

## الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم

### دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصات (السعودية، الكويت، قطر، أبو ظبي)

أ.د بوثلجة عبد الناصر - أستاذ - جامعة تلمسان

bouteldja\_nacer@yahoo.fr

د. صايم مصطفى - أستاذ مساعد - جامعة تلمسان

mostefa\_saim@hotmail.com

#### الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصات (السعودية، الكويت، قطر، أبو ظبي)، وهي علاقة فائقة الأهمية في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم. تم تطبيق الدراسة على عينة مكونة من 44 شركة مساهمة وذلك بالاعتماد على نموذج انحدار العوائد والذي من خلاله يتم ربط عائد السهم مع الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية. بينت النتائج وجود علاقة معنوية بين الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح وعوائد الأسهم في كل من بورصة السعودية والكويت مع أفضلية ربحية السهم في تفسير العوائد، في حين لم يتأكد وجود هذا الارتباط في كل من بورصة قطر وأبو ظبي.

**الكلمات المفتاحية:** القوائم المالية السنوية، الأسواق المالية، الأسهم، عوائد الأسهم، ربحية السهم.

#### Abstract

The aim of this study is to investigate empirically the relationship between accounting earnings and stock returns. Such relationship plays a major role in shareholder's choice. Using a Return Regression Model and a sample of 44 companies listed in stock markets (Saudi Arabia, Kuwait, Qatar, Abu Dhabi). Our results show a strong relationship between earning per share, change in earning per share and stock returns in Saudi Arabia and Kuwait stock exchange markets. However, such link is not confirmed in Qatar and Abu Dhabi stock exchange markets.

**Key Words:** Annual financial statements, Financial markets, Stocks, Stock returns, Earnings per share.

## مقدمة عامة:

تمثل القوائم المالية عصب التقارير المالية لما تحتويه من معلومات مالية يراد توصيلها للمستفيدين منها وتتضمن التقارير المالية القوائم المالية (قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية) وتتضمن معلومات مالية وغير مالية مثل المعلومات عن النشاط الإنتاجي والتسويقي والتمويلي وبيانات عن العوامل الاقتصادية والسياسية التي قد تؤثر على تلك الأنشطة في المستقبل، فضلا عن البيانات الأخرى التي يتضمنها تقرير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات. وتعد التقارير المالية أساسا لخدمة المستفيدين منها وهم غالبا المستثمرين سواء كانوا حاليين أم متوقعين وتلك الفئة المستفيدة تحتاج إلى تلك المعلومات للحكم على قدرة الشركات على تحقيق الأرباح حاليا ومستقبلا، ودرجة نمو تلك الأرباح من سنة إلى أخرى، فضلا عن الحاجة إلى معلومات مالية مقارنة لعدد من المشروعات حسب العائد والمخاطرة من وراء الاستثمار.

هناك عدة خصائص نوعية ترتبط بالمعلومات التي تتضمنها التقارير المالية من حيث الملائمة وتقتضي أن تكون المعلومات ملائمة لجميع المستفيدين الذين يقومون باتخاذ القرارات الاقتصادية، والقابلية للفهم ويستلزم ذلك أن تكون تلك المعلومات مبسطة وواضحة للفهم من قبل القارئ العادي وغيره من المستفيدين، والتوقيت المناسب حيث يتطلب ذلك أن يتم إعداد التقارير وتوصيلها للمستفيدين في الوقت المناسب، وإمكانية المقارنة حيث يستلزم ذلك ضرورة إعدادها بشكل يسمح بمقارنة المعلومات الواردة فيها وتحليلها في الأعوام السابقة.

تمثل أسواق رأس المال الوسيلة الهامة لتجميع المدخرات من الأفراد وتقديمها إلى المستثمرين الذي يرغبون في تمويل المشروعات الاستثمارية الجديدة أو التوسع في المشروعات القائمة. ويجب أن يعكس السوق المالي أسعار التوازن لأسهم رأس المال، وهي تلك الأسعار التي تجعل عائد هذه الأسهم تتناسب مع درجة المخاطرة الخاصة بها ويتوقف ذلك على عاملين هما مدى توافر المعلومات وتمائلها لجميع المستثمرين في السوق المالي ومدى فهم وتفسير المستثمرين واستيعابهم لتلك المعلومات.

يحتاج المستثمرون إلى المعلومات المحاسبية لغرض تمكينهم من تحقيق وتقدير التدفقات النقدية المستقبلية والتي تتمثل في التوزيعات التي يحصلون عليها بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن ارتفاع قيمة الأسهم بالبورصة عن القيمة الشرائية لها، وتقدير درجات المخاطر المرتبطة بالأسهم والتي تتمثل في درجة التباين لعائد السوق للأسهم التي تنتج من متغيرات تتعلق بالسوق أو درجة المخاطر الناتجة من متغيرات ترجع للشركة ذاتها.

وإذا كانت كافة التحليلات المالية للأوراق المالية تعتمد بصورة أو بأخرى على القوائم والمعلومات المالية، ومن ثم يجب أن تخضع كافة القوائم ذات الطابع المحاسبي إلى معايير تحكم دقة وسلامة ما تحتويه من أرقام ومعلومات مالية بالإضافة إلى ضبط شكل وأسلوب وعرض ومحتوى تلك القوائم المالية والافصاح عنها، فهناك علاقة قوية للغاية بين المعايير المحاسبية والمعلومات التي تتضمنها القوائم المالية، حيث أن القوائم التي يتم إعدادها دون اعتبار لضرورة تطبيق تلك المعايير هي قوائم مالية معيبة ولا تصلح للتفسير أو التحليل أو المقارنة.

تعتبر الأرباح المحاسبية عنصر هام في القوائم المالية فهي تعكس الوضع الحالي والمستقبلي للشركة لذلك فإن المستثمرون المحتملون يعتمدون عليها لتقييم استثماراتهم من خلال ما تحتويه الأرباح الحالية من قدرة تنبؤيه باستمرارية الأرباح في الفترات المستقبلية. لقد أصبح اختبار منفعة المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات الاستثمارية محط اهتمام الأدبيات المحاسبية منذ أواخر الستينيات وأوائل السبعينيات بعد دراسة (Ball and Brown, 1968) الشهيرة والتي فتحت الباب أمام تلك الأدبيات المحاسبية من أجل دراسة واختبار منفعة المعلومات المحاسبية. لقد تزايد الاهتمام بهذا النوع من الدراسات ردا على الاتجاه الذي ظهر ونادى بعدم قدرة محاسبة التكلفة التاريخية على أن تكون ذات فائدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية (Scott, 2003) لقد تم اختبار منفعة المعلومات المحاسبية بالنسبة للمستثمرين في اتخاذ قراراتهم المتعلقة بالاستثمار في العديد من أسواق الأسهم المتقدمة مثل الأسواق الأمريكية والأوروبية وحتى العربية وذلك عن طريق دراسة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم. ولقد أظهرت نتائج الدراسات في هذا السياق اختلافا في مدى قدرة الأرباح المحاسبية على تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم، حيث أوضحت تلك الدراسات أن الاختلاف في منفعة الأرباح يمكن أن يعود للعديد من العوامل مثل طبيعة النظام المحاسبي المتبع وأهدافه، المعايير المحاسبية وغيرها من العوامل الأخرى.

من المعلوم أن من أهم ما يتداول في بورصة الأوراق المالية الأسهم لما تحققه من عوائد لحملتها، فأسعار الأسهم بالنسبة لإدارة الشركة يمكن اعتباره معيار نجاح أو فشل لها وذلك بسبب كونه يعكس الأداء العام أو الكلي للشركة. عموما تتحقق الأرباح على الأسهم بوسيلتين هما الأرباح النقدية التي توزعها الشركات على حملة الأسهم والأرباح الرأسمالية التي تنجم عن ارتفاع أسعارها في سوق الأوراق المالية وهو ما يعبر عنه بعائد الأسهم. ومن الطبيعي أن يكون الاستثمار بالأسهم مربحا وإلا لم تظهر ولم تتطور الأسواق المالية في العالم، إلا أنه يجدر الإشارة إلى أن ذلك الاستثمار بقدر ما يهيئ الفرص للمستثمر لزيادة أرباحه وعوائده إلا أنه يهيئ له العديد من المخاطر إذا لم يحسن المستثمر تفسير

الأحداث والتنبؤ بالاتجاهات الاقتصادية، ومن ثم يمكن القول بأن الاستثمار بالأسهم ليس بالأمر اليسير بل إنه يتطلب جهوداً كبيرة من الدراسة والتحليل.

كما أشرنا سابقاً أن المكافئة على الاستثمار في الأسهم تتضمن المكاسب الرأسمالية ويطلق على هذا العائد بالتفضيل الزمني حيث يفضل المساهمون الحاضر على المستقبل لأنه أمر يقيني، أما المستقبل فهو أمر محتمل، إضافة إلى الأرباح الجارية أو ما يعرف بالتوزيعات النقدية للأرباح فهي تمثل المكون الرئيسي من العوائد من جهة وبالتالي تكسب المساهمين الثقة حيث أن توزيعات الأرباح المرتفعة تزيد من ثروتهم ومن جهة أخرى فهي تعتبر كإشارة تنقل المعلومات بين المسيرين والمساهمين والشركة والأسواق المالية، لذلك يبقى موضوع عوائد الأسهم محل اهتمام كل من شركات المساهمة وحملة الأسهم، وعليه فإن موضوع الدراسة يتمحور حول العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم.

### إشكالية البحث:

تعتبر دراسة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم من المواضيع التي حازت انتباه واهتمام الباحثين في مجال المحاسبة المالية. لقد تم اختبار هذه العلاقة في كل من السوق الأمريكي والأسواق الأوروبية وحتى العربية. نحاول في هذه الدراسة اختبار هذه العلاقة في عينة من الشركات المدرجة في بعض البورصات (بورصة السعودية، بورصة الكويت، بورصة قطر، بورصة أبو ظبي) وذلك من أجل معرفة ما إذا كانت الأرباح المحاسبية الواردة في التقارير المالية السنوية ذات منفعة بالنسبة للمساهمين الحاليين أو المستثمرين المتوقعين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في الأسهم، وعليه يمكن صياغة إشكالية البحث في التساؤل التالي:

ما مدى ارتباط الأرباح المحاسبية الواردة في القوائم المالية السنوية وعوائد أسهم

الشركات المدرجة في كل من بورصة السعودية، الكويت، قطر، أبو ظبي؟

### فرضيات البحث:

في ضوء الإشكالية المطروحة تمت صياغة الفرضيات التالية:

ف1: يوجد علاقة ذات دلالة احصائية بين الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات.

ف2: يوجد علاقة ذات دلالة احصائية بين التغير في الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات.

ف3: يوجد علاقة ذات دلالة احصائية بين كل من الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات.

### أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى تقييم منفعة الأرباح المحاسبية السنوية الواردة في التقارير المالية السنوية للشركات المدرجة في كل من بورصة السعودية، الكويت، قطر، أبو ظبي وذلك من خلال اختبار العلاقة بين عوائد الأسهم والأرباح المحاسبية وهذا عن طريق:

- قياس أثر مستوى الأرباح التي تحققها الشركة على العائد السوقي لسهم الشركة.
- قياس أثر التغير في الأرباح التي تحققها الشركة على العائد السوقي لسهم الشركة.
- قياس أثر كل من مستوى الأرباح والتغير في الأرباح مجتمعين على العائد السوقي لسهم الشركة.

وبالتالي يسعى البحث إلى معرفة مدى اعتماد المستثمرين في هذه الأسواق المالية على الأرباح المحاسبية في التنبؤ وتفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم وذلك من أجل اتخاذ قرارات الاستثمار المناسبة في الأسهم.

### أهمية البحث:

يفترض أن تخدم نتائج البحث الحالي كل من المستثمرين والمقرضين الحاليين والمتوقعين والباحثين المهتمين بالبحث المحاسبي القائم على السوق، حيث تعتبر عملية إعداد وعرض القوائم المالية عملية لها تكلفتها وبالمقابل فإن من الأهداف الرئيسة لتلك القوائم أن تخدم مستخدمي تلك القوائم في تقدير مبالغ وتوقيت ودرجة عدم التأكد حول التدفقات النقدية لاستثماراتهم. وبما أن رقم الأرباح هو من أهم الأرقام التي تعرضها القوائم المالية وهو أحد مخرجات النظام المحاسبي، فإن غالبية مستخدمي القوائم المالية يرغبون في معرفة قدرة هذا الرقم على تفسير التغير في أسعار الأسهم، والمواصفة الأكثر ملائمة لعلاقة الأرباح المحاسبية بعوائد الأسهم، لما لذلك من تطبيقات متعلقة بتقويم تلك العلاقة، ودرجة ثبات الأرباح.

### منهجية البحث:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع، ومن أجل تحقيق أهداف هذا البحث والإحاطة بمختلف جوانبه، تم استعمال مناهج البحث التالية:

- **المنهج الوصفي:** تم الاعتماد على المنهج الوصفي في الإطار النظري للدراسة والدراسات السابقة.
- **المنهج التحليلي:** تم استخدام هذا النوع من المنهج في الجانب التطبيقي من البحث باستخدام أدوات التحليل الإحصائي وذلك من أجل اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم بالنسبة للشركات المدرجة في كل من بورصة السعودية، الكويت، قطر وأبو ظبي.

### أولاً: الإطار النظري للدراسة:

#### **1- الأسهم:**

تصنف الأسهم بأنها وسيلة للتمويل، وهي عبارة عن حصة في الشركة يعطي لحامله ملكية جزءا منها ويكون له حق التصويت في الجمعيات العمومية، والحق في الأرباح الموزعة والحق في القيمة المتبقية عند التصفية (1)، وتلجأ الشركات إلى طرح أسهم لها في السوق المالي كوسيلة لتشجيع الأفراد في الادخار على حسب رغبتهم في ذلك من أجل الحصول على رأس المال لتكوين استثمارات الشركة التي تحتاجها، وتتمثل حصص الأفراد المدخرين بأسهم تمنح حاملها الحق الكامل قانونا بالحصول على نصيبه من أرباح الشركة وفقا لنسبة الادخار بالأسهم، وتتبنى الشركات مسؤولية تقسيم الأرباح لمستحقيها وفقا لسياسة الشركة، أو باتباع سياسة وضعها على شكل احتياطات.

## 2- عائد السهم العادي Common Stock Return

- يقصد بالعائد الدخل المقبوض في شكل توزيعات أو فوائد و/ أو قيمة مضافة عبر القيمة المثبتة (أو المسجلة) بالورقة المالية. (2)
  - هو عبارة عن مجموعة من المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي الذي يؤدي إلى تعظيم الثروة. (3)
  - هو المكافئة على الاستثمار في الأسهم وتتضمن الأرباح الجارية بالإضافة إلى المكاسب الرأسمالية ويطلق على هذا العائد بالترفضيل الزمني حيث يفضل الأفراد الحاضر على المستقبل، لأنه أمر يقيني أما المستقبل فهو أمر محتمل. (4)
- يهدف المستثمرون من الاستثمار في الأسهم إلى تحقيق عائد من هذا الاستثمار والواقع أن يوجد نوعين من العوائد في الأسهم هي:

## 2-1 عائد التوزيعات النقدية للأرباح Dividends

يحصل السهم العادي على توزيعات نقدية عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحا وتقرر توزيع بعضها أو كلها، ويتم تحديد توزيعات السهم كما توضح المعادلة التالية: (5)

$$\text{التوزيعات النقدية} = \text{التوزيعات/عدد الأسهم المصدرة}$$

$$= (\text{الربح المتاح لحملة الأسهم العادية} * \text{نسبة التوزيعات}) / \text{عدد الأسهم المصدرة}$$

أما عن عائد التوزيعات فيتم حسابه وفقا للمعادلة الآتية:

$$\text{عائد التوزيعات النقدية} = \text{توزيعات أرباح السهم/القيمة الاسمية للسهم}$$

## 2-2 العائد الرأسمالي Capital gains

يقصد بالعائد الرأسمالي للسهم العادي، العائد الذي يحققه المستثمر نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للسهم، ويتم حساب العائد الرأسمالي للسهم بالمعادلة الآتية:

$$\text{العائد الرأسمالي للسهم} = (\text{القيمة السوقية للسهم} - \text{القيمة الاسمية للسهم}) / \text{القيمة الاسمية للسهم}$$

### 3- الأرباح المحاسبية

تختلف القرارات التي تبني على معلومات الأرباح حسب اختلاف مستخدمي القوائم المالية، فالمساهمون ينظرون إلى الأرباح كمقياس لأداء الشركات وفعالية المديرين، أما المقرضين يعتمدون على عنصر الأرباح لاتخاذ القرارات الائتمانية، أما المستثمرون المحتملون فإنهم يعتمدون على الأرباح لتقييم استثماراتهم من خلال ما تحتويه الأرباح الحالية من قدرة تنبؤيه باستمرارية الأرباح في الفترات المستقبلية. أما المحللون الماليون فيصنفونها في مقدمة المدخلات الأساسية اللازمة لعملية اتخاذ القرارات.

### 3-1 تعريف الربح المحاسبي

يعرف الربح وفق المفهوم المحاسبي على أنه: الفرق بين الإيراد الكلي للسلعة والتكاليف الكلية. أي أنه المبلغ المتبقي للمؤسسة بعد دفع عوائد عناصر الإنتاج التي تشترك في العملية الإنتاجية على أساس تعاقدية كالأجور والفوائد والريع. بالإضافة إلى الالتزامات الأخرى كالضرائب وأقساط الاهتلاك. (6)

### 3-2 القدرة التنبؤية للأرباح المحاسبية

تشكل القدرة التنبؤية أحد محددات ملائمة معلومات الأرباح المحاسبية لاحتياجات المستخدمين، ولهذا الأمر خصوصية في الأسواق المالية إذ تبني القرارات الاستثمارية على توقعات المستثمرين وتصوراتهم لأداء المنشأة المستقبلية. وقد جاء في إطار إعداد البيانات المالية وعرضها أنه: "غالبا ما تستخدم المعلومات حول المركز المالي والأداء السابق كأساس للتنبؤ بالمركز المالي والأداء المستقبلي ومساءل أخرى تهم المستخدمين مباشرة، مثل أرباح الأسهم ... وتغيرات أسعار الأوراق المالية" كما تؤكد الدراسات أن العديد من الأطراف - ولاسيما المحللين الماليين تعتمد في إجراءات تنبؤاتها بأداء المنشأة المالية مستقبلا، على التنبؤ بأرقام بيانات القوائم المالية مع الرجوع بشكل محدد إلى الأرباح المحاسبية. وقد ركزت العملية البحثية تركيزا كبيرا على مدى قدرة الأرباح المحاسبية الحالية على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية. (7)

### 4- ربحية السهم الواحد (EPS) Earning Per Share

تعبر ربحية السهم عن مؤشر مالي يتضمن معلومات مالية ذات أهمية جوهرية فيما يتعلق بتقييم الحالة المالية للشركات ويجب الإفصاح عنها وأن تكون متاحة لجميع المستثمرين لأنه من المفترض أن يكون لها دور هام في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

#### **4-1 تعريف ربحية السهم EPS**

تمثل ربحية السهم (Earnings per Share, EPS) نصيب السهم العادي الواحد من صافي الدخل الذي يؤول إلى حملة الأسهم العادية إذ تشير إلى مقدار صافي الدخل المكتسب لكل سهم من الأسهم العادية المصدرة للشركة بمعنى آخر أنها تؤثر مقدار الربح بعد الفائدة والضريبة، ومقسوم الأرباح للأسهم الممتازة المتحقق لكل سهم عادي يحمله المساهم من أسهم الشركة. (8)

#### **4-2 كيفية حساب ربحية السهم**

يمكن أن يكون حساب ربحية السهم الواحد عملية معقدة، ويتوقف ذلك على ما إذا كان لدى الشركة أوراق مالية أخرى (أسهم وسندات) متداولة وقابلة للتحويل إلى أسهم عادية، وفي أبسط الحالات وهي التي يكون للشركة فقط أسهم عادية فإن حساب ربحية السهم الواحد يكون كالآتي: (9)

ربحية السهم الواحد = صافي الربح بعد الضرائب/المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية المتداولة خلال العام.

أما في حالة وجود أسهم ممتازة فإن:

ربحية السهم الواحد = صافي الربح بعد الضرائب - توزيعات الأسهم الممتازة/المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية المتداولة خلال العام.

#### **5- التوزيعات النقدية للأرباح (Dividends)**

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم سياسات الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاساتها على سعر أسهم الشركات في السوق المالية، كما تعد من القضايا التي ما زالت تخضع للكثير من الجدل في حقل الإدارة المالية والاستثمارات المالية. وتتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار تقسيم صافي دخل الشركة ما بين أرباح موزعة (مقسوم أرباح) على المساهمين وأرباح محتجزة، مع مراعاة أن سياسات توزيع الأرباح تتم في ضوء أهداف الشركات وبما يساهم في تعظيم ثروة المساهمين.

#### **5-1 تعريف التوزيعات النقدية للأرباح**



التوزيعات النقدية لأرباح الأسهم عبارة عن مبلغ نقدي (قد يكون غير نقدي في بعض الحالات) يتم دفعه من قبل الشركة للمساهمين ويكون خلال فترة 3 أشهر أو 6 أشهر أو سنة، ويتم ذلك بعد خصم الضرائب من الأرباح المحققة. (10)

هي مجموع المبالغ المعلنة توزيعها من إجمالي الأرباح الصافية التي حققتها الشركة والمتعلقة بالأسهم العادية وذلك خلال سنة واحدة. (11)

## 2-5 دوافع توزيع الأرباح في شركات المساهمة

يعتبر رصيد النتيجة المحققة من قبل الشركة خلال دورة مالية ما جزء من التمويل الذاتي لها، حيث لا يمكن للشركة الاحتفاظ به كلية لتمويل احتياجاتها، فتلجأ إلى توزيع جزء من هذه الأرباح، وذلك نظراً للأسباب التالية: (12)

- يسمح هذا التوزيع بتحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهمهم وعدم بيعها، وكذا تحفيزهم على الاكتتاب عندما تقرر الشركة زيادة رأس المال.
- عند توزيع الأرباح فإن هذا الإجراء يعكس صحة الحالة المالية للشركة، وخاصة إذا ما قامت بالتوفيق بين عملية توزيع الأرباح وزيادة الاستثمار في نفس الوقت.
- تلجأ الشركة لعملية توزيع الأرباح حتى تزيد من ثقة المستثمرين فيها، وبهذا فهي تعوضهم عن جزء من أموالهم المستثمرة.

## ثانياً: الدراسات السابقة

### 1- نظرة عامة

تم تناول العلاقة بين الأرباح والعوائد في العديد من الدراسات حيث كان أهمها دراسة (Ball and Brown) والتي أجريت على 261 شركة مدرجة في سوق نيويورك خلال الفترة 1957-1965، التي توصلت إلى وجود علاقة ارتباط موجبة بين العوائد السوقية والأرباح المحاسبية، لذلك يعد هذا الموضوع من أكثر مواضيع نظرية السوق المالية التي خضعت للدراسة من قبل الباحثين في مجال المحاسبة والتمويل خاصة في نهاية عقد الثمانينيات وخلال عقد التسعينيات، وذلك على إثر محاولات البعض تأكيد أو تفسير النتيجة التي توصلت إليها كل من دراسة (Brown and Al) ودراسة (Lev) اللتان تفيدان بتدني القوة التفسيرية لمتغير الأرباح في نموذج الانحدار المستخدم في وصف العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية. إذ وجدوا أولئك الدارسين في مختلف أعمالهم وأثناء مراجعتهم للدراسات السابقة وتقييمهم لها في هذا المجال بأن الأرباح لا تفسر بشكل عام أكثر من 10% من التغير في العوائد السوقية للأسهم. (13)

وبعد أحد عشر عاماً، أضافت دراسة (Beaver and al, 1979) إلى الأدب المحاسبي أنه يمكن تفسير التغير في العائد بالاعتماد على أهمية التغيرات غير المتوقعة في الأرباح (14). أي أنه كلما ازداد التغير

في الأرباح غير المتوقعة، كلما ازداد التغير في العائد غير المتوقع. وبذلك أصبحت المقاييس المحاسبية للأرباح ذات معنى أو أن لها مضمون معلوماتي. لقد وجد (Lev, 1989) في مراجعته للأدب المحاسبي أن التغير في الأرباح يفسر في المتوسط 5% من التغير في العوائد. ولقد بنيت هذه النتيجة على استخدام التغير في حصة السهم من الأرباح مقسوماً على سعر السهم السوقي في بداية فترة نافذة الدراسة كمتغير تفسيري للتغير في العائد السوقي للسهم. إن استخدام الباحثين لهذه المواصفة تأثر بالدراسة الأولى لعلاقة العوائد بالأرباح والتي أخذت شكل "دراسة حدث" (Event study) كذلك تأثر الباحثون في اختيار ذلك المتغير بتلك المواصفة بنتائج الدراسات التي أثبتت أن الأرباح تسلك سلوكاً عشوائياً (Random walk) وبالتالي فإن أفضل توقع لأرباح السنة الحالية هو أرباح السنة الماضية (دراسة Ball and Watts, 1972) لذلك فإن المتغير التفسيري الطبيعي هو الأرباح غير المتوقعة للسهم. فإذا كانت الأرباح تسلك سلوكاً عشوائياً فإن أفضل ممثل للأرباح غير المتوقعة للسهم هو التغير في حصة السهم من الأرباح، ويفترض هذا التبرير أن الأرباح لا تتضمن عناصر غير ثابتة (Transitory components) إلا أن العديد من الدراسات أثبتت أن الأرباح تحتوي على عناصر مؤقتة كدراسة (Brooks and Easton and Harris, 1976) ودراسة (Buckmaster, 1976) ودراسة (Ou and Penman 1989)، ودراسة (Easton and Harris, 1991) ودراسة (Ohlson, 1989) وبناءً على ذلك فإن التغير في حصة السهم من الأرباح قد يكون ممثلاً ضعيفاً (Poor proxy) للأرباح غير المتوقعة وبالتالي يؤدي إلى وجود خطأ قياس (Measurement error) في علاقة العوائد بالأرباح، وهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض قوة الأرباح التفسيرية لعوائد الأسهم. إن الدراسة النظرية للباحث (Ohlson, 1995) خرجت بأن المتغير الأساسي لتفسير العائد السوقي للسهم هو مستوى حصة السهم من الأرباح مقسوماً على السعر السوقي للسهم، وذلك بافتراض أن الأرباح تسلك سلوكاً عشوائياً وأن الأرباح الحالية تكفي لتحديد سعر السهم. كذلك خرجت دراسة (Brown and al, 1987) أنه يمكن تقليل الخطأ في قياس الأرباح غير المتوقعة من خلال استخدام أكثر من متغير لتمثيل الأرباح غير المتوقعة. (15)

وقد سعى (Easton and Harris, 1991) للتحقق من أن مستوى الأرباح مقسوماً على سعر السهم ملائم أو ذو صلة في تفسير العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية واثبات مساهمة (Ohlson, 1989) النظرية من خلال دراسة عملية على السوق الأمريكية. وقد خرجت الدراسة بأنه يمكن استخدام متغير حصة السهم من الأرباح لتفسير التغير في العائد السوقي للسهم وأن استخدام كلا المتغيرين (أي التغير في الربح ومستوى الربح) في نموذج الانحدار لعلاقة العوائد بالأرباح يؤدي إلى تحسين قوة الأرباح التفسيرية للعوائد ويؤدي إلى ارتفاع معامل استجابة الأرباح للنموذج Response Coefficient Earnings, ERC.

وقد حاول (Strong, 1993) تطبيق دراسة (Easton and Harris, 1991) على الواقع البريطاني وخرج بنتائج معاكسة لما جاء في دراسة (Easton and Harris)، أي أن التغير في الربح هو المتغير الأساسي لتفسير التغير في العائد. إلا أن (Al-Debi'e, 1997) أثبت عدم دقة نتائج

(Strong,1993) على الواقع البريطاني وخرج بنتائج تؤكد ما جاء به (Ohlson, 1995) نظريا ونتائج (Easton and Harris) العملية. كذلك طرحت دراسة (Kothari, 1992) والتي استندت إلى مساهمة (Ohlson, 1989) النظرية بانه إذا كانت الأسعار تسبق الأرباح (Prices lead earnings) فإن معامل استجابة الأرباح وقوة الأرباح التفسيرية للنموذج الذي يستخدم متغير مستوى الربح ستكون أعلى من تلك في حالة استخدام متغير التغير في الربح في نموذج علاقة العوائد بالأرباح.

لقد تم إرجاع ضعف العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم (Strong and Walker, 1993) إلى الصيغة المقيدة لنموذج علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية. فلقد أثبتنا أن السماح لمعاملات نموذج الدراسة بالتغير عبر الزمن بالاعتماد على نموذج يستخدم متغير مستوى الأرباح من شأنه أن يزيد من قوة العلاقة. كذلك اثبت (الدبي، 2002) في دراسة التي طبقت على السوق الأردنية، أن هناك تذبذبا كبيرا في معاملات نموذج علاقة الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم عبر الزمن وما بين الشركات، وأن هذا التذبذب من شأنه أن يؤثر سلبا على قوة العلاقة. فلقد وجد أن السماح للمعامل الثابت أو معامل الميل أو كليهما بالتغير عبر الزمن وما بين الشركات في نموذج العلاقة يحسن من القوة التفسيرية للأرباح فيما يتعلق بالتغيرات في العوائد السوقية للأسهم، فلقد ازدادت القوة التفسيرية من 8% للنموذج المقيد إلى 42% للنموذج العام غير المقيد.

ولتفسير ضعف علاقة الأرباح بالعوائد السوقية للأسهم، أضاف بعض الباحثين عوامل أخرى إلى جانب الأرباح المحاسبية اعتقدوا أنها تؤثر في العوائد السوقية للأسهم. فلقد خلصت دراسة (Shroff,1995) إلى وجود متغيرات محاسبية أخرى عدا الأرباح المحاسبية تتعلق بأداء الشركة المستقبلية، وتؤثر في تحديد أسعار الأسهم كنسبة السعر إلى الربح ومعدل العائد على حقوق الملكية، حيث أثبتت أن نسبة السعر إلى الربح العالية تدل على أن هناك نموا مستقبليا في الأرباح إذ أن المحتوى المعلوماتي للأرباح يعكس التغير في وضعية الشركة وتكون الأرباح ذات محتوى معلوماتي إذا استطاعت أن تغير في قرارات المستثمرين للحصول على التوزيعات النقدية أو عائد الأرباح الرأسمالية<sup>(16)</sup>، وبالتالي ستكون استجابة سعر السهم السوقي للأرباح المحاسبية عالية، وهذا بدوره يؤثر على العائد السوقي للسهم. أما دراسة (Ou,1990) فقد اختبرت المحتوى المعلوماتي الإضافي للأرقام غير الربحية إضافة لرقم الربح وذلك بالاعتماد على ما تقدمه هذه الأرقام من معلومات تفيد في التنبؤ بقيمة المنشأة المستقبلية. وقد خلصت الباحثة إلى أن الأرقام غير الربحية لها محتوى معلوماتي إضافي فيما يتعلق بسلوك الأرباح المحاسبية في الفترة المالية اللاحقة، وبالتالي فإن هذا من شأنه أن يؤثر على قرارات المستثمرين المتعلقة بالاحتفاظ أو الشراء أو البيع للأسهم.

يحتاج المساهمون والمستثمرون إلى معرفة المتغيرات الهامة والأساسية التي تدخل في تفسير عوائد الأسهم السوقية. إن المساهمين الحاليين أو المستقبلين مجبرون على الاعتماد على نماذج تمكنهم من تقييم أداء الشركات وتوقع عائد الأسهم التي يملكونها أو التي هم بصدد الاستثمار فيها. إن أهم عنصر

يعكس الصورة الحقيقية للشركة واتجاهاتها هو الربح الصافي، لذلك فإن النظريات المالية الجديدة تفضل تعظيم قيمة الشركة ينتج عنه تعظيم الأرباح. (17)

## 2- عينة من الدراسات التي اختبرت العلاقة بين الأرباح والعوائد

تم تناول العلاقة بين الأرباح والعوائد (Returns-Earnings Relation) في مجموعة من الدراسات بحيث تمثلت الدراسة الرئيسية التي أجراها (Ball and Brown, 1968) والتي خرجت بوجود علاقة إيجابية بين العوائد والأرباح. ولقد فتحت تلك الدراسة الطريق أمام الباحثين لدراسة جوانب تلك العلاقة من حيث أهميتها ومواصفاتها وثباتها وقوتها. ففي حين أن دراسة (Ball and Brown, 1968) استخدمت نموذج تعتمد فيه العوائد على إشارة الأرباح غير المتوقعة، فان (Beaver, and al., 1979) ، وبعد أحد عشر عاما، أضافوا إلى الأدب المحاسبي أنه يمكن تفسير التغير في العائد بالاعتماد على أهمية التغيرات غير المتوقعة في الأرباح. أي أنه كلما ازداد التغير في الأرباح غير المتوقعة، كلما ازداد التغير في العائد غير المتوقع. وبذلك أصبحت المقاييس المحاسبية للأرباح ذات معنى أو أن لها مضمون معلوماتي.

لقد حفلت الدوريات الخاصة بالمحاسبة والتمويل بالعديد من الدراسات الميدانية التي تناولت موضوع العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية، وفيما يلي نستعرض بعض الدراسات:

- مؤيد محمد علي الفضل: " العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم: دراسة اختبارية للمواصفة الأكثر تمثيلا للعلاقة في العراق (1999) "

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية، وقد أسفرت نتائج الدراسة التي أجريت على عينة مكونة من 31 شركة للفترة الممتدة ما بين (1992-1997) أن قدرة كل من التغير في حصة السهم من الأرباح ومتغير مستوى حصة السهم من الأرباح لا تفسر أكثر من 9,9% من العوائد السوقية للأسهم وأن التباين بين قدرة كل من متغير التغير في حصة السهم من الأرباح ومتغير مستوى حصة السهم من الأرباح في تفسير العوائد السوقية للأسهم من سنة لأخرى يجعل موضوع تحديد المتغير الأكثر تفسيرا للعوائد أمرا غير ممكن أو مع الأقل يتصف بقدر معين من الصعوبة. (18)

- مأمون الدبعي ومحمد أبو نصار: مواصفة العلاقة ما بين العوائد السوقية والأرباح المحاسبية للشركات المساهمة الأردنية (2000):

عرضت الدراسة اختبارا لمواصفة العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية. وقد تم استخدام عينة ممثلة من الشركات المدرجة في سوق عمان النظامية خلال الفترة الزمنية الممتدة ما بين (1986 -

1996) وقد تم استخدام نموذج انحدار المربعات الصغرى من أجل القيام بالدراسة. أظهرت النتائج أن كل من متغير "مستوى الأرباح" ومتغير "التغير في الأرباح" متغيران ملائمان لتفسير التغير في أسعار الأسهم. كما تشير نتائج الدراسة إلى أن متغير "مستوى الأرباح" أهم من متغير "التغير في الأرباح" في عملية تفسير التذبذبات في عوائد الأسهم. وتدل نتائج الدراسة على أن إدخال كلا المتغيرين في نموذج علاقة العوائد بالأرباح، يؤدي إلى انخفاض خطأ قياس "الأرباح غير المتوقعة"، وأن خطأ القياس الناتج عن استخدام متغير "مستوى الأرباح" هو أقل من ذلك الناتج عن استخدام متغير "التغير في الأرباح"، وهذا بدوره يشير إلى أن المستثمرين في سوق عمان المالية يعتقدون بأن أرباح الشركات الأردنية تتضمن عناصر عابرة أو مؤقتة. (19)

**Aiman A. Ragaba and Mohammad M. Omran: Accounting Information, Value Relevance, and Investors' Behavior in the Egyptian Equity Market (2004):**

بحثت هذه الدراسة فيما إذا كان المستثمرون المحليين والخارجيين في بورصة مصر للأوراق المالية يأخذون بعين الاعتبار المعلومات المحاسبية المعدة والمعتمدة على المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية في تقييم أسعار الأسهم وعوائدها. تم استخدام عينة من الشركات المدرجة في بورصة مصر للأوراق المالية والبالغ عددها 56 شركة مساهمة خلال الفترة الممتدة ما بين (1998-2002)، تم تقييم منفعة الأرباح المحاسبية على أساس اختبار العلاقة بينها وبين أسعار الأسهم وعوائد أسهم الشركات. أشارت النتائج إلى وجود أهمية للأرباح المحاسبية في بورصة الأوراق المالية المصرية وذلك لوجود علاقة ارتباط معنوية بين مستوى الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات، كما جاءت النتائج مناقضة لبعض الدراسات السابقة فيما يخص عدم وجود علاقة ارتباط بين التغير في الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات. وهذا يدل على أن المستثمرين في بورصة مصر يعتمدون في الأساس على مستوى الأرباح في تقييم أسعار وعوائد الأسهم وعدم الاهتمام بالتغير في الأرباح المحاسبية، لذلك فالبورصة تحتاج لمصادر معلومات أخرى يمكن إضافتها للقوائم المالية لتصبح أكثر كفاءة. (20)

**معاذ بسام عبد القادر، مأمون محمد الدبعي وفوزي عبد الرحيم غرابية: العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم في الأجل الطويل: إعادة وإضافة (2008):**

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر طول نافذة قياس علاقة كل من الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم على كل من القوة التفسيرية لنموذج تلك العلاقة ومعامل استجابة الأرباح، علاوة على تقديم تفسير لقيمة وسلوك معامل استجابة الأرباح لنوافذ قياس متعددة. بلغ عدد الشركات المساهمة العامة الصناعية والخدمية التي تضمنتها عينة الدراسة 63 شركة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (1992 - 2004)، وتراوح عدد المشاهدات بين 314 مشاهدة لنافذة قياس طولها اثنا عشر شهرا، و73 مشاهدة لنافذة قياس طولها اثنان وسبعون شهرا. وتشير النتائج إلى أن توسيع نافذة القياس يحسن من القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية فيما يتعلق بالتذبذبات في الأسعار السوقية للأسهم. كذلك لوحظ ازدياد في

قيمة معامل استجابة الأرباح يؤدي إلى التزايد في قيمة التغيرات بين الأرباح المحاسبية والشهرة الاقتصادية غير المسجلة، فلقد اقترب معامل استجابة الأرباح من الواحد الصحيح عندما اقتربت قيم التغيرات من الصفر وذلك لنافذة قياس طولها عشر سنوات. (21)

**MOHAMMAD EBRAHIMI and AREZOO AGHAEI CHADEGANI The Relationship between Earning, Dividend, Stock Price and Stock Return: Evidence from Iranian Companies (2011):**

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين كل من ربحية كل سهم (Earning per share)، التوزيعات النقدية للأرباح (Dividends)، أسعار الأسهم (Stock price) وعوائد الأسهم (Stock Returns) وما هو تأثير كل من المتغيرات على العوائد السوقية للأسهم، وقد شملت الدراسة الشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية للفترة الممتدة ما بين (2001-2010)، ولغرض القيام بالدراسة تم استخدام ربحية كل سهم على سعر السهم السوقي في بداية الفترة (Earning per share/ Stock price) وعلاقتها مع العوائد السوقية وريح السهم على سعر السهم السوقي (Dividend per share/ Stock price) وعلاقتها بالعوائد ثم مقلوب سعر السهم السوقي (1/ Stock price) وربحية كل سهم على سعر السهم والعلاقة التي تربطهم بالعوائد، أما بالنسبة للأساليب المستعملة تم استخدام المقطع العرضي التراجعي (Cross-section regression) ، وفيما يخص النتائج المتحصل عليها من خلال الدراسة فتمثلت في أن المساهمين يأخذون بعين الاعتبار أرباح الأسهم الحالية والسابقة والنسبة المتمثلة في أرباح الأسهم/أسعار الأسهم في بداية الفترة، كما أثبتت الدراسة وجود علاقة بين ربحية كل سهم مقسوم على سعر السهم السوقي في بداية الفترة وعوائد الأسهم، وبين أرباح الأسهم مقسومة على سعر السهم السوقي وعوائد الأسهم ويجدر الإشارة إلى أن هناك علاقة بين كل من ربحية كل سهم والتوزيعات النقدية للأرباح وعوائد الأسهم وهذا ما بينته الدراسات النظرية السابقة. (22)

**عبد الرحمان ميرو، باسل البيطار : العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية (2013):**

هدفت الدراسة إلى اختبار قدرة الأرباح المحاسبية على تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك بهدف تقييم منفعة الأرباح المحاسبية الواردة في التقارير المالية السنوية في اتخاذ القرار الاستثماري في تلك الأوراق. تم تطبيق الدراسة على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وبالغلة عددها 22 شركة مساهمة خلال الفترة الممتدة ما بين (2012-2009) باستخدام نموذج انحدار العوائد والذي يعتمد على ربط عوائد السهم مع كل من ربحية السهم والتغير في ربحية السهم. أظهرت النتائج ضعف قدرة متغيرات النموذج على تفسير التغيرات في عوائد أسهم الشركات المدروسة، وبالتالي ضعف منفعة الأرباح المحاسبية الواردة في التقارير المالية السنوية في اتخاذ القرارات الاستثمارية استناداً إلى نموذج العوائد. (23)

**Nguyen Ngoc Diem and Ho Quoc Binh: The Relationship between Accounting Information Reported in Financial Statements and Stock Returns - Empirical Evidence from Vietnam (2015):**

هدفت الدراسة إلى التحقق من وجود علاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة في القوائم المالية السنوية (الأرباح المحاسبية) وبين عوائد الأسهم في بورصة الفيتنام، تم تطبيق الدراسة على عينة من الشركات المدرجة بالبورصة بلغ عددها 108 خلال الفترة الممتدة ما بين (2010-2013) تم استخدام نموذج الانحدار البسيط والمتعدد، أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط ضعيفة بين الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة الفيتنام وهذا راجع إلى ضعف الاعتماد على الأرباح المحاسبية من قبل المستثمرين في اتخاذ قراراتهم. (24)

- أسماء أحمد الزهراني، مأمون محمد الدبعي: مناهج مقترحة لتحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية "دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة السعودية" (2016):

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مواصفة العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية، وإلى اختبار مدى ملاءمة استخدام نسبة الربح إلى السعر لتحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح، وإلى اختبار ما إذا كانت أسعار الأسهم تسبق الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة في السوق المالي السعودي. وقد تم تطبيق هذه الدراسة على عينة من الشركات الصناعية والخدمية المساهمة العامة بلغ عددها 87 شركة مدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2003-2013)، وبلغ عدد المشاهدات 870 مشاهدة. ولقد استخدمت الدراسة نماذج انحدار بسيطة ومتعددة المتغيرات حيث كان المتغير التابع في جميع النماذج العائد السوقي للسهم، أما المتغيرين المستقلين فكانا متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح. وقد أظهرت النتائج أن كل من متغير "مستوى الأرباح" ومتغير "التغير في الأرباح" ملائمان لتفسير التغير في أسعار الأسهم، وأن متغير "مستوى الأرباح" يتفوق على متغير "التغير في الأرباح" في قوته التفسيرية لعوائد الأسهم، كما أثبتت النتائج أن ادخال كلا المتغيرين في نموذج علاقة العوائد بالأرباح يزيد من القوة التفسيرية للنموذج. وبالإضافة لذلك أثبتت النتائج أن نسبة الربح إلى السعر تعكس طبيعة عناصر الأرباح المحاسبية من حيث كونها مؤقتة أو دائمة، وتعكس أيضا فيما إذا كان المضمون المعلوماتي للأسعار أغنى من المضمون المعلوماتي للأرباح، وقدمت دليلا على أن تنفيذ نموذج علاقة العوائد بالأرباح بناء على نسب الربح إلى السعر يؤدي إلى تحسن القوة التفسيرية للنموذج. أيضا أثبتت النتائج أن أسعار الأسهم تسبق الأرباح في عكس المعلومات لمدة تمتد إلى ثلاث سنوات سابقة، وأن إدخال عوائد فترات مالية سابقة عند قياس علاقة العوائد بالأرباح يحسن من قوة تلك العلاقة، وأخيرا أن علاقة العوائد بالأرباح هي علاقة غير متزامنة، كما أن عوائد الفترات المالية السابقة هي بأهمية عوائد الفترة المالية الحالية. (25)

### ثالثا: الجانب التطبيقي

من أجل اختبار فرضيات البحث سيتم الاعتماد على نموذج العوائد (Returns regression model) والمستخدم في العديد من الدراسات السابقة، (Harris et al; 1994)، (Haw et al ;1999)، (Charitou et al ;2000)، (Dimitropoulos,2009) (Pritchard ,2002)، (Harris et

(Easton ; 1991). وتماشيا مع تلك الدراسات، فقد تم اختيار ثلاث نماذج اثنان منهما أحادي المتغير والثالث بصيغة ثنائية المتغير.

### 1- النماذج المستعملة في البحث

#### 1-1 النموذج الأول: نموذج الأرباح

يعتمد النموذج الأول على متغير الأرباح المحاسبية في تفسير تغيرات عوائد الأسهم عن طريق ربط العوائد بالأرباح منسوبة إلى سعر السهم في نهاية الفترة السابقة كما هو موضح في العلاقة:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + e_{it} \quad ; \quad X_{it} = EPS_{it}/P_{it-1} \quad (1)$$

#### 2-1 النموذج الثاني: نموذج تغيرات الأرباح

يستند النموذج إلى فكرة أن تغير الأرباح يؤدي إلى تغير العوائد، وبذلك فهو يعتمد على متغير التغير في ربحية السهم الواحد من أجل تفسير التغيرات في عوائد الأسهم عن طريق ربط عائد السهم بالتغير في ربحية السهم منسوبة إلى سعر السهم في نهاية الفترة السابقة كما هو موضح في العلاقة:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{it} + e_{it} \quad ; \quad \Delta X_{it} = \Delta EPS_{it}/P_{it-1} \quad (2)$$

#### 3-1 النموذج الثالث: نموذج كل من الأرباح والتغير في الأرباح

يستند إلى فكرة معرفة القوة التفسيرية الإضافية الناتجة عن استخدام متغيري الأرباح معا. وبالتالي فهو يعتمد على تفسير عوائد السهم من خلال ربط عوائد السهم مع كل من ربحية السهم والتغير في ربحية السهم منسوبة إلى سعر السهم في نهاية الفترة السابقة كما هو موضح في العلاقة:

$$R_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 X_{it} + \gamma_2 \Delta X_{it} + e_{it} \quad (3)$$

حيث أن:

$R_{it}$ : العائد على سهم الشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$X_{it}$ : ربحية السهم الواحد للشركة  $i$  في الفترة  $t$  مقسمة على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة.

$\Delta X_{it}$ : التغير في ربحية السهم الواحد مقسمة على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة.

$EPS_{it}$ : الأرباح المحاسبية (ربحية السهم) لسهم الشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$\Delta EPS_{it}$ : التغير في الأرباح لسهم الشركة  $i$  في الفترة  $t =$  الفرق بين أرباح الفترة  $t$  وأرباح الفترة  $t-1$ .

$P_{it}$ : سعر السهم للشركة  $i$  في نهاية الفترة  $t$ .

$P_{it-1}$ : سعر السهم للشركة  $i$  في نهاية السنة السابقة  $t-1$ .

$\alpha$ ،  $\beta$ ،  $\gamma$  تشير إلى المعاملات التي سيتم تقديرها من خلال النماذج و  $e$  تشير إلى خطأ النموذج.

### 2- متغيرات البحث

1-2 المتغير التابع: عائد السهم، ويتكون من العائد الرأسمالي بالإضافة إلى عائد التوزيعات النقدية

(Easton and Harris, 1991)، ويتم حسابة من خلال العلاقة التالية:

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1} + DPS_{it}) / P_{it-1} \quad (4)$$



حيث:

$DPS_{it}$ : حصة سهم الشركة  $i$  من التوزيعات النقدية في الفترة  $t$  ويتم حسابها من خلال قسمة توزيعات الأرباح على عدد الأسهم.

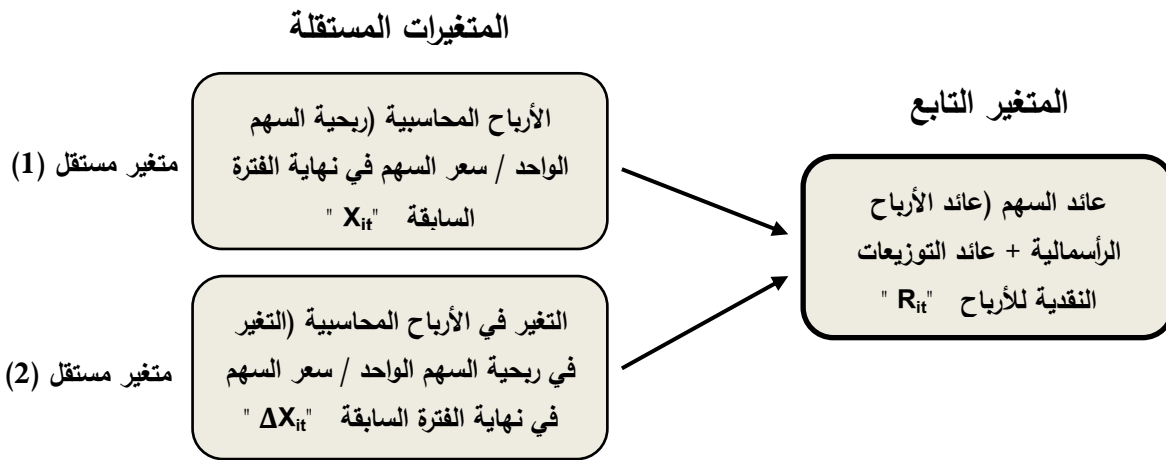
$P_{it}$ : سعر السهم للشركة  $i$  في نهاية السنة  $t$ .

$P_{it-1}$ : سعر السهم للشركة  $i$  في بداية الفترة  $t$  والذي يمثل سعر السهم في نهاية السنة السابقة  $t-1$ .

## 2-2 المتغيرات المستقلة:

- ربحية السهم الواحد مقسومة على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة.
- التغير في ربحية السهم الواحد مقسومة على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة.

شكل رقم 01: المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لنماذج البحث



المصدر: من إعداد الباحثين.

لتحقيق أهداف البحث واختبار الفرضيات، تم جمع البيانات بالطرق التالية:

### - المصادر الأولية:

- القوائم المالية الخاصة بالشركات عينة البحث.
- الإفصاحات الصادرة عن البورصات والمتعلقة بقرارات الإعلان عن توزيع أرباح الشركات في اجتماعات الهيئة العامة والنشرات الصادرة عن البورصات.

### - المصادر الثانوية:

- تتمثل في الكتب العربية والأجنبية والدوريات والمقالات بالإضافة للدراسات السابقة المتعلقة بهذا الموضوع.

### 3- عينة البحث

يوضح الجدول التالي عينة الشركات التي سيتم دراستها حسب كل بورصة:

جدول رقم 01: عينة الشركات التي تم دراستها حسب كل بورصة.

البورصة	عدد الشركات المدرجة	العينة المختارة	القطاع	الفترة
---------	---------------------	-----------------	--------	--------

2014-2010	صناعة + خدمات	14	128	بورصة السعودية
2014-2010	صناعة + خدمات	07	103	بورصة الكويت
2014-2006	صناعة + خدمات	12	26	بورصة قطر
2014-2007	صناعة + خدمات	11	46	بورصة أبو ظبي
44 شركة مساهمة				المجموع

#### المصدر: من إعداد الباحثين

تم اختيار هذه الشركات لتوفرها على الشروط التالية:

- الشركات التي قامت بالإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية وحققت ربحية سهم موجبة خلال فترة البحث.
- توفر الإفصاح الكامل للشركات خلال فترة البحث.
- توفر بيانات حصة السهم من الأرباح السنوية وأسعار الإغلاق الشهرية للشركة خلال عامين متتاليين على الأقل.
- ألا يكون قد حدث لدى الشركة أحداث مشوشة خلال فترة البحث مثل الاندماج، أو توزيع أسهم مجانية، أو تجزئة القيمة السوقية للسهم، أو إيقاف السهم عن التداول.

#### 4- اختبار العلاقة السببية والارتباط بين متغيرات البحث

#### 4-1 اختبار العلاقة السببية

#### جدول رقم 02: اختبار العلاقة السببية بين متغيرات البحث

Stock Exchange	Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
Saudi Arabia Stock Market	X does not Granger Cause R R does not Granger Cause X	26	4.08304 2.56638	0.0318 0.1007
	DX does not Granger Cause R R does not Granger Cause DX	24	1.08214 0.57083	0.3589 0.5745
Kuwait Stock Market	X does not Granger Cause R R does not Granger Cause X	10	0.74294 0.38741	0.5218 0.6976
	DX does not Granger Cause R R does not Granger Cause DX	14	0.03787 1.10526	0.9630 0.3722
Qatar Stock Market	X does not Granger Cause R R does not Granger Cause X	66	0.83069 2.15516	0.4406 0.1246
	DX does not Granger Cause R R does not Granger Cause DX	72	2.28688 0.09134	0.1102 0.9128
Abu Dhabi Stock Market	X does not Granger Cause R R does not Granger Cause X	42	2.36012 0.79670	0.1085 0.4584
	DX does not Granger Cause R R does not Granger Cause DX	42	2.37079 0.26878	0.1074 0.7658

#### المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج "EViews 09"

بالنسبة للعلاقة السببية من الأرباح X باتجاه عائد السهم R في بورصة السعودية، فقد بينت النتائج المحسوبة أن قيمة F تساوي 4.08 وقيمة الاحتمال المقابل لها هو 0.03 وبما أن  $\alpha > \text{prob}$  نرفض الفرضية العدمية  $H_0$  وبالتالي يوجد علاقة سببية من الأرباح باتجاه عائد السهم. أما بالنسبة للعلاقة السببية من عائد السهم R باتجاه الأرباح المحاسبية X فقد بلغت قيمة F 2.56 وقيمة الاحتمال المقابل

لها 0.10 وبما أن  $\alpha < \text{prob}$  نقبل الفرضية العدمية  $H_0$  وبالتالي لا يوجد علاقة سببية من عائد السهم باتجاه الأرباح المحاسبية.

لا يوجد علاقة سببية في كلا الاتجاهين بين الأرباح وعوائد الأسهم في كل من بورصة الكويت، قطر وأبو ظبي.

#### 2-4 معاملات الارتباط بين متغيرات البحث

جدول رقم 03: مصفوفة ارتباط سبيرمان وبيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث

		$R_{it}$	$\Delta X_{it}$
Saudi Arabia Stock Market	$\Delta X_{it}$	0.388 0.359 *	
	$X_{it}$	0.466 0.452 *	0.519 0.453 *
Kuwait Stock Market	$\Delta X_{it}$	0.360 0.513 *	
	$X_{it}$	0.371 0.576 *	0.353 0.831 *
Qatar Stock Market	$\Delta X_{it}$	0.130 0.100 *	
	$X_{it}$	0.397 0.123 *	0.330 0.608 *
Abu Dhabi Stock Market	$\Delta X_{it}$	0.369 0.110 *	
	$X_{it}$	0.310 - 0.130 *	0.200 - 0.126 *

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج "EViews 09"

#### 5- نتائج اختبار الفرضيات

جدول رقم 04: نتائج اختبار الفرضية الأولى

النموذج الأول (نموذج مستوى الأرباح)						
$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + e_{it}$						
	$\alpha_0$	$\alpha_1$	t-Stat	Adj R <sup>2</sup>	F-Stat	D-Wats stat
Saudi Arabia Stock Market	0.065875-	2.465879	3.502126 (0.0010)	0.175288	12.26489 (0.000957)	2.245965
Kuwait Stock Market	0.096668-	2.624969	3.381795 (0.0026)	0.303066	11.43654 (0.002569)	1.673190
Qatar Stock Market	0.049749	0.363955	1.171808 (0.2444)	0.004175	1.373135 (0.244437)	2.355597
Abu Dhabi Stock Market	0.028567	0.017758-	1.05642- (0.2947)	0.001782	1.116041 (0.294744)	2.172621

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج "EViews 09"

جدول رقم 05: نتائج اختبار الفرضية الثانية

النموذج الثاني (نموذج التغير في مستوى الأرباح)						
$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{it} + e_{it}$						
	$\beta_0$	$\beta_1$	t-Stat	Adj R <sup>2</sup>	F-Stat	D-Wats stat

Saudi Arabia Stock Market	0.193725	2.578096	2.726532 (0.0088)	0.112024	7.433979 (0.008802)	2.227194
Kuwait Stock Market	0.052837	2.242754	2.873044 (0.0086)	0.232108	8.254382 (0.008593)	2.036654
Qatar Stock Market	0.088989	0.213119	0.946032 (0.3467)	0.00118-	0.894976 (0.346723)	2.372217
Abu Dhabi Stock Market	0.015757	0.027422	0.888438 (0.3776)	- 0.003252	0.789322 (0.377632)	2.145315

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج "EViews 09"

جدول رقم 06: نتائج اختبار الفرضية الثالثة

النموذج الثالث (نموذج الأرباح والتغير في مستوى الأرباح) $R_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 X_{it} + \gamma_2 \Delta X_{it} + e_{it}$						
	$\gamma_1$	$\gamma_2$	t-Stat	Adj R <sup>2</sup>	F-Stat	D-Wats stat
Saudi Arabia Stock Market	2.037947	1.393321	2.601294 (0.0122) 1.387049 (0.1717)	0.203848	7.529053 (0.001408)	2.282925
Kuwait Stock Market	2.198426	0.491529	1.543665 (0.1369) 0.360232 (0.7221)	0.275660	5.566794 (0.011059)	1.765348
Qatar Stock Market	0.293294	0.083963	0.745268 (0.4581) 0.294942 (0.7687)	- 0.006265	0.722940 (0.488216)	2.357769
Abu Dhabi Stock Market	0.016126-	0.023696	0.94854- (0.3465) 0.761001 (0.4495)	- 0.004826	0.843912 (0.434828)	2.199594

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج "EViews 09"

\*معامل ارتباط بيرسون (جدول رقم 03).

\*القيم التي بين قوسين ( ) تشير إلى قيمة احتمال t-Statistic و F-statistic.

## 6- التعليق على النتائج

### 6-1 بورصة السعودية

- بالنظر إلى قيمة المعلمة ( $\alpha_1$ ) (جدول رقم 04) تظهر موجبة وقد بلغت 2.46 وانطلاقاً من اختبار t نستنتج أن المعلمة مفسرة إحصائياً ( $\alpha$ ) تساوي 0.05 وقيمة الاحتمال هو 0.0010 إذن ( $\alpha > \text{prob}$ ). أما فيما يخص قيمة Durbin-Watson فقد بلغت 2.24 (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار F بلغت 12.26 (الاحتمال المقابل لها يساوي  $\alpha > \text{prob}$  0.00095) ومن خلال النتائج نرفض فرضية العدم وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي للأرباح المحاسبية على عائد السهم ومنه النموذج قابل للتنبؤ

بقيم المتغير التابع  $R$  (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم). من خلال (الجدول رقم 03) نلاحظ أن العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم علاقة طردية متوسطة بحيث بلغت قيمة معامل الارتباط  $0.45$ ، كما نلاحظ من خلال معامل التحديد المصحح  $R^2$  Adj والذي بلغت قيمته  $0.17$  أن قدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال ربحية السهم صغيرة ولكنها معنوية، بحيث استطاعت الأرباح المحاسبية أن تفسر ما قيمته  $17\%$  من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم، أما القيمة الباقية  $83\%$  تعود إلى عوامل أخرى.

وبناءً على النتائج السابقة نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي للأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم على عائد السهم في بورصة السعودية.

- من النتائج تظهر قيمة المعلمة  $(\beta_1)$  (جدول رقم 05) موجبة وقد بلغت  $2.57$  وانطلاقاً من اختبار  $t$  نستنتج أن المعلمة مفسرة إحصائياً ( $\alpha$  تساوي  $0.05$  وقيمة الاحتمال هو  $0.008$  إذن  $\alpha > \text{prob}$ ). أما فيما يخص قيمة  $\text{Durbin-Watson}$  فقد بلغت  $2.22$  (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار  $F$   $7.43$  (الاحتمال المقابل لها يساوي  $0.008$   $\alpha > \text{prob}$ ) وبذلك نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي للتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم إذن النموذج قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع  $R$  (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم). تظهر قيمة معامل الارتباط من خلال (الجدول رقم 03) نلاحظ أن العلاقة بين التغير في الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم علاقة طردية ضعيفة بحيث بلغت قيمة معامل الارتباط  $0.35$ ، كما نلاحظ من خلال معامل التحديد المصحح  $R^2$  Adj والذي بلغت قيمته  $0.11$  أن قدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال التغير في ربحية السهم صغيرة ولكنها معنوية، بحيث استطاعت التغيرات في الأرباح المحاسبية أن تفسر ما قيمته  $11\%$  من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم، أما القيمة الباقية  $89\%$  تعود إلى عوامل أخرى.

وبناءً على النتائج السابقة نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي للتغير في الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم على عائد السهم في بورصة السعودية.

- استناداً إلى (الجدول رقم 06) تظهر قيمة المعلمات  $(\gamma_1)$  و  $(\gamma_2)$  موجبة وقد بلغت على التوالي  $2.03$  و  $1.39$  وانطلاقاً من اختبار  $t$  نستنتج أن المعلمة الأولى مفسرة إحصائياً أما الثانية عكس ذلك. أما فيما يخص قيمة  $\text{Durbin-Watson}$  فقد بلغت  $2.28$  (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار  $F$   $7.52$  (الاحتمال المقابل لها يساوي  $0.001$   $\alpha > \text{prob}$ ) ومن خلال النتائج نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي لكل من الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم كما أن النموذج قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع  $R$  (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم).

ومن نتائج الاختبار نجد أن اضافة المتغيرين معا قد أدى إلى تحسن قيمة معامل الارتباط حيث بلغ **0.48** وبالتالي قوة العلاقة بين عوائد الأسهم مع متغيري ربحية السهم والتغير في ربحية السهم. أما بالنسبة لقدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم فقد تحسنت مقارنة مع النتائج السابقة حيث بلغ معامل التحديد المصحح **Adj R<sup>2</sup> 0.20** وبالتالي استطاع المتغيران معا أن يفسرا ما قيمته **20%** من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم وبالعودة إلى قيمة ثابت النموذج  $(\gamma_1)$  و  $(\gamma_2)$  نستنتج عدم وجود تأثير جوهري للتغير في ربحية السهم على عائد السهم، في حين أن هناك تأثير جوهري لربحية السهم على عائد السهم، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن اضافة التغير في ربحية السهم إلى متغير ربحية السهم في النموذج قد أدى إلى تخفيض التحيز الناجم عن أخطاء القياس (Brown et al ;1987). وبناء على النتائج السابقة نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير ايجابي معنوي لكل من الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم والتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم في بورصة السعودية.

## 6-2 بورصة الكويت

- بالنظر إلى قيمة المعلمة  $(\alpha_1)$  تظهر موجبة (جدول رقم 04) وقد بلغت **2.62** وانطلاقاً من اختبار  $t$  نستنتج أن المعلمة مفسرة إحصائياً  $(\alpha)$  تساوي **0.05** وقيمة الاحتمال هو **0.0026** إذن  $(\alpha > \text{prob})$ . أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت **1.67** (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار **F** بلغت **11.43** (الاحتمال المقابل لها يساوي **0.0025**  $(\alpha > \text{prob})$ ) ومن خلال النتائج نرفض فرضية العدم وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي للأرباح المحاسبية على عائد السهم ومنه النموذج قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع **R** (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم). من خلال (الجدول رقم 03) نلاحظ أن العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم علاقة طردية متوسطة بحيث بلغت قيمة معامل الارتباط **0.57**، كما نلاحظ من خلال معامل التحديد المصحح **Adj R<sup>2</sup>** والذي بلغت قيمته **0.30** أن قدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال ربحية السهم متوسطة ومعنوية، بحيث استطاعت الأرباح المحاسبية أن تفسر ما قيمته **30%** من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم، أما القيمة الباقية **70%** تعود إلى عوامل أخرى.

وبناءً على النتائج السابقة نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير ايجابي معنوي للأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم على عائد السهم في بورصة الكويت.

- من النتائج تظهر قيمة المعلمة  $(\beta_1)$  موجبة (جدول رقم 05) وقد بلغت **2.24** وانطلاقاً من اختبار  $t$  نستنتج أن المعلمة مفسرة إحصائياً  $(\alpha)$  تساوي **0.05** وقيمة الاحتمال هو **0.008** إذن  $(\alpha > \text{prob})$ . أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت **2.03** (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار **F** **8.25** (الاحتمال المقابل لها يساوي **0.008**  $(\alpha > \text{prob})$ ) وبذلك نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية

البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي للتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم إذن النموذج قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع  $R$  (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم). تظهر قيمة معامل الارتباط من خلال (الجدول رقم 03) أن العلاقة بين التغير في الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم علاقة طردية متوسطة بحيث بلغت قيمة معامل الارتباط  $0.51$ ، كما نلاحظ من خلال معامل التحديد المصحح  $R^2$  Adj والذي بلغت قيمته  $0.23$  أن قدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال التغير في ربحية السهم صغيرة ولكنها معنوية، بحيث استطاعت التغيرات في الأرباح المحاسبية أن تفسر ما قيمته  $23\%$  من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم، أما القيمة الباقية  $77\%$  تعود إلى عوامل أخرى. وبناءً على النتائج السابقة نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي للتغير في الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم على عائد السهم في بورصة الكويت.

- استناداً إلى (الجدول رقم 06) تظهر قيمة المعلمتات  $(\gamma_1)$  و  $(\gamma_2)$  موجبة وقد بلغت على التوالي  $2.19$  و  $0.49$  وانطلاقاً من اختبار  $t$  نستنتج أن المعلمتين غير مفسرتين إحصائياً. أما فيما يخص قيمة  $Durbin-Watson$  فقد بلغت  $1.76$  (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار  $F$   $5.56$  (الاحتمال المقابل لها يساوي  $0.011$   $\alpha > \text{prob}$ ) ومن خلال النتائج نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي لكل من الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم كما أن النموذج قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع  $R$  (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم). ومن نتائج الاختبار نجد أن إضافة المتغيرين معاً لم يؤدي إلى تحسن قيمة معامل الارتباط حيث بلغ  $0.56$  وبالتالي قوة العلاقة بين عوائد الأسهم مع متغيري ربحية السهم والتغير في ربحية السهم. أما بالنسبة لقدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم فقد انخفضت مقارنة مع النتائج السابقة حيث بلغ معامل التحديد المصحح  $R^2$  Adj  $0.27$  وبالتالي استطاع المتغيران معاً أن يفسرا ما قيمته  $27\%$  من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم وبالعودة إلى قيمة ثابت النموذج  $(\gamma_1)$  و  $(\gamma_2)$  نستنتج عدم وجود تأثير جوهري للتغير في ربحية السهم وربحية السهم معاً على عائد السهم، إذن استخدام المتغيران معاً لم يؤدي إلى تحسن معامل التحديد وبقيت الأرباح المحاسبية لوحدها هي المفسر الأعلى لعائد السهم. وبناءً على النتائج السابقة نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي لكل من الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم والتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم في بورصة الكويت.

- بالنظر إلى قيمة المعلمة ( $\alpha_1$ ) تظهر موجبة وقد بلغت **0.36** (الجدول رقم 04) وانطلاقاً من اختبار  $t$  نستنتج أن المعلمة غير مفسرة إحصائياً ( $\alpha$  تساوي **0.05** وقيمة الاحتمال هو **0.24** إذن  $\alpha < \text{prob}$ ). أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت **2.35** (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار **F** بلغت **1.37** (الاحتمال المقابل لها يساوي  $\alpha < \text{prob}$  **0.24**) ومن خلال النتائج نقبل فرضية العدم وبالتالي لا يوجد تأثير إيجابي معنوي للأرباح المحاسبية على عائد السهم ومنه النموذج غير قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع **R** (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم). من خلال (الجدول رقم 03) نلاحظ أن العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم علاقة ضعيفة بحيث بلغت قيمة معامل الارتباط **0.12**، كما نلاحظ من خلال معامل التحديد المصحح **R<sup>2</sup> Adj** والذي بلغت قيمته **0.004** أن النموذج غير قادر على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال ربحية السهم.

وبناءً على النتائج السابقة نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير إيجابي معنوي للأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم على عائد السهم في بورصة قطر.

- من النتائج تظهر قيمة المعلمة ( $\beta_1$ ) موجبة (الجدول رقم 05) وقد بلغت **0.21** وانطلاقاً من اختبار  $t$  نستنتج أن المعلمة غير مفسرة إحصائياً ( $\alpha$  تساوي **0.05** وقيمة الاحتمال هو **0.34** إذن  $\alpha < \text{prob}$ ). أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت **2.37** (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار **F** بلغت **0.89** (الاحتمال المقابل لها يساوي  $\alpha < \text{prob}$  **0.34**) وبذلك نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير إيجابي معنوي للتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم إذن النموذج غير قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع **R** (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم). تظهر قيمة معامل الارتباط من خلال (الجدول رقم 03) أن العلاقة بين التغير في الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم علاقة ضعيفة بحيث بلغت قيمة معامل الارتباط **0.10**، كما نلاحظ من خلال معامل التحديد المصحح **R<sup>2</sup> Adj** والذي بلغت قيمته **-0.001** أن النموذج غير قادر على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال التغير في ربحية السهم.

وبناءً على النتائج السابقة نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير إيجابي معنوي للتغير في الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم على عائد السهم في بورصة قطر.

- استناداً إلى (الجدول رقم 06) تظهر قيمة المعلمات ( $\gamma_1$ ) و ( $\gamma_2$ ) موجبة وقد بلغت على التوالي **0.29** و **0.08** وانطلاقاً من اختبار  $t$  نستنتج أن المعلمتين غير مفسرتين إحصائياً. أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت **2.35** (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار **F** بلغت **0.72** (الاحتمال المقابل لها يساوي  $\alpha < \text{prob}$  **0.48**) ومن خلال النتائج نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير إيجابي معنوي لكل من الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية على عائد



السهم كما أن النموذج غير قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع  $R$  (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم).

ومن نتائج الاختبار نجد أن إضافة المتغيرين معا لم يؤدي إلى شيء في قدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم حيث بلغ معامل التحديد المصحح  $R^2 \text{ Adj} = -0.006$ . وبناءً على النتائج السابقة نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير لكل من الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم والتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم في بورصة قطر.

#### 4-6 بورصة أبو ظبي

- بالنظر إلى قيمة المعلمة ( $\alpha_1$ ) تظهر بإشارة سالبة وقد بلغت  $-0.01$  (جدول رقم 04) وانطلاقاً من اختبار  $t$  نستنتج أن المعلمة غير مفسرة إحصائياً ( $\alpha$  تساوي  $0.05$  وقيمة الاحتمال هو  $0.29$  إذن  $\alpha < \text{prob}$ ). أما فيما يخص قيمة  $\text{Durbin-Watson}$  فقد بلغت  $2.17$  (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار  $F$  بلغت  $1.11$  (الاحتمال المقابل لها يساوي  $0.29$   $\alpha < \text{prob}$ ) ومن خلال النتائج نقبل فرضية العدم وبالتالي لا يوجد تأثير للأرباح المحاسبية على عائد السهم ومنه النموذج غير قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع  $R$  (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم). كما نلاحظ من خلال معامل التحديد المصحح  $R^2 \text{ Adj}$  والذي بلغت قيمته  $0.001$  أن قدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال ربحية السهم معدومة تقريبا، بحيث لم تستطع الأرباح المحاسبية أن تفسر التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم.

وبناءً على النتائج السابقة نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير للأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم على عائد السهم في بورصة أبو ظبي.

- من النتائج تظهر قيمة المعلمة ( $\beta_1$ ) موجبة وقد بلغت  $0.027$  (جدول رقم 05) وانطلاقاً من اختبار  $t$  نستنتج أن المعلمة غير مفسرة إحصائياً ( $\alpha$  تساوي  $0.05$  وقيمة الاحتمال هو  $0.37$  إذن  $\alpha < \text{prob}$ ). أما فيما يخص قيمة  $\text{Durbin-Watson}$  فقد بلغت  $2.14$  (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار  $F$  بلغت  $0.78$  (الاحتمال المقابل لها يساوي  $0.37$   $\alpha > \text{prob}$ ) وبذلك نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير إيجابي للتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم إذن النموذج غير قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع  $R$  (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم). كما نلاحظ من خلال معامل التحديد المصحح  $R^2 \text{ Adj}$  والذي بلغت قيمته  $-0.003$  أن النموذج غير قادر على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال التغير في ربحية السهم.

وبناءً على النتائج السابقة نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير للتغير في الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم على عائد السهم في بورصة أبو ظبي.

- استنادا إلى (الجدول رقم 06) تظهر قيمة المعلمات  $(\gamma_1)$  و  $(\gamma_2)$  سالبة والثانية موجبة وقد بلغت على التوالي  $-0.01$  و  $0.02$  وانطلاقا من اختبار  $t$  نستنتج أن المعلمتين غير مفسرتين إحصائيا. أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت  $2.19$  (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار **F 0.84** (الاحتمال المقابل لها يساوي  $\alpha < \text{prob } 0.43$ ) ومن خلال النتائج نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير لكل من الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم كما أن النموذج غير قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع **R** (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم).

ومن نتائج الاختبار نجد أن اضافة المتغيرين معا لم يؤدي إلى أي إضافة أما بالنسبة لقدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم فقد بلغ معامل التحديد المصحح **Adj R<sup>2</sup> 0.004** وبالتالي المتغيران معا لم يفسرا أي شيء من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم.

وبناءً على النتائج السابقة نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير لكل من الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم والتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم في بورصة أبو ظبي.

#### 7- تحليل النتائج

- باستعراض نتائج التحليل الاحصائي لبورصة السعودية يتبين أن معامل مستوى الأرباح ومعامل التغير في الأرباح المحاسبية لهما دلالة إحصائية عند مستوى  $5\%$  فقد بلغا على التوالي  $2.46$  و  $2.57$  ونلاحظ تفوق معامل التغير في الأرباح على مستوى الأرباح، ولكن نلاحظ من خلال نتائج النماذج التي تتضمن متغيرا تفسيريا واحدا أن متغير مستوى الأرباح يتفوق على متغير التغير في الأرباح من حيث القوة التفسيرية (**Adjusted R-square**) فقد بلغ  $17\%$  بالنسبة لمتغير الأرباح المحاسبية و  $11\%$  بالنسبة لمتغير التغير في الأرباح وبمقارنة نتائج هذا البحث في بورصة السعودية مع تلك التي توصل إليها (Easton and Harris, 1991) والتي اجريت على السوق الأمريكية، نجد أنها متطابقة مع ما توصلت إليه هذه النتائج من حيث أن القوة التفسيرية لمتغير مستوى الأرباح للنموذج الذي نفذ لجميع السنوات وجميع الشركات في دراسة (Easton and Harris, 1991) بلغت  $7.5\%$  بينما كانت عند استخدام متغير التغير في الأرباح  $4\%$ . أيضا تتفق نتائج البحث الحالية مع ما خرجت به دراسة (Al-Debi'e, 1997) على السوق البريطانية حيث بلغت القوة التفسيرية للنموذج الذي استخدم متغير مستوى الأرباح  $17\%$  بينما بلغت عند استخدام متغير التغير في الأرباح  $11\%$  وذلك للنموذج الذي نفذ لجميع السنوات وجميع الشركات.

أما فيما يخص النموذج الذي يتضمن متغيران تفسيريان فقد بلغ معامل مستوى الأرباح  $2.03$  وكان ذا دلالة احصائية عند مستوى ثقة  $5\%$  أما معامل التغير في الأرباح فقد بلغ  $1.39$  ولم يكن له دلالة إحصائية، أما فيما يخص معامل استجابة الأرباح (**ERC**) (Earnings Response Coefficient)

والذي هو مجموع معامل مستوى الأرباح ومعامل التغير في الأرباح  $\gamma_1 + \gamma_2$  فقد بلغت قيمته **3.42** وهي أفضل بالمقارنة مع **2.46** و **2.57** للنماذج التي تتضمن على التوالي متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح كل منهما على حده. وتشير هذه النتيجة الى أن متغير مستوى الأرباح مرتبط بعوائد أسهم الشركات أكثر من ارتباط متغير التغير في الأرباح مع عوائد أسهم الشركات، وكذلك تشير النتائج الى أن استخدام كلا المتغيرين يزيد من مساهمة الأرباح المحاسبية في تفسير التغيرات في عوائد أسهم الشركات. إن القوة التفسيرية للنموذج (**Adjusted R-square**) الذي تضمن كلا المتغيرين قد كان أفضل (**20%**) من تلك الناتجة عن استخدام متغير تفسيري واحد في النموذج سواء كان ذلك المتغير مستوى الأرباح (**17%**) أو التغير في الأرباح (**11%**). كما تتوافق هذه النتائج مع ما جاءت به الدراسة التي قام بها كل من أسماء أحمد الزهراني وأمون محمد الدبعي على عينة من الشركات المدرجة في بورصة السعودية خلال الفترة (2003-2012) حيث بلغت القوة التفسيرية لنموذج مستوى الأرباح (**17.8%**) و (**5.9%**) بالنسبة لنموذج التغير في الأرباح، كما أن استعمال كلا المتغيرين معاً أدى إلى تحسن القوة التفسيرية بحيث بلغت (**18.1%**).

نستنتج مما سبق أن هناك ارتباط ما بين الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات السعودية، وأن استخدام التغير في الأرباح كممثل للأرباح غير المتوقعة في دراسة علاقة العوائد بالأرباح يؤدي الى تخفيض تقدير أهمية الأرباح في تفسير العوائد. كذلك نستنتج من هذه النتيجة المؤيدة نظرياً وعملياً أن المتعاملين في السوق المالية السعودية يقيمون أرباح الشركات على أنها أرباح تتضمن بنوداً مؤقتة أو عابرة وهذا يستنتج من ضعف العلاقة ما بين متغير التغير في الأرباح وعوائد الأسهم وذلك لوجود خطأ قياس للأرباح غير المتوقعة عند استخدام متغير التغير في الأرباح. وإذا كانت الحالة كذلك فإن من المتوقع أن يكون الارتباط قوياً ما بين مستوى الأرباح وعوائد أسهم الشركات وهذا ما اثبتته النتائج.

- من خلال نتائج التحليل الإحصائي لبورصة الكويت يتبين أن معامل مستوى الأرباح ومعامل التغير في الأرباح المحاسبية لهما دلالة إحصائية عند مستوى **5%** فقد بلغا على التوالي **2.62** و **2.24** ونلاحظ تفوق معامل مستوى الأرباح على التغير في الأرباح، ولكن نلاحظ من خلال نتائج النماذج التي تتضمن متغيراً تفسيريّاً واحداً أن متغير مستوى الأرباح يتفوق على متغير التغير في الأرباح من حيث القوة التفسيرية (**Adjusted R-square**) فقد بلغ **30%** بالنسبة لمتغير الأرباح المحاسبية و **23%** بالنسبة لمتغير التغير في الأرباح وتتوافق هذه النتائج مع الدراستين السابقتين في السوق المالية الأمريكية والبريطانية. أما فيما يخص النموذج الذي يتضمن متغيران تفسيريان فقد بلغ معامل مستوى الأرباح **2.19** ولم يكن له دلالة إحصائية عند مستوى ثقة **5%** أما معامل التغير في الأرباح فقد بلغ **0.49** ولم يكن له دلالة إحصائية، أما فيما يخص معامل استجابة الأرباح (**Earnings Response Coefficient**) والذي هو مجموع معامل مستوى الأرباح ومعامل التغير في الأرباح  $\gamma_1 + \gamma_2$  فقد بلغت قيمته **2.68** وهي أفضل بالمقارنة مع **2.19** و **0.49** للنماذج التي تتضمن على التوالي متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح كل منهما على حده. وتشير النتائج الى أن متغير مستوى

الأرباح مرتبط بعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة الكويت أكثر من ارتباط متغير التغير في الأرباح مع عوائد أسهم هذه الشركات. وأشارت النتائج الى أن استخدام كلا المتغيرين لم يزد من مساهمة الأرباح المحاسبية في تفسير التغيرات في عوائد أسهم الشركات وذلك لأن القوة التفسيرية للنموذج (**Adjusted R-square**) الذي تضمن كلا المتغيرين قد بلغت (27%) ولذلك يبقى متغير الأرباح المحاسبية لوحده يفسر بدرجة أفضل التغيرات في عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة الكويت حيث بلغ (30%).

نستخلص مما سبق أن هناك ارتباط ما بين الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة الكويت، وأن استخدام التغير في الأرباح كممثل للأرباح غير المتوقعة في دراسة علاقة العوائد بالأرباح يؤدي الى تخفيض تقدير أهمية الأرباح في تفسير العوائد. كذلك نستنتج من هذه النتيجة المؤيدة نظريا وعمليا أن المتعاملين في السوق المالية الكويتية يقيمون أرباح الشركات على أنها أرباح تتضمن بنودا مؤقتة أو عابرة وهذا يستنتج من ضعف العلاقة ما بين متغير التغير في الأرباح وعوائد الأسهم، لذلك يبقى متغير مستوى الأرباح هو الأفضل من حيث القوة التفسيرية لعوائد الأسهم في بورصة الكويت.

اختبر هذا البحث العلاقة بين العوائد والأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم وبالتحديد عرض البحث اختبار تطبيقي يهدف إلى تحديد فيما إذا كان متغير "مستوى الأرباح" ملائما لتقييم العلاقة ما بين العوائد والأرباح المحاسبية، وذلك بالمقارنة مع متغير "التغير في الأرباح" ولقد خرجت النتائج بأن متغير "مستوى الأرباح" أكثر ملائمة لتفسير التغير في عوائد الأسهم منه في حالة استخدام المتغير التقليدي الشائع الاستخدام في الأبحاث المحاسبية لعلاقة العوائد بالأرباح والمعروف على أنه "التغير في الأرباح". كذلك بينت النتائج بأن استخدام المتغيرين معا أدى الى تحسن في معامل استجابة الأرباح والقوة التفسيرية لنموذج علاقة العوائد بالأرباح في بورصة السعودية. تتفق النتائج مع ما جاء في الأدب المحاسبي سواء المساهمات النظرية أو العملية. وفي ضوء هذه النتائج يوصى باستخدام متغير "مستوى الأرباح" عند دراسة المضمون المعلوماتي للأرباح أو عند دراسة المضمون المعلوماتي الإضافي للمتغيرات المحاسبية الأخرى مقارنة بالأرباح أو زيادة على الأرباح.

كذلك يتم التأكيد على أن هذا البحث يمثل أسلوبا واحدا من أساليب تحسين قياس علاقة العوائد بالأرباح المحاسبية، ومن الممكن للباحثين المهتمين محاولة دراسة أثر تجزئة رقم الأرباح إلى مكوناته لتحديد فيما إذا كان لها مضمونا معلوماتيا أكبر من رقم الأرباح المنفرد.

- من خلال نتائج التحليل الاحصائي لكل من بورصة قطر وبورصة أبو ظبي يتبين لنا عدم قدرة كل من الأرباح المحاسبية (ربحية السهم) والتغير في الأرباح المحاسبية على تفسير عوائد الأسهم، بحيث بلغ معامل مستوى الأرباح في بورصة قطر 0.36 ولم يكن ذو معنوية إحصائية أما معامل التغير في الأرباح فقد بلغ 0.21 وكذلك بدون معنوية إحصائية كما أن القوة التفسيرية لكل نموذج (**Adjusted R-square**) بلغت على التوالي 0.004 و 0.001- بحيث كانت منعدمة تماما، وبالتالي لا يوجد

علاقة بين الأرباح المحاسبية وكذلك التغير في الأرباح وعوائد أسهم الشركات القطرية. كذلك عند استعمال المتغيرين معا لم يؤدي إلى تحسن العلاقة حيث بلغ معامل استجابة الأرباح (**Earnings Response Coefficient** "ERC" **0.37** أما عن القوة التفسيرية للنموذج فقد بلغت **-0.006**. أما عن بورصة أبو ظبي فقد بلغ معامل مستوى الأرباح **-0.01** ولم يكن ذو معنوي إحصائية أما معامل التغير في الأرباح فقد بلغ **0.02** من دون أية معنوية إحصائية، كما أن القوة التفسيرية لكل نموذج (**Adjusted R-square**) بلغت **-0.003** لكلا النموذجين. أما في حالة استعمال المتغيرين معا لم يؤدي إلى تحسن العلاقة حيث بلغ معامل استجابة الأرباح (**Earnings Response Coefficient**) **0.01** كما أن القوة التفسيرية للنموذج ليس لها أي أثر تفسيري حيث قدرت ب **-0.004**. ومنه لا يوجد تأثير للأرباح المحاسبية على عائد أسهم الشركات القطرية والشركات المدرجة في بورصة أبو ظبي بحيث لم تستطع أن تفسر أي جزء من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم.

إن النتائج المتحصل عليها في كل من بورصة قطر وبورصة أبو ظبي قد تبدو مناقضة لدور الأرباح المحاسبية سواء من الناحية النظرية أو التطبيقية وأهمية هذا العنصر في القوائم المالية. وبناء على النتائج نجد أن القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية في كل من بورصة قطر وبورصة أبو ظبي ضعيفة جدا أو منعدمة عند أكثر من مستوى دلالة. كما تتوافق نتائج هذا البحث مع النتيجة التي توصلت إليها دراسة (Lev,1989) والتي بينت انخفاض القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية مفسرة ذلك بعدد من الأسباب التي قد ترجع إلى انخفاض نوعية الأرباح المعلنة أو وجود خطأ في مواصفة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم أو إلى قرارات المستثمرين غير الرشيدة ويضيف الكثير من الباحثين على غرار (Ou and Penman,1989) أن انخفاض القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية قد يعود إلى وجود عناصر مؤقتة في الأرباح (Transitory items) بالإضافة على أن الأرباح المحاسبية قد لا تعكس بشكل كلي الأحداث المؤثرة على الشركة، كما تتوافق هذه النتائج مع دراسة كل من عبد الرحمان ميرو، باسل البيطار والتي أجريت على سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2012) والتي اسفرت عن عدم وجود علاقة بين متغيرات البحث.

أظهرت النتائج المتحصل عليها ضعف قدرة الأرباح المحاسبية الواردة في التقارير المالية السنوية النهائية لشركات المساهمة المدرجة في كل من بورصة قطر وبورصة أبو ظبي على تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم باستخدام نموذج انحدار العوائد، وبالتالي ضعف منفعة تلك الأرباح بالنسبة لقرارات المستثمرين مما يعني عدم ملائمة نموذج انحدار العوائد بحسب دراسة (Easton and Harris,1994)

لقياس منفعة الأرباح المحاسبية بالنسبة للمستثمرين في بورصة قطر وبورصة أبو ظبي خلال الفترة الزمنية الممتدة ما بين (2006-2014) وبشكل عام يمكن أن تعود تلك النتائج والتفسيرات إلى ما يلي:

- ضعف الاعتماد على التحليل الأساسي باستخدام التقارير المالية السنوية النهائية والسبب في ذلك قد يرجع إلى كون أن الشركات تصدر أنواع أخرى من التقارير المالية والمتمثلة في التقارير المالية المرحلية والتقارير المالية السنوية الأولية والتي تصدر بشكل مسبق للتقارير النهائية مما يجعل المنفعة الحدية للتقارير النهائية أقل.
- الاعتماد على مصادر معلومات أخرى غير التقارير المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية وخاصة بالنسبة للمستثمرين الكبار.
- صغر حجم عينة البحث الناجم عن قلة عدد الشركات المدرجة في كل من بورصة قطر وبورصة أبو ظبي وعن قلة عدد السنوات.

### توصيات واقتراحات

في الأخير وباختصار يمكن القول بأن هذا البحث اعتمد على بعض النماذج والتي سبق استخدامها في البحوث السابقة، ومع تطبيق جميع الخطوات اللازمة والبيانات المحدودة للشركات عينة البحث وبعض الصعوبات إلا أنها تبقى محاولة متواضعة وفردية، كما أنها تمثل أسلوباً واحداً من أساليب تحسين قياس العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم لذلك يمكن اقتراح بعض التوصيات قد يكون لها شأن في تحسين دراسة هذه العلاقة والحصول على نتائج أكثر دقة:

- استعمال حجم عينة أكبر من الشركات مع إمكانية ادماج القطاعات الأخرى وعدم الاقتصار على قطاع الصناعة والخدمات.
- تمديد فترة البحث إلى عدة سنوات مع إمكانية تقسيمها إلى مجموعات.
- استخدام عوائد الأسهم الشهرية وليس السنوية ولكن يجدر الإشارة إلى بقاء مشكل التوزيعات النقدية للأرباح سنوية ولكن توجد طرق يمكن الاعتماد عليها للتوفيق بين المتغيرات والحصول على نتائج أكثر دقة وواقعية.
- إجراء مثل هذه الدراسة على شركات أخرى تنتمي لنفس البورصات للتأكد من النتائج التي تم الحصول عليها خاصة في يتعلق بأثر اختلاف حجم الشركات.
- اختبار هذه العلاقة في بورصات نشطة ومتقدمة وبورصات في طور النمو لتعميم النتائج.
- إمكانية تقسيم عنصر الأرباح إلى مكوناته الأساسية واختبار العلاقة بين هذه المكونات وعوائد الأسهم ومقارنتها مع رقم الأرباح المنفرد.
- إمكانية اختبار دور نسبة الربح إلى السعر في تحسين علاقة عوائد الأسهم بالأرباح المحاسبية وذلك بغية الحصول على أدق النتائج.

- إمكانية اختبار فيما إذا كانت أسعار الأسهم تسبق الأرباح في عكسها للمعلومات الملائمة لتحديد قيمة الشركة.

### قائمة الهوامش والمراجع

- 1- محمد عبد الحميد عطية: الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2011، ص رقم 35.
- 2- لطرش سميرة: كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم "دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربي"، أطروحة دكتوراه، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010.
- 3- دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010، ص رقم 61.
- 4- أمين السيد أحمد لطفي: التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص رقم 11.
- 5- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 36 و 37.
- 6- عبد الحليم عمار غربي: قياس وتوزيع الأرباح في البنوك الإسلامية، مجموعة دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، الإصدار الإلكتروني الأول، سوريا، آذار 2013، ص رقم 32 و 33.
- 7- علام محمد موسى حمدان، عماد محمد أبو عجيلة: جودة التدقيق في الأردن وأثرها في إدارة وجودة الأرباح، المجلة العربية للمحاسبة، أكتوبر 2012.
- 8- حسنين فيصل حسن شومان، كوثر حميد هاني الموسوي: أثر ربحية ومقسوم أرباح السهم العادي في قيمة الشركة "دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية المساهمة الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية الدراسات الإنسانية الجامعة، العدد الثاني، 2012.
- 9- طارق عبد العال حماد: دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 242.
- 10- DENZIL WATSON and ANTONY HEAD: Corporate Finance "Principles & Practice", Fourth Edition, Pearson Education, 2007, p 283.
- 11- GUSTAVO GRULLON and RONI MICHAELY: Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis, THE JOURNAL OF FINANCE, VOL. LVII, NO. 4, AUGUST 2002.
- 12- محمد زرقون: أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، عدد 08، 2010.
- 13- مؤيد محمد علي الفضل، العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم: دراسة اختبارية للمواصفة الأكثر تمثيلاً للعلاقة في العراق، على الرابط <http://forum.stop55.com/279104.html>.
- 14- Levon Babalyan: Association between Accounting Earnings and Stock Returns as a Measure of Value Relevance of Accounting Standards, Empirical Evidence from the Swiss Market, work paper, University of Fribourg/Switzerland, November 2001.
- 15- Ashiq Ali, Paul Zarowin: The role of earnings levels in annual Earnings>Returns Studies, Journal of Accounting Research, Vol 30, No 2, Autumn, 1992.
- 16- William H. Beaver: The information content of annual earnings announcements, Journal of accounting research, Vol 6, Empirical research in accounting, selected studies 1968.

- 17- Atabak Baybordi, Farid Barvari, Touraj Bahramihajabadi, Masoumeh Sheykhloou: **Evaluating the Relationship between Economic Values Added and Stock Return in Companies Listed at Tehran Stock Exchange**, Journal of Basic and Applied Scientific Research, Vol 3, No 2, 2013.
- 18- مؤيد محمد علي الفضل، العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، مرجع سبق ذكره.
- 19- مأمون الدبعي ومحمد أبو نصار: مواصفة العلاقة ما بين العوائد السوقية والأرباح المحاسبية للشركات المساهمة الأردنية، 2000، على الرابط <http://www.kantakji.com/media/2602/7001.doc>.
- 20- Aiman A. Ragaba and Mohammad M. Omran: Accounting Information, Value Relevance, and Investors' Behavior in the Egyptian Equity Market, [http://egx.com.eg/pdf/Value\\_Relevance\\_RAF.pdf](http://egx.com.eg/pdf/Value_Relevance_RAF.pdf).
- 21- معاذ بسام عبد القادر، مأمون محمد الدبعي، وفوزي عبد الرحيم غرابية: العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم في الأجل الطويل: إعادة وإضافة، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 04، العدد رقم 01، 2008.
- 22- Mohammad Ebrahimi and Arezoo Aghaei Chadegani: **The Relationship between Earning, Dividend, Stock Price and Stock Return: Evidence from Iranian Companies**, International Conference on Humanities, Society and Culture, IPEDR Vol.20, (2011).
- 23- عبد الرحمان ميرو، باسل البيطار: العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 35، العدد 06، 2013.
- 24- Nguyen Ngoc Diem and Ho Quoc Binh: **The Relationship between Accounting Information Reported in Financial Statements and Stock Returns - Empirical Evidence from Vietnam**, International Journal of Accounting and Financial Reporting, volume 5, number 1, June 2015.
- 25- أسماء أحمد الزهراني، مأمون محمد الدبعي: مناهج مقترحة لتحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية "دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة السعودية"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 12، العدد 02، 2016.