

تأثير جودة الأرباح على القيمة الحقيقية للأسهم و قيمة الشركة دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية العراقية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية +

سعد سلمان عواد المعيني *

هدى سلمان زياد **

المستخلص :

تناول البحث الحالي تحليل العلاقة والأثر بين جودة الأرباح والقيمة الحقيقية للأسهم وقيمة الشركة ، ولأجل ذلك تم أخذ عينة من الشركات الصناعية العراقية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية . وقد سعى البحث إلى إيجاد أجوبة لعدة تساؤلات عن مدى توافر الجودة في الأرباح المعلن عنها في التقارير المالية للشركات الصناعية العراقية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وعن وجود علاقة وتأثير بين جودة الأرباح والقيمة الحقيقية للأسهم على وفق كل من أنموذج مضاعف الربحية والتدفق النقدي الحر و وجود علاقة وتأثير بين جودة الأرباح وقيمة الشركة (مقاسه بالقيمة السوقية) ، وفي هذا السياق سعت الدراسة إلى تقديم إحاطة نظرية عن مفهوم وأهداف وأهمية جودة الأرباح ومقاييسها والعوامل المؤثرة فيها ، فضلا عن التعرف على مفهوم وطبيعة القيمة وأنواعها والعوامل المؤثرة فيها ومقاييس القيمة الحقيقية للأسهم وقيمة الشركة. ولغرض تطبيق هذا البحث واختبار فرضياته فقد تم الحصول على البيانات المالية لعينة من الشركات الصناعية العراقية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وباستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة للتحليل، انتهى البحث إلى مجموعة من الاستنتاجات والتوصيات ومن أهم الاستنتاجات وجود علاقة تأثير معنوية بين جودة الأرباح مقاسة بالمستحقات الاختيارية والقيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج مضاعف الربحية و وجود علاقة تأثير معنوية بين المستحقات الاختيارية و قيمة الشركة (القيمة السوقية) للشركات العينة ، أما أهم التوصيات فهي العمل على توعية مستخدمي التقارير المالية بشكل عام والمستثمرين بشكل خاص بآثار وانعكاس ممارسات إدارة الأرباح في قراراتهم الاستثمارية ولا يتأتى ذلك إلا بتكاتف الجهود بين الجهات ذات العلاقة في سوق الأوراق المالية.

THE IMPACT OF THE EARNINGS QUALITY IN THE ACTUAL VALUE OF THE SHARES AND THE VALUE OF THE COMPANY AN ANALYTICAL STUDY IN A SAMPLE OF INDUSTRIAL COMPANIES LISTED ON THE CONTRIBUTION OF THE IRAQI MARKET FOR SECURITIES IRAQ

Saad Salman Awad Al-maeny

Huda Salman Ziad

+ تاريخ إستلام البحث 2014/5/11 ، تاريخ قبول النشر 2015/5/25

* أستاذ مساعد / مساعد رئيس هيئة التعليم التقني

** طالبة ماجستير / قطاع خاص

❖ البحث مستل من رسالة الماجستير للباحث الثاني

Abstract :

The present study expounds the relation and impact between Earnings quality and the actual value of the stocks and the value of the company , a sample of the study consisted of industrial companies contributing listed on the Iraq Stock Exchange.

The study attempted to find subjective answers for a number of questions about the availability of the quality of the earnings reported in the financial reports of industrial companies contribution listed on the Iraq Stock Exchange and for having a relationship and effect between earnings quality and the actual value of the stocks according to each of the model multiplier profitability and free cash flow and a relationship and effect between the earnings quality and the company's value (measured at market value) , and in this context, the study aimed at gaining a theoretical illustration about the concept and objectives and importance of earnings quality and Measurements , and the factors affecting them , as well as identify the concept and the nature of value and types of the factors affecting them and Measurements of the actual value of the stocks and the value of the company.

For purpose of the application of this study and testing of hypotheses have been obtained on the financial statements of the Iraqi industrial contribution listed on the Iraq Stock Exchange , and by using appropriate statistical methods to analyze , study ended to a set of conclusions and recommendations is the most important of these findings is a correlation significant effects between earnings quality measured abnormal accrual and the actual value of the stocks according to multiplier profitability model and a relationship effect significant among abnormal accrual and value of the company, and the most important recommendations is work to educate users of financial reporting in general and investors in particular, about the effects and reflection of earnings management practices in their investment decisions comes not only the togetherness of efforts between the relevant authorities in the Stock Exchange .

المبحث الأول - منهجية البحث ودراسات سابقة :

أولاً - منهجية البحث :

1- مشكلة البحث :

أن المرونة في الاختيار بين الطرائق والبدائل المحاسبية، فضلاً عن مرونة التحكم ببعض القرارات التشغيلية من حيث الحجم والتوقيت، والذي يكون له كبير الأثر في جودة المعلومات المحاسبية الموجهة للأطراف ذات العلاقة ، سمحت لمديري الشركات بإدارة الأرباح وإظهار أرباح غير حقيقية أو مبالغ فيها لتحقيق مصالح الإدارة التي عادة ما ترتبط حوافزهم بهذه الأرباح ، وتظهر أرباح بشكل زيادة للمستحقات غير العادية، ويمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤلات الآتية:-

- 1- هل تتمتع الأرباح المعلن عنها في التقارير المالية الصادرة عن الشركات الصناعية العراقية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بمستوى مقبول من الجودة؟
- 2- هل هناك علاقة وتأثير بين جودة الأرباح والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات الصناعية العراقية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟

3- هل هناك علاقة وتأثير بين جودة الأرباح وقيمة الشركات الصناعية العراقية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟

2- أهمية البحث :

تتبع أهمية البحث من كونها تركز على مستوى جودة الأرباح التي أعلنتها الشركات الصناعية المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية، مما يسهم في تحسين القرارات الاستثمارية للعديد من الأطراف التي تعتمد على تلك الأرباح ، فمن وجهة نظر المستثمر فإن الأرباح ذات الجودة المنخفضة غير مرغوب بها لأنها تؤدي إلى الاستغلال غير الكفوء للموارد وعلى مستوى الوحدة الاقتصادية فأنها تؤدي إلى تحول الموارد الاقتصادية من مشروعات وأنشطة واقعية ذات مردود اقتصادي فاعل إلى مشروعات وهمية لا يتوقع لها مردود اقتصادي.

3- هدف البحث :

يهدف البحث إلى قياس جودة الأرباح بالاستناد إلى المستحقات والاستمرارية، وتأثير هذه الجودة في القيمة الحقيقية للأسهم وقيمة الشركة ، لما لهذا التأثير من زيادة الثقة في المعلومات المحاسبية وفي اتخاذ القرارات الاقتصادية.

4- فرضيات البحث :

بناء على مشكلة البحث يمكن صياغة الفرضيات الآتية :-

أ- هناك علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين جودة الأرباح و القيمة الحقيقية لأسهم الشركات الصناعية العراقية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟

H_0 : عدم وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين المستحقات الاختيارية والقيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج مضاعف الربحية.

H_1 : وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين المستحقات الاختيارية والقيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج مضاعف الربحية .

H_0 : عدم وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين المستحقات الاختيارية والقيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج التدفق النقدي الحر.

H_1 : وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين المستحقات الاختيارية والقيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج التدفق النقدي الحر.

ب - هناك علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين جودة الأرباح و القيمة الحقيقية لأسهم الشركات الصناعية العراقية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟

H_0 : عدم وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين المستحقات الاختيارية والقيمة السوقية.

H_1 : وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين المستحقات الاختيارية والقيمة السوقية.

5- مجتمع وعينة البحث :

يتكون مجتمع البحث من الشركات الصناعية العراقية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية البالغ عددها (25) حسب التقرير السنوي للسوق لسنة 2012 وقد أختيرت خمس شركات منها عينة للبحث هي (الكندي لللفافات، العراقية الهندسية، الصنائع الكيماوية، العراقية للسجاد، المنصور الدوائية) .

6- حدود البحث :

- أ- اقتصر عينة البحث على خمسة شركات صناعية مساهمة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والتي تمثل الحدود المكانية للبحث.
- ب- اعتمد البحث على التقارير السنوية للسنوات المالية (2005-2006-2007-2008-2009-2010) والتي تمثل الحدود الزمانية لها.

ثانياً - دراسات سابقة :

1- الدراسات العربية :

أ- دراسة المعيني (2011) : (قياس جودة الأرباح في المصارف التجارية)

هدفت الدراسة إلى معرفة فيما إذا كان ارتفاع الأرباح يمثل مؤشراً إيجابياً دائماً، ودراسة العلاقة بين المستحقات و أرقام الدخل المعلن وكذلك دراسة العلاقة بين التدفقات النقدية وأرقام الدخل ، وقام الباحث باستخدام بعض المقاييس في المصارف التجارية العراقية من خلال ثلاثة مداخل هي:

مدخل النسب المالية ، ومدخل المستحقات ، والمدخل الإحصائي ، وكانت أهم الاستنتاجات التي توصل إليها الباحث هي أن جودة الأرباح في المصارف تقدم معلومات مفيدة للإدارة لزيادة صافي الدخل لكل نوع من موجودات المصرف أو إعادة توزيع الموجودات المولدة للإيرادات باتجاه تحقيق أعلى عائد ، أما أهم التوصيات فهي ضرورة قيام سوق العراق للأوراق المالية بالإنفاق على المصارف نحو أعداد قائمة التدفق النقدي على وفق الصيغة المثالية وكذلك ضرورة قيام المصارف عينة البحث بدراسة أولويات الاستثمار بما يحقق أعلى عائد للمصرف وتجنب الاستثمارات ذات العوائد المنخفضة.

ب - دراسة الشريف وأبو عجيلة (2011) : (العلاقة بين جودة الأرباح والحاكمة المؤسسية)

هدف الباحثان في هذه الدراسة إلى اختبار مدى وجود علاقة بين جودة الأرباح والحاكمة المؤسسية ، إذ تتمثل جودة الأرباح في مدى استمرارية الأرباح الحالية في المدد المستقبلية، وتدل الاستمرارية على مدى قدرة الشركة على المحافظة على أرباحها في المدى الطويل. أما جوانب الحاكمة المؤسسية فقد تمثلت في مجلس إدارة الشركة ولجنة التدقيق الداخلي فيها ، وتمثلت أهم الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة هي وجود علاقة عكسية بين جودة الأرباح و نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة أما أهم التوصيات التي توصل إليها الباحثان فهي ضرورة قيام الجهات ذات العلاقة بالعمل على إيجاد آليات لضمان استقلالية مجالس إدارة الشركات والعمل على تعزيز استقلالية لجان التدقيق وتفعيل اللجان بداخلها وذلك من خلال زيادة الأعضاء غير التنفيذيين الذين يتمتعون بالخبرة المالية لما لذلك من أثر إيجابي في رفع مستوى جودة الأرباح .

2- الدراسات الأجنبية

أ- دراسة Line, et al. (2006):

The Effect of Audit Committee Performance on Earnings Quality **(اثر أداء لجنة التدقيق في جودة الأرباح)**

هدفت هذه الدراسة إلى فحص العلاقة بين خصائص لجنة التدقيق (الحجم، والاستقلالية والخبرة المالية للأعضاء، و نشاطات اللجنة، و ملكية أعضاء اللجنة لأسهم الشركة) وبيان أعادة قياس الأرباح كمؤشر لإدارة الأرباح وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين حجم لجنة التدقيق و إدارة الأرباح، أما عناصر لجنة التدقيق الأخرى (الخبرة المالية، والاستقلالية، و نشاطات اللجنة، و ملكية أعضاء اللجنة لأسهم الشركة) فلم تخلص الدراسة إلى وجود علاقة بينها وبين جودة التقارير المالية.

ب- دراسة Rosdini (2011):

The Influence Of Investment Opportunity Set and Corporate Governance to Earnings Quality and Firm Value **(تأثير مجموع الفرص الاستثمارية وحوكمة الشركات في جودة الأرباح وقيمة الشركة)**

الهدف من هذه الدراسة هو بيان تأثير مجموع الفرص الاستثمارية (ios) وحوكمة الشركات (لجنة التدقيق ، والمفوض المستقل ، و ملكية المؤسسة) في جودة الأرباح وقيمة الشركة، إذ قيس مجموع الفرص الاستثمارية بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للموجودات والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية ونسبة السعر إلى الأرباح، أما لجنة التدقيق فقيست عن طريق جمع المعلومات سواء أكان للشركة لجنة تدقيق أم لا أما المفوض المستقل فقيس عن طريق مجموع المفوضين المستقلين إلى إجمالي مجلس المفوضين أما ملكية الشركة فقيست عن طريق نسبة الأسهم التي يمتلكها مستثمرو الشركة ، وقيست ملكية الإدارة عن طريق نسبة الأسهم التي تمتلكها الإدارة وقيست جودة الأرباح باستخدام معاملات استجابة الأرباح أما قيمة الشركة فقيست بالسعر إلى القيمة الدفترية، من أهم الاستنتاجات التي توصل إليها هي أن هناك تأثير جوهري للملكية الإدارية في جودة الأرباح وفي الوقت نفسه فأن مجموع الفرص الاستثمارية والمفوض المستقل و ملكية الشركة لديها تأثير كبير في قيمة الشركة.

ج- دراسة Auliffi Ermian challen (2012):

Audit Quality On Earning Management and Firm Value

(جودة التدقيق في إدارة الأرباح وقيمة الشركة)

تهدف هذه الدراسة إلى التحقق من تأثير التدقيق المحاسبي (المقاس عن طريق حجم مؤسسة التدقيق وقطاع التخصص) في إدارة الأرباح (المستحقات والنشاطات الفعلية وقطاع التخصص) وفي قيمة الشركة ، ومن أهم النتائج التي توصل إليها هي أن الأرباح تعد ذات جودة عالية إذا استخدمها مستخدمو التقارير المالية للخروج بأفضل القرارات وإذا أمكن استخدامها للتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية إذ أن إدارة الأرباح النفعية (الانتهازية) ستخفض جودة الأرباح التي تعلنها الإدارة، وأظهرت النتائج أيضا أن تغييرات عوائد السهم تكون سلبية للمستحقات الاختيارية في حين تكون ايجابية للمستحقات الغير اختيارية وقد أشارت النتائج أيضا إلى أن إدارة أرباح المستحقات تؤثر سلبا في قيمة الشركة .

موقع الدراسة الحالية بين الدراسات السابقة :

تناولت الدراسات السابقة علاقة وتأثير مجموعة من المتغيرات في كل من جودة الأرباح وقيمة الشركة بشكل مفصل إذ تناولت تأثير حوكمة الشركات وجودة التدقيق في جودة الأرباح والعلاقة العكسية لجودة الأرباح مع ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة وبينت الدراسات السابقة أيضاً التأثير السلبي لإدارة الأرباح والمستحقات في جودة الأرباح وكيفية تفاعل سوق الأسهم مع المستحقات الاختيارية والغير اختيارية، وعلى عكس الدراسات السابقة فقد اعتبر هذا البحث جودة الأرباح بشقيها استثمارية الأرباح والمستحقات الاختيارية هي المتغيرات المستقلة وبيان أثر المستحقات الاختيارية في القيمة الحقيقية للأسهم و قيمة الشركة من خلال التأثير في زيادة إقبال المستثمرين على أسهمها وبالتالي زيادة تداول أسهم الشركة في السوق وزيادة مبيعاتها كذلك لم يقع تحت يدي الباحثان دراسة تناولت العلاقة بين جودة الأرباح و القيمة الحقيقية للأسهم فضلاً عن ذلك فأن هذا البحث قد جرى في بيئة مختلفة عن البيئات التي جرت فيها الدراسات السابقة والمتمثلة بسوق أوراق مالية ناشئة هي (سوق العراق للأوراق المالية).

المبحث الثاني - جودة الأرباح : مدخل مفاهيمي**أولاً - مفهوم جودة الأرباح Concept of Earning Quality :**

لقد تناول العديد من الباحثين جودة الأرباح بشكل واسع وبعده مفاهيم إذ عرفها (Richardson) بأنها قدرة الأرباح الحالية على الاستمرار بالمدد المستقبلية وكلما كانت الأرباح ذات استمرارية أكبر دل ذلك على ارتفاع مستوى جودتها [1]، ومن منظور تنبؤي يمكن أن ينظر إلى جودة الأرباح بأنها قدرة الأرباح الحالية على التنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية للشركة ، وبالتالي قدرتها على تأمين ردود أفعال ايجابية لسوق المال و تعزيز ثقة المستثمرين والآخرين من أصحاب المصلحة في المعلومات المنشورة في التقارير المالية من خلال الاهتمام بمعايير قياس الأرباح والإبلاغ عنها [2].

أما (Schipper&Vincent:2003) فقد عرفا جودة الأرباح بأنها المدى الذي يختلف فيه صافي الدخل المفصح عنه في كشف الدخل عن الأرباح الحقيقية وهي أيضاً المدى الذي يقترب فيه الدخل من مفهوم هيكس للدخل (ويقصد به أقصى ما يمكن أن يستهلكه الفرد خلال فترة زمنية مع بقاء ثروته في نهاية المدة بنفس المقدار الذي كانت عليه في بداية الفترة) بصورة صادقة ويقصد بالتمثيل الصادق التوافق أو التطابق بين المقياس والظاهرة المراد تمثيلها [3] وعرفها (Schroeder et.al) بأنها درجة التقارب بين المفهوم المحاسبي والمفهوم الاقتصادي للدخل بالاعتماد على مفهوم المحافظة على رأس المال كمدخل لقياس الدخل وهو المدخل الذي يركز بصورة أساسية على التغير في صافي الموجودات الناتجة عن الأنشطة التشغيلية للوحدة الاقتصادية خلال المدة المالية باستثناء الإضافات على رأس المال (زيادة الاستثمارات) والتوزيعات المخصصة لحملة الأسهم وتتضمن وجهة النظر هذه بأن الوحدة لا تحقق أرباحاً ما لم تسترد التكاليف التي تكبدتها فضلاً عن المحافظة على حقوق مالكيها [4] أن سبب تبني هذا الاتجاه هو أن القياس المحاسبي للدخل أصبح معرضاً لكثير من الانتقادات في الآونة الأخيرة بسبب المرونة الموجودة في المقاييس المحاسبية والمرتبطة بعناصر الدخل (الإيرادات والمصروفات) ومن ثم مبدأ المقابلة التي تستند إليه تلك المقاييس [5] .

ومن هنا يجد الباحثان بأن الأرباح تكون ذات جودة عالية إذا كانت لها قدرة تنبؤية وكذلك قدرة على الاستمرار بالمدد المستقبلية وعلى المدى الطويل وإذا عكست الأداء المستقبلي للشركة، وبمعنى آخر هي تلك الأرباح التي تتميز بوجود نقدي

فعلي بحيث تكون متكررة ونتاجة عن النشاط الرئيس للشركة وليس فيها مبالغاة أو أرقام احتمالية أو متوقعة وكذلك إذا تمكنت من نقل معلومات عن ظاهرة كامنة .

ثانياً - أهداف جودة الأرباح : Quality earnings objectives

- لابد من مراعاة العديد من القضايا المحاسبية الأساسية التي تؤدي إلى تعزيز ما يعرف بتحقيق هدف جودة الأرباح وذلك من خلال ما يأتي: [6]
- 1- مراعاة صحة التنبؤات لمستويات الربح المتوقعة لمدد قادمة, إذ كلما زادت درجة جودة الأرباح فأن ذلك يؤدي إلى تعزيز دقة التنبؤات المستقبلية وتقديم معلومات مفيدة وملائمة للمستثمرين .
 - 2- مراعاة زيادة درجة الاعتماد على المؤشرات والنسب المالية التي تعتمد على مخرجات الربح المحاسبي عند إجراء التحليلات المالية وقياس مؤشرات الأداء الفعلي للشركة .
 - 3- أظهار صحة العلاقة التي تقيس ربحية السهم والعائد المتوقع منه إذ إن هذا الربح يعكس علاقة الارتباط الموجبة التي يتوقعها المستثمرون بين هدف الربحية والعائد المتوقع تحقيقه في السوق المالي .
 - 4- تزويد المستثمرين بمؤشر عن الأرباح المتاحة للملاك عن كل سهم عادي من خلال أظهار نصيب هذا السهم من الربح الموزع, الأمر الذي يعكس الأرباح الرأسمالية للسهم والمتمثلة في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع, مما يؤثر بالتالي في أسعار الأسهم في السوق المالي .
 - 5- إن غياب جودة الأرباح يشكل خطورة بالغة على رقم الأرباح الموزعة ففي حالة عدم دقة هذه الأرباح كما لو تم ضمنت المكاسب المتحققة من إعادة تقدير الموجودات الرأسمالية أو استخدام ممارسات إدارة الأرباح التي تؤدي إلى زيادة رقم الربح دون زيادة حقيقية فيه, فأن الأرباح الموزعة من هذه الحالة تكون توزيعاً من رأس مال الشركة .

ثالثاً - أهمية جودة الأرباح : Importance of Earnings Quality

- تأتي أهمية جودة الأرباح من أهمية الأرباح المعلن عنها لمستخدمي القوائم المالية من مستثمرين ودائنين ومقرضين الذين يعتمدون عليها لاتخاذ قراراتهم ويمكن تلخيص أهميتها بما يأتي :
- 1- أن جودة الأرباح بشكل خاص وجودة الإبلاغ بشكل عام تكون ذات أهمية كبيرة لأولئك الذين يستخدمون القوائم المالية لأغراض التعاقدات واتخاذ قرارات الاستثمار, كما أن جودة القوائم المالية يمكن استعمالها كمؤشر غير مباشر لجودة معايير الإبلاغ المالي لذا فأنها ذات أهمية لواقعي المعايير المحاسبية .
 - 2- أن أهمية جودة الأرباح في كشف الدخل والقياسات المشتقة عنه تستخدم بشكل واسع في خطط تعويضات العاملين (الرواتب والأجور والمكافآت) على وفق نظرية الوكالة وبالتالي فأن القرارات المعتمدة على الأرباح ذات الجودة المنخفضة تؤدي إلى توزيع غير صحيح وغير مقصود للثروة .
 - 3- من منظور أسواق رأس المال فأن الأرباح ذات الجودة المنخفضة تؤدي إلى توزيع غير صحيح للموارد الاقتصادية, كما أنها تعرقل النمو الاقتصادي من خلال سوء تخصيص رأس المال .
 - 4- أما على مستوى المشروعات الاقتصادية فأن الأرباح المنخفضة الجودة المرتبطة بالاحتيايل ستقود إلى تحول الموارد الاقتصادية من مشاريع واقعية ذات عوائد فعلية متوقعة إلى مشاريع وهمية ذات عوائد وهمية .

5- أن واضعي المعايير قد يجدون جودة القوائم المالية مؤشراً غير مباشر لجودة معايير الإبلاغ المالي، لذا يطالب معدو المعايير بالتغذية الراجعة للتأكد من أن المعايير الصادرة صحيحة (كفاءة)، أي أنهم يتجهون باتجاه المخرجات التي تتضمن الأرباح المعلن عنها [3] .

رابعاً - العوامل المؤثرة في جودة الأرباح Factors that effect on earning quality :

هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر إيجاباً أو سلباً في الأرباح وجعلها تتمتع بجودة عالية أو منخفضة منها:

1- جودة المعايير المحاسبية :

تتكون المعايير المحاسبية العالية الجودة من مجموعة من الخصائص المحايدة التي تتطلب أن تكون متسقة وقابلة للمقارنة وملائمة وموثوق بها ، إذ إن صرامة المعايير المحاسبية من شأنها أن تمنع الإدارة من استغلال الثغرات في المبادئ المحاسبية في إدارة الأرباح وذلك من شأنه أن يزيد من جودة الأرباح [7]، إذ نجد أن المعايير العالية الجودة تمنع إصدار تقارير مالية مضللة وبالتالي يمكن للمستثمرين الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية .

2- تركيبة أعضاء مجلس إدارة الشركة :

وجد (Lee, et al,2007) أن أقل الممارسات لإدارة الأرباح هي في الشركات التي لديها أعلى نسبة من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين (الخارجيين)، وكان (Velury & Jenkins, 2006) قد وجد علاقة موجبة بين نسبة الأسهم التي يملكها أعضاء مجلس الإدارة وجودة الأرباح أي كلما امتلك مجلس الإدارة أسهم أكبر كلما وجد أن جودة الأرباح في الشركة عالية [8].

3- جودة التدقيق:

رأى (Hamden ، 2010) أن الأمر يزداد سوءاً إذا ما أقدمت الشركة على توزيع أرباح بعد إعلانها عن أرباح وهمية لا تقابلها تدفقات نقدية مما يعرض الشركة للتعرض أو الفشل المالي [9] إذ إن وجود مدققين خارجيين من مكاتب التدقيق ذات الجودة العالية من شأنه تحسين جودة الأرباح و أن الشركات التي تستخدم مدققين متخصصين مهنيين تتمتع بجودة أرباح أعلى [10] لذلك يجب أن يكون المدقق مستقلاً لكي يكسب و يحافظ على ثقة المستثمرين عن طريق التمسك الصارم بمعايير الجودة العالية والتي تؤكد لهؤلاء أن المدقق مستقل ويؤدي عمله بنزاهة وموضوعية [11].

4- حوكمة الشركات :

من حيث علاقتها بجودة الأرباح فإن ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة من المتوقع أن تؤدي إلى تخفيض الحاجز الموجود لديهم للإفصاح عن الأرباح بما ينسجم ومصالحهم الخاصة إذ إن الإفصاح عن الأرباح تبعاً للمصالح الخاصة يؤدي إلى تخفيض مستوى جودة الأرباح وبالتالي فإن العلاقة تكون مماثلة لتلك العلاقة الموجودة بين ملكية مديري مجلس الإدارة لأسهم الشركة وبين أداء الشركة [12] .

5 - إدارة الأرباح :

أشارت العديد من الدراسات إلى وجود علاقة وطيدة بين جودة الأرباح وإدارة الأرباح، إذ إن ممارسات إدارة الأرباح تؤدي إلى انخفاض جودة الأرباح لأن البعض ينظر إلى جودة الأرباح من خلال المدى الذي تعكسه عن الأداء الاقتصادي للشركات وبشكل مشابه فإن إدارة الأرباح تمثل تصرفات الإدارة التي تؤثر في الأداء الاقتصادي للشركات، وهناك من ينظر إلى جودة الأرباح من خلال مدى ما تحتويه الأرباح المحاسبية من معلومات تعكس الأداء الاقتصادي للشركات وبشكل مشابه فإن البعض الآخر ينظر إلى إدارة الأرباح من جانب القرارات التي تتخذها الإدارة في الإفصاح عن الأحداث الاقتصادية، وقد اعتمدت أغلب الدراسات التي تقصت إدارة الأرباح والعوامل المؤثرة فيها على أنموذج المستحقات الاختيارية لاكتشاف ممارسات إدارة الأرباح، كما اعتمدت الدراسات التي عنيت بجودة الأرباح على أنموذج المستحقات الكلية لتحديد مستوى جودة الأرباح وعليه فإن كل من إدارة الأرباح وجودة الأرباح يعتمدان على المستحقات [13] .

خامساً - مقاييس جودة الأرباح Measurements of earnings quality :**1- الاستمرارية وإمكانية التنبؤ Persistence and Predictability :**

أن عدم قدرة الأرباح على الاستمرار (الديمومة) تنتج بسبب أن المستويات العالية من المستحقات لا تكون ناتجة عن نشاط إدارة الأرباح. إذ إن طبيعة محاسبة الاستحقاق هي زيادة (تراكم) في الماضي والحاضر، ومن ثم توقع مدفوعات و استلامات نقدية في المستقبل وهكذا فإن ثبات (ديمومة) الأرباح مرتبطة دائماً بمستوى جودة عالية لها وبذلك تستعمل كلمة الاستدامة (sustainable) بشكل مرادف للديمومة [1].

أما إمكانية التنبؤ فتشير إلى إمكانية القوائم المالية بضمونها مكونات الدخل والعناصر الأخرى غير المؤثرة في كشف الدخل (الكشوفات الملحق) في تحسين قدرة المستخدم للتنبؤ بالمفردات (العناصر) المهمة في مجال جودة الأرباح فهي قدرة الأرباح الحالية للتنبؤ بالأرباح المستقبلية [14].

2- جودة المستحقات Accrual quality :

تحلل الأرباح إلى تدفقات ومستحقات ، أن واحدة من الطرائق التي يمكن للمديرين تحسين الإبلاغ المالي فيها هي استخدام المستحقات لتحسين التوقع الخاص بالتدفق النقدي المستقبلي، إذ إن الاستحقاقات العالية مرتبطة بأداء مستقبلي متدنٍ وإن المستوى العالي من الاستحقاقات في الميزانية يشير إلى أرباح غير ثابتة [15]، أن الأرباح على أساس الاستحقاق توافر معلومات أفضل عن الأرباح الأساسية مقارنة بالتدفقات النقدية الحالية [16] .

وتجدر الإشارة إلى وجود نوعين من المستحقات هما المستحقات الاختيارية وهي عبارة عن النفقات غير الإلزامية/الموجودات التي تُسجل ضمن نظام المحاسبة والتي لم تتحقق بعد أما المستحقات غير الاختيارية فهي النفقات الإلزامية/الموجودات التي تُسجل ضمن نظام المحاسبة والتي لم تتحقق بعد [17].

أن قابلية الاستحقاقات لأن تكون غنية بالمعلومات الخاصة بالتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية مضافة إلى التدفق النقدي الحالي مشروطة بجودة المستحقات، أن جودة المستحقات هي الامتداد الذي يرسم خريطة التدفق النقدي وهذا يمكن شرحه حقيقة حين تكون جودة المستحقات منخفضة فإن الاستحقاقات غير مرجح لها أن تتحول إلى تدفق نقدي مستقبلاً ومن ذلك يظهر أن التدفقات النقدية تكون أقل ديمومة وفي هذه الحالة فإن الاستحقاقات هي ذات صلة كمية بالتدفق النقدي للتنبؤ بالتدفق النقدي المستقبلي، وحين تكون جودة المستحقات عالية فإن احتمالية تحولها إلى تدفق نقدي مستقبلاً تكون عالية [18] .

3- السلاسة أو التمهيد Smoothness :

تفضل الشركات بشكل عام التسجيل في تقاريرها تياراً ثابتاً للنمو في الأرباح بدلا من أظهار أرباح متقلبة من سلسلة الارتفاعات والانخفاضات الكبيرة في هذا المجال إذ إن تمهيد الدخل هو تسوية مقصودة للدخل المعلن بهدف الوصول إلى المستوى أو الاتجاه المرغوب به ويعبر عن رغبة الإدارة بتقليل الانحرافات غير الطبيعية في الدخل إلى الحد الممكن أو المسموح به في ظل المبادئ المحاسبية و الإدارة المقبولة [19] وللتمييز بين التمهيد وإدارة الأرباح فالأول يعبر عن رغبة الإدارة بتقليل الانحرافات غير المتوقعة للدخل إلى أدنى حد ممكن في حين يعبر الثاني عن رغبة الإدارة للوصول إلى أهداف معينة منها الحوافز الإدارية أو تقليل المدفوعات الضريبية أو تقليل تكاليف الاقتراض ومن هنا فإن جميع الأنشطة التي تؤدي إلى تمهيد الدخل تمثل إدارة للأرباح والعكس غير صحيح فليس كل تدخل في عملية القياس والإبلاغ المالي يؤدي إلى تمهيد الدخل [20] إن المديرين يقومون بتمهيد الدخل لتسهيل تعويضات الإدارة (الرواتب والمكافآت والحوافز) والشركة تقوم بتمهيد الدخل وجعله أكثر سلاسة رغبة منها بأن يرى المستثمرون أن شركتهم في موقع أقل خطورة إذ انه بتمهيد الدخل فإن المديرين سوف يصبحون قادرين على تقليص (تخفيض) التقديرات في الشكوك من أن الشركة متقلبة في عمليات المكاسب الأساسية من حيث تخفيض تقديراتهم في احتمالات الإفلاس، وبغض النظر عن كمية الحوافز وراء جعل الدخل أكثر سلاسة فإن الاهتمام ينصب على تقدير تأثيرات تسهيل الدخل (الدخل الممهد) في جودة الأرباح ونعني بذلك تسهيل السمات الجيدة أو الرديئة منها [21].

4- التحفظ Conservatism :

يقصد بالتحفظ المحاسبي الاعتراف بالخسائر المتوقعة دون الأرباح المتوقعة إذ إن التحفظ يفرض قيдаً على المحاسبين في عرض البيانات بحيث تدرج القيم الدنيا للموجودات والإيرادات والقيم العليا للمطلوبات والمصروفات في حالات عدم التأكد [22]، وعرفت أيضا بأنها التوقيت غير المتماثل لانعكاس اثر كل من الأنباء السارة وغير السارة في الربح المحاسبي المعلن عنه في القوائم المالية من حيث انعكاس اثر الأنباء غير السارة بصورة أسرع من اثر الأنباء السارة ، إذ إن المحاسب يتوقع جميع الخسائر ولا يتوقع الأرباح [23] بينت دراسة (Penman and Zhang, 2002) انه في حال استخدام التحفظ في الأنشطة الاستثمارية ستخفض القدرة التنبؤية للأرباح المستقبلية من الأرباح الحالية بسبب (تقلب الدخل) في المدى القصير، وبالتالي تتخفض جودة الأرباح (استمرارية) أما دراسة (Sen, 2005) فقد اقترحت بأن المديرين أما يفضلون زيادة تقدير التحفظ ولكن بجودة أرباح منخفضة (في بنود التدفقات النقدية القابلة للتنبؤ) ، أو قد يلغي المديرين تأثيرات التحفظ من خلال تقدير كلفة المدة الحالية الأقل تحفظا لتحسين جودة الأرباح المعلن عنها، ويقدم دليلاً آخر بأن الحافز لزيادة جودة الأرباح قد يرتبط بالحافز لتخفيض الأنشطة الاستثمارية في الوحدة نفسها [24].

5- ملائمة القيمة Value relevance :

في مجال دور المعلومات المحاسبية و ملائمتها لاحتياجات المستثمرين في الأسواق المالية، تدرس العلاقة بين الأرقام المحاسبية التي يفصح عنها في التقارير المالية و المتغيرات السوقية التي تعكس وتجسد طبيعة استخدام المستثمرين لهذه المعلومات ، وهناك العديد من الدراسات التي تناولت ملائمة قيمة المعلومات المحاسبية المحددة بأنها قدرة الأرقام المحاسبية على تجسيد المعلومات التي تؤثر في قيمة الشركة. وينظر إلى ملائمة القيمة كمراعاة لوجود ارتباط قوي مع البيانات السوقية، فكلما كانت البيانات المحاسبية أكثر ترابطاً مع الأسعار السوقية أو العائدات المستقبلية قيل بوجود ملائمة اكبر للبيانات المحاسبية [25] .

ويرى Barth أن ملائمة القيمة تعني أن القيم المحاسبية ترتبط مع مقياس ما للقيمة مثل أسعار الأسهم، فإذا كان الرقم المحاسبي يزيد بشكل معنوي من قوة العلاقة المقدرة بينهما لتفسير قيمة حقوق الملكية، فإنه يكون ملائماً، وجرى قياسه بشكل صحيح [26].

المبحث الثالث - مدخل في مفاهيم القيمة وقياسها :

أولاً - مفهوم وطبيعة القيمة Concept & nature of value :

يختلف مفهوم القيمة عن السعر والتكلفة، فالسعر هو المبلغ الفعلي المدفوع للحصول على موجود ما أما التكلفة فتعني القيمة الدلالية لعوامل الإنتاج (الأرض، والعمالة، ورأس المال والإدارة) المطلوبة لخدمة الموجود، ويوجد فرق مماثل بين القيمة والتكلفة، حيث أن هناك من يعد أن التكلفة تعد أوسع في محتواها من مفهوم القيمة لأنه يتم عن طريقها حساب الموجودات والمطلوبات في الميزانية ولا يمكن تقديم المعلومات في الميزانية بدون تكلفة، وفي هذه الحالة فإن التكلفة يمكن أن تتجاوز القيمة بكثير، كما يختلف مفهوم القيمة عن مفهوم الثروة فالثروة بالنسبة لشخص ما تضم فضلاً عن الأسهم الكلية التي يمتلكها أشياء مادية كالعقارات والسيارات أو غير مادية مثل الصحة والسعادة أما القيمة فهي تمثل فضلاً عن الأسهم المملوكة للاستثمارات المالية والتي تتمثل عادة بقرارات الإدارة المالية [27].

وللقيمة مفاهيم وتعريفات وتفسيرات عدة فتعرف من وجهة النظر الاقتصادية بأنها الأهمية الاقتصادية التي ينفقها فرد ما أو مجتمع معين على مختلف السلع والخدمات، أما في مجال الاستثمار فتعرف القيمة بأنها السعر الذي يرغب المستثمر بدفعه مقابل الحصول على موجود (سهم معين)، إذ تعد قيمة السهم العادي مقياساً لقيمة الشركة، وبما أن الأسهم العادية تمثل أدواتاً للاستثمار فإنها تحمل قيمة مختلفة ومن بين هذه القيم القيمة الحقيقية للسهم، والتي تتحدد استناداً إلى وقائع معينة تتعلق بتوزيعات الأرباح المتوقعة ودرجة المخاطرة المرافقة لها التي تنعكس في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السهم العادي، وقد تختلف هذه القيمة عن القيمة السوقية للسهم التي تعكس السعر الذي يباع فيه السهم فعلياً في السوق المالية [28].

ثانياً - العوامل المؤثرة في قيمة الشركة Factors effecting the value of the company :

تتأثر قيمة الشركة بمجموعة من العوامل والمتغيرات المرتبطة بطبيعة نشاطها سواء على صعيد البيئة الداخلية أم على صعيد بيئتها الخارجية المتمثلة بالبيئة المالية المنافسة والمتمثلة بالسوق المالي ومن أبرز العوامل والمتغيرات المؤثرة في قيمة الشركة هي :

1- السيولة :

تعد السيولة من العوامل المؤثرة في قيمة الشركة، إذ تعد الشركات ذات السيولة النقدية العالية قادرة على الدخول في استثمارات مختلفة أكثر من الشركات ذات السيولة النقدية المنخفضة وتؤثر السيولة إيجابياً في قيمة الشركة، إلا أنها قد تؤثر سلباً في قيمة الشركة إذا بقيت السيولة في الشركة ولم تُستثمر [29]

2- سياسة مقسوم الأرباح :

تعد سياسة مقسوم الأرباح والعوامل المؤثرة فيها من المتغيرات المؤثرة في قيمة الشركة ، ومقسوم الأرباح هو القرار المتعلق بمفاضلة الإدارة بتوزيع أرباح الشركة على حملة الأسهم واحتجازها واستخدامها مرة أخرى وبشكل طبيعي يفضل حملة الأسهم مقسوم أرباح عالياً [29] ويتغير مقسوم أرباح الشركة تبعاً للنسب التي تتبعها الشركة في التوزيع والاحتجاز من الأرباح . وكل هذا يؤثر في قيمة الشركة [30] .

3- المخاطر :

تعد المخاطر من أهم العوامل المؤثرة في قيمة الشركات وذلك لما لها من تأثير مباشر في مستويات أسعار الأسهم في السوق المالي ، إذ كلما زادت المخاطر التي تتعرض لها الشركة ازدادت احتمالية الخسارة في القيمة السوقية لسهم الشركة وانخفضت قيمة الشركة في السوق المالي [31] .

4- أسعار (معدلات) الفائدة :

تلعب أسعار الفائدة دوراً جوهرياً في القرارات المالية المتعلقة بالتمويل ، الاستثمار ، ومقسوم الأرباح فحين ترتفع أو تنخفض أسعار الفائدة يرافق ذلك انخفاض أو ارتفاع أسعار الأسهم في السوق المالية ، فارتفاع معدلات (أسعار) الفائدة تميل أسعار الأسهم في السوق المالية إلى الانخفاض ، وذلك بسبب توجه المستثمرين إلى إيداع أموالهم في المصرف (توظيف أموالهم في ودائع مصرفية) ، أو استثمارها بالسندات بفوائد عالية بدلاً من تحمل مخاطر الاستثمار بالأسهم [32].

5- معدل العائد المطلوب (معدل الخصم) :

وهو أدنى معدل عائد يتوقع المستثمر الحصول عليه عند استثمار الأموال في الأسهم العادية ، تعويضاً عن تأجيل الاستهلاك الحالي لهذه الأموال والمخاطرة المصاحبة لذلك الاستثمار ويطلق عليه أيضاً بمعدل الخصم في السوق ، إذ يستخدم معدل العائد المطلوب في تسعير الأسهم العادية من خلال خصم التدفقات النقدية المرافقة للاستثمار بالسهم للوصول إلى القيمة الحقيقية [28]

6- ربحية السهم العادي الواحد :

ترتبط ربحية السهم لأية شركة بالدخل الصافي المتحقق خلال المدة (السنة) والمتاح لحملة الأسهم العادية بعدد الأسهم العادية المصدرة . والفكرة الأساسية لهذا المؤشر هو أن ينسب صافي دخل الشركة لسنة ما إلى عدد الأسهم العادية المصدرة بغية إعطاء مؤشر عن مقدار الربح المتحقق للسهم العادي الواحد من الأرباح القابلة للتوزيع و تحظى ربحية السهم الواحد باهتمام واسع في التقارير السنوية التي تصدرها الشركات ، إذ أنها تعد دليلاً لمقسوم الأرباح المتوقع بعدها تمثل ما يكسبه الدينار المستثمر في السهم العادي خلال مدة معينة [33].

ثالثاً - أنواع القيمة value types :

من أجل تقدير القيمة لابد من التعرف على الأنواع المختلفة للقيمة ، إذ توجد أنواع مختلفة للقيمة ذات تعريفات واستخدامات وتفسيرات ، ومن أنواع القيمة المختلفة هي ما يأتي :

1- القيمة الاسمية Par Value :

وهي القيمة التي تُكتب على وثيقة السهم ، والتي تحددها الشركة وتكون في العادة مقداراً أسمياً ، والقيمة الاسمية لا تعكس القيمة الحقيقية لحصة السهم . وتكون القيمة الاسمية محددة بأقل مقدار من رأس المال الشرعي.

2- القيمة الدفترية Book Value :

وهي عبارة عن قيمة الشركة على وفق سجلاتها وهذه القيمة هي عبارة عن موجودات الشركة في وقت معين مطروحاً منها جميع المطلوبات المترتبة عليها في ذلك الوقت ، وتعكس هذه القيمة الأرقام في الميزانية وتكون تاريخية أي لا تكون لها علاقة بقيمة التدفقات النقدية المستقبلية [34] .

4- القيمة السوقية Market Value :

تعد القيمة السوقية للسهم من المعايير والمؤشرات الأساسية التي تستخدم للتعبير عن قيمة الشركة ويستخدم سعر السهم السوقي بشكل مرادف للقيمة السوقية في كثير من الأحيان ولكن القيمة السوقية هي عبارة عن القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة (سعر السهم × عدد الأسهم) [35] ، والقيمة السوقية للسهم كثيرة التذبذب ، إذ تتغير تبعاً للوضع المالي للمنشأة والظروف الاقتصادية عامة وحجم العرض والطلب على ذلك السهم بشكل خاص [36] ، والفرق بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية هو أن القيمة الدفترية غالباً ما تكون مقيمة بأكبر من قيمة السوق والعكس صحيح ، وذلك لأن القوانين الحكومية لا تعكس الخسارة الحقيقية في قيمة السوق ، والقيمة الدفترية تغطي فقط المبالغ التي تتعهد الشركة بدفعها وهي عكس القيمة السوقية وتعتمد القيمة الدفترية على ما مثبت في سجلات الشركة في حين لا تعتمد القيمة السوقية على قيم حالية لأنها تتغير تبعاً للظروف الاقتصادية [29].

5- القيمة الحقيقية Actual Value :

يدل مفهوم القيمة الحقيقية للسهم على القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة وتحسب القيمة الحقيقية للسهم من خلال تقدير التدفقات النقدية - توزيعات الأرباح (أو الخسائر) الرأسمالية الناتجة عن الاستثمار في السهم العادي في نهاية مدة الاحتفاظ وتقدير معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم، ويهتم المستثمرون بالقيمة الحقيقية لأنها تمثل ما يجب أن تكون عليه قيمة السهم . فإذا كان سعر السوق أعلى من القيمة الحقيقية فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأكثر مما يجب ولا يصلح للاستثمار أما إذا كان سعر السوق أقل من القيمة الحقيقية ، فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأقل مما يجب وأنه يصلح للاستثمار لأن سعر السهم يجب أن يرتفع مع الوقت ليصل إلى القيمة الحقيقية مما يحقق ربحاً رأسمالياً وحين يكون سعر السوق مساوياً للقيمة الحقيقية فإن السهم كان كما يجب [36] .

رابعاً - مداخل قياس القيمة الحقيقية للأسهم وقيمة الشركة :**1- قياس القيمة الحقيقية للأسهم :**

هناك ثلاثة مداخل لقياس القيمة الحقيقية للسهم وهي:

أ- مدخل خصم مقسوم الأرباح Dividend Discount Model :

الافتراض الأساسي في النظرية المالية لتقييم أي موجود مالي يعتمد على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل لذا تنصب عملية تقييم الأسهم العادية على تحديد القيمة الحالية لمقسوم الأرباح، ويعد أنموذج خصم مقسوم الأرباح الذي قدمه وليمز عام 1938 من أكثر النماذج تمثيلاً للقيمة الحقيقية للسهم العادي ألا أنه يعاني من بعض المحددات منها يطبق في الشركات التي تتسم أرباحها بالاستقرار ومعدل النمو يثبت ومستديم إلى ما لانهاية في المستقبل [37].

ب- مدخل مؤشر السعر Price Ratios :

نظراً للمحددات التي يعانيها أنموذج خصم مقسوم الأرباح DDM بصوره المتعددة فإن المحلل المالي قد يستخدم نماذج أخرى لتوسيع تحليلاته ومنها نماذج مدخل مؤشر السعر التي لا تستند إلى مبدأ الخصم للتدفقات النقدية المتوقعة للسهم. بل تعتمد أسعار الأسهم السوقية للدلالة على القيمة الحقيقية للسهم من خلال نسبها إلى مؤشرات محاسبية مثل ربحية السهم الواحد EPS والقيمة الدفترية للسهم BVPS، والتدفق النقدي للسهم الواحد CFPS [37].

ج- مدخل التدفق النقدي الحر Free cash flow :

يعرف التدفق النقدي الحر (FCF) بأنه النقد المتولد من العمليات التي تتجزأ من قبل الشركة بعد تغطية جميع الاستثمارات الجديدة، وتجدر الإشارة هنا إلى أن مستثمري الشركة هم حملة الأسهم الذين ينظرون إلى التدفق النقدي الحر على أنه أداة لتعظيم الثروة من جانب، وارتباطه بشكل أساسي بالتوزيعات النقدية المحتملة من قبل إدارة الشركة من جانب آخر وعليه يسعى مديرو الشركات المساهمة إلى جعل الشركة ذات قيمة من خلال زيادة التدفق النقدي الحر الآن وفي المستقبل بوصفه مقياساً للأداء المالي، لذا فإن الشركات التي لديها تدفقات نقدية حرة موجبة سوف تؤدي إلى زيادة أسعار أسهمها السوقية من جانب وفي الوقت نفسه تولد ضغوطاً على الإدارة من السوق المالي لزيادة التوزيعات النقدية على المساهمين من جانب آخر [38].

2- قياس قيمة الشركة (القيمة السوقية) :

تُعرّف قيمة الشركة بأنها القيمة السوقية لمطلوبات الشركة، أي الجانب الأيسر من الميزانية العامة، وتُعرف من وجهة نظر أخرى، بأنها القيمة التقريبية المنطقية للسعر السوقي للشركة إذا ما بيعت أسهمها أو ديونها في السوق الفعال وعليه فإن قيمة الشركة من وجهة نظر المالية المعاصرة هي القيمة السوقية لحقوق مالكي المنشأة (حملة الأسهم العادية) إذ تعد قيمة الأسهم العادية مقياساً لقيمة الشركة وتحمل الأسهم العادية قيمة مختلفة كأدوات استثمار فضلاً عن القيمة التي تصدر بها التي تسمى بالقيمة الاسمية نتيجة لأثر التغيرات التي تحصل في واقع عمل الجهة المصدرة واكتساب السهم العادي صفة التداول [32] ومن مراجعة أدبيات الإدارة المالية المعاصرة يتبين أن الهدف الأساسي الذي يجب أن تتوجه

نحوه كل القرارات المالية هو تعظيم ثروة المساهمين (المالكين) من خلال تعظيم قيمة الأسهم العادية التي يسكونها [28] لذلك على الشركة أن تركز في اختياراتها الاستثمارية على الفرص التي تخلق وتعظم قيمة السهم .

المبحث الرابع - الجانب العملي :

أولاً - قياس جودة الأرباح و القيمة الحقيقية للأسهم و قيمة الشركة :

1- قياس جودة الأرباح :

استخدم أنموذجان لقياس جودة الأرباح هما أنموذج الاستمرارية (Richardson et.,2004) وأنموذج المستحقات الاختيارية ل (Jones,1991) الذي عدله (Dechow et al .1995).

أ- استمرارية الأرباح :

على وفق أنموذج (Richardson et al.,2004) فإن جودة الأرباح تُقاس من خلال استمرارية الأرباح (persistence) والتي تستخرج على وفق المعادلة الآتية:

$$ROA_{i,t+1} = \rho_0 + \rho_1 ROA_{i,t} + \rho_2 TACC_{i,t} + \ell_{i,t}$$

إذ إن :

$$ROA_{t+1} = \text{العائد على الموجودات للسنة القادمة} ، ROA_t = \text{العائد على الموجودات للسنة الحالية} ، TACC_t = \text{المستحقات الكلية}$$

وتفترض المعادلة أن استمرارية المستحقات في السنوات القادمة اكبر من استمرارية التدفقات النقدية أي أن $(\gamma_2 < \gamma_1)$ وبعبارة أخرى $\gamma_2 - \gamma_1 < 0$ لكي يعني ذلك وجود جودة الأرباح وللتركيز على جانب المستحقات على حساب التدفقات النقدية يمكن تعديل المعادلة على وفق الصيغة الآتية:

$$ROA_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1(ROA_t) + (\gamma_2 - \gamma_1)TACC_t + \ell_{i,t}$$

كما يمكن التعبير عن جودة الأرباح بمعادلة الانحدار الآتية:

$$ROA_{t+1} = \rho_0 + \rho_1 ROA_t + \rho_2 TACC_t + \ell_{i,t}$$

وهكذا فإن $(\rho_2 < 0)$ ستكون اقل من الصفر ρ_2 ومن ثم فإن $\gamma_2 - \gamma_1$ أو ρ_2 المستحقات سيرمز لها بعبارة أخرى ρ_1 سوف تساوي γ_1 فإن النتيجة السالبة تعني وجود جودة عالية للأرباح لان ذلك يعني تمثيل اقل للمستحقات في الأرباح وبذلك تمثل العوامل الآتية أجزاء لهذا الأنموذج :

- المستحقات الكلية :

حُسبت المستحقات الكلية بجمع كل من التغير بصافي رأس المال العامل والتغير في الموجودات غير المتداولة التشغيلية والتغير في صافي الموجودات المالية ، إذ إن $(WC_t - WC_{t-1} = \Delta WC)$ التغير في رأس المال العامل (رأس المال العامل للسنة الحالية-رأس المال العامل للسنة السابقة) و يمثل التغير في الموجودات المتداولة التشغيلية $(NCO_t - NCO_{t-1} = \Delta NCO)$ (الموجودات غير المتداولة التشغيلية للسنة الحالية -الموجودات غير المتداولة التشغيلية للسنة القادمة) أما الجزء الثالث فيتمثل بالتغير في صافي الموجودات المالية (ΔFIN) والتي تعني الموجودات المالية للسنة الحالية (FIN_t) مطروحا منها الموجودات المالية للسنة السابقة (FIN_{t-1}) .

- معدل العائد على أجمالي الموجودات للمدة الحالية والمدة المستقبلية :

لعل العائد على الموجودات هو العامل الأكثر شيوعا في الاستخدام عند إجراء التحليل المالي وبذلك فإن حسابه في هذا النموذج جاء بسبب علاقته كما يرى (Richardson) مع المستحقات الكلية وأن تفاعل هذين العاملين ينتج عنها (جودة أو عدم جودة للأرباح)، من الواضح على المحللين والمحاسبين أن (ROA) يمثل صافي الربح المتحقق خلال السنة مقسوم على أجمالي الموجودات في نهاية تلك السنة، كما أن العائد على الموجودات للمدة المستقبلية يمثل صافي الربح المتحقق للسنة القادمة مقسوم على أجمالي الموجودات في نهاية تلك السنة ،وبعد استخراج مفردات النموذج الخاص باستمرارية الأرباح يمكن إيجاد نتائج النموذج والتي يظهرها الجدول (1) ويتبين فيها أن P_2 موجب في جميع الشركات أي انه لا توجد جودة في الأرباح في هذه الشركات لان تمثيل المستحقات بالأرباح اكبر من تمثيل التدفقات النقدية ، ويشير معامل التحديد (R^2) إلى أن هناك عوامل لم تختار في هذا النموذج تشكل نسبة عالية (أكثر من 50 % باستثناء شركة المنصور الدوائية) بمعنى آخر أن العوامل التي اختبرت تشكل نسبة أقل من (50%) ، وهذا يبين أن تأثير المستحقات والعائد على الموجودات كمتغيرات لقياس جودة الأرباح يشكل اقل من 50 % في بيئة الشركات الصناعية العراقية .

جدول (1): نتائج معادلة استمرارية الأرباح للشركات عينة البحث للمدة (2005-2010)

الشركة	ρ_0	ρ_1	ρ_2	معامل التحديد R^2
الكندي للنفقات	-0.426	9.311	3.672	0.672
العراقية الهندسية	0.477	-0.035	5.152	0.597
الصناعات الكيماوية	0.066	0.056	2.648	0.585
العراقية للسجاد	0.362	-0.317	2.384	0.525
المنصور الدوائية	0.083	0.0003	2.564	0.310

ب- أنموذج المستحقات الاختيارية :

النموذج الثاني لقياس جودة الأرباح هو باستخدام القيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية المقترح من قبل (Dechow et al. 1995) ، يفترض حساب هذا النموذج أن المستحقات مقياس أفضل لجودة الأرباح من خلال مقارنة الدخل (المتضمن لهذه المستحقات) مع التدفق النقدي التشغيلي للمدة المحاسبية نفسها ، وأن التركيز يتم هنا بفصل المستحقات غير الاختيارية التي لم تستطع إدارة الشركة التحكم فيها، والمستحقات الاختيارية التي تستطيع الشركة التحكم فيها (التلاعب في أدارتها) ويشكل كلا النوعين ما يسمى بالمستحقات الكلية وبذلك فإن قياس جودة الأرباح في إطار هذا الأنموذج يتم وفق الخطوات الآتية:

- تقدير المستحقات الكلية للشركة وتمثل وفق هذا النموذج الفرق بين صافي الدخل التشغيلي والتدفق النقدي التشغيلي .
- تقدير الميل ($\beta_1, \beta_2, \beta_3$) في نموذج الانحدار ويتطلب تقدير الميل في نموذج الانحدار لكل من مجموع موجودات الشركة ، والتغير في الإيرادات ، والتغير في حسابات تحت التحصيل ، التغير في حجم العقارات التجهيزات والممتلكات
- و بتطبيق المعادلة الآتية يمكن إيجاد قيم الميل في نموذج الانحدار للشركات عينة البحث :

$$TACC_{i,t}/A_{i,t-1} = a + \beta_1(1/A_{i,t-1}) + \beta_2(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}/A_{i,t-1}) + \beta_3(PPE_{i,t}/A_{i,t-1})$$

جدول (2): قيم الميل في نموذج الانحدار للشركات عينة البحث

الشركة	α	β_1	β_2	β_3
الكندي للقاكات	- 0.034	1.9E+8	-0.162	-0.345
العراقية الهندسية	0.931	-1E+9	0.103	1.049
الصناعات الكيماوية	21.056	-7E+9	-1.166	-3.610
العراقية للسجاد	- 0.092	4446429	0.917	0.725
المنصور الدوائية	0.122	-7E+8	0.096	0.217

- تقدير المستحقات غير الاختيارية (العادية) (Normal accruals) باستخدام قيم الميل التي استخرجت في الخطوة السابقة وأظهر تطبيق المعادلة:

$$NACC_{i,t} = \beta_1 (1/A_{i,t-1}) + \beta_2 (\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) + \beta_3 (PPE_{i,t})$$

المستحقات الاعتيادية التي يظهرها الجدول أدناه:

جدول (3): المستحقات غير الاختيارية NACC للشركات عينة البحث للمدة (2010-2005) (المبالغ بالدينار)

السنوات	الكندي للقاكات	العراقية الهندسية	الصناعات الكيماوية	العراقية للسجاد	المنصور الدوائية
2005	-198650512	87002234	-138394169	348517018	127816223
2006	-173660777	191089338	-306686525	130859265	70021782
2007	-198155595	519017606	-660804191	240211880	147188550
2008	-161034434	-266526718	-584026312	281844903	186476702
2009	-290491682	346556260	-494208054	88929617	142123204
2010	-485047076	718013918	-678047909	373718494	12418753

- تقدير المستحقات الاختيارية (غير العادية) (ub Normal accruals) ويمكن استخراجها على وفق المعادلة الآتية:

$$ANACC_{i,t} = TACC_{i,t} - NACC_{i,t}$$

وبين الجدول أدناه تلك المستحقات ومتوسطاتها

جدول (4): المستحقات الاختيارية (ANACC_t) للشركات عينة البحث للفترة (2005-2010) (المبالغ بالدينار)

السنوات	الكندي للفاحات	العراقية الهندسية	الصناعات الكيميائية	العراقية للسجاد	المنصور الدوائية
2005	151820805	-161045272	112190026	-115290425	-611093555
2006	199677389	-321892505	315436403	-209331909	-215525666
2007	142253509	-704565778	725149994	-194853426	-778376202
2008	87504889	209746291	605039208	-514805936	-19415752
2009	179938287	-744389825	495089535	-104777973	-413902958
2010	20611214	534075556	1564921548	-77949684	275396316
المتوسط	375629649	-198011922	636304452	-202834892	284787708

استُخرجت متوسطات المستحقات الاختيارية لأغراض التصنيف والمقارنة، ويتبين من الجدول السابق أن شركة الكندي الدوائية كانت ممارسة لإدارة الأرباح في إطار المستحقات الاختيارية لها وبذلك فإن جودة الأرباح تعد في ضوء ذلك جودة منخفضة وكذلك بالنسبة لشركة الصناعات الكيميائية ، أما العراقية الهندسية فقد كانت ممارسة لإدارة الأرباح في سنة (2008 و 2010) والمنصور الدوائية مارست إدارة الأرباح في سنة (2010) فقط أي أن جودة الأرباح كانت عالية في بقية السنوات ، في حين أن الشركة العراقية للسجاد هي الوحيدة التي لم تمارس إدارة الأرباح خلال مدة البحث وبذلك فإنها تتمتع بجودة في أرباحها، وبالنظر إلى متوسطات المستحقات الاختيارية في البيئة الصناعية العراقية للشركات العينة نجد أنها كانت منخفضة لكل من (العراقية الهندسية، والعراقية للسجاد) أي لا توجد ممارسات لإدارة الأرباح لديها وبالتالي وجود جودة في أرباحها أما بقية العينة فكانت متوسطات المستحقات الاختيارية لها مرتفعة وهذا يؤثر وجود ممارسات لإدارة الأرباح وبالتالي فإن أرباحها منخفضة الجودة ، والسبب في ذلك قد يعود إلى استخدام الإدارة أساليب وطرائق محاسبية مختلفة لمعالجة الأحداث والظواهر الاقتصادية نفسها مما ينتج عنه قوائم مالية مختلفة للأحداث نفسها ، أو قيام الإدارة باستغلال الثغرات الموجودة في المبادئ المحاسبية لإظهار أرباح غير حقيقية لتحقيق مصالحها الشخصية .

2- قياس القيمة الحقيقية لأسهم الشركات :

أ- القيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج مضاعف الربحية (أنموذج جوردن) :

لاستخراج القيمة الحقيقية للأسهم على وفق هذا الأنموذج يجب استخراج كل من ربحية السهم الواحد ونسبة سعر السهم الى ربحيته ومعدل النمو وبذلك فإن القيمة الحقيقية لأسهم الشركات تستخرج على وفق الصيغة الآتية:

$$V = P/E * EPS (1+g)$$

وبين الجدول (5) تطبيق هذا الأنموذج

جدول (5): القيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج مضاعف الربحية للشركات عينة البحث للفترة (2010-2005)

المتوسط	2010	2009	2008	2007	2006	2005	السنة / الشركة
3.057	2.924	1.667	2.499	1.884	2.049	7.324	الكندي لللقاحات
4.828	3.668	3.109	2.033	2.427	1.694	16.041	العراقية الهندسية
78.054	82.515	45.475	86.115	98.709	84.505	71.005	الصناعات الكيماوية
2.438	0.150	3.991	3.611	3.192	3.637	0.052	العراقية للسجاد
1.204	2.759	1.676	1.180	0.047	1.530	0.033	المنصور الدوائية

من الجدول الانف الذكر نجد أن شركة الصناعات الكيماوية هي صاحبة أعلى قيمة وفق هذا الأنموذج ويعود ذلك لأنها صاحبة أعلى نسبة سعر إلى ربحيته .

ب- القيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج التدفق النقدي الحر :

يستخدم هذا الأنموذج حين تكون الشركة المراد تقييمها ليس لديها مقسوم أرباح أو حين تكون الشركة حديثة النشأة أو حين يراد تقييم قسم أو وحدة تشغيلية ، أن هذا الأنموذج يعتمد على الأسس نفسها المستخدمة في نماذج مقسوم الأرباح إذ إن قيمة السهم العادي هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع الحصول عليها خلال مدة زمنية لا نهائية ، وتتمثل متغيرات الأنموذج في المعادلة الآتية:

$$\text{Value of } f_{cft+1} = f_{cft} + g / k - g_{fcf}$$

وبذلك يتطلب استخراج قيمة الأسهم على وفق هذا الأنموذج ما يأتي:

- التدفق النقدي الحر :

يُحسب التدفق النقدي الحر بالفرق بين التدفق النقدي التشغيلي والتدفق النقدي للأنشطة الاستثمارية وكما مبين في الجدول (6).

جدول (6): التدفق النقدي الحر FCF للشركات عينة البحث للفترة (2010-2005) (المبالغ بالدينار)

2010	2009	2008	2007	2006	2005	السنة / الشركة
1867396398	670422315	81917789	197447932	671290577	421806412	الكندي لللقاحات
69435349	343863061	-59916757	305748584	192567915	-133466590	العراقية الهندسية
-769994535	94227019	57170516	32318207	207720141	21716829	الصناعات الكيماوية
-75126522	22384303	189442417	6959244	607133125	-26689534	العراقية للسجاد
-155218687	829655168	807559102	1078145318	99723772	1204477962	المنصور الدوائية

- معدل العائد المطلوب :

يمثل معدل العائد المطلوب أدنى معدل عائد يطلب المستثمر الحصول عليه مقابل تحمله المخاطرة بذلك الاستثمار ، ولقد حُسب معدل العائد المطلوب للشركات عينة البحث على وفق أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الذي يبين أن الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر يكون مساوياً لمعدل العائد الخالي من المخاطرة ، وهو معدل العائد على الاستثمارات الحكومية التي لا تتعرض للمخاطرة واستخدم هذا البحث سعر الفائدة على الودائع الثابتة كما حددها البنك المركزي العراقي إذ بلغت 5.5% لسنة 2009 مضافاً إليه علاوة المخاطرة وهو الفرق بين معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق و معدل العائد الخالي من المخاطرة مضروباً بمعامل بيتا السهم والجدول (7) يبين معدل العائد للشركات عينة البحث .

جدول (7): معدل العائد المطلوب للشركات عينة البحث للفترة (2005-2010)

الشركات	Rm	Rf	B(Rm-Rf)	K
الكندي للققاحات	0.356	0.055	0.168	0.223
العراقية الهندسية	0.356	0.055	1.866	1.921
الصناعات الكيماوية	0.356	0.055	0.239	0.294
العراقية للسجاد	0.356	0.055	1.043	1.098
المنصور الدوائية	0.356	0.055	0.602	0.657

نلاحظ من الجدول الانف الذكر أن أعلى معدل عائد كان للشركة العراقية الهندسية ويعود السبب في ذلك لارتفاع علاوة المخاطر النظامية الناتجة بدورها عن ارتفاع المخاطر النظامية للأعمال (معامل بيتا)، أما أدنى معدل عائد فكان لشركة الكندي الدوائية نتيجة لانخفاض علاوة المخاطر النظامية الناتجة بدورها عن انخفاض المخاطر النظامية للأعمال.

وفي ضوء المعطيات السابقة يمكن حساب القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث على وفق المعادلة الآتية:

$$V_s = V_c - V_p - V_d$$

جدول (8): القيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج التدفق النقدي الحر للشركات عينة البحث للفترة (2008-2010)

المتوسط	2010	2009	2008	السنوات	الشركة
20.819	37.356	20.994	4.107		الكندي للققاحات
125.311	132.859	237.093	5.983		العراقية الهندسية
70.318	131.953	54.211	24.790		الصناعات الكيماوية
-0.252	-35.776	21.525	13.493		العراقية للسجاد
14.315	7.960	19.858	15.128		المنصور الدوائية

ومن الجدول الانف الذكر تم استخراج التدفق النقدي الحر ل(2008-2009-2010) لانه وفق هذا النموذج يتطلب توفر بيانات ثلاث سنوات سابقة لاجاد القيمة الحالية للتدفق النقدي الحر للسنة القادمة فتم استخدام بيانات (2005-2006-2007) لاجاد التدفق النقدي الحر ل (2008) واستخدمت بيانات (2005-2008) لاجاد التدفق النقدي الحر ل(2009) وهكذا بالنسبة ل(2010)، إذ نجد أن العراقية الهندسية هي صاحبة أعلى قيمة للأسهم على وفق هذا النموذج وذلك لارتفاع معدل العائد المطلوب لديها.

3- قياس قيمة الشركة (القيمة السوقية) :

تمثل القيمة السوقية للسهم ما يدفعه المستثمر فعليا في سبيل الحصول على السهم ويدفع المستثمر هذا السعر في ضوء ما يحققه السهم من عائد سنوي وما يتوقع الحصول عليه من مقسوم الأرباح في المستقبل ، تعد القيمة السوقية من الأدوات الأساسية والمعايير التي تستخدم للتعبير عن قيمة الشركة ، إذ يعبر عن قيمة الشركة بأسعار أسهمها في السوق المالي والجدول (9) يبين القيمة السوقية للشركات عينة بحث .

جدول (9): القيمة السوقية للشركات عينة البحث للمدة (2005-2010)

المتوسط	2010	2009	2008	2007	2006	2005	السنة الشركة
2.935	2.890	1.600	2.500	1.800	2.050	6.775	الكندي للققاحات
2.445	3.550	2.800	2.000	2.200	1.500	2.625	العراقية الهندسية
73.095	55.000	69.000	71.500	90.000	81.023	72.047	الصناعات الكيماوية
4.004	4.800	3.900	3.500	3.100	3.450	5.275	العراقية للسجاد
1.632	2.760	1.550	1.100	1.250	1.500	1.632	المنصور الدوائية

يتضح من الجدول أن أعلى متوسط قيمة سوقية كان لشركة الصناعات الكيماوية وكانت بمقدار (73.095) وذلك لارتفاع أسعار أسهمها خلال مدة البحث، أما أدنى متوسط قيمة فكانت لشركة المنصور الدوائية بمقدار (1.632) وقد يعود ذلك إلى عدم ثبات عدد أسهمها خلال مدة البحث.

ثانياً - اختبار فرضيات البحث :

لاختبار فرضيات البحث وبيان وجود علاقة وتأثير لجودة الأرباح في القيمة الحقيقية للأسهم وقيمة الشركة استخدم معاملا الارتباط والاتحدار بين المتغيرات ، تمثل المتغير المستقل بالمستحقات الاختيارية كمؤشر عن جودة الأرباح ، وتتمثل المتغيرات التابعة بالقيمة الحقيقية للأسهم على وفق نموذج مضاعف الربحية والقيمة الحقيقية للأسهم على وفق نموذج التدفق النقدي الحر فضلا عن قيمة الشركة (مقاسة بالقيمة السوقية).

1- دراسة العلاقة بين جودة الأرباح والقيمة الحقيقية للأسهم وقيمة الشركة :

أ- دراسة العلاقة بين جودة الأرباح والقيمة الحقيقية للأسهم على وفق كل من أنموذج مضاعف الربحية والتدفق النقدي الحر: يبين الجدول أدناه علاقة الارتباط بين المستحقات الاختيارية والقيمة الحقيقية للأسهم على وفق كل من أنموذج مضاعف الربحية والتدفق النقدي الحر للشركات العينة ، إذ يبين معامل الارتباط نوع وقوة العلاقة بين المستحقات الاختيارية والقيمة الحقيقية للأسهم على وفق الأنموذجين.

جدول (10): العلاقة بين المستحقات الاختيارية والقيمة الحقيقية للأسهم على وفق كل من أنموذج مضاعف الربحية والتدفق النقدي الحر للشركات عينة البحث

الشركة	أنموذج مضاعف الربحية		أنموذج التدفق النقدي الحر	
	معامل الارتباط	نوع وقوة العلاقة	معامل الارتباط	نوع وقوة العلاقة
الكندي للنفقات	-0.032	عكسية ضعيفة	-0.410	عكسية ضعيفة
العراقية الهندسية	0.069	طردية ضعيفة	-0.677	عكسية متوسطة
الصناعات الكيماوية	0.260	طردية ضعيفة	0.935	طردية قوية
العراقية للسجاد	-0.481	عكسية ضعيفة	-0.434	عكسية ضعيفة
المنصور الدوائية	0.876	طردية قوية	-0.980	عكسية قوية
الإجمالي	0.757	طردية قوية	0.074	طردية ضعيفة

إذ يلاحظ من الجدول أن معاملات الارتباط بين المستحقات الاختيارية والقيمة الحقيقية على أنموذج مضاعف الربحية كانت طردية قوية لجميع الشركات العينة مما يعني أن هذه العلاقة معنوية على المستوى الإجمالي ، أما على مستوى الشركات فقد كانت طردية قوية لشركة المنصور الدوائية فقط بمقدار (0.876) أما بقية الشركات فكان الارتباط طردي ضعيف لكل من (العراقية الهندسية ، الصناعات الكيماوية) بمقدار (0.069) و (0.260) على التوالي في حين كان عكسي ضعيف لكل من (الكندي للنفقات ، العراق للسجاد) وبمقدار (-0.032) و (-0.481) على التوالي ، أما العلاقة بين المستحقات الاختيارية والقيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج التدفق النقدي الحر كانت طردية ضعيفة لجميع الشركات عينة البحث أي أنها غير معنوية على المستوى الإجمالي ، أما على مستوى الشركات فقد كانت طردية قوية لشركة الصناعات الكيماوية فقط بمقدار (0.935) وعكسية قوية لشركة المنصور الدوائية بمقدار (-0.980) وعكسية متوسطة للعراقية الهندسية بمقدار (-0.677) أما بقية الشركات فقد كانت عكسية ضعيفة لكل من الكندي للنفقات والعراقية للسجاد وبمقدار (-0.410) و (-0.434) على التوالي.

ب- دراسة العلاقة بين المستحقات الاختيارية وقيمة الشركة (القيمة السوقية) :

يبين الجدول (11) علاقة الارتباط بين المستحقات الاختيارية والقيمة السوقية للشركات عينة البحث، إذ كانت النتائج كالآتي :

جدول (11): معامل الارتباط بين المستحقات الاختيارية والقيمة السوقية للشركات عينة البحث

الشركة	معامل الارتباط	نوع وقوة العلاقة
الكندي لللقاحات	-0.055	عكسية ضعيفة
العراقية الهندسية	0.379	طردية ضعيفة
الصنائع الكيماوية	-0.561	عكسية متوسطة
العراقية السجاد	0.514	طردية متوسطة
المنصور الدوائية	0.596	طردية متوسطة
الإجمالي	0.709	طردية قوية

يتضح من الجدول الانف الذكر أن نتائج معاملات الارتباط كانت طردية قوية لجميع الشركات العينة أي أنها معنوية على المستوى الإجمالي، حيث كانت طردية متوسطة لكل من العراقية للسجاد والمنصور الدوائية بمقدار (0.514) و (0.596) على التوالي، في حين كانت عكسية متوسطة لشركة الصنائع الكيماوية إذ بلغت (-0.561)، أما الكندي والهندسية فكانت عكسية ضعيفة وطردية ضعيفة وبمقدار (-0.055) و (0.379) على التوالي.

2- دراسة التأثير بين المستحقات الاختيارية والقيمة الحقيقية للأسهم وقيمة الشركة :

أ- دراسة التأثير بين المستحقات الاختيارية والقيمة الحقيقية للأسهم :

- على وفق أنموذج مضاعف الربحية :

يوضح الجدول (12) تأثير المستحقات الاختيارية في القيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج مضاعف الربحية، وقد كانت النتائج كما يأتي:-

جدول (12): تأثير المستحقات الاختيارية في القيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج مضاعف الربحية للشركات عينة البحث للمدة (2010-2005)

الشركة	الحد الثابت a	معامل التحديد R ²	معامل الانحدار β	F المحسوبة	t المحسوبة	معنوية العلاقة
الكندي لللقاحات	1+E008	0.001	-990949	0.004	0.064	غير معنوية
العراقية الهندسية	-2+E008	0.005	6317526	0.019	0.139	غير معنوية
الصنائع الكيماوية	75789821	0.068	7181114	0.290	0.539	غير معنوية
العراقية السجاد	1+E008	0.231	-42462557	1.204	1.097	غير معنوية
المنصور الدوائية	-7+E008	0.768	326071049	13.259	3.641	معنوية
الإجمالي	7E+018	0.573	10190141	21.306	4.616	معنوية

إذ يتضح من الجدول أن الحد الثابت هو ما ستكون عليه القيمة الحقيقية للأسهم على وفق هذا الأنموذج حين تكون المستحقات الاختيارية تساوي صفراً إذ وصل حده في الشركة العراقية للسجاد تليها الصنائع الكيماوية مشيراً إلى ارتفاع

المستحقات الاختيارية أما بقية الشركات فكانت قيمتها سالبة، أما معامل الانحدار فهي النسبة التي تفسر مقدار التغير في القيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج مضاعف الربحية عند تغير المستحقات الاختيارية بمقدار وحدة واحدة ويتضح من الجدول أن أعلى معامل انحدار (β) كان لشركة المنصور الدوائية .

وتبين نتائج معامل التحديد (R^2) إن المستحقات الاختيارية دالة للتغير في القيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج مضاعف الربحية لشركة المنصور الدوائية بنسبة (76.8%) ويستدل على هذه النتيجة من خلال معامل التحديد المرتفع لديها وهناك عوامل أخرى تفسر هذه العلاقة يمثل تأثيرها نسبة (23.2%) أما بالنسبة لبقية الشركات فكانت أقل من (50%) وبالتالي فإن تأثير المستحقات الاختيارية في القيمة الحقيقية للأسهم وفق هذا النموذج هي معنوية لهذه الشركة فقط ، ولإثبات ذلك اعتمد اختبار t والتي كانت عند مستوى دلالة (0.05) ودرجة الحرية (1,4) إذ أظهرت (t) المحسوبة لشركة المنصور الدوائية قيمة مقدارها (3.641) وهي أعلى من قيمتها الجدولية التي تبلغ (2.132) و الأمر نفسه بالنسبة لقيمة f التي قيمتها المحسوبة لهذه الشركة (13.259) مقارنة بقيمتها الجدولية التي تبلغ (7.71) ، أما على مستوى أجمالي التحليل لجميع الشركات فقد كانت قيمة (R^2) (57.3%) ووجود علاقة معنوية مسترشدين كذلك بقيمة كلاً من t و f المحسوبة التي بلغت (4.616) و (21.306) وهي أعلى من t و f الجدولية التي تبلغ (1.701) و (4.20) على التوالي عند مستوى دلالة (0.05) ودرجة حرية (1,28).

وفي ضوء النتائج أعلاه نرفض فرضية العدم (H_0) ونقبل الفرضية البديلة (H_1) التي مفادها (وجود علاقة تأثير معنوية بين المستحقات الاختيارية والقيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج مضاعف الربحية) .

- على وفق أنموذج التدفق النقدي الحر :

يوضح الجدول (13) تأثير المستحقات الاختيارية في القيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج التدفق النقدي الحر، وكانت النتائج كالآتي :

جدول (13): تأثير المستحقات الاختيارية في القيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج التدفق النقدي الحر للشركات عينة البحث للمدة

(2010-2008)

الشركة	الحد الثابت a	معامل التحديد R^2	معامل الانحدار β	F المحسوبة	t المحسوبة	معنوية العلاقة
الكندي للنفقات	1+E008	0.168	-1971883	0.202	0.449	غير معنوية
العراقية الهندسية	5+E008	0.459	-3889567	0.848	0.921	غير معنوية
الصناعات الكيماوية	2+E008	0.874	9938385	254.472	15.952	معنوية عالية
العراقية السجاد	-2+E008	0.188	-3422720	0.232	0.481	غير معنوية
المنصور الدوائية	8+E008	0.960	-6+E007	171.609	13.099	معنوية عالية
الإجمالي	4+E018	0.005	586359	0.072	0.268	غير معنوية

يتضح من نتائج الجدول الاتف الذكر أن أعلى معامل انحدار كان لشركة الصناعات الكيماوية وتبين نتائج معامل التحديد (R^2) إلى أن المستحقات الاختيارية دالة للتغير في القيمة الحقيقية للأسهم على وفق هذا الأنموذج لكل من شركتي الصناعات الكيماوية والمنصور الدوائية بنسبة (87.4%) و (96%) على التوالي ، أما بالنسبة لبقية الشركات

فكانت أقل من (50%) وبالتالي فإن تأثير المستحقات الاختيارية في القيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج التدفق النقدي الحر هي عالية لتلك الشركتين.

لإثبات المعنوية اعتمد اختبار t عند مستوى دلالة (0.05) ودرجة حرية (1,1) حيث أظهرت النتائج قيمة t و F المحسوبة أعلى من الجدولية التي بلغت (6.314) و (161.45) على التوالي لكل من شركة من الصناعات الكيماوية والمنصور الدوائية ، أما على مستوى إجمالي التحليل لجميع الشركات العينة فقد كانت قيمة (R^2) (0.005) و وجود علاقة غير معنوية مسترشدين بقيمة كل من t و f المحسوبة والتي كانت أقل من الجدولية البالغة (1.771) و (4.67) على التوالي وعند مستوى دلالة (0.05) ودرجة حرية (1,13).

وفي ضوء النتائج أعلاه نقبل فرضية العدم H_0 التي مفادها (عدم وجود علاقة معنوية بين المستحقات الاختيارية والقيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج التدفق النقدي الحر) ونرفض الفرضية البديلة H_1 .

ب- دراسة التأثير بين المستحقات الاختيارية والقيمة السوقية

يوضح الجدول (14) تأثير المستحقات الاختيارية في القيمة السوقية للشركات عينة البحث ، حيث كانت النتائج

كما يأتي:

جدول (14): تأثير المستحقات الاختيارية في القيمة السوقية للشركات عينة البحث للمدة (2010-2005)

الشركة	الحد الثابت a	معامل التحديد R^2	معامل الانحدار β	F المحسوبة	t المحسوبة	معنوية العلاقة
الكندي للقاقحات	1+E008	0.003	-1864854	0.012	0.110	غير معنوية
العراقية الهندسية	-9+E008	0.144	3+E008	0.673	0.820	غير معنوية
الصناعات الكيماوية	2+E009	0.314	-23931766	1.834	1.354	غير معنوية
العراقية السجاد	-6+E008	0.264	97332382	1.438	1.199	غير معنوية
المنصور الدوائية	-9+E008	0.356	4+E008	2.207	1.485	غير معنوية
الإجمالي	7+E018	0.502	10145071	15.843	3.980	معنوية

يتضح من الجدول الانف الذكر أن معامل الانحدار (β) بلغ أعلى مستوياته في شركة المنصور الدوائية إذ يبين لنا مقدار التغير في القيمة السوقية عند تغير المستحقات الاختيارية بمقدار وحدة واحدة ، ويتضح من معامل التحديد (R^2) أن تأثير المستحقات الاختيارية في القيمة السوقية كان ضعيفاً لكل الشركات عينة البحث وبالتالي فإن تأثير المستحقات الاختيارية في القيمة السوقية هي غير معنوية ولإثبات ذلك اعتمد اختبار t الذي كان عند مستوى دلالة (0.05) ودرجة حرية (1,4) حيث أظهرت النتائج أن t و f المحسوبة كانت أقل من الجدولية التي بلغت (2.132) و (7.71) على التوالي لكل شركة على حدة ، أما على مستوى إجمالي التحليل لجميع الشركات فقد كانت قيمة معامل التحديد (R^2) (50.2%) ، و وجود علاقة معنوية إذ بلغت قيمة t و f المحسوبة (3.980) و (15.843) على التوالي وهي أعلى من القيمة الجدولية التي بلغت (1.701) و (4.20) على التوالي وعند مستوى دلالة (0.05) ودرجة حرية (1,28) .

وفي ضوء النتائج أعلاه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي مفادها (وجود علاقة تأثير معنوية بين المستحقات الاختيارية و القيمة السوقية) .

المبحث الخامس - الاستنتاجات والتوصيات :

أولاً - الاستنتاجات :

- 1- أظهرت نتائج البحث من خلال المقاييس التي قيس بها جودة الأرباح أن الشركات عينة البحث لا تتمتع بجودة أرباح عند استخدام مقياس الاستمرارية إذ أظهرت p_2 موجبة لجميع الشركات.
- 2- أظهرت نتائج البحث بأن الشركات تتمتع بجودة أرباح في عدد من السنوات عند استخدام مقياس المستحقات الاختيارية.
- 3- توصل البحث إلى دلائل هامة إحصائية عن ممارسة كل من شركة الكندي للنفقات والصناعات الكيماوية لإدارة الأرباح أما الشركة العراقية الهندسية فكانت ممارسة لإدارة الأرباح في سنة 2009 و 2010 فقط والمنصور الدوائية في سنة 2010 فقط.
- 4- أظهرت نتائج التحليل أن القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة كانت متذبذبة بين الارتفاع والانخفاض خلال مدة البحث وكان تنذبها متوافقا مع ربحية السهم الواحد مما يؤثر في وجود علاقة بين ربحية السهم الواحد والقيمة السوقية.
- 5- أشارت نتائج التحليل إلى أن شركة الصناعات الكيماوية كانت صاحبة أعلى قيمة سوقية وأعلى قيمة حقيقية للأسهم على وفق كل من نموذج مضاعف الربحية والتدفق النقدي الحر أما أدنى قيمة فكانت لشركة المنصور الدوائية.
- 6- أثبتت نتائج الاختبار الإحصائي وجود علاقة تأثير معنوية للمستحقات الاختيارية في القيمة الحقيقية للأسهم على وفق نموذج مضاعف الربحية على المستوى الإجمالي أما على مستوى الشركات فكانت هناك علاقة تأثير لشركة واحدة فقط من شركات العينة، مما يشير إلى وجود متغيرات أخرى للشركات قد تكون من داخل الشركة أو خارجية خاصة بالسوق.
- 7- بينت نتائج الاختبار الإحصائي عدم وجود علاقة تأثير معنوية للمستحقات الاختيارية في القيمة الحقيقية للأسهم على وفق نموذج التدفق النقدي الحر لجميع الشركات عينة البحث، في حين كان للمستحقات الاختيارية تأثير لكل من شركة الصناعات الكيماوية والمنصور الدوائية ، حيث أن شركة الصناعات الكيماوية لا تتمتع بجودة أرباح خلال مدة العينة أي أن إدارة الأرباح هي التي كان لها التأثير في القيمة الحقيقية للأسهم.
- 8- أظهر الاختبار الإحصائي وجود علاقة تأثير معنوية للمستحقات الاختيارية في القيمة السوقية أجمالياً، أن علاقة التأثير كانت ضعيفة بين المتغيرين لكل شركة على حدة وكان هذا واضحا من خلال معاملات (t) غير المعنوية .

ثانياً - التوصيات :

- في ضوء ما توصل إليه البحث من استنتاجات ، ندرج التوصيات الآتية :
- 1- قيام الشركات عينة الدراسة بإعادة النظر بسياساتها المالية والإدارية والاستفادة من التحليلات والنتائج التي أظهرتها الدراسة لاسيما ما يرتبط منها بالتدفقات النقدية والمستحقات الاختيارية وغير الاختيارية .
 - 2- ضرورة الاهتمام بجودة الأرباح بشكل خاص وجودة المعلومات المحاسبية بشكل عام لما لهما من تأثير مباشر في الأسواق المالية، إذ إن نجاح الأسواق المالية يعتمد بشكل كبير على الجودة العالية للأنظمة المحاسبية والإفصاح والتي

- بدورها تعطي أو تزيد من ثقة المستثمرين بالمعلومات المالية ، وأن الأسواق المالية لا تنمو أو تتطور إذا انعدمت ثقة المستثمرين ببيانات الشركة المدرجة فيها.
- 3- العمل على تطوير وسائل الإفصاح والشفافية والمعايير المحاسبية في الشركات الصناعية العراقية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للرفع من جودة الأرباح فما زالت تلك الإفصاحات لا تلبي الاحتياجات المختلفة للتحليل المالي .
- 4- تطوير واعتماد أنموذج لقياس جودة الأرباح في سوق العراق للأوراق المالية يكون مؤشراً للمستثمرين والمتعاملين حول مدى جودة أرباح الشركات المدرجة في السوق.
- 5- العمل على توعية مستخدمي التقارير المالية بشكل عام والمستثمرين بشكل خاص بآثار وانعكاس ممارسات إدارة الأرباح في قراراتهم الاستثمارية ولا يتأتى ذلك إلا بتكاتف الجهود بين الجهات ذات العلاقة في سوق الأوراق المالية.
- 6- قيام جهات التحليل المالي (شركات أو مكاتب) بتشخيص الشركات والاستفادة من الدراسات والأبحاث في هذا المجال وإظهار تنبؤاتها حول نتائج أرباح الشركات.
- 7- الاهتمام بالقيمة الحقيقية للسهم كأحد مداخل الاستثمار فيه حين تنسب إليها قيمته السوقية لتحديد جدوى الاستثمار فيه ، والسعي إلى تعظيم هذه القيمة التي تنعكس في تعظيم القيمة السوقية للسهم المعبّرة عن قيمة الشركة كمحصلة نهائية ، وذلك من خلال تأثيرها في صافي القيمة الحالية للاستثمار ، الذي يمثل الفرق بين القيمتين ، والذي يتحدد في ضوءه قرارات الاستثمار العقلاني.
- 8- نوصي بأجراء بحوث مماثلة في قطاعات أخرى مثل (شركات الخدمات ، المصارف) لاختلاف بنود القوائم المالية لهذه القطاعات لهذه الشركات فضلاً عن خضوعها لآليات حوكمة أكثر صرامة .

المصادر :

1. Richardson Scott , " Earnings Quality and Short Sellers " , *Accounting Horizons*, Supplement, pp 49-61.,2003.
2. Kieso, Donald E. & et al, " *Intermediate Accounting* " , 10th ed ., john wiley and sons, 2010 .
3. Schipper, K., & Vincent, L. " Earnings Quality ". *Accounting Horizons*, Supplement, 97-110. ,2003.
4. Schroder , R.G & et al , " *Financial Accounting Theory & Analysis* " john wiley and sons Inc . ,7th ed. USA ,2001 .
5. المعيني، سعد سلمان عواد ، " قياس جودة الأرباح في المصارف التجارية " ، دراسة تحليلية من حسابات المصارف التجارية العراقية ، *مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية*، جامعة بغداد ، المجلد الثامن عشر ، العدد (64) ، 2011.
6. شاهين ، علي عبدالله احمد ، " إدارة الأرباح ومخاطرها في البيئة المصرفية "، دراسة تحليلية تطبيقية على المصارف الوطنية الفلسطينية ، كلية التجارة - الجامعة الإسلامية ، 2011.
7. حمدان ، علام محمد موسى ، " العوامل المؤثرة في جودة الأرباح : دليل من الشركات الصناعية الأردنية " ، *مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية*، المجلد العشرين، العدد الأول ، 2012 .
8. De-jun, WU." What are affecting earnings quality: A summarization " , *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 5(5) , 2009.

9. Hamdan, A., " The Relationship between Creative Accounting and Dividend Payments: Evidence from Dubai Financial Market ", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 2(November), 224-238, 2010.
10. Teitel, K., & Machuga, S., " The Interaction of Audit Firm Quality and the Mexican Code Of Best Corporate Practices On Earnings Quality " ـ *Review of Business Research*, 10 (1): 32-40., 2010.
11. السلطان ، أحمد بن محمد ، " تطور جودة المعلومات المحاسبية ، دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة السعودية بين عامي 2001 و 2008 " ، *مجلة البحوث المحاسبية* ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة القصيم ، المجلد الحادي عشر ، العدد (2) ، 2012.
12. Jensen, M, C., " The Modern Industrial Revolution , Exit, and the Failure of the Internal Control System " , *Journal of Finance*, 48, July. Pp. 831-880, 1993.
13. الشريف ، إقبال ، وأبو عجيلة ، عماد ، " العلاقة بين جودة الأرباح والحاكمة المؤسسية " ، *المؤتمر العلمي السابع كلية الاقتصاد و العلوم الإدارية جامعة الزرقاء* ، 2011.
14. Lipe, R. and January , " The relation between stock returns and accounting earnings given alternative information ". *The Accounting Review*. 65: 49-71, 1990.
15. Healy, P. M. and J. M. Wahlen , " A review of the earnings management literature and its implications for standard setting ". *Accounting Horizons*. 13: 365-383, 1999.
16. Dechow, P., Myers, L. and Shakespeare, C., " Fair Value Accounting and Gains from Asset Securiti-sations: A Convenient Earnings Management Tool with Compensation Side-Benefits ", *Journal of Accounting and Economics (forthcoming)*, 2009.
17. الأشقر ، هاني محمد ، " إدارة الأرباح وعلاقتها بالعوائد غير المتوقعة للأسهم ومدى تأثير العلاقة بحجم الشركة " ، دراسة تطبيقية في الشركات المساهمة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية التجارة ، الجامعة الإسلامية - غزة ، 2010 .
18. Bissessur , Sanjay Wikash , " Earnings Quality and Earnings Management: The Role Of Accounting Accruals " ـ *Journal of Business*, 1-205, 2008.
19. Belkaoui, Ahmed, "Accounting Theory " , Thomson Learning, U.S.A., 4th Ed, 2000.
20. حبيب ، عقيل حمزة ، " تمهيد الدخل ، دراسة ميدانية في عينة مختارة من الشركات الصناعية " رسالة ماجستير ، كلية الإدارة والاقتصاد ، الجامعة المستنصرية ، 2003 .
21. Chaney, Paul K., & Lewis, Craig M." An Empirical Analysis of Income Smoothing: Evidence from Initial Public Offerings " , *Working Paper Series* , 1994.
22. السهلي، محمد ، " التحفظ المحاسبي عند أعداد التقارير المالية للشركات المساهمة السعودية : دراسة تطبيقية " ، *المجلة العربية للعلوم الإدارية* ، جامعة الكويت، المجلد السادس عشر ، العدد الأول ، 2009.
23. Watts, R. L. " Conservatism in accounting, Part I: Explanations and implications" ، *Accounting Horizons*. 17: 207-22, 2003.
24. Katsuo, Yuko, "Earning Quality", Accruals and subjective Goodwill accounting, *Gakushuin University London*, NO js/80/526, April, 2008.
25. يوسف ، علي ، " أثر استقلالية مجلس الإدارة في ملائمة معلومات الأرباح المحاسبية لقرارات المستثمرين في الأسواق المالية " ، *مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية* ، المجلد الثامن والعشرين ، العدد الثاني ، 2012.
26. Barth, M., W. Beaver, and W. Landsman., " The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view ". *Journal of Accounting and Economics* 31, 2001 .

27. حماد، طارق عبد العال ، " التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة "، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر، 2008.
28. الهاشمي، مصطفى منير إبراهيم إسماعيل جميل ، "اثر التضخم في الاستثمار والتمويل وانعكاس ذلك على قيمة المنشأة "، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، 1998.
29. Brealy , Richard A. & et al., " *Fundamentals of Corporate Finance* ", McGraw-Hill Companies, Inc., U.S.A, 2001.
30. Emery ,Douglas K. & Sinnerty, John D., , " *Corporate Financial Management* ", Prentice Hall, Inc., New Jersey, U.S.A , 1997 .
31. هندي، منير إبراهيم ، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال "، منشأة المعارف بالإسكندرية ، مصر، 1990.
32. شومان ، حسنين فيصل حسن علي، " اثر إدارة النقدية الاستثمارات المالية المؤقتة في تعظيم قيمة المنشأة "، دراسة تطبيقية في عينة من شركات القطاع الصناعي المختلط ، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة الكوفة ، 2005 .
33. المشهداني ، عبد الرحمن حمود ، " تحليل وتقويم الاستثمار بالأسهم العادية " ، رسالة ماجستير ، جامعة بغداد ، كلية الإدارة والاقتصاد ، 1995.
34. تيم ، فايز ، " الإدارة المالية " ، الطبعة الأولى ، دار أثراء للنشر والتوزيع ، 2009 .
35. النعيمي ، عدنان تايه ، التميمي ، ارشد فؤاد ، " الإدارة المالية المتقدمة "، الطبعة الأولى ، دار اليازوري للنشر والتوزيع ، 2009 .
36. السعيد ، عبدالله كاظم حسن ، " اثر مؤشرات التحليل المالي في القيمة السوقية للأسهم "، دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية ، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة القادسية ، 2002.
37. التميمي ، ارشد فؤاد ، " الأسواق المالية (أطار في التنظيم وتقييم الأدوات) " ، الطبعة الأولى ، دار اليازوري للنشر والتوزيع ، 2010 .
38. التميمي، ارشد فؤاد ، القيسي ، احمد فارس ، " قياس العلاقة بين التدفق النقدي الحر و كلفة رأس المال وأثرهما في القيمة السوقية المضافة "، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية ، 2012 .