



---

اسم المقال: معايير الحكم المؤسسي في إدارة عوائد المنظمة ومخاطرها تطبيق في عينة من المنظمات المسجلة في أسواق الأوراق المالية العربية

اسم الكاتب: أ.د. سرمد كوكب الجميل، م. دعاء نعمان الحسيني

رابط ثابت: <https://political-encyclopedia.org/library/3365>

تاريخ الاسترداد: 2025/05/10 15:57 +03

---

الموسوعة السياسية هي مبادرة أكademie غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لاغناء المحتوى العربي على الإنترنت.

لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسية – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على

[info@political-encyclopedia.org](mailto:info@political-encyclopedia.org)

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسية – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع <https://political-encyclopedia.org/terms-of-use>

---

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة تنمية الراشدین كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسية مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكرية ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي يتضمن المقال تحتها.



## معايير الحكم المؤسسي في إدارة عوائد المنظمة ومخاطرها تطبيق في عينة من المنظمات المسجلة في أسواق الأوراق المالية العربية\*

دعا نعمان الحسيني

مدرس- قسم العلوم المالية والمصرفية

كلية الإدارة والاقتصاد -جامعة الموصل

duaahusaeny@yahoo.com

الدكتور سرمد كوكب الجميل

أستاذ -قسم العلوم المالية والمصرفية

كلية الإدارة والاقتصاد -جامعة الموصل

Sarmad\_aljamil53@yahoo.com

### المستخلص

لقد ركز البحث على الأسس والمفاهيم النظرية لإدارة العوائد والحكم المؤسسي والخطر، وعرض آراء الكتاب والباحثين فيما يتعلق بهذه الغاوبين، وشمل البحث عينة مكونة من (١١٥) شركة مسجلة في عدد من أسواق الأوراق المالية العربية، وتم اعتماد أنموذج Jones وأنموذج Modified Jones لقياس إدارة العوائد، ونمذج البحث متغيرات الحكم المؤسسي التي تتعلق بأداء الشركات وهيكل المالكين وعوائد ومكافآت مجلس الإدارة وقابلية إفصاح الشركات، فضلاً عن اعتماد أنموذج CAPM لقياس حجم الخطر النظامي الذي يلحق بالشركات، وتم قياس ونمذجة العلاقة التبادلية بين إدارة العوائد والحكم المؤسسي والخطر، وغطت الدراسة المدة (٢٠٠٤-٢٠٠٢)، وتوصل البحث إلى بناء أنموذج يقيس العلاقة التبادلية بين إدارة العوائد والحكم المؤسسي والخطر، كما دعا الدول العربية وشركاتها إلى أن تحذو حذو الدول التي أرست قواعد الحكم المؤسسي للحد من حالات التلاعب والتضليل.

**الكلمات المفتاحية:** إدارة العوائد، الحكم المؤسسي، الخطر.

\* البحث مستل من أطروحة الدكتوراه الموسومة بـ " العلاقة بين معايير الحكم المؤسسي وإدارة عوائد المنظمة ومخاطرها تطبيق في عينة من المنظمات المسجلة في عدد من أسواق الأوراق المالية العربية" كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل بتاريخ . ٢٠٠٨/١٠/٢٦

## The Governance Criteria in Earnings Management of Organization and its Risks: An Application on Sample of Registered Organizations in Arabic Stock Markets

**Sarmad K. Al-Jameel (PhD)**

Professor

Department of Financial and Banking Sciences  
University of Mosul

**Duaa N. Al-Hussaini**

Assistant Lecturer

Department of Financial and Banking Sciences  
University of Mosul

### **Abstract**

The research concentrated on the theoretical concepts of earning management, governance and risk. The research showed insights of researchers and scholars related to these titles. The research contains a sample consisted of (115) companies recorded in a number of Arab stock markets and (Jones model, Modified Jones and Industry model) were applied to measure the earning management. As well as the research modeled the variables of governance which related to companies performance, ownership structure, returns, rewards of management board and the ability of companies announcement. In addition to the adoption of CAPM model to measure systematic risk which affect the companies. The retrospective modeled between earnings management, governance and risk were modeled. The research covered the period between (2002-2004) and reached to construct a model of measuring the exchange relation between earnings management, governance and risk, and invite the Arab countries and their companies to follow suit the countries which established the governance rules, to declare play and maneuver cases.

**Key words:** Earning Management, Corporate Governance, Risk.

### **المقدمة**

يعد موضوع الحكم المؤسسي Governance توجهاً حديثاً يعكس أسس ومقومات النظم الديمقراطية ذات المشاركة المجتمعية، التي تقوم عليها ضمن ثلاثة الإدارة والمؤسسة والبيئة، وعلى هذا الأساس بات من أهم دواعي الاهتمام بقواعد ومعايير الحكم المؤسسي اليوم هو التوجّه لتحقيق هدف تعظيم كل من ثروة المالكين وقيمة المنظمة على حد سواء من خلال تبني الشركة إستراتيجيات وسياسات عديدة تستند على إدارة عوائدها Earning Management وتقدير أخطارها، والالتزام بالشفافية الأمر الذي ينعكس على جميع الأطراف المتعاملة مع الشركة.

### **مشكلة البحث**

تبرز مشكلة البحث بشكل واضح عبر تساؤلات عديدة أهمها:

- هل يمكن الكشف عن إدارة العوائد باستخدام البيانات التي يفرزها النظام المحاسبي معبرا عنها بالأرقام الواردة في الحسابات الختامية والتقارير المالية للشركات؟
- هل يمكن التتحقق من تطبيق نظام الحكم المؤسسي في الشركات من خلال الأرقام التي تتضمنها الحسابات الختامية والتقارير المالية التي تفصح عنها الشركات؟
- هل يتوضّح سلوك الشركات في تعاملها مع الخطير غير القابل للتتوسيع وفي تقدير حجم الخطير الذي يلحق بها بالاعتماد على أنموذج CAPM؟
- هل يمكن نمذجة العلاقة التبادلية وقياسها بين إدارة العوائد والحكم المؤسسي والخطير بالاعتماد على البيانات والمعلومات المحاسبية؟

### أهمية البحث

إن التوجه في إدارة عوائد الشركة وتأثير أخطارها على وفق قواعد ومعايير الحكم المؤسسي سيحقق منافع لكل من الشركة ممثلة بالإدارة والمستثمرين على حد سواء، فهي تضمن حسن إدارة الشركة وتقلل من التعارض بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص، وأنها تتبع للإدارة سلسلة فاعلة في وضع نظام للإفصاح وتوصيل الأخطار لأصحاب المصالح، فضلاً عن توفير المعلومات لجميع المستثمرين بشكل متوازن وإعلامهم بعوائد الشركة وأثار إدارتها على قيمة المنظمة فضلاً عن طمأنتهم بأن الأخطار التي تواجه استثمارتهم مفهومة من جانب ممثليهم والتصدي لها يكون على نحو منهجي ومنظم ويحقق مصالحهم.

### هدف البحث

يهدف البحث إلى:

تأثير الأسس النظرية لمفاهيم إدارة العوائد والحكم المؤسسي والخطر طبقاً لما أوردته الأدبيات الإدارية والإستراتيجية.

### فرضية البحث

"يمكن نبذجة العلاقة بين الحكم المؤسسي وإدارة العوائد والمخاطر التي تواجهها الشركة في السوق".

### الأسس النظرية للبحث

#### التطور النظري لمفاهيم إدارة العوائد والحكم المؤسسي والخطر

يظهر من مبدأ فصل الإدارة عن الملكية، أنه قد بدأ هناك صراع كبير بين الملكية من جهة والإدارة من جهة أخرى، فملكية الشركة بدأت تتسع في العقود الأخيرة بعد الاتجاهات التي طغت في العالم منذ نهاية عقد السبعينيات وبداية عقد الثمانينيات من القرن الماضي بإتجاه الشخصية والتحول نحو القطاع الخاص وتحول الشركات المساهمة الخاصة إلى مساهمة عامة وكانت عمليات كبيرة تم تحت عنوان إعادة الهيكلة بإتجاه الشركة المساهمة وتتمامي أسواق الأوراق المالية بحكم تسجيل عدد كبير من الشركات فيها.

وقد تسامي دور الإدارة بشكل كبير تحت مظلة المنافسة والانفتاح وباتت الإدارة تتخذ القرارات الإستراتيجية والتشغيلية التي تخص نشاطاتها لتدعم قدراتها للحد الذي قاد إلى ظاهرة ما يسمى بـ "الإداراتية" Managerialism، وتبعداً كل ذلك أصبح المدراء أكثر اهتماماً برفاهيتهم وتطوير أعمالهم عن اهتمامهم بحملة الأسهم (المالكين)، وهذا ما أشره Pike and Neale في كتابهما (Pike and Neale, 1993, 14)، وبرزت عدة مفاهيم على أثر تلك التطورات أهمها مشكلة الوكالة وإدارة مشكلة الوكالة، هذا ما شكل بعدها رئيساً ضمن المنظور الإستراتيجي للإدارة المالية، تمثل في حكم المؤسسة أو Governance، وهو أحد أبعاد البحث الحالي.

#### البعد الأول- نشوء وتطور إدارة العوائد

لقد شهد العالم تطور ظاهرة جديدة وإنشارها منذ بداية عقد التسعينيات من القرن الماضي تسمى إدارة العوائد Earnings Management، وعلى الرغم من عراقة المفهوم إلا

أن حالة الصراع بين الإدارة والملكية والتي سبق ذكرها أشرت تباهي ظاهرة الإدارة في المؤسسة وأحد توجهات تلك التطورات كان يعني إدارة العوائد، ولكن ما تؤشره المسوحات العلمية حول إدارة العوائد يلاحظ أن ٧٨٪ من المدراء الماليين لشركات في الولايات المتحدة الأمريكية قد مارس إدارة العوائد ضمن مسميات متعددة، وأن هناك ٥٥٪ من المدراء الماليين قد أسلأوا تفسير النتائج المالية لصالحهم (Burgestahler and Dichev, 1997, 101) لقد أشرت البحوث والدراسات إنتشار وتغلغل إدارة العوائد في الإدارات المالية للشركات في معظم دول العالم بما فيه المتقدم والنامي والدول المتحولة نحو السوق. فقد توصلت دراسة إلى أن ١٢٪ من الشركات الصغيرة تعد مسبقاً لإدارة عوائدها والتلاعيب بها لتحقيق زيادة في أهدافها، وأن ٤٤-٣٠٪ من الشركات تدير عوائدها لخلق عوائد إيجابية Positive Earnings، بعبارة أخرى، إن أعداداً كبيرة من الشركات تستخدم إدارة العوائد للمحافظة على نمو عوائدها أو لإبطال تجاوز حدوداً لا يجب أن تتجاوزها، لقد أشرت مقالة The Economist الافتتاحية أن الأرباح التشغيلية لأسهم ستاندرد آند بور قد ضخت بما لا يقل عن ١٠٪ سنوياً في العقدين الأخيرين (Economist, 2001, 72).

ومن هنا بدأت الهيئات المهنية الخاصة بالمعايير المحاسبية تصدر المزيد من المعايير المحاسبية لضبط العملية المحاسبية، فيما وقفت الإدارات التشغيلية بإتجاه رفع الكلف التشغيلية، وبانت إدارة العوائد منحصرة بإتجاهين: الأول محاسبياً والثاني تشغيلياً، والاثنان يقودان إلى النتائج نفسها (Ziv, 1998, 35-40)، وقد غالب التركيز على الإتجاه الأول في إدارة العوائد، وهو الإتجاه المحاسبى بوصفه الأقرب للإدارة المالية والأسهل في الوصول للنتائج.

ومما لا شك فيه أن المبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً قد تطورت عبر عقود وتطورت معها المعايير المحاسبية التدقيقية، يقول Revsine لقد أشرت نتائج عدد من البحوث بأن الإدارة تستخدم نفوذها لجعل الكشوفات المالية تعمل لصالحها، وأن هذا يسير متوازياً مع منفعة حملة الأسهم، كل هذا دفع إلى أن المنافع التي تخصل الأسهم لا تمثل الحقيقة (Revsine, 1991, 16-27)، كل هذا يعني أيضاً مقوله مفادها أن المدراء يعرفون حقيقة العوائد كما هي فعلاً وأن ما تظهره عمداً يغير تلك المبالغ الحقيقة، ومن هنا فإن المدراء يتبنون خياراتهم على ما يزيد عوائد لهم سواء أستخدمت المعايير المحاسبية أم لم تستخدم، وأستخدمت المعايير التدقيقية أم لم تستخدم.

إن كل الجدل والنقاش يدور في إطار إدارة العوائد التي تعتمد على ما تسمح به المبادئ المحاسبية العامة في بناء خيارات محاسبية تعتمد التقدير والتخيّل تسهل تحقيق إدارة العوائد، وتسعى الإدارة لاعتماد تلك الخيارات أيًّا كانت إيجابية أم سلبية لتحقيق منافعها أولاً ومنفعة حملة الأسهم ثانياً.

#### **البعد الثاني- نشوء وتطور الحكم المؤسسي**

لقد واجهت شركات الأعمال تحديات كبيرة منذ بداية عقد التسعينات وكما سبق ذكره آنفاً، وبذلت هناك دعوات لمعايير الحكم المؤسسي للشركات تحفظ حقوق الأطراف المعاملة مع الشركة ومن أهمها حملة الأسهم، ولقد برزت الكثير من الشواهد ومنها حالات الغش والإحتيال والتلاعيب والإنهايار لعدد غير قليل من الشركات، وبذلت جهات كثيرة تعمل بأشكال متعددة محاسبية وتدقيقية ومالية وقانونية، وإنحصر الموضوع بين جهتين هما:

مجلس إدارة الشركة ومديرها التنفيذي وتم وضع العديد من التوصيات التي ركزت على الفصل التام بين مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وبدأ التركيز على الإستراتيجية والأداء ومعايير التنفيذ والموارد وضبط العلاقات المالية للمدير وأعضاء مجلس الإدارة وتحديد رواتبهم ومكافآتهم والإفصاح عنها، وغيرها من المبادئ والأسس والمعايير التي يلزم الاعتماد عليها بحيادية و موضوعية (Frensch, 2004) وهذا تختلف الدول من حيث تطور نظم الحكم المؤسسي فيها وهو إشارة إلى الأدوات التي تحكم بها الشركة، والوظائف التي تمارسها، وهناك وظائف رئيسة يمارسها هذا النظام بأدائها مثل المساعدة والإفصاح والشفافية، فيما ركزت أدبيات الحكم المؤسسي على عوامل رئيسة منها مجلس إدارة الشركة وما يتكون أي تركيبة هذا المجلس وعنصره من حملة الأسهم داخل الشركة ومن خارجها أم من الفئتين وحجم مجلس الإدارة وعدد الأسهم التي يمتلكها كل عضو من أعضاء المجلس والمكافآت الممنوحة لأعضاء المجلس وكيف يمكن لمجلس الإدارة أن يؤثر في نشاطات الشركة في ظل الانقسام التام بين الإدارة والملكية، وهنا برزت مشكلة الحكم المؤسسي في الشركة والسوق وأثيرة التساؤلات عن قدرة مجلس الإدارة في حل المشاكل التي ت تعرض العلاقة بين الإدارة والمالكين. لقد أرتبط الحكم المؤسسي بأهداف الشركة، التي تسعى الإدارة إلى تحقيقها، ومنها الإدارة المالية وبات نظام الحكم المؤسسي موضع دراسة ونقاش في قدرته على حل مشاكل الشركة والإدارة والسوق، وبرز موضوع كيفية التصدي لإدارة العوائد ضمن إطار الشركة وإدارتها، ويقف على رأس تلك العناوين نظرية الاحتيال المالي Financial Fraud theory التي تعرض مفهوم الاحتيال المالي من جوانب عدة وتضع الإستراتيجيات الازمة لقياس خطر الاحتيال المالي، وتصف النظرية أنواع التلاعب المالي وحدوده وإنجذبت إلى وضع الآليات عبر تعزيز مفاهيم القياس المحاسبي والتدقيق والقانوني.

### البعد الثالث- نشوء وتطور مفهوم الخطر

تعامل الإدارة المالية مع سلسلة من الأخطار صنفها Pike and Neale إلى عدة أصناف خطر الأعمال والخطر المالي ومجموعاًهما خطر الشركة وتبين تلك الأخطار بحسب القرار المالي، وهناك من القرارات المالية من تكون أخطاره قليلة، وهناك من تكون أخطاره عالية، ولهذا فإن هناك جهوداً كبيرة في إطار الدراسات والبحوث المالية قد أنصبت على الخطر المالي، وأرتبط الخطر بالعائد ضمن ثنائية العائد والخطر في دراسة القرارات المالية الاستثمارية أو التمويلية، وأرتبط الخطر بمهمة المدير المالي سوء بتوفير الأموال من أسواق رأس المال أو في استثمار الأموال في فرص استثمارية ضمن نشاطات الأعمال (Pike and Neale, 1993, 17-18).

إن تنامي ويساع حالات الإنفتاح والتحرير المالي قاد للمزيد من التنافسية وتحقيق المنافع منها بإتجاه المزيد من المشاريع الاستثمارية المرحبة ذات المخاطرة المنخفضة وضمن أهداف الإدارة المالية المتغيرة وخاصة ما بعد سنة ١٩٩٠، وهذا ما تم تأثيره سابقاً، بدأ البحث عن مزيد من الأرباح من قبل الإدارة التنفيذية في الشركات من جهة المستثمرين في أسهم تلك الشركات، وبدا الخطر عملاً مهماً وحاسماً، فبدا حملة الأسهم أكثر اهتماماً بالشركة ومن جانب آخر ركز الإهتمام على تعظيم قيمة الأسهم بهدف تعظيم قيمة الشركة. هنا عندما يتم التأكيد على العائد يعني ضمنياً التأكيد على الخطر بوصفه الخسارة المتوقعة ومحاولة تجنبها يعني تعظيم العائد .(Pike and Neale, 1993, 23)

### الحكم المؤسسي- خط الدفاع الأول

لقد أطلق Giroux في كتابه *Earnings Magic: Manipulating Earnings Number* إن الحكم المؤسسي بمثابة خط الدفاع الأول، ذلك أن مجلس الإدارة لا بد أن يتتأكد من أن إستراتيجية الأعمال يتم تنفيذها في عمليات تشغيلية ولا بد للمجلس من أن يجد بنية للحكم المؤسسي للعمل وتخلص الشركة من أية جوانب قد تتسنم بالسوء والسلبية، وإن هيكل الحكم المؤسسي لا بد من أن يبعث نوعاً من الإعتمادية والموثوقية بالكشفات المالية، وإن الحكم المؤسسي الضعيف يمكن أن يهيمن عليه المدير المفوض وينتج عوائد ب نوعية رديئة لا تتسم بالقدرة على الإستقرارية والتنتوية، ومن هنا شهدت التسعينيات من القرن الماضي عدداً من البحوث والدراسات آخذين في الاعتبار الدور الطبيعي للمحاسبة والتدقيق ضمن منظومة الإدارة المالية في الشركة، وبدت حالة الصراع بين الإدارة والماليين تتبلور على نحو أكبر ومحاورها صافي الدخل ونصيب السهم الواحد من الأرباح (EPS) Earnings per share والدخل التشغيلي ومقسم الأرباح وأسعار الأسهم والميزانية وكشف الدخل وكل هذا تحت غطاء إدارة العوائد ومن هنا كنفت جهود الباحثين في الإدارة المالية في هذا المجال وبرزت التساؤلات التالية: كيف يمكن اكتشاف إدارة العوائد في الشركة؟ وكيف يمكن أن يكون الحكم المؤسسي خط دفاعياً يفصل بين الإدارة وما هي العلاقة بين إدارة العوائد والحكم المؤسسي.

### إدارة العوائد ونمادج قياسها

للغرض تحديد الأطر العامة لمفهوم إدارة العوائد لا بد من تعريف هذا المفهوم، وقد عرفه الكتاب تعريفات مختلفة، ويؤكد الباحث Beneish أن ليس هناك إجماع على تعريف لإدارة العوائد، وأن هناك على الأقل ثلاثة إتجاهات لتعريفها (Beneish, 2001, 3-17): الاتجاه الأول: إنها عملية بخطوات مدروسة وضمن محددات معينة لقبول مبادئ محاسبية عامة لإحداث مستوى معين ومرغوباً به من العوائد المسجلة في القوائم المالية، وهذا ما أكدته الباحث Beneish واتفق معه آخرون منهم (Davidson, et. al., 2005,259) فيما يعد الاتجاه الثاني إدارة العوائد بمثابة تدخل هادف في عملية إعداد القوائم المالية النهائية بقصد الحصول على أرباح خاصة، وأن مثل هذا التعريف قد يشمل إدارة العوائد الحقيقة المتأتية من القرارات التمويلية والاستثمارية التي تتخذها الإدارة لتغيير العوائد في القوائم المالية أو خصمها، وهذا ما أكدته الباحث (Schipper, 1989,92). والاتجاه الثالث يظهر إدارة العوائد عندما يضع المديرون أحکاماً في التقارير المالية وهيلكتها بصفقات لتغيير طبيعتها، إما لتضليل حملة الأسهم لما لها في الأداء الاقتصادي للشركة أو للتاثير على النتائج التعاقدية التي تعتمد عليها الأرقام المحاسبية، وهذا ما أكدته (Healy and Wahlen, 1999, 368) أن إتفقا على إدارة العوائد لدى الجهات المهنية أو توافقاً عليه فكريأً أو أكاديمياً مازال قيد البحث والدراسة (Baralexis, 2004, 2)، وعرف Babalyan (Trezervant, 1997) مستنداً على أعمال كثيرة منها: Kinney and Stolowy and Breton,2000 (Mulford and Comiskey,2002) و (Wong, 1994) و (Healy and Wahlen,1999) و (Schipper,1989) و (Walnlen,1999) وغيرها. وإنتهى أخيراً بتعریف مفاده إن إدارة العوائد لا تخرج عن كونها تلاعاً في حساب المستحقات وخیارات الإدارة في استخدام السياسات والطرائق في

عمليات التقدير والتخمين، ومن تلك الأنشطة ما يندرج ضمن الحيل والخدع بقصد معين وأغراض بعيدة الأمد (Babalyan, 2004, 6-16).

### نماذج إدارة العوائد

تناولت أدبيات إدارة العوائد في دراسات وبحوث عرضاً مفصلاً لعدد من النماذج لقياس إدارة العوائد، وقد تبادرت الباحثون ببيان النماذج فيما تبادرت النماذج في طبيعتها ما بين نماذج بسيطة وأخرى معقدة. فنماذج إدارة العوائد أو قياس إدارة العوائد عرضها الباحثون بأشكال مختلفة منها نماذج قياس المستحقات التخمينية ومنهم (Dechow, 1995, 8 و Zhang, 2002, 9-12) والسبب في ذلك إن النماذج اعتمدت أساساً على قياس المستحقات التخمينية ضمن مجموع المستحقات كمدخل لقياس إدارة العوائد.

#### ١. نموذج Healy

لقد وضع Healy نموذجه في بحثه الذي قدمه عام ١٩٨٥ لقياس إدارة العوائد من خلال مقارنة معدل مجموع المستحقات ونسبتها إلى مجموع الموجودات. إن دراسة Healy اعتمدت التنبؤ بالعائدات النظامية في أية مدة زمنية معينة.

$$NDA = \frac{\sum TA_t}{T_{t-1}}$$

حيث:

$NDA_t = \frac{\text{المستحقات غير التخمينية}}{\text{الزمن}} = t$

$$\frac{\sum TA_t}{T_{t-1}} = \frac{\text{مجموع المستحقات منسوبة إلى مجموع الموجودات للسنة السابقة}}{\text{مجموع الموجودات لسنة سابقة لها التي يرمز لها } A_{t-1}}$$

#### ٢. نموذج De Angelo

قدم De Angelo نموذجه في عام ١٩٨٦، حيث اعتمد على إفتراض أن المستحقات غير التخمينية تساوي مجموع المستحقات في آخر المدة والتي رمز لها  $TA_{t-1}$  ونسبها إلى مجموع الموجودات لسنة سابقة لها التي يرمز لها  $A_{t-2}$ . ولذا جاء الأنماذج: (De Angelo, 1986, 400-420)

$$NDA = \frac{TA_{t-1}}{A_{t-2}}$$

وقد وضع De Angelo نموذجه بعد دراسة Healy وتقديره للمدة الزمنية.

#### ٣. نموذج جونز Jones Model

حاول Jones في عام ١٩٩١ السيطرة على آثار التغيرات في ظروف الشركة من خلال المستحقات غير التخمينية وعرض أنموذجه كما يأتي:

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

حيث:

$NDA_t$  = المستحقات غير التخمينية

$A_{t-1}$  = مجموع الموجودات للسنة السابقة

$\Delta Rev_t$  = التغير في الإيرادات في سنة  $t$

$PPE_t$  = الأبنية والمصانع والمعدات في سنة  $t$

وأكّد انه للحصول على المعاملات  $a_3, a_2, a_1$  لا بد من إعتماد معادلة الميل للمدة المقدرة:

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

حيث المعاملات  $a_3, a_2, a_1$  تقدر من خلال طريقة المربعات الصغرى OLS وأنه

$e_1$  تمثل الباقي.

#### ٤. أنموذج جونز المعدل Modified Jones Model

اعتمد الأنماذج على سابقه أنموذج Jones وباستخدام المعادلة الآتية:

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

$NDA_t$  = المستحقات غير التخمينية لسنة  $t$

$1/A_{t-1}$  = نسبة ١ إلى إجمالي الموجودات لسنة سابقة  $t-1$

$\Delta Rev_t$  = التغير في إيرادات السنة

$\Delta Rec_t$  = التغير في حسابات القبض في سنة

$PPE_t$  = الأبنية والمصانع والمعدات في سنة  $t$

وقدرت  $a_3, a_2, a_1$  من أنموذج جونز الأصلي والتعديل فقط تم في التغير في الإيرادات والتي عدلّت نسبة للتغير في أوراق القبض في مدة الحدث. وأستند التعديل على فكرة ربط إدارة العوائد بالتلاء من خلال تحقق الإيراد والتغير في الإيرادات من أجل الوصول إلى حقيقة التغير في الإيرادات تلك أو الخطأ. إن فكرة التلاء عند المديرين تكمن في تتحقق الإيراد من خلال المبيعات النقدية ومن ثم جاء أنموذج جونز المعدل أكثر قوة في إكتشاف إدارة العوائد مقارنة بالأنموذج الأصلي لجونز، ويعتمد أساساً على احتساب المستحقات التخمينية (Zhang, 2002, 12).

#### ٥. الأنماذج الصناعي The Industrial Model

اقرر أن الأنماذج الصناعي أن محددات المستحقات غير التخمينية تعد شائعة عبر الشركات في الصناعة نفسها وهي ذات دالة خطية ، أي أن المستحقات غير التخمينية ترتبط بعلاقة خطية مع وسيط الصناعة Median Industry لمجموع المستحقات مع محددات أخرى .

$$NDA_t = B_1 + B_2 \text{median}(Ta_t/A_{t-1})$$

حيث :

$NDA_t$  = المستحقات غير التخمينية

$Ta_t$  = إجمالي المستحقات في سنة  $t$

$A_{t-1}$  = إجمالي الموجودات لسنة سابقة  $t-1$

$B_1, B_2$  = معلمات خاصة بالأنموذج

يعتمد قياس NDA (المستحقات غير التخمينية) على ما ورد في أنموذج جونز وقد

نسبت إلى مجموع المستحقات (Zhang, 2002, 13).

## ٦. النماذج المقطعة Cross Sectional Models

غالباً ما تعتمد النماذج المقطعة في قياس إدارة العوائد على أنموذج جونز وجونز المعدل، وهو لا يختلف عن النماذج الأصلية التي ناقشناها باستثناء معلمات النماذج والتي لا يتم تقييرها عبر سلسلة زمنية، بل عبر بيانات الشركات في سنة معينة، من هنا فإن المعلمات  $a_3, a_2, a_1$  التي ترد في الأنماذج جونز وجونز المعدل مرتبطة بصناعة معينة، لسنة معينة لذا لابد من سلاسل زمنية لشركات معينة، وإن المسألة الأساسية التي لابد من التذكير بها تتمثل في أن النماذج في التحليل المقطعي تستند على افتراضات غير تلك التي تستند عليها تحليلات السلسلة الزمنية. ويفترض أنموذج التحليل المقطعي ارتباطاً بين المستحقات غير التخمينية والمستحقات التخمينية، مثل ذلك، أن التغيرات في الإيرادات وفي ممتلكات المصانع والمعدات (PPE) تتحدد بالصناعة والحالة الاقتصادية الحالية، فيما تفترض السلسلة الزمنية أن الارتباط يتحدد بسمات محددة للشركة، ويؤكد Zhang أن المستحقات التخمينية تحسب باستخدام التحليل المقطعي لأنموذج جونز وجونز المعدل.

## ٧. أنموذج جونز المعدل ذو المنظور الامامي

### The Forward-Looking Modified Jones Model

ويستند الباحث في عرضه لهذا الأنماذج على ما طرحته Dechow, et al, 2002 وسماه المنظور الامامي للمستحقات غير التخمينية وتظهر معادلته كما يأتي:

$$NDA_t = Y_1[(\Delta Rev_t - (1-k)\Delta Rec_t)] / A_{t-1} + Y_2 PPE_t / A_{t-1} + Y_3 TA_{t-1} / A_{t-2} + Y_4 GR\_Sales_{t+1}$$

حيث :

$K$  = ميل معامل الارتباط من خلال إنحدار تغير في أوراق القبض مع التغير في الإيرادات والأثنان منسوبان لمجموع الموجودات للسنة السابقة.

$GR\_Sales_{t+1} = \frac{\text{التغير في المبيعات بين سنة } Y \text{ وسنة } Y+1 \text{ منسوباً لمبيعات سنة } t}{\text{معدل النمو}}$

يتضمن الأنماذج ثلاثة تعديلات لأنموذج جونز المعدل هي:

١. تعديل زيادة المبيعات الآجلة وفقاً للمتوقع يعني أن كل المستحقات تمثل إنتصارات مبيعات، أكد تعامل الأنماذج مع ذلك بحسب الرمز  $K$  في إنحدار المربعات الصغرى للتغيرات حسابات القبض قياساً بالإيرادات، وقد تحقق ذلك بين الصفر والواحد. ولهذا فإن الجزء المتوقع للتغيرات حسابات القبض الناتج عن تغيرات المبيعات لا بد من التعامل معه على أنه مستحقات طبيعية، وهذا فإن تغير المبيعات سيقل ١٠٠% عن زيادة حسابات القبض.
٢. التعديل الثاني خاص بمجموع المستحقات للسنة السابقة والتي تستند على افتراض أنها ذات ارتباط ذاتي، من هنا فمن المحتمل أن الشركات ذات المستحقات المرتفعة (المنخفضة) في السنة السابقة ( $t-1$ )، تكون ذات مستحقات مرتفعة (منخفضة) عن سنة  $t$ .
٣. التعديل الأخير خاص بنمو المبيعات المستقبلية. غالباً ما تزيد الشركات مخزونها كتوقع لمبيعات مستقبلية مرتفعة ومستحقات مرتبطة بزيادة المخزون تؤخذ في الاعتبار عند

إدارة العوائد، ولكن رد فعل الإدارة يتمثل في التنبؤ بالمبيعات ونموها في المستقبل  
(Zhang, 2002, 14-15)

### **مفهوم الحكم المؤسسي ومنهجية القياس**

تناولت دراسات عديدة مفهوم الحكم المؤسسي Governance وقد عرّبت بمصطلحات مختلفة للحكومة - الحكومية - التحاكمية وغيرها، ولم يكن هناك إتفاق على مفهوم معين ضمن إطار اللغة العربية، وإن حداثة المفهوم وما ينطوي عليه من مضمون بيئية وإستراتيجية تتفق عائقاً أمام بلوغه واضح ومحدد ضمن أدبيات إدارة الأعمال وناقش الكتاب Keasey و Thompsonsonec آخرون في عام ١٩٩٧ مختلف الجوانب الإقتصادية والإدارية والمالية للحكم المؤسسي وعرّفوا الحكم المؤسسي بأنه نادرًا ما كان يذكر هذا المفهوم قبل عام ١٩٩٥، ولكن بعد ذلك شهد المفهوم تناولاً واسعاً من لدن المختصين والمهتمين، وفي المفهوم الضيق فالحكم المؤسسي قد يوصف حالة النظام الرسمي لمساعدة الإدارة العليا من قبل حملة الأسهم، ولكن اتساع صيغة المناقشة لهذا المفهوم طرح مفهوماً واسعاً له، تمثل في النظميين الرسمي واللارسمي معاً ليخص الأطراف المستفيدة من المنظمة في المجتمع، ومن هنا يمكن القول بأن الحكم المؤسسي يتمثل في هيكل Structure و عمليات Operations وثقافة Culture ونظام System يسهم في إنجاح المنظمة وتحقيقها لأهدافها (2, Keasey, et. al., 1997)، وتعرف الكتاب على جذور المفهوم تاريخياً وهي اقتصادية بطبيعتها، إذ يقول الباحثان Chin و Hung إن الحكم المؤسسي Governance كمصطلح يضع عدة معانٍ، ولفهم هذه المعانٍ المختلفة لابد من متابعة التطور التاريخي له، وشروع المفهوم مؤخراً. ويمكن القول إن مفهوم الـ Governance قد طرح أولأ من قبل البنك الدولي، وقد اعتمد منذ ذلك الحين من قبل عدد كبير من المؤسسات الدولية، وكل ما في الأمر يتمثل في تفعيل الإدارة والموارد الإقتصادية والإجتماعية للتنمية (Chin and Hung, 2004, 2-3).

### **الخطر ودور أنموذج تسعيـر الموجـود الرأسـمـالي في قـيـاسـه**

عدَّدَتْ هَذِهِ الْمُنْظَرَاتِ الْمُعْلَمَاتِ الْمُالِيَّةِ، وَأَخْرَجَنَّ التَّحْديَ الْحَقِيقِيَّ لِلْمَرْاقِبِينَ هُوَ الْخَطَرُ النَّظَامِيُّ، وَهُوَ ذَلِكُ الْخَطَرُ الَّذِي يَتَرَاقِفُ أَوْ يَتَدَبَّرُ مَعَ الْفَشَلِ لِمُخْتَلِفِ الْمُنظَّمَاتِ وَالَّذِي يَقُودُ لِحَدُوثِ أَزْمَاتِ مَالِيَّةٍ، مَا يَتَطَلَّبُ تَقْدِيرُ الْخَطَرِ بِالإِعْتِمَادِ عَلَى عَلَاقَاتِ الْإِرْتِبَاطِ خَصْوصَاً بَيْنِ أَدَاءِ الشَّرْكَاتِ وَتَوزُّعِ الْعَوَادِي (Hansel, et. al., 2006, 1-24)، وأشار الكاتب Gitman في كتابه الموسوم "Principles of Managerial Finance" إلى مقاييس الخطر وهي متعددة وفي مقدمتها الإنحراف المعياري ومعامل الاختلاف اللذان يقيسان المخاطر الكلية، والتباين ومعامل بيـتا اللذان يقيسان المخاطر المنتظمة، والرفع المالي الذي يلتقي الضوء على أحـطـار سـعـرـ الفـانـدـةـ. أما أدوات قياس الخـطـرـ الأـكـثـرـ فـاعـلـيةـ، فـتـتـنـتـلـ فيـ ماـ يـسـمىـ بإـطـارـ الخـطـرـ Risk Profileـ، ويـتـمـ فـيـهـ الـرـبـطـ بـيـنـ التـغـيـرـ فـيـ السـعـرـ وـمـسـتـوىـ الـأـدـاءـ الـذـيـ يـقـاسـ بالـقـيـمةـ الـحـالـيـةـ لـلـتـدـفـقـاتـ الـنـقـدـيـةـ الـمـتـولـدةـ عـنـ الـعـمـلـيـاتـ الرـئـيـسـةــ. وأـكـدـ Gitmanـ عـلـىـ مـصـطـلـحـ بيـتاـ كـتـعبـيرـ كـمـيـ يـقـيسـ الـخـطـرـ الـذـيـ تـسـبـبـهـ حـرـكـةـ السـوقـ، فـكـلـماـ إـرـقـعـتـ بيـتاـ الـخـاصـةـ بـالـوـرـقةـ الـمـالـيـةـ إـرـقـعـ عـائـدـهـ الـمـتـوقـعـ، وـيـرـجـعـ الـكـاتـبـ الـخـسـارـةـ النـاجـمـةـ عـنـ تـقـلـباتـ السـوقـ نـتـيـجـةـ التـبـاـينـ فـيـ أـسـعـارـ الـأـورـاقـ الـمـالـيـةـ إـلـىـ الـاعـتـمـادـ عـلـىـ الـمـعـلـومـاتـ الـوـارـدـةـ إـلـىـ السـوقـ، وـيـطـرـحـ الـكـاتـبـ أـنـمـوـذـجـ تـسـعـيـرـ المـوـجـودـ الرـأـسـمـالـيـ CAPMـ بـهـدـفـ التـعـرـيفـ بـكـيفـيـةـ

تحديد الأسعار على نحو يكفل تحقيق عائد أكبر مقابل خطر كبير، حيث يقوم هذا الأنماذج على إفتراض مفاده: إن المستثمرين يرغبون حيازة الأوراق المالية في محافظ مالية تدر عليهم أقصى عائد مقابل مستوى معيناً من الخطر، على وفق المعادلة الآتية (Gitman, 2000, 236-256)

$$K_i = R_f + [b_i * (K_m - R_f)]$$

إذ:

$K_i$ = العائد المتوقع للسهم

$R_f$ = عائد السهم الحالي من المخاطرة

$b_i$ =عامل بيّنا ويمثل الأخطار المنتظمة للورقة المالية

$K_m$ = عائد السوق

### تأثير العلاقة النظرية بين إدارة العوائد والحكم المؤسسي والخطر

لقد أشرت دراسة Francis وأخرون علاقة إدارة العوائد بالخطر فاعتمدت الإختبارات المباشرة بين معاملات بيّنا لأنماذج تعسیر الموجود الرأسمالي وبين نوعية المستحقات، وإن التباينات في معاملات بيّنا كانت كبيرة تارةً ومنخفضة تارةً أخرى، إن تطبيق علاقة الإنحدار بين عوائد السوق ونوعية المستحقات ضمن مستويات معنوية بلغت ٠٠٠١ قاد إلى تقدير بيّنا قاربت من نسبة ٢%， وقد طورت الدراسة تلك التصنيفات ولاسيما على العوائد المتوقعة وقدرت المعاملات لتلك الإختبارات اللاحقة لتصل إلى ٣% وإستنتجت الدراسة تأثير نوعية المستحقات التخمينية وغير التخمينية الكبير على عوامل الخطر في السوق (Francis, et. al., 2004, 2).

يقول الباحثان Chirinko و Schaller إن لمشاكل الحكم المؤسسي تأثير مباشر وسريع على كفاءة سعر الخصم التي تقود قرارات الاستثمار، ويبير الكاتبان ذلك بإستخدام سعر الخصم من قبل حملة الأسهم والإدارة في معظم قرارات الإنفاق الاستثماري، وهنا لا بد من التمييز بين الإدارة وحملة الأسهم في كيفية التعامل مع سعر الخصم، فحملة الأسهم يعتمدون سعر الخصم وعلاقته بأسعار الأسهم ومقسوم الأرباح والعوائد، فيما تهتم الإدارة بسعر الخصم الذي يخص الإنفاق الاستثماري (Chirinko and Schaller, 2004, 2).

وتتناول الباحث Hoskisson وأخرون العلاقة بين الحكم المؤسسي ومخاطر الشركة في إطار منهجية في كيفية تأثير نظام الحكم المؤسسي في الشركة على خطر الشركة (Hoskisson, et. al., 2004, 293-315).

### منهجية البحث ومعالجة البيانات وتصنيفها

يتكون مجتمع البحث من الشركات المساهمة المسجلة في الأسواق المالية الآتية: سوق البحرين للأوراق المالية، وسوق الكويت للأوراق المالية، وسوق أبو ظبي للأوراق المالية، وسوق دبي للأوراق المالية، وسوق السعودية للأوراق المالية، وسوقالأردن للأوراق المالية، وتقاولت هذه الأسواق في تاريخ تأسيسها، وقد تباينت هذه الشركات في أحجامها وأعدادها والقطاع الذي تعمل فيه، فهناك القطاع الصناعي، والقطاع التجاري، والقطاع المصرفي، والقطاع الخدمي، والقطاع الزراعي، وقطاع التأمين، وتمثل هذه الأسواق بشركاتها المجتمع البحثي للبحث، علمًا أن هذه الشركات تتباين في أعمارها وفي رأسمالها في السوق الواحدة وفي الأسواق مجتمعة.

### نماذج التطبيق

اعتمد تحليل بيانات البحث على عدد من النماذج المستخدمة في قياس إدارة العوائد والحكم المؤسسي والخطر من الباحثين الآخرين، وقد تم الإعتماد على ثلاثة نماذج لقياس إدارة العوائد وأربعة نماذج لقياس الحكم المؤسسي وأنموذج لقياس الخطر، وأعتمدت نماذج قياس إدارة العوائد على المستحقات غير التخمينية، ذلك أن المستحقات غير التخمينية تعد من الثوابت المسلم بها في الشركات غير الخاضعة للتقدير الشخصي، وقد تم تفسير النتائج المتولدة من تطبيق النماذج أعلاه لتقدير الجانب التطبيقي في البحث وهذه النماذج هي:

#### ١. إدارة العوائد وتم إعتماد النماذج الآتية:

**Jones Model** يستخدم أنموذج Jones المستحقات غير التخمينية والتي لا تخضع لحكم وسيطرة مدراء الشركة ليتم التلاعيب بها وذلك باستخدام الصيغة الآتية:

$$\text{Non Discretionary Accruals} = a_1(1/\text{Assets}_{it-1}) + a_2(\Delta\text{Revenue}_{it}/\text{Assets}_{it-1}) + a_3(\text{Gross property plant and Equipment}_{it})$$

$$\text{NDA}_{it} = a_1(1/A_{it-1}) + a_2(\Delta\text{REV}_{it}/A_{it-1}) + a_3\text{PPE}_{it}$$

ويعتمد الأنماذج على المتغيرات التالية:

$$\text{NDA}_{it} = \text{Non Discretionary Accruals}_{it} =$$

المستحقات غير التخمينية للمنظمة  $t$  في سنة  $t$ .

$$A_{it-1} = \text{Assets}_{it-1} =$$

إجمالي الموجودات للمنظمة  $t$  في السنة السابقة

$$\Delta\text{REV}_{it} = \Delta\text{Revenue}_{it} =$$

التغيرات السنوية في إيرادات المنظمة  $t$  من سنة  $t-1$  إلى سنة  $t$ .

$$\text{PPE}_{it} = \text{Gross Property Plant and equipment}_{it} =$$

الابنية والمصانع والمعدات للمنظمة  $t$  في سنة  $t$ .

معاملات متعلقة بالأنماذج يتم تقديرها من خلال طريقة المربعات الصغرى  $a_1, a_2, a_3$

#### بـ. Modified Jones Model

قدم Jones نسخة معدلة عن أنموذجه السابق، ويمثل التغيير في الأنماذج خفض التغيرات السنوية في حسابات القبض من التغيرات السنوية في الإيرادات، وكانت معالجة الأنماذج كالأتي:

$$\text{Non Discretionary Accruals}_{it} = a_1(1/\text{Assets}_{it-1}) + a_2[(\Delta\text{Revenue}_{it} - \Delta\text{Accounts Receivable}_{it})/\text{Assets}_{it-1}] + a_3(\text{Gross property plant and Equipment}_{it}/\text{Assets}_{it-1})$$

$$\text{NDA}_{it} = a_1(1/A_{it-1}) + a_2[(\Delta\text{REV}_{it} - \Delta\text{REC}_{it})/A_{it-1}] + a_3(\text{PPE}_{it}/A_{it-1})$$

إذ يعتمد الأنماذج المعدل على المتغيرات الآتية:

$$\text{NDA}_{it} = \text{Non Discretionary Accruals}_{it} =$$

المستحقات غير التخمينية للمنظمة  $t$  في سنة  $t$ .

$$A_{it-1} = \text{Assets}_{it-1} =$$

إجمالي الموجودات للمنظمة  $t$  في السنة السابقة

$$\Delta\text{REV}_{it} = \Delta\text{Revenue}_{it} =$$

التغيرات السنوية في إيرادات المنظمة  $t$  من سنة  $t-1$  إلى سنة  $t$ .

$$\Delta\text{REC}_{it} = \Delta\text{Accounts Receivable}_{it} =$$

التغيرات السنوية في حسابات القبض للمنظمة  $t$  من سنة  $t-1$  إلى سنة  $t$

$$\text{PPE}_{it} = \text{Gross Property Plant and equipment}_{it} =$$

الابنية والمصانع والمعدات للمنظمة  $t$  في سنة  $t$ .

معاملات متعلقة بالأنموذج يتم تقديرها من خلال طريقة المربعات الصغرى  $a_1, a_2, a_3$

#### جـ. The Industrial Model

يعتمد الأنموذج الصناعي أو القطاعي على محددات متشابهة للمستحقات غير التخمينية في الشركات التي تتنمي لذات الصناعة، وقد تم استخدام الصيغة الآتية:

$$\text{Non Discretionary Accruals}_{it} = a + b \text{ median}(\text{Total Accruals}_{it}/\text{Assets}_{it-1})$$

$$\text{NDA}_{it} = a + b \text{ median}(\text{TA}_{it}/\text{A}_{it-1})$$

وت تكون متغيرات الأنموذج مما يأتي:

$$\text{NDA}_{it} = \text{Non Discretionary Accruals}_{it} =$$

المستحقات غير التخمينية للمنظمة  $t$  في سنة  $t$ .

الوسيط من خلال ترتيب القيم تصاعديا ثم اختيار القيمة الوسطية

$$\text{Median} = \text{Total Accruals}_{it} =$$

اجمالي المستحقات للمنظمة  $t$  في سنة  $t$ .

$$\text{A}_{it-1} = \text{Assets}_{it-1} =$$

اجمالي الموجودات للمنظمة  $t$  في السنة السابقة

ثابت المعادلة  $a$ ، معامل متعلق بالأنموذج

وقد تم احتساب المستحقات غير التخمينية للنماذج السابقة بحسب الأنموذج الذي

طرحه De Angelo وكما في المعادلة الآتية:

$$\text{Non Discretionary Accruals}_{it} = \text{Total Accruals}_{it}/\text{Assets}_{it-1}$$

$$\text{NDA}_{it} = \text{TA}_{it}/\text{A}_{it-1}$$

إذ يعتمد الأنموذج على المتغيرات الآتية:

$$\text{NDA}_{it} = \text{Non Discretionary Accruals}_{it} =$$

المستحقات غير التخمينية للمنظمة  $t$  في سنة  $t$ .

$$\text{TA}_{it} = \text{Total Accruals}_{it} =$$

اجمالي المستحقات للمنظمة  $t$  في سنة  $t$ .

$$\text{A}_{it-1} = \text{Assets}_{it-1} =$$

اجمالي الموجودات للمنظمة  $t$  في السنة السابقة

أما المستحقات الكلية التي تم اعتمادها في أنموذج De Angelo, The Industrial

فإنها حسبت بالصيغة الآتية:

$$\text{Total Accruals}_{it} = \Delta \text{Accounts Receivable}_{it} + \Delta \text{Inventories}_{it} + \Delta \text{Accounts Payable}_{it} + \Delta \text{Depreciation Expense}_{it}$$

$$\text{TA}_{it} = \Delta \text{REC}_{it} + \Delta \text{INV}_{it} + \Delta \text{AP}_{it} + \Delta \text{DE}_{it}$$

حيث:

$$\text{TA}_{it} = \text{Total Accruals}_{it} =$$

اجمالي المستحقات للمنظمة  $t$  في سنة  $t$ .

$$\Delta \text{REC}_{it} = \Delta \text{Accounts Recivable}_{it} =$$

التغيرات السنوية في حسابات القبض للمنظمة  $t$  من سنة  $t-1$  إلى سنة  $t$ .

$$\Delta \text{Inv}_{it} = \Delta \text{Invetoriles}_{it} =$$

التغيرات السنوية في المخزون للمنظمة  $t$  من سنة  $t-1$  إلى سنة  $t$ .

$$\Delta \text{AP}_{it} = \Delta \text{Accounts Payable}_{it} =$$

التغيرات السنوية في حسابات الدفع للمنظمة  $t$  من سنة  $t-1$  إلى سنة  $t$ .

$$\Delta \text{DE}_{it} = \Delta \text{Depreciation Expense}_{it} =$$

مصاريف الاندثار للمنظمة ء في سنة .

## ٢. الحكم المؤسسي

وتم إعتماد النماذج الآتية:

### أ.أنموذج اختبار أداء الشركات

وتم استخدام المستحقات غير التخمينية التي تكون خارجة عن تقدير الإدارة بعد تجميع البيانات الخاصة بالشركات عينة البحث والمسجلة لدى أسواق البحرين والكويت وال سعودية والأردن للأوراق المالية لمدة ٢٠٠٤-٢٠٠٢ وكل سوق على حدة وبتطبيق أسلوب Pooled Regression تم تنفيذ الصيغة التالية:

$$\text{Non Discretionary Accruals}_{it} = a + b_1 \text{Return on Assets}_{it} + b_2 \text{Return on Equity}_{it}$$

$$\text{NDA}_{it} = a + b_1 \text{ROA}_{it} + b_2 \text{ROE}_{it}$$

ويعتمد الأنماذج على المتغيرات الآتية:

$$\text{ROA}_{it} = \text{Return on Assets}_{it} =$$

نسبة العائد على الموجودات للمنظمة ء في سنة .

$$\text{ROE}_{it} = \text{Return on Equity}_{it} =$$

نسبة العائد على حق الملكية للمنظمة ء في سنة .

معلومات الأنماذج

ثابت المعادلة

### ب. أنموذج اختبار هيكل المالكين

وكما في الأنماذج السابق تم تجميع البيانات الخاصة بالشركات عينة البحث والمدرجة في الأسواق الأربع المذكورة آنفا، وبإعتماد المستحقات غير التخمينية وباستخدام أسلوب Pooled Regression تم التوصل إلى الصيغة التالية لمدة ٢٠٠٤-٢٠٠٢.

$$\text{Non Discretionary Accruals}_{it} = a + b_1 \text{Equity}_{it} + b_2 \text{Number of Shares}_{it} + b_3 \text{Earning per share}_{it}$$

$$\text{NDA}_{it} = a + b_1 E_{it} + b_2 NS_{it} + b_3 EPS_{it}$$

إذ يعتمد الأنماذج على المتغيرات الآتية:

$$E_{it} = \text{Equity}_{it} =$$

حق الملكية للمنظمة ء في سنة .

$$NS_{it} = \text{Number of Shares}_{it} =$$

عدد الأسهم للمنظمة ء في سنة .

$$EPS_{it} = \text{Earning per share}_{it} =$$

عائد السهم الواحد للمنظمة ء في السنة .

معاملات متعلقة بالأنماذج

ثابت المعادلة

### ج. أنموذج اختبار عوائد ومكافآت الإدارة

تم تجميع البيانات المتعلقة بالشركات عينة البحث في المسجلة في الأسواق الأربع التي تمت الإشارة إليها آنفا ضمن مجموعة واحدة وبإعتماد التحليل المقطعي لسنوات ٢٠٠٢ و ٢٠٠٣ و ٢٠٠٤، وباستخدام أسلوب Simple Regression بعد إعتماد المستحقات غير التخمينية تم تنفيذ الصيغة الآتية:

$$\text{Non Descretionary Accruals}_{it} = a + b_1 \text{Premium of Board}_{it}$$

الجميل والحسيني [٧٣]

$$NDA_{it} = a + b Pb_{it}$$

وت تكون متغيرات الأنماذج مما يأتي:

$$Pb_{it} = \text{Premium of Board}_{it} =$$

مكافأة أعضاء مجلس الإدارة للمنظمة  $i$  في سنة  $t$ .

معامل متعلق بالأنماذج

ثابت المعادلة  $a$

#### د. أنماذج اختبار افصاح الشركات

وكما في الأنماذج السابقة بعد تجميع البيانات المتعلقة بالشركات عينة البحث والمدرجة لدى أسواق البحرين وال سعودية والأردن للأوراق المالية ضمن مجموعة واحدة وقد تم إستثناء سوق الكويت للأوراق المالية لأسباب سيرد ذكرها لاحقا، وباعتماد التحليل المقطعي للستيني ٢٠٠٣ و ٢٠٠٤ وباستخدام ذات الأسلوب في الأنماذج السابقة تم التوصل إلى الصيغة الآتية:

$$\text{Price of share}_{it} = a + b \text{ Equity on Number of shares}$$

$$PS_{it} = a + b EON_{it}$$

ويعتمد الأنماذج على المتغيرات الآتية:

$$PS_{it} = \text{Price of share}_{it} =$$

سعر سهم المنظمة  $i$  في سنة  $t$ .

$$EON_{it} = \text{Equity on Number of shares}_{it} =$$

نسبة حق الملكية إلى عدد الأسهم للمنظمة  $i$  في سنة  $t$ .

معامل متعلق بالأنماذج

ثابت المعادلة  $a$

#### ٣. الخطر

تم الإعتماد على أنماذج تسعير الموجود الرأسمالي CAPM الذي طرحته Sharp في عام ١٩٦٤ لقياس الخطر وكما في المعادلة الآتية:

$$\text{Expected Return}_{it} = \text{Risk-Free Return} + \text{Beta}[(\text{Market Return}) - (\text{Risk-Free Return})]$$

$$ER_{it} = RF + B[RM - RF]$$

حيث:

$$ER_{it} = \text{Expected Return}_{it} =$$

معدل العائد المتوقع على الموجود (السهم) للمنظمة  $i$  في سنة  $t$ .

$$RF = \text{Risk-Free Return} =$$

معدل العائد الحالي من المخاطر.

$$RM = \text{Market Return} =$$

معدل عائد السوق او معدل العائد على محفظة موجودات السوق.

معامل بيتا وهو مؤشر للمخاطر غير القابلة للتتوسيع

#### ٤. أنماذج اختبار إدارة العوائد والحكم المؤسسي والخطر

تم تجميع البيانات المتعلقة بعينة الشركات التي سبق وأن تم إحتساب قيم بيتا لها والمسجلة لدى أسواق البحرين وال سعودية والأردن للأوراق المالية، ولكل سوق على حدة، حيث تم اعتماد معامل بيتا كمتغير معتمد والمستحقات غير التخمينية كمتغير مستقل وباستخدام أسلوب الإنحدار الخطى البسيط تم تنفيذ الصيغة الآتية:

$$\text{Beta}_{it} = a + b \text{Non Discretionary Accruals}_{it}$$

$$B_{it} = a + bNDA_{it}$$

حيث:

$$B = \text{Beta Coefficient}_{it} =$$

معامل بيتا للمنظمة  $i$  في سنة  $t$ .

$b =$  معاملات متعلقة بالأنموذج

$a =$  ثابت المعادلة

##### ٥. الانحدار الخطي

وبعد من الأدوات المهمة التي اعتمدها البحث لتحليل العلاقة بين المتغيرات المعتمدة والمتغيرات المستقلة بأنواعه البسيط والمتعدد والمتجتمع، وقد تم استخدام هذا الأسلوب لقياس درجة الحكم المؤسسي في الشركات عينة البحث، وفي اختبار العلاقات الإحصائية بين إدارة العوائد والحكم المؤسسي والخطر.

##### مناقشة نتائج تحليل العلاقة بين إدارة العوائد والحكم المؤسسي والخطر

لغرض الوقوف على طبيعة العلاقة بين الأبعاد الثلاثة للبحث، وهي إدارة العوائد والحكم المؤسسي والخطر والتي سبق الإشارة إليها في المبحث الخامس من الفصل الأول، فقد تم تنفيذ عمليات التحليل والتقدير المستندة على معادلة خط الإنحدار البسيط بإستخدام معامل بيتا بوصفه متغيراً معتمداً والذي تم إحتسابه بموجب أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي للخطر، والمستحقات غير التخمينية بوصفها متغيراً مستقلاً والذي تم حسابه ضمن نماذج إدارة العوائد، وقد تم تطبيق هذه النماذج وإختبار علاقتها في أسواق السعودية والأردن للأوراق المالية للسنوات ٢٠٠٢ و ٢٠٠٣ و ٢٠٠٤ ولسوق البحرين للأوراق المالية للسنطين ٢٠٠٣ و ٢٠٠٤ وكانت النتائج كما في الجدول الآتي:

الجدول ١

نتائج تحليل إدارة العوائد والحكم المؤسسي والخطر للسنوات ٢٠٠٢ ، ٢٠٠٣ ، ٢٠٠٤

Market	Year	X <sub>0</sub>	X <sub>1</sub>	R <sup>2</sup>	F
Bahrain	2003	0.218 (0.53) <sup>N.S</sup>	2.87 (2.53)**	0.52	6.42**
	2004	-0.121 (-1.78) <sup>N.S</sup>	0.203 (0.83) <sup>N.S</sup>		
Saudi Arabia	2002	0.0607 (3.25)**	-0.294 (-1.26) <sup>N.S</sup>	0.28	1.58 N.S
	2003	0.216 (1.02) <sup>N.S</sup>	4.483 (1.93) <sup>N.S</sup>		
	2004	0.988 (4.66) <sup>N.S</sup>	-0.697 (-0.93) <sup>N.S</sup>	0.18	0.87 N.S
	2002	0.785 (5.16)***	-0.34 (-0.26) <sup>N.S</sup>		
Jordan	2003	0.194 (0.56) <sup>N.S</sup>	1.02 (0.84) <sup>N.S</sup>	0.04	0.71 N.S

Market	Year	X <sub>0</sub>	X <sub>1</sub>	R <sup>2</sup>	F
	2004	0.614 (0.09)***	-0.441 (-1.08) <sup>N.S</sup>	0.07	1.17 <sup>N.S</sup>

<sup>\*</sup>P<0.10    \*\* P<0.05

\*\*\* P&lt;0.01

( ) refers to t-value calculate

المصدر: من إعداد الباحثين.

### ١. سوق البحرين

في ما يتعلق بالشركات المسجلة لدى سوق البحرين للأوراق المالية ولغرض معرفة مدى تأثير المستحقات غير التخمينية على حجم الخطر الذي تتعرض له الشركة والمتمثل بمعامل بيتا لسنة ٢٠٠٣ أظهر الجدول ١ النتائج الآتية:

$$Y = 1.218 + 2.87 X$$

$$t = (0.53) (2.53)$$

$$R^2 = 52\% \quad F = 6.42$$

يلاحظ من الجدول أعلاه وعند استخدام اختبار (t) وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المستحقات غير التخمينية ومعامل بيتا عند مستوى الثقة ٥٪ و ١٠٪، وأن الإشارة الموجبة للمتغير X تعني أنه زيادة وحدة واحدة في المستحقات غير التخمينية يعني نقصان وحدة واحدة في المستحقات التخمينية أي إنخفاض في إدارة العوائد سبب تدني في الخطر الذي تتعرض له الشركات، ومن ثم ارتفاع في درجة الحكم المؤسسي الذي تعتمده شركات السوق، وهذا ما أثبتته وأكده (Francis, et. al, 2004) و (Yea, et. al, 2002)، حيث أثبتوا تأثير المستحقات التخمينية وغير التخمينية على عوامل الخطر في السوق. وإن إدارات الشركات ممثلة بلجنة التدقير في مجلس الإدارة قادرة على التصدي للخطر الذي من المحتمل أن يصيب الشركة من خلال قدرتها على تحسين التقارير الإدارية عن طريق التدقيق والرقابة الداخلية وعمليات إعداد التقارير المالية وهذا ما أكدته (NG Terence, et. al., 2001).

وأظهر الجدول ١ أن قيمة F المحاسبة أكبر من قيمة نظيرتها الجدولية عند مستوى الثقة ذاتها مما يدل على ملاءمة الأنماذج المستخدم لتمثيل العلاقة، وتدل قيمة R<sup>2</sup> على أن الأنماذج المستخدم يفسر ٥٢٪ من التغيرات في بيتا الشركة ويعزى ٤٨٪ من التغيرات إلى عوامل أخرى لا يتضمنها الأنماذج المقدمة. وهذا ما يدعم فرضية البحث.

وكانت نتائج التحليل لسنة ٢٠٠٤ على النحو الآتي:

$$Y = -0.121 + 0.203 X$$

$$t = (-1.78) (0.83)$$

$$R^2 = 10\% \quad F = 0.69$$

يشير الجدول إلى أن متغير المستحقات غير التخمينية قد خرج من الأنماذج لعدم مقدرته على إجتياز اختبار (t)، فلم تثبت أية علاقة ذات دلالة إحصائية بين المستحقات غير التخمينية وخطر الشركة عند مستويات الثقة الثلاثة، الأمر الذي يشير إلى أن الخطر الذي تتعرض له الشركات سببه المستحقات التخمينية، ولم يؤشر اختبار (F) على معنوية الأنماذج المستخدم، وبلغت قيمة R<sup>2</sup> ١٠٪، وأن إنعدام العلاقة السببية يعني عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نظام الحكم المؤسسي في الشركات عينة البحث وبين الخطر أيضاً، وقد يعود ذلك إلى ضعف المعلومات التي توفرها الإدارات التي تؤدي دوراً كبيراً في الكشف عن إدارة العوائد من جهة وفي نجاح وكفاءة نظام الحكم المؤسسي من جهة أخرى،

وهذا ما أكد (Claro, et al, 2003) مما يثبت دور المستحقات التخمينية في قياس مخاطر الشركة في السوق من خلال بيتا.

## ٢. سوق السعودية

يتضح من نتائج تطبيق نموذج الإنحدار الخطى البسيط على الشركات المسجلة لدى السوق السعودية لسنة ٢٠٠٢ ما عرضته المعادلة الآتية :

$$Y = 0.0607 - 0.294 X$$

$$t = (3.25) \quad (-1.26)$$

$$R^2 = 28\%$$

$$F = 1.58$$

وأشارت نتائج التحليل لسنة ٢٠٠٣ إلى الآتي :

$$Y = 0.216 + 4.483 X$$

$$t = (1.02) \quad (1.93)$$

$$R^2 = 48\%$$

$$F = 3.74$$

وكانت نتائج التحليل لسنة ٢٠٠٤ على النحو الآتي:

$$Y = 0.988 - 0.697 X$$

$$t = (4.66) \quad (-0.93)$$

$$R^2 = 18\%$$

$$F = 0.87$$

يتبيّن من الجدول إلى أن متغير المستحقات غير التخمينية ليس له تأثير معنوي على بيتا الشركات لسنوات الثلاث بموجب اختبار (t) عند مستويات الثقة الثلاثة، وإتضح عدم ملاءمة الأنماذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين المتغير المفسر ومعامل بيتا وفق اختبار (F) عند مستويات الثقة ذاتها وللسنوات ذاتها، وبلغت قيمة  $R^2$  ٢٨٪ و ٤٨٪ و ١٨٪ على التوالي.

إن إنعدام العلاقة بين المستحقات غير التخمينية والخطر يعني بأنه الخطر الذي لحق بالشركات سببه الشق الثاني من المستحقات لا وهو المستحقات التخمينية الواقعة تحت تقدير الإدارة والتي تؤدي إلى ارتفاع في إدارة العوائد، ومن ثم إنخفاض في قواعد ومعايير الحكم المؤسسي المطبقة في شركات السوق، مما يدل على تأثير نظام الحكم المؤسسي في الشركة على خطر الشركة، وهذا ما جاء به كل من (Hoskisson, et. al., 2004) و (Salva, 2003).

## ٣. سوق الأردن

يستدل من النتائج المعروضة في الجدول ١ على عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المستحقات غير التخمينية وبيتا الشركة عند تنفيذ نموذج الإنحدار الخطى البسيط على شركات السوق الأردنية لسنوات ٢٠٠٢ و ٢٠٠٣ و ٢٠٠٤ وهذا ما عرضته المعادلات الآتية:

$$Y = 0.785 - 0.34 X$$

$$t = (5.16) \quad (-0.26)$$

$$R^2 = 0.4\%$$

$$F = 0.07$$

$$Y = 0.194 + 1.02 X$$

$$t = (0.56) \quad (0.84)$$

$$R^2 = 4\%$$

$$F = 0.71$$

$$Y = 0.614 - 0.441 X$$

$$t = (0.09) \quad (-1.08)$$

$$R^2 = 0.7\%$$

$$F = 1.17$$

ما يظهره الجدول أعلاه أنه المستحقات غير التخمينية ليست ذات تأثير معنوي على خطر الشركة عند إجراء اختبار (t) عند مستويات الثقة الثلاثة، كما لم تثبت معنوية الأنماذج المستخدم بموجب اختبار (F) عند ذات مستويات الثقة، وقد بلغت قيم  $R^2$  و 0.4% و 0.7%. إن إنعدام العلاقة بين المتغير المفسّر ومعامل بيتا معناه خطر الشركة يتعدد بموجب المستحقات التخمينية المقدرة من قبل مدراء الشركات، مما يدل على ارتفاع إدارة العوائد وإنخفاض درجة الحكم المؤسسي في شركات السوق للسنوات الثلاث، وقد يؤشر هذا إلى خطر المعلومات الذي يلحق بالشركة طبقاً لما جاء به (Francis, et al., 2005)، وأن الشركات ذات الخطر العالي سيكون لديها دفاع أكبر في اختيار التقنيات المحاسبية التي تستطيع من خلالها أن تتجنب الخسائر التي قد تصيبها (Yea, et al. 2002).

بناء على ما نقوم تم دحض فرضية البحث.

إذا كانت إدارة العوائد تمثل ظاهرة حديثة بكل أوجهها السلبية والإيجابية قد باتت سمة غالبة لعمل إدارة شركات الأعمال في العالم، وإن البيانات المحاسبية بالرغم من كل ما فيها من إعتمادية Reliability وموثوقية Creditability أصبحت موضوع تلاعب وفقاً لما تقتضيه مصلحة الإدارة التنفيذية للشركة، فبرز الحكم المؤسسي Governance كنظام وهيكلاً مؤسسي وعمليات وأدوات لوضع الإدارة التنفيذية موضع المساءلة والشفافية والإفصاح.

## الخاتمة

توصل البحث إلى أنه يمكن الوصول إلى صيغة لنمذجة العلاقة بين الحكم المؤسسي وإدارة العوائد والمخاطر التي تواجهها الشركات في السوق، وهذا ما أثبتته التحليل في اختبار الشركات المسجلة لدى سوق البحرين للأوراق المالية في سنة ٢٠٠٣، ويوصي البحث بتبني تجارب الدول العربية في مجال إرساء قواعد ومعايير الحكم المؤسسي كالتجربة السعودية والمصرية ومحاولة تطبيقها في الشركات المساهمة العراقية بعد سيادة الإستقرار الأمني والإقتصادي وتحرر البيئة المالية وتوجهها نحو عمليات السوق المفتوح. العمل على إعداد المزيد من البحوث والدراسات التي تتناول موضوع إدارة العوائد والحكم المؤسسي والتركيز على نوعية العوائد كمقاييس للعوائد وكمؤشر يمكن الوقوف من خلاله على أداء الشركات بعيداً عن الأحكام الشخصية للمدراء.

## المراجع

1. Babalyan Levon, 2004, "Earning Management by Firms Applying International Financial Reporting Standards Implications for Valuation", Ph.D. Thesis, Switzerland.
2. Baralexis Spyros, 2004, "Creating Accounting in Small Advancing Countries", the Greek Case Managerial Auditing Journal, Vol.19, No.3.
3. Beneish Messod D., 2001, "Earning Management: A perspective", Managerial Finance, Vol.27, No. 12.
4. Burgstahler D. and Dichev I., 1997, " Earning Management to Avoid Earning Decrease and Losses", Journal of Accounting and Economics, 24.
5. Chin Stephen W.K., Hung Evap. W., 2004, "Good Governance or Muddling Through? Layoffs and Employment Reform in Socialist China", Communist and Post Communist Studies xx,xxx-xxx.
6. Chirinko Robert S. and Schaller Huntley, 2004, "A Revealed Preference approach of Understanding Corporate Governance Problems : evidence from Canada", Journal of Financial Economics, Oct.

7. Claro Danny Pimentel, Hagelaar Geoffrey and Omata Onno, 2003, "The determinates of relational governance and performance : How to manage business relationships?", *Industrial Marketing Management*, 32.
8. Davidson R., Goodwin – Stewart J. and Kent P., 2005, "The Internal Structure and Earnings Management", *Accounting and Finance*, Vol.45.
9. De Angelo, 1986, "Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes : A Study Management Buyout of Public Shareholders", *The Accounting Review*, 61.
10. Dechow and Dichev, 2002, "The Quality of Accruals and Earnings, the Role of Accruals Estimation Errors", *The Accounting Review*, 77(4).
11. Dechow Patricia M., Sloan Richard G. And Sweeney Amy P., 1995, "Detecting Earning Management", *The Accounting Review*, Vol.70, No.2, April.
12. Economist, 2001, "Economic Focus, Taking the Measure" *The Economist*, November,24.
13. Francis Jennifer, Lafond Ryan, Olsson Per and Schipper Katherine, 2004, "Costs of Equity and Earnings Attributes", *The Accounting Review*, 79(4).
14. Francis Jennifer, Lafond Ryan, Olsson Per and Schipper Katherine, 2005, "The Market Pricing of Accruals Quality", *Journal of Accounting and Economics*, 39.
15. Frensch Richard, 2004, "Public Governance as a Source of Quality and Veracity Gains from Transition", *Journal of Compares Economics*, (exxx-xxx).
16. Hansel Dennis, Krahnen Jan Pieter and Wilde Christon, 2006, "Monitoring Credit Risk Transfer in Capital Markets : Statistical Implications", 3d ECB Conference on Statistics, May 4-5.
17. Healy, P.M, and J.M. Wahlen, 1999, "A review of the Earnings Management Literature and its implications for standard setting" *Accounting Horizons*, Vol.13, No.4.
18. Hoskisson Robert E., Yin Daphne and Kin Hicheon, 2004, "Corporate Governance Systems : Effects of Capital and Labbor Market Congruency on Corporate Innovation and Global Competitiveness", *Journal of High Technology Management Research* 15.
19. NG Terence bu – Peow , Green Wendy and Nett Roger Sim, 2001, "The effects of fraud risk and management representation on an Auditor's Hypothesis Generation", *Abacus*, Vol. 37, No.3.
20. Revsine, L., 1991, "The Selective Financial Misrepresentation Hypothesis", *Accounting Horizons*, December.
21. Salva, Corolina, 2003, "Foreign Listings, Corporate governance and equity valuations", *journal of Economics and Business*, 55.
22. Scripper, 1989, "Commentary on Earning Management", *Accounting Horizons*, Vol. 1.
23. Yea Gillian H.H., S. Patricia M., Waiho Kim and Chen Sheng – Syan, 2002, "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Earings", *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(7) & (8), Spt./Oct.
24. Zhang Huai, 2002, "Detecting Earning Management – Evidence from Rounding – upin Reported EPS", Department of Accounting, College of Business Administration, University of Illinois at Chicago, USA.
25. Ziv, 1998, "A Discussion of Earning Management and the Reveluation Principle", *Review of Accounting Studies*, 3.
26. Gitman Lawrence J., 2000, "Principles of Managerail Finance", 9th ed ISBN. United States.Keasey Kevin, Thompson Steve and Wright Mike, 1997, "Corporate Governance Economic Management and Financial Issues", McGraw-Hill, USA.
27. Mulford Charles W., Comiskey Eugene E., 2002 "The Financial Numbers Game Detecting Creative Accounting Practices", John Wiley and Sons. INC., USA.
28. Pike Richard, Neale Bill, 1993, "Corporate Finance and Investement Decisions and Strategies", Prentice Hall International, U.K. Ltd, 2nd .ed., Prentice – Hall.

[٧٩] الجميل والحسيني