيوعاً في التعرف على مدى استقرارية المتغيرات الداخلة في نماذج الانحدار، وقد تم اختبار استقرارية المتغيرات المستقلة وهي كل من $(CFO_{i,t}, CFO_{i,t+1}, CFO_{i,t-1}, PPE_{i,t}, \Delta Rev_{i,t})$ فضلاً عن المتغير المعتمد $(TCA_{i,t})$ والجدول (2) يوضح نتائج ذلك الاختبار.

نوعيه العوائد وكفاءة الاستثمار في الشركات، أما (Hashemi et al., 2012) فقد وجدوا أن الأعمال المصرفية لا تؤثر على العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار، أما (Soleimani et al) فقد وجدوا أن نوعية العوائد ترتبط بعلاقة سلبية مع الإفراط في الاستثمار والنقص به حتى بالنسبة للشركات التي تمول من المصارف، أما (Collaborators&Feng) فقد وجدوا أن العلاقة الايجابية بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار عند استخدام التسهيلات المصرفية (Hosni& Meysamy, 2018:4-5).

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

الجدول (2) نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات أنموذج نوعية المستحقات في الشركات عينة الدراسة

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

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews

والمعدات $(PPE_{i,t})$ ، مما يدل على استقرار متغيرات أنموذج نوعية المستحقات الخاص بالشركات عينة الدراسة.

ب. نتائج تقدير نوعية العوائد للشركات عينة الدراسة

بعد أن اتضح استقرارية المتغيرات الداخلة في أنموذج نوعية المستحقات في الشركات عينة الدراسة، تم تطبيق أنموذج نوعية المستحقات للحصول على أفضل أنموذج مقدر، وأظهرت نتائج التطبيق استبعاد المتغير المستقل التغير في الإيرادات $(\Delta Rev_{i,t})$ لعدم معنويته، وأن ذلك قد يكون ناتج على أن تغير الإيرادات أدى الى تغير

يتضح من خلال الجدول (2) ان كل من متغيرات التدفقات النقدية التشغيلية بأجلها المختلفة $(CFO_{i,t-1}, CFO_{i,t}, CFO_{i,t+1})$ فضلاً عن المستحقات الحالية للشركات $(TCA_{i,t})$ كانت مستقرة عنده المستوى لان قيمة (p-value) لتلك المتغيرات كانت اكبر من مستوى المعنوية البالغ (0.05)، وبعد اخذ الفرق الأول استقرت بقية المتغيرات الأخرى وهي كل من التغير في الإيرادات $(\Delta Rev_{i,t})$ والزيادة في الممتلكات والمصانع

الذمم المدينة والدائنة بنفس المستوى دون ان يؤدي ذلك الى
تغير المستحقات الحالية للشركات ($TCA_{i,t}$) ، والجدول (3)

الجدول (3) نتائج تطبيق نموذج نوعية المستحقات في الشركات عينة الدراسة

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

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews.

(0.05) مما يعني ان تلك المتغير ذات أهمية في التأثير على المتغير المعتمد ($TCA_{i,t}$)، كما بلغت قيمة (R-squared) (0.322721) مما يعني ان المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته أكثر من (32%) من التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد ($TCA_{i,t}$) وان النسبة المتممة تعود الى متغيرات اخرى لم تدخل في النموذج، كما بلغت الـ (Prob.F) ما قيمته (0.001050) وهي اقل من نسبة المعنوية البالغة (0.05) مما تشير الى المعنوية الكلية للنموذج، ومن خلال مقارنة إحصائية (Durbin-Watson) المحسوبة البالغة (1.87844) مع قيمة (Durbin-Watson) الجدولية لـ (N=45) و (K=5) عنده مستوى معنوية (0.05) يتضح عدم وجود ارتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار لان $1.287 < 1.6982 < 4 - du$ أي أن $1.287 < du \leq 4 - du$.

ج. تقييم وتحليل نوعية العوائد وفق نموذج نوعية المستحقات

بعد أن تم تقدير قيم المعلمات (Coefficient) للمتغيرات المستقلة الداخلة في نموذج نوعية المستحقات تم احتساب قيمة المستحقات الحالية المقدره ($TCA_{i,t}$) وبعد طرحها من قيمتها الفعلية تم الوصول الى بواقي النموذج، فاقتراب تلك البواقي من الصفر تدل على نوعية العوائد العالية وبالعكس، والجدول (4) يبين بواقي نموذج نوعية المستحقات للشركات عينة الدراسة عينة الدراسة.

تشير النتائج في الجدول (3) إلى إن الزيادة في كل من ($CFO_{i,t-1}$) و ($CFO_{i,t+1}$) تؤدي الى زياد في المتغير المعتمد ($TCA_{i,t}$) وهو ما تبينه قيمة المعلمة (Coefficient) لكلا المتغيرين وبالغلة (0.119819) و (0.022331) على التوالي مما يعني ان المتغيرات سابقة الذكر ذات تأثير ايجابي على المتغير المعتمد، إي إن الزيادة في كل من ($CFO_{i,t-1}$) و ($CFO_{i,t+1}$) بمقدار دينار واحد تؤدي الى زيادة ($TCA_{i,t}$) بمقدار (0.119819) و (0.022331) دينار على التوالي مما ينعكس سلباً على نوعية العوائد، كما يتضح ان كل من ($CFO_{i,t}$) و ($PPE_{i,t}$) ذات تأثير سلبي على المتغير المعتمد ($TCA_{i,t}$)، اي ان زيادة المتغيرات المستقلة سابقة الذكر بمقدار دينار واحد تؤدي الى انخفاض المتغير المعتمد ($TCA_{i,t}$) بمقدار (0.174834) و (0.458214) دينار على التوالي، مما ينعكس ايجاباً على نوعية العوائد وهذا ما توضحه قيمة المعلمة (Coefficient) للمتغيرات سابقة الذكر، وقد جاءت تلك المتغيرات بشكل متوافق مع قيمها النظرية، اذ نجد ان بعض الشركات تمتلك صافي راس مال تشغيلي سالب لهذا يمكن ان تؤدي الاستثمارات الإضافية في المنشآت والممتلكات والمعدات الى مستحقات سالبة، لان المطلوبات التشغيلية تنمو بمعدل اكبر من الموجودات التشغيلية، كما يتضح معنوية معاملات الانحدار المقدره لكافة المتغيرات الداخلة في النموذج وهذا ما توضحه قيمة الـ (prob.t) لتلك المتغيرات وهي اصغر من نسبة المعنوية البالغة

الجدول (4) بواقي نموذج نوعية المستحقات في الشركات عينة الدراسة

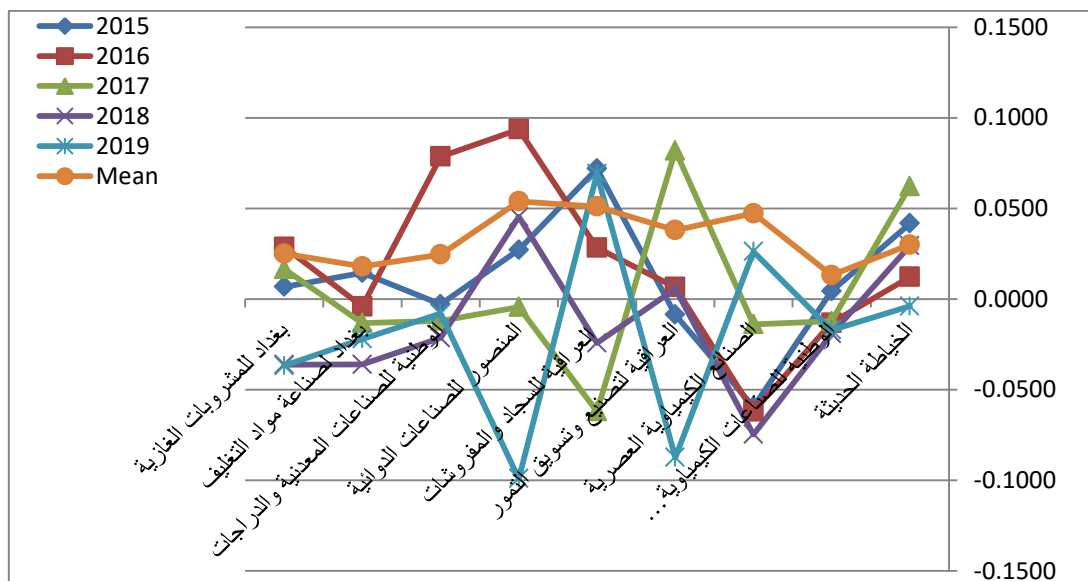
Mean	2019	2018	2017	2016	2015	السنة	اسم الشركة
0.0262	-0.0040	0.0295	0.0623	0.0123	0.0418		الخطاطة الحديثة

0.0123	-0.0171	-0.0192	-0.0122	-0.0131	0.0044	الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية
0.0316	0.0262	-0.0747	-0.0139	-0.0621	-0.0595	الصناعات الكيماوية العصرية
0.0168	-0.0874	0.0057	0.0819	0.0065	-0.0086	العراقية لتصنيع وتسويق التمور
0.0262	0.0691	-0.0242	-0.0619	0.0283	0.0720	العراقية للسجاد والمفروشات
0.0314	-0.0990	0.0453	-0.0044	0.0937	0.0272	المنصور للصناعات الدوائية
0.0059	-0.0080	-0.0214	-0.0119	0.0787	-0.0029	الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات
0.0191	-0.0221	-0.0361	-0.0132	-0.0041	0.0144	بغداد لصناعة مواد التغليف
0.0219	-0.0368	-0.0361	0.0165	0.0288	0.0068	بغداد للمشروبات الغازية
0.0219	-0.0368	-0.0361	0.0165	0.0288	0.0068	بغداد للمشروبات الغازية

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews.

بلغت بواقي مستحقاتها في سنة (2019) ما قيمته (-0.0040) مما يدل على إن المستحقات الحالية الفعلية للشركة تقل بمقدار (0.0040) عن مستحقاتها المقدر مما يعكس انخفاض الانحراف في تقديرات العوائد، يتبعها في ذلك شركة بغداد لصناعة مواد التغليف إذ بلغ انحراف مستحقاتها الحالية عن مستحقاتها المقدر في سنة (2016) ما قيمته (-0.0041) مما يدل على ارتفاع نوعية عوائدها مقارنة بالشركات الصناعية العراقية الأخرى عينة الدراسة، وبناء على متوسط البواقي لسنوات الدراسة يمكن القول ان الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات قد حققت أعلى نوعية عوائد مقارنة بالشركات عينة الدراسة، لان قيمة بواقي مستحقاتها اقربت كثيراً من الصفر مما يؤشر ارتفاع نوعية عوائدها، وعلى العكس من ذلك فقد أشرت بواقي مستحقات شركة الصناعات الكيماوية العصرية تحقيقها لنوعية عوائد منخفضة مقارنة بالشركات عينة الدراسة (الشكل 2) يوضح ذلك.

يتضح من خلال الجدول (4) انخفاض نوعية العوائد التي حققتها شركة المنصور للصناعات الدوائية في سنة (2019) مقارنة ببقية الشركات عينة الدراسة عينة الدراسة ولكافة سنوات الدراسة، إذ بلغت بواقي مستحقات الشركة ما قيمته (-0.0990) مما يعني إن المستحقات الحالية الفعلية لتلك الشركة تقل بمقدار (0.0990) عن المستحقات الحالية المقدر بدلالة التدفقات النقدية بأجلها المختلفة والزيادة في المنشآت والممتلكات والمعدات، مما يدل على الانحراف الكبير في تقديرات الإدارة أو أخطاء التقدير والتي تقلل من كفاية البيانات المالية في عكس الأداء الحقيقي للشركة، يتبعها في ذلك الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور من حيث تحقيقها لنوعية عوائد منخفضة، إذ بلغت بواقي مستحقاتها للسنة ذاتها ما قيمته (-0.0874)، مما يدل على فشل الإدارة في إصدار الأحكام والتقديرات في مستحقاتها المالية والتي تنعكس على حجم عوائدها مما يجعل الأخيرة مقياس غير حقيقي لتمثيل أداء الشركة، كما حققت شركة الخياطة الحديثة نوعية عوائد مرتفعة مقارنة بالشركات عينة الدراسة، إذ



الشكل (2) بواقي أنموذج نوعية المستحقات في الشركات عينة الدراسة المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.

2. تقدير كفاءة الاستثمار للشركات عينة الدراسة

أ. اختبار (Augmented Dickey-Fuller) لمتغيرات نموذج كفاءة الاستثمار

ب.

الجدول (5) نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لمتغيرات نموذج كفاءة الاستثمار

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

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews

يتضح من خلال الجدول (5) ان كل من نسبة توبن ($Grow_{i,t-1}$)، مما يدل على ان المديرين في الشركات عينة الدراسة لا يأخذون بنظر الاعتبار فرص النمو المتاحة المعبر عنها بنمو المبيعات ونسبة توبن (TQ) عنده تحديدهم لحجم الاستثمارات المطلوبة، فضلاً عن عدم استغلال مدراء الشركات المذكورة سوء التسعير في السوق لتمويل استثماراتهم، مما يجعل تلك المتغيرات تفقد أهميتها بعدها من المحددات الأساسية لتلك الكفاءة، والجدول (6) يوضح نتائج ذلك التطبيق.

يتضح من خلال الجدول (5) ان كل من نسبة توبن ($TQ_{i,t-1}$) والتدفق النقدي التشغيلي ($CFO_{i,t-1}$) فضلاً عن حجم الاستثمارات السابقة ($Invest_{i,t-1}$) مستقرة عند المستوى مما يعني تكاملهما عنده نفس الدرجة وبعد اخذ الفرق الاول استقرت بقية المتغيرات وهي معدل النمو ($Grow_{i,t-1}$) وحجم الاستثمار ($Invest_{i,t}$).

ت. نتائج تقدير كفاءة الاستثمار للشركات عينة الدراسة تم تطبيق الأنموذج الخاص باختبار كفاءة الاستثمار وأظهرت نتائج عدم معنوية المتغيرات المستقلة ($TQ_{i,t-1}$)

الجدول (6) نتائج تطبيق أنموذج تقدير كفاءة الاستثمار في الشركات عينة الدراسة

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

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews

في الأنموذج ، لان قيمة (Prob.t) لتلك المتغيرات كانت اقل من مستوى المعنوية البالغة (0.05) مما يعني إمكانية تفسير

يتضح من خلال الجدول (6) معنوية معاملات الانحدار المقدر للمتغيرات المستقلة ($CFO_{i,t-1}$, $Invest_{i,t-1}$) الداخلة

التشغيلية السابقة ($CFO_{i,t-1}$) وحجم الاستثمار السابق ($Invest_{i,t-1}$)، تم إيجاد حجم الاستثمار المقدر وطرحه من حجم الاستثمار الفعلي للوصول الى بواقي الأنموذج، فالمطابقة بين الاستثمار الفعلي والمقدر يعني إن الشركة تستثمر عند مستوى الكفاءة، مما يعني ان قيمة البواقي صفر، أما إذا كانت قيمة البواقي ايجابية فتدل على الإفراط في الاستثمار أما البواقي السلبية فتدل على النقص في الاستثمار، وبالنظر لمعنوية كل من المتغيرات المستقلة التدفقات النقدية التشغيلية السابقة ($CFO_{i,t-1}$) وحجم الاستثمار السابق ($Invest_{i,t-1}$) الداخلة في تقدير كفاءة الاستثمار للشركات عينة الدراسة سيتم الاعتماد على نظرية الوكالة وحساسية الاستثمار للتدفق النقدي وحجم الاستثمارات السابقة في تفسير النقص في الاستثمار والإفراط به للشركات عينة الدراسة التي يوضحها الجدول (7).

وتحليل كفاءة الاستثمار في الشركات عينة الدراسة من خلال حساسية الاستثمار للتدفق النقدي ونظرية الوكالة فضلاً عن حجم الاستثمارات السابقة، كما بلغت قيمة (R-squared) ما نسبته (54%) تقريباً مما يعني ان المتغيرات المستقلة الداخلة في الأنموذج تفسر ما نسبته (54%) من التغيرات التي تحدث في المتغير المستقل ($Invest_{i,t}$) والنسبة المتممة تعود لمتغيرات اخرى لم تدخل في الأنموذج، كما أشرت قيمة (Prob.F) والبالغة (0.000000) المعنوية الكلية للأنموذج المقدر، وبلغه اختباره (Durbin-Watson) ما قيمته (2.071345) وهو قريب جداً من العدد (2) مما يعني عدم وجود ارتباط ذاتي بين أخطاء الأنموذج المقدر.

ج.تقييم كفاءة الاستثمار وتحليلها للشركات عينة الدراسة بعد أن تم تقدير قيم المعلمات (Coefficient) للمتغيرات المستقلة المعنوية وهي كل من التدفقات النقدية

الجدول (7) بواقي أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات عينة الدراسة

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

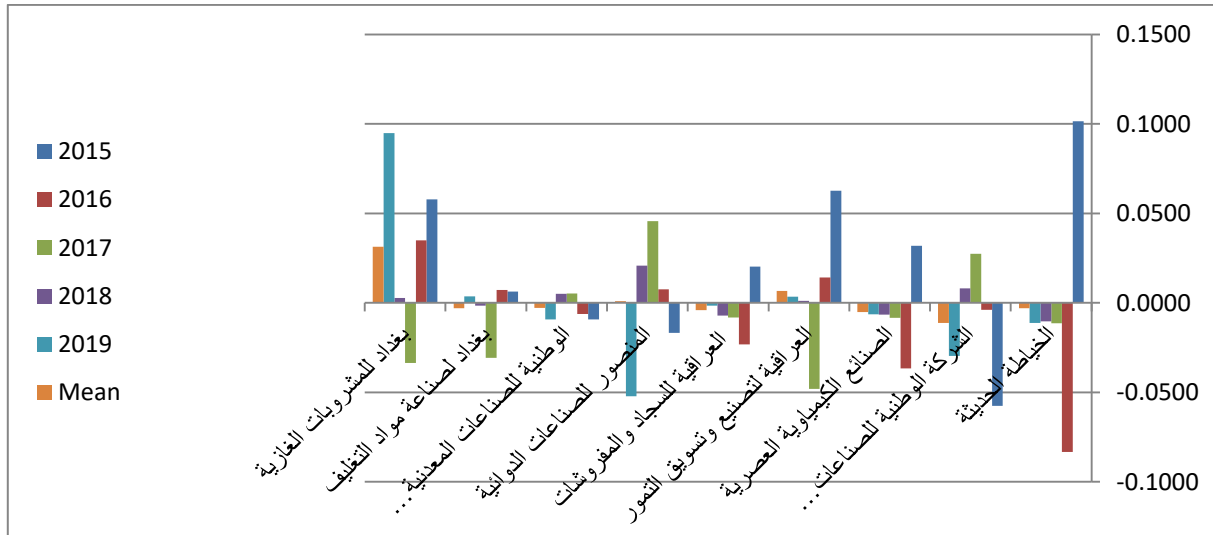
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews.

الشركات تعاني من النقص في الاستثمار، وفي الجانب الأخر نجد إن الشركة ذاتها تعد من أكثر الشركات إفراطاً في الاستثمار في سنة (2015)، إذ بلغ بواقي الفرق بين الاستثمار الفعلي والمقدر ما قيمته (0.1014) وهذا ما يؤكد إن حجم الاستثمار مرتبط بالتدفقات النقدية المتاحة من الاستثمارات السابقة وهو ما نصت عليه نظرية الوكالة، إذ إن ضعف مراقبة المساهمين لإدارات الشركات الناتج عن الركوب المجاني يزيد من أمكانية الإدارة على أنفاق التدفق النقدي على المشاريع الاستثمارية المفيدة من منظورها لكنها مكلفة من منظور المساهمين، لأن مديري الشركات يسعون الى زيادة حجم الشركة، لان تعويضاتهم وامتيازاتهم ترتبط بذلك الحجم، أما المساهمون فأنهم يهدفون الى زيادة قيمة الشركة، وقد يأخذ الإفراط في الاستثمار عدة طرق كبناء الامبراطورية او دعم المشاريع ذات الأداء الضعيف من التدفقات المتولدة من المشاريع ذات الأداء الجيد، لان تصفية المشاريع ذات الأداء الضعيف قد يشير الى فشل الإدارة في إدارة مشاريعها، وبناءً على متوسط بواقي الفرق بين

يتضح من خلال الجدول (7) إن غالبية الشركات عينة الدراسة تعاني من النقص في الاستثمار وينسب متباينة وتتصدر شركة الخيطة الحديثة تلك الشركات من حيث النقص في الاستثمار، إذ بلغه بواقي الفرق بين الاستثمار الفعلي والمقدرة ما قيمته (-0.0833) في سنة (2016) مما يعني إن الاستثمار في الشركة المذكورة لديه حساسية اتجاه التدفق النقدي، فالموازنة الرأسمالية للشركة مرتبطة بحجم الاستثمارات السابقة وما يمكن أن تولده تلك الاستثمارات من تدفقات نقدية، إذ يصعب على تلك الشركات الحصول على مصادر تمويل أخرى لتمويل استثماراتها، فقد يكون لديها حجم كبير من القروض ولا تجد من يقرضها وإذا توفر ذلك قد يكون بشروط قاسية وبأسعار فائدة كبيرة والتي قد تترامن مع تداول أسهمها بأقل من قيمها الحقيقية وفق رؤية مديريها، وبالتالي فان استراتيجيات تلك الشركات في الحصول على تمويل استثماراتها تبنى على تفضيل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي، لأنه أقل كلفة، لهذا نجدها تقوم باحتجاز أرباحها وبالنظر الى محدودية تلك الأرباح نجد تلك

ومنها تكاليف التمويل، مما يستلزم دعم المنتجات المحلية من خلال فرض ضرائب ورسوم كمركبه على الاستيراد مما يدفع باتجاه زيادة الطلب على المنتجات المحلية مقارنةً بالأجنبية وبالتالي زيادة حجم الاستثمار، والذي يؤدي الى معالجة العديد من المشاكل التي يعاني منها الاقتصاد العراقي كالبطالة وبالتالي زيادة مساهمة القطاع الصناعي في دعم الاقتصاد الوطني، والشكل (3) يوضح الشركات التي تعاني من النقص في الاستثمار والإفراط به وحسب السنوات.

الاستثمار الفعلي والمقدر بدلالة التدفقات النقدية وحجم الاستثمارات السابقة يمكن القول إن ست شركات صناعية عراقية تعاني من نقص الاستثمار وهو ما يشكل (67%) من مجموع عدد الشركات والبالغة تسع شركات، وهو ما يبرر اعتماد الاقتصاد العراقي على الاستيراد لسد احتياجاته من السلع والمنتجات الغذائية المصنعة، وبنسبة كبيرة جداً مما يعني عجز الشركات عينة الدراسة على سد الاحتياجات المحلية، وهذا قد يكون ناتج عن عدم قدرة المنتجات المحلية على منافسة المنتجات الأجنبية بسبب ارتفاع تكاليف الإنتاج



الشكل (3) بواقي أنموذج كفاءة الاستثمار في الشركات عينة الدراسة
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel

الإدارة، واكتشاف السلوك الانتهازي كإفراط في الاستثمار والنقص به وتقييد حقوق التحكم الإداري وقد يكون المديرون على دراية بالرصد والقيود التي يواجهونها مما يدفعهم إلى تبني الانضباط الذاتي والمحافظة عليه مما يعزز الاستثمار الكفاء، إلا إن نوعية العوائد المقدره وفق كل من أنموذج المستحقات غير الطبيعية وتجانس العوائد كانت غير معنوية في التأثير على كفاءة الاستثمار عنده مستوى (0.05) و (0.1)، مما قد يدل على إن المستثمرين لا يأخذون بنظر الاعتبار حجم المستحقات غير الطبيعية ومدى تجانس العوائد عنده اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية في سوق الأوراق المالية لأنهم يتجاهلون المعلومات الخاصة بالمستحقات ويركزون على العوائد وهو ما توصل إليه (Sloan, 1996) (Binneman, 2010:13)، كما قد ينظر المستثمرون إلى العوائد المتجانسة بأنها محاولة الشركات تضليلهم من خلال إدارة عوائدها، مما يجعلهم يتجاهلون تلك الافصاحات وهذا ما يجعل العوائد المتجانسة تفقد أهميتها في التأثير على كفاءة الاستثمار، كما يتضح تفوق نوعية العوائد المقدره وفق أنموذج نوعية المستحقات في التأثير على كفاءة الاستثمار مقارنةً بنوعية العوائد المقدره وفق النماذج الأخرى بدلاله قيمة (Coef.est) والبالغة (0.099735) وهي الأكبر على مستوى نماذج تقدير تلك النوعية، مما يعني ان ارتفاع نوعية العوائد بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى زيادة مستوى الكفاءة في الاستثمار (الاقتراب من مستوى الكفاءة

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

يتضح من خلال الجدول (8) إن لنوعية العوائد المقدره وفق نماذج تقدير تلك النوعية المستخدمة في الدراسة تأثيراً طردياً على كفاءة الاستثمار، مما يعني إن زيادة تلك النوعية تدفع الشركات الى الاستثمار بمستويات قريبة من مستوى الكفاءة، لأن نوعية العوائد العالية تمكن المستثمرين من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية للشركة بصورة أكثر دقة وتقلل من عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة وبالتالي المساهمة في تخفيض تكلفة رأس المال، مما يجعل المشاريع التي تحقق صافي قيمة حالية سالبة تصبح موجبة مما يقلل من نقص الاستثمار، وان انخفاض كلفة رأس المال تقلل من حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية المتولدة داخليا مما يقلل من نقص الاستثمار، كما إن نوعية العوائد العالية تجعل الشركات أكثر مرونة في إصدار رأس المال من خلال تقليل مشاكل الاختيار العكسي الذي يرتبط بكفاءة الاستثمار من خلال تقليل كلفة التمويل الخارجي، ومن خلال تقليل احتمالية حصول الشركات على زيادة في الأموال الناتجة عن سوء التسعير يمكن التقليل من الإفراط في الاستثمار وصولاً الى مستوى الكفاءة هذا من جانب، ومن جانب آخر يمكن لنوعية العوائد العالية التي تعكس انخفاض مخاطر المعلومات الناتجة عن عدم تماثل المعلومات أن تزيد من قدرة المساهمين على مراقبة قرارات الاستثمار التي تتخذها

والبالغة (64%) وهذا ناتج عن التأثير الأكبر لنوعية العوائد المقدره وفق أنموذج نوعية المستحقات على كفاءة الاستثمار بسبب الشعبية الكبيرة لذلك الأنموذج مقارنة بنماذج تقدير نوعية العوائد الأخرى بين المستثمرين والمحللين والباحثين في هذا المجال، تتبعه نوعية العوائد المقدره وفق أنموذج القدرة على التنبؤ من حيث تأثيرها وتفسيرها للتغيرات التي تحدث في كفاءة الاستثمار بدلالة قيمة (Coef.est) البالغة (0.079717)

وقيمة (Adj. R2) للأنموذج ككل والبالغة (55%) تقريباً، كما يتضح المعنوية الكلية لنماذج تأثير نوعية العوائد بنماذجها المعتمدة في الدراسة على كفاءة الاستثمار في الشركات عينة الدراسة عنده مستوى (0.01) والجدول (8) يوضح ذلك.

في الاستثمار أي تقليل النقص في الاستثمار والإفراط به) بمقدار (0.099735) وحدة، كما يتضح وجود تأثير سلبي ذي دلالة معنوية لكل من عمر الشركة ونسبة النقد الى أجمالي الموجودات على كفاءة الاستثمار عنده مستوى معنوية (0.05) و (0.01) على التوالي، فضلاً عن عدم معنوية حجم الشركة في التأثير على كفاءة الاستثمار على الرغم من تأثيره الطردي على تلك الكفاءة فضلاً عن وجود تأثير طردي ذي دلالة إحصائية لمتوسط فترة التحصيل على كفاءة الاستثمار عنده مستوى معنوية (0.05)، كما يتضح تفوق نوعية العوائد المقدره وفق أنموذج نوعية المستحقات بالاشتراك مع المتغيرات الضابطة الأخرى في تفسير التغيرات التي تحدث في المتغير المعتمد كفاءة الاستثمار مقارنة بالنماذج المقدره الأخرى بدلالة قيمة (Adj. R2)

الجدول (8) نتائج تأثير نوعية العوائد على كفاءة الاستثمار في الشركات عينة الدراسة

كفاءة الاستثمار		
t-stat.	Coef .test	
-1.932649	-0.045853	C
*2.622273	0.099735	E Q
0.5664	0.000001	Size
*-2.735078	-0.023061	Age
*-4.335657	-0.000412	Slack
*4.130243	0.003988	Collpen
	0.635634	Adj. R2
	**13.51983	F

*P<0.05 **P<0.01

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

بصورة غير مباشرة من خلال تأثيرها على العوائد ويحتاج هذا التأثير زمناً أطول، كما يمكن للمستثمرين في أسواق رأس المال أن يتخذوا مركزاً قصيراً أو طويل الأجل مما يعني إن اتخاذهم لقرارات الاستثمار تتصف بالتكرار والديمومة فمن خلال التغذية المرتدة والمتمثل بالعوائد المتحققة يمكن لهم التعلم والأخذ بنظر الاعتبار إن انخفاض عوائد الشركات ناتج عن الانخفاض السابق لنوعيتها مما يجعلهم يأخذون نوعية العوائد في الاعتبار عند اتخاذهم لقرارات الاستثمار اللاحقة.

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

6. تلعب الإفصاحات المالية دوراً أساسياً في تمكين الشركات من الاستثمار بالقرب من مستوى الكفاءة في الاستثمار، لأن كمية ونوعية تلك الإفصاحات تعمل

الاستنتاجات والتوصيات

أولاً. الاستنتاجات

1. تعد نوعية العوائد من المواضيع الأخذة في النمو في السنوات الأخيرة الماضية وتمثل إحدى الطفرات البحثية في مجال الإدارة المالية، لان الموضوع قاد الى التحولات في التركيز من جانب التحليل المالي الكمي الى التحليل المالي النوعي.
2. تعد كفاءة الاستثمار مفهوم نظري صعب التحقق يستخدم بصورة مترادفة مع المستوى الأمثل للاستثمار، ويمكن للشركات الاقتراب من ذلك المستوى عندما تكون المنفعة الحدية للوحدة المتزايدة للاستثمار صفراً.
3. تسعى إدارة الشركات الى تعظيم قيم شركاتها ويتحقق ذلك التعظيم عند الوصول الى مستوى الكفاءة في الاستثمار، مما يعني عدم وجود فرص استثمارية تحقق صافي قيمة حالية موجبة غير مستغلة.
4. يبني المستثمرون قراراتهم الاستثمارية بناءً على ثنائية العائد والمخاطر ولان انخفاض نوعية العوائد تؤدي في الغالب الى انخفاض عوائد الشركة في وقت لاحق، مما يعني ان نوعية العوائد تؤثر على قرارات المستثمرين

8. توجيه الباحثين بالقيام بالدراسات والبحوث المستقبلية الآتية:
- أ. بناء محفظة الأسهم ذات نوعية العوائد العالية وتقييمها.
- ب. اختبار استراتيجية التداول بناءً على المستحقات وتشكيل محافظتها.
- ت. قياس وتحليل العلاقة بين نوعية العوائد وكفاءة الاستثمار في ظل القيود المالية.
- ث. قياس وتحليل العلاقة بين نوعية لعوائد وكفاءة الاستثمار دراسة مقارنة بين الشركات في البلدان النامية والمتقدمة.
- ج. تحليل محددات كفاءة الاستثمار في الشركات.
- ح. استخدام أساليب التحليل المالي الكمي والنوعي لتقييم قرارات الاستثمار في الأسهم.
- خ. اثر التنوع وتركز الملكية على كفاءة الاستثمار في الشركات.

المصادر

1. Al Maharmeh, Mohammad, 2017, Do Ifrs Adoption, Financial Analysts And Earnings Quality Affect The Informativeness Of Stock Price? Evidence From The Uk, A Thesis Submitted To The University Of Salford, Uk for The Degree Of Doctor Of Philosophy salford University Business School.
2. Baltagi, B. H., 2008, Econometric analysis of panel data (Vol. 4). Chichester: John wiley & sons.
3. Dechow, Patricia M. & Schrand, Catherine M, 2004, Earnings Quality, Published By The Research Foundation Of Cfa Institute, In The United States Of America.
4. Menicucci, Elisa, 2020, Earnings Quality Definitions, Measures, And Financial Reporting, Published By The Registered Company Springer Naturswitzerland .
5. Wooldridge, J. M., 2010, Econometric analysis of cross section and panel data. MIT press.
6. Agarwal, Priyanka, 2016, An Essay On The Effects Of Corporate Financing And Investment Decisions, International Journal For Innovative Research In Multidisciplinary Field Issn – 2455-0620 Volume - 2, Issue – 4.
7. Al-Shar, Omar, Zuhier, Abdul-Karim & Dongfang, Qiu, 2017, Evaluations On The Earning Quality Of Listed Firms In Jordan, International Journal Of Academic

على تقليل تكاليف جمع وتحليل ومعالجة المعلومات من قبل المستثمرين، مما يؤدي الى تقليل معدل العائد الذي يطلبه المستثمرين مقابل تمويل تلك الشركات والذي يعكس كلفة رأس المال.

7. لا يمكن للشركات المقيدة مالياً عزل قراراتها الاستثمارية بعيداً عن التحركات غير المنطقية في أسعار أسهمها، لأن من غير المرجح أن تواصل الشركات المعتمدة على حقوق الملكية استثمارها الرأسمالي إذا كان عليها إصدار أسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية.

ثانياً. التوصيات

1. ينبغي على إدارة الشركات حسن استخدام البنود غير النقدية كعدم المبالغة في حجم المخصصات أو التقليل منها واستخدام الطرائق والأساليب المحاسبية التي تتوافق مع نوعية منتجاتها وطول دورتها التشغيلية وعدم المبالغة في حسابات المدينين والمخزون والاستثمار في تلك الحسابات عنده مستواها الأمثل.
2. ينبغي على الشركات الوصول الى درجة المرونة المالية لكي تتمكن من عزل قراراتها الاستثمارية عن التحركات غير المنطقية في أسعار أسهمها بحيث تتمكن من إصدار الأسهم العادية لتمويل استثماراتها عندما تكون مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية والالتجاء الى مصادر التمويل الأخرى في حال كانت أسهمها مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية.
3. توجيه المستثمرين والدائنين والمحللين الماليين وإدارة الشركات والباحثين بتحقيق التكامل المنهجي عنده استخدام التحليل المالي من خلال جمع جانبي التحليل الكمي والنوعي.
4. ينبغي على إدارة الشركات محاولة الاستثمار عنده مستوى الكفاءة، وإيلاء الموضوع أهمية كبيرة من خلال الأخذ بنظر الاعتبار متغيرات البيئة الداخلية والخارجية عن طريق تبني إستراتيجية تمكن الشركات من مواجهة كافة التغيرات المحتملة كاستخدام أسلوب ماذا لو أو تحليل الحساسية.
5. ينبغي على إدارة الشركات اعتبار إمكانية تحقيق الكفاءة في الاستثمار كأحد أساليب تقييم الأداء، واستخدام ذلك الأسلوب الى جانب أساليب تقييم الأداء المعتمدة، لأن الوصول الى مستوى الكفاءة يعكس قدرة الشركات على تعظيم قيمتها.
6. يتوجب على إدارة الشركات البحث عن طرائق تمويل منخفضة الكلفة كالتأجير أو المشاركة أو إصدار أسهم خاصة بمشروع معين، واستخدام التسلسل الهرمي للتمويل في محاولة خفض كلفة رأس المال وإيجاد نوع من المرونة في الحصول على تلك المصادر، لأن كلفة رأس المال من العناصر الأساسية المؤثرة على كفاءة الاستثمار.
7. ينبغي على إدارة الشركات تحسين نوعية التدقيق والحوكمة، وإنشاء وحدات إدارية لنوعية المعلومات ضمن الهيكل التنظيمي تناط بها مهام جمع وتحليل البيانات، والإفصاح عن المعلومات بكل شفافية وفي الوقت المناسب قبل أن تفقد قيمتها.

15. Ding, Sai & Knight, John & Zhang, Xiao, 2019, Does China Overinvest? Evidence From A Panel Of Chinese Firms, *The European Journal Of Finance*, Vol. 25, No. 6, 489–507. <https://doi.org/10.1080/1351847x.2016.1211546>.
16. Farichah, Farichah, 2017, Relationship Of Earnings Management And Earnings Quality Before And After Ifrs Implementation In Indonesia, *European Research Studies Journal*, Volume Xx, Issue 4b, Pp. 70 – 81.
17. Firth, Michael & Xie, Lingmin & Zhang, Yuanyuan, 2016, How Do Analysts' Forecast Characteristics Relate To Investment Efficiency?.
18. Francis, Jennifer & Olsson, Per & Schipper, Katherine, 2006, Earnings Quality, Foundations And Trends In Accounting Vol. 1, No. 4 . 259–340
19. Franzoni, Francesco, 2008, Underinvestment Vs. Overinvestment: Evidence From Price Reactions To Pension Contributions, *Journal Of Financial Economics* 00 (0000) 000-000.
20. Gao, X., & Fang, Y., 2016, Penalized weighted least squares for outlier detection and robust regression, arXiv preprint arXiv:1603.07427.
21. Gomariz, Fuensanta, Cutillas & Ballesta, Juan Pedro, Snchez, 2013, Financial Reporting Quality, Debt Maturity And Investment Efficiency, *Journal Of Banking & Finance* Xxx (2013) Xxx–Xxx, Pp1-13, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.013>.
22. Gustafsson, Diana & Sundqvist, Per, 2010, Leverage Effect On Investment Efficiency In Over- And Underinvesting Firms, *Stockholm School Of Economics*.
23. Hodgson, T. M. & Breban, S. & C, L, Ford. & Streatfield, M, P & Urwin, R.C, 2000, The Concept Of Investment Efficiency And Its application To Investment Management Structures, *British Actuarial Journal / Volume 6 / Issue 03 / October 2000*, Pp 451 – 545.
8. Amin, Aminul & Lukviarman, Niki & Suhardjanto, Djoko & Setiany, Erna, 2018, Audit Committee Characteristics And Audit Earnings Quality: Empirical Evidence Of The Company With Concentrated Ownership, *Review Of Integrative Business And Economics Research*, Vol. 7, Supplementary Issue 1.18-33.
9. Awwad, Suleman, Ali & Rashid, Nikmohd & Abdullah, Faruk, 2019, The Effect Of Audit Committees On The Earnings Quality In Public Companies Listed In Jordan, *International Journal Of Economics, Commerce And Management*, Vol. VII, Issue 3.
10. Baik, Bok & Jung & Boochun & Rhee, S. Ghon, 2010, When Does Accounting Quality Improve Investment Efficiency In Bank-Centered Economies? Evidence From Japan.
11. Bhaumik, Sumon & Kumar Das, Pranab & Kumbhakar, Subal C, 2011, Firm Investment & Credit Constraints In India, 1997 – 2006: A Stochastic Frontier Approach, William Davidson Institute Working Paper Number 1010.
12. Biddle, Gary & Hilary, Gilles, 2006, Accounting Quality And Firm-Level Capital Investment, Department Of Accounting, Hong Kong University Of Science And Technology Clear Water Bay, Kowloon Hong Kong Forthcoming, *The Accounting Review*.
13. Biddle, Gary C. & Hilary, Gilles & Rodrigo S. Verdi, 2009, How Does Financial Reporting Quality Relate To Investment Efficiency?, *Journal Of Accounting And Economics* 48.2-3, Pp 112-131. <http://hdl.handle.net/1721.1/65333>.
14. Dechow, Patricia M. & Ge, Weili & Schrand, Catherine M., 2010, Understanding Earnings Quality: A Review Of The Proxies, Their Determinants And Their Consequences, *Journal Of Accounting And Economics*, 50 (2-3), 344-401.

- <https://doi.org/10.1057/s41291-019-00066-2>.
33. Sulaimon Mutiu, O, 2015, Application of weighted least squares regression in forecasting. *Int. J. Recent. Res. Interdiscip. Sci*, 2(3), 45-54.
 34. Zulfikar, R., & STp, M. M, 2019, Estimation model and selection method of panel data regression: an overview of common effect, fixed effect, and random effect model.
 35. Elberry ,Noha, Said ,2018, Corporate Investment Efficiency, Disclosure Practices And Governance: A Systematic Literature Review And Empirical Evidence, *The Thesis Is Submitted In Partial Fulfillment Of The Requirements For The Award Of The Degree Of Doctor Of Philosophy In Accounting And Financial Management At The University Of Portsmouth*
 36. Elemes ,Anastasios ,2015, Studies On Determinants And Consequences Of Financial Reporting Quality, Thesis To Obtain The Degree Of Doctor From The Erasmus University Rotterdam By Command Of The Rector Magnificus.
 37. Fischinger, Sarah, 2017, Earnings Quality And European Companies, , Master's Dissertation Submitted To Obtain The Degree Of: Master of Science In Business Economics , Ghent University Faculties Economics And Business Administration.
 38. Ibrahim ,Zuraeda, Binti, 2011, Earnings Quality (Eq), Islamic Social Disclosure (Iscr), And On The Association Between Eq&Iscr: Empirical Evidence From Malaysian Public Listed Companies, Thesis Submitted In Fulfillment Of The Requirement For The Degree Of Doctor Of Philosophy department Of Accounting And Finance university Of Strathclyde , Glasgow.
 39. Ismail ,Wan Adibah, Binti Wan ,2011, Earnings Quality, Family Influence And Corporate Governance: Empirical Evidence From Malaysia, A Thesis Submitted To Victoria University Of Wellington In The Fulfillment Of The Requirements For The Degree Of Doctor Of Philosophy.
 24. Kamarudin ,Khairul, Anuar & Wan Ismail, Wan ,Adibah, 2014 , The Risk Of Earnings Quality Impairment, *Procedia Social And Behavioral Sciences* 145 (2014) 226 – 236.
 25. Korkmaz, Aslihan & Ma, Qingzhong & Zhou, Haigang, 2018, Block holder Characteristics And Earnings Quality.
 26. Mayanja ,Lugemwa, Michael ,2014, Earnings Quality Of The Successful Efforts And Full Costing Accounting Methods Used By Upstream Oil And Gas Companies In The U.S, The Robert Gordon University, Aberdeen, Ukaberdeen Business School mscoil And Gas Accounting.
 27. Morgado ,Artur&Pindado ,Julio , 2002, The Underinvestment And Overinvestment Hypotheses: An Analysis Using Panel Data.
 28. Nurcholisah, Kania, 2016, The Effects Of Financial Reporting Quality On Information Asymmetry And Its Impacts On Investment Efficiency, *International Journal Of Economics, Commerce And Management* , Vol. Iv, Issue 5, Pp838-850, [Http://ijecm.Co.Uk/](http://ijecm.co.uk/).
 29. Rad ,Seyed ,Sajad ,Ebrahimi & Embong ,Zaini & MohdSaleh Norman & Jaffar ,Romlah, 2016, Financial Information Quality And Investment Efficiency: Evidence From Malaysia, *Asian Academy Of Management Journal Of Accounting And Finance, Vol. 12, No. 1, Pp129–151*.
 30. Rocca ,Maurizio, La & Rocca ,Tiziana, La & Cariola, Alfio, 2007, Overinvestment And Underinvestment Problems determining Factors, Consequences And Solutions, *Corporate Ownership & Control / Volume 5, Issue 1, Pp 79-95*.
 31. Shadi ,Monem, Reza, Farshadfar, 2007, Has Earnings Quality Declined Over Time? Australian Evidence, Conference Title Illinois International Accounting Symposium ,Griffith university ,Queensland, Australia.
 32. Shin, Young Zik& Chang, Jeung-Yoon& Jeon, Kyeongmin& Kim, Hyunpyo, 2019, Female directors on the board and investment efficiency :evidence from Korea, *Asian Business & Management*,

45. Xin, Qu, 2017, Design Of Ceo Equity-Based Compensation And Investment Efficiency, A Thesis Submitted In Fulfillment Of The Requirements Of The Degree Of Doctor Of Philosophy Department Of Accounting, Finance And Economics Griffith Business School, Griffith University.
46. Cherkasova ,Victoria & Rasadi ,Daryush ,2017, Earnings Quality And Investment Efficiency: Evidence From Eastern Europe, Review Of Economic Perspectives – Národohospodárský Obzorvol. 17, Issue 4, 2017, Pp. 441–468.
47. Hosni ,Mohammed & Meysamy Maryam,2018, Debt Maturity Effect Test And Financial Reporting Quality On Low Investment And Over Investment, Scientific Research Quarterly Financial Knowledge Of Securities Analysis Twelfth Year, Number Forty-One Spring 8.
48. Kupolusi, J. A., Adeleke, R. A., Akinyemi, O., & Oguntuase, B,2015, Comparative analysis of least square regression and fixed effect panel data regression using road traffic accident in Nigeria, International Journal of Scientific & Technology Research, 4(1), 42-52.
49. Fuch ,Williams & Skrzypacz Andrzej, 2019, Costs and benefits of dynamic trading in a lemons market , Review of Economic Dynamics 33,pp 105-127.
40. Jalil ,Azlina ,Abdul ,2014, Financial Reporting Behaviour And Investment Efficiency: Evidence From Private Family Companies, Submitted In Fulfillment Of The Requirements For The Degree Of Doctor Of Philosophy Deakin University.
41. Li,Feng,2011, Earnings Quality And Earning Management In Chinese Listed Companies, A Thesis Submitted In Fulfillment Of The Requirements For The Award Of The Degree Of Doctor Of Philosophy University Of Wollongong.
42. Meng ,Qingwei, 2012, Corporate Investment, Financing And Payout Decisions: Evidence From Uk-Listed Companies , A Thesis Submitted To The Department Of Accounting And Finance Birmingham Business School University Of Birmingham For The Degree Of Doctor Of Philosophy.
43. Nooraisah, Katmun,2012, Disclosure Quality Determinants And Consequences, A Thesis Submitted To Durham University In Fulfillment Of The Requirements For The Degree Of Doctor Of Philosophy Durham University Business School.
44. Sarun ,Anuar ,2016, Corporate Governance, Earnings Quality And Firm Value: Evidence From Malaysia, Submitted In Fulfillment Of The Requirements Of The Degree Of Doctor Of Philosophy, Victoria Institute For Strategic Economic Studies (Vises) College Of Business Victoria University.