العلاقة بين المعلومات المحاسبية وعائد ودرجة المخاطره السوقية للأسهم

دراسة تجريبية على سوق الأسهم

لدولة الإمارات العربية المتحدة

د . كمال الدين مصطفى الدهراوى

بكلية التجارة جامعة الاسكندرية

ملخص

قامت الدراسة بإستعراض الدراسات الخاصة بالعلاقة بين الربح المحاسبى والعائد السوقى وقد خلصت هذه الدراسات إلى أهمية منفعة الربح المحاسبى فى كثير من الإستخدامات مثل وضع نظم الحوافز للمديرين ، التنبؤ بالفشل التجارى وترتيب السندات ، والتنبؤ بالعائد ودرجة المخاطره السوقية . وقد إستنتجت بحوث السوق ، منفعة الربح المحاسبى للمستثمرين من رد فعل أسعار الأسهم وقت الأعلان عن الربح المحاسبى ونشر القوائم المحاسبية . ورغم ذلك فإن أختبار العلاقة بين الربح المحاسبى والعائد السوقى أكد إنخفاض القوة التفسيرية للربح المحاسبى للإختلافات فى العائد السوقى والتى وصلت إلى ١٠٪ فى المتوسط فى أمريكا و ١٥٪ فى المملكة المتحدة . وقد أرجعت البحوث هذا الإنخفاض إلى عدة عوامل من أهمها تلاعب الإدارة بالطرق المحاسبية وتأثير ذلك على علاقة الربح المحاسبى بالقيمة الإقتصادية للأسهم متمثلة فى أسعار هذه الأسهم . وقد أثبتت البحوث أيضا أهمية البيانات المحاسبية فى تقدير والتنبؤ بدرجة المخاطره السوقية للأسهم . وقد طبقت الدراسة النموذج المقترح بواسطة Ohlson لاختبار العلاقة بين الربح المحاسبى والعائد السوقى فى سوق الأسهم بدولة الإمارات العربية المتحدة ووجدت أن القوة التفسيرية للربح المحاسبى مرتفعة جدا (٦٠ ٪ فى المتوسط) نسبة إلى نفس النسبة فى الولايات المتحدة والمملكة المتحدة . وقد أرجعت الدراسة ذلك إلى قلة عدد الشركات المستخدمة فى الدراسة وعدم وجود الحافز لدى إدارة هذه الشركات للتلاعب فى الأرباح بإستخدام الطرق المحاسبية وهو ما يؤدى إلى أقتراب الربح المحاسبى من قياس القيمة الإقتصادية للشركة وبالتالى قوة العلاقة بين الربح المحاسبى والعائد السوقى . كذلك فقد أثبتت الدراسة منفعة الأرقام والبيانات المحاسبية فى تقدير درجة المخاطره السوقية للأسهم وهو ما يساعد المستثمرين فى دولة الإمارات العربية المتحدة من تكوين محفظة الإستثمارات المناسبة و كذلك مساعدة مديرى الشركات فى إتخاذ قرارات الأستثمار المناسبة .

١- مقدمة :

تقدم التقارير المحاسبية المعلومات المفيدة للمستثمرين الحاليين والمحتملين وكذلك الدائنين والمستخدمين الأخرين فى إتخاذ القرارات المثلى فيما يتعلق بإستثماراتهم فى المشروع . وقد أكد مجلس معايير المحاسبة الأمريكى ذلك فى قائمة المفاهيم رقم (١) والذى حدد فيها أهداف التقارير المحاسبية فى الآتى : (FASB,1990)

(أ) التقارير يجب أن تقدم معلومات لمساعدة المستثمرين الحاليين والمحتملين وكذلك الدائنين والمستخدمين الآخرين فى تحديد مقدار وتوقيت ودرجة عدم التأكد للتدفقات النقدية المتوقعة من التوزيعات أوالفوائد والتدفقات الناتجة عن بيع أو إسترداد أو أستحقاق الاستثمارات المالية والقروض . وهذه التدفقات النقدية المتوقعة تتأثر بقدرة المشروع على خلق نقدية كافية لمواجهة هذه الإلتزامات (إلتزامات التوزيعات والفوائد وسداد القروض) فى تاريخ إستحقاقها وكذلك الإستثمار وسداد التوزيعات النقدية . كما أنها (قدرة المشروع على تجميع النقدية) تتأثر أيضا بتوقعات Perceptions المستثمرين والدائنين حول قدرة المشروع على تحقيق النقدية مما ينعكس على أسعار الأسهم السوقية للمشروع . ولذلك فإن التقارير المالية يجب أن تقدم معلومات لمساعدة المستثمرين والدائنين للوقوف على مقدار وتوقيت ودرجة عدم التأكد بالنسبة لصافى التدفقات النقدية المتوقعة للمشروع .

(ب) تقدم التقارير المحاسبية معلومات عن الأداء المالى للمشروع خلال الفترة . وعادة ما يستخدم المستثمرين والدائنين المعلومات عن أداء المشروع فى الفترات الماضية فى توقع أداءه فى المستقبل . وبالتالى فرغم أن قرارات الإستثمار والتمويل تعكس توقعات المستثمرين والدائنين حول الأداء المستقبلى للمشروع ، إلا أن هذه التوقعات تبنى فى الغالب (أو جزئيا على الأقل) على تقييم الأداء السابق للمشروع .

وقد أكد مجلس معايير المحاسبة الأمريكى على أن رقم الربح المحاسبى Accounting Earnings كما يتحدد وفقا للمبادىء المحاسبية المقبولة قبولا عاما ، والذى يقاس وفقا لأساس الإستحقاق أكثر قدرة على قياس أداء المشروع وتوقع التدفقات النقدية المستقبلة من الإستثمارات فى المشروع . ويستخدم المستثمرين والدائنون والأطراف الأخرى رقم الربح المحاسبى المنشور فى التقارير المحاسبية وكذلك المعلومات عن مكونات هذا الربح بطرق عديدة ولأغراض مختلفة لبناء توقعاتهم عن التدفقات

النقدية من الإستثمارات . ومن أهم هذه الإستخدامات :

(أ) تقييم أداء إدارة المشروعات .

(ب) تقدير القدرة الكسبية Earning Power للمشروع .

(جـ) توقع الربح المحاسبى المستقبلى .

(د) تحديد درجة المخاطرة للإستثمارات .

وتستخدم المعلومات المحاسبية لتأكيد توقعاتهم (أو تعديلها) حول القدرة الكسبية ودرجة مخاطرة الإستثمارات .

ويلاحظ أن توقعات المستثمرين عن أداء الشركة المستقبلى وقدرة المشروع على تحقيق التدفقات النقدية فى المستقبل تنعكس على أسعار الأسهم وبالتالى على العائد السوقى للأسهم Market Return . فالعائد السوقى للسهم يتحدد بالمعادلة الآتية :

$$م_{أت} = \frac{(س_{أت} - س_{أت-١}) + د_{أت}}{س_{أت-١}} \qquad (١)$$

حيث

$م_{أت}$ = عائد السهم أ فى الفترة ت

$س_{أت}$ = سعر السهم أ فى الفترة ت

$س_{أت-١}$ = سعر السهم أ فى الفترة ت – ١

$د_{أت}$ = التوزيعات للسهم أ فى الفترة ت .

وبالتالى ، فإن المعلومات المحاسبية التى تقدمها التقارير المحاسبية متمثلة فى الربح المحاسبى [(١)] يتوقع أن تقدم معلومات مفيدة للمستثمرين فى توقع العائد السوقى للأسهم . كما أن المعلومات التى تقدمها التقارير المحاسبية متمثلة فى الربح المحاسبى ومكوناته قد تساعد المستثمرين فى تقدير درجة المخاطرة للسهم وهو ما يساعد المستثمرين على تحديد السعر المناسب للأسهم وكذلك تكوين محافظ الاوراق المالية التى تحقق العائد المرغوب من إستثماراتهم .

---

(١) قد يشار إلى الربح المحاسبى بعدة مقاييس مثل ربحية السهم (EPS) Earning Per Share أو العائد على الإستثمارات Return on Investments (ROI) أو العائد على حقوق الملكية Return on Equity (ROE) .

وتهدف هذه الدراسة إلى القيام بإختبار مدى منفعة المعلومات التى تقدمها التقارير المحاسبية فى تحديد أسعار الأسهم والتغير فيها (العائد السوقى للأسهم) وكذلك فى تحديد درجة المخاطره المنتظمة للسهم (بيتا) وذلك بإستخدام بيانات أسهم الشركات فى دولة الإمارات العربية المتحدة . وقد نظم البحث كما يلى : فى القسم التالى يتم إستعراض البحوث والدراسات التى تناولت علاقة الربح المحاسبى بالعائد السوقى ، أما القسم الثالث فيقوم بدراسة دور المعلومات المحاسبية فى تقدير درجة المخاطرة للسهم (بيتا) وبيان الدراسات التى تمت فى هذا المجال ، أما القسم الرابع ، فيتناول نموذج الدراسة المستخدم وطريقة جمع البيانات والتعريف بمتغيرات البحث المختلفة ، أما القسم الخامس فيتعرض للنتائج التى توصل إليها البحث وأخيرا فإن القسم السادس يقدم خلاصة البحث .

٢- العلاقة بين الربح المحاسبى والعائد السوقى للأسهم :

تعتبر الدراسة التى قام بها Ball & Brown (1968) وكذلك Beaver (1968) من الدراسات الرائدة فى تحديد منفعة العائد المحاسبى للمستثمرين . فقد أوضحت دراسة Ball & Brown أن هناك علاقة معنوية بين إشارة كلا من الربح المحاسبى والعائد السوقى غير المتوقع .

وقد وجد Beaver أيضا أنه بالإضافة إلى اشارة العائد غير المتوقع فإن مقدار Magnitude الربح المحاسبى غير المتوقع أيضا ترتبط معنويا بإشارة ومقدار العائد السوقى غير المتوقع . وقد إعتمدت الدراسات فى هذا الشأن على التطوير الذى حدث فى نظرية التمويل وسوق رأس المال مثل نموذج تسعير الاصل الرأسمالى . Capital Asset Pricing Model (CAPM) ونموذج السوق Market Model وكذلك فروض السوق الكفء Efficient Market Hypotheses (EMH) وكل هذه النماذج والنظريات تؤكد على أن سوق رأس المال من الكفاءة بحيث أن أسعار الاسهم تتحدد وفقا لكافة المعلومات المتاحة بما فيها المعلومات المحاسبية (١) وقد بينت الدراسات المحاسبية أن أرقام الربح المحاسبى مفيدة للمستثمرين لأن أسعار الأسهم تستجيب للتغيرات فى الربح المحاسبى وقت الأعلان عنه ونشر التقارير المحاسبية ، وكذلك نشر تنبؤات الادارة والمحللين الماليين لرقم الربح المحاسبى . والمدخل الذى أستخدمه الباحثين لتقييم منفعة الربح المحاسبى للمستثمرين هو معيار الإستخدام الفعلى .

---

(١) هذا هو الشكل شبه القوى للسوق الكفء Semistrong . وهناك أشكال أخرى مثل الشكل الضعيف والقوى ، ولمعرفة دلالات هذه الأشكال لسوق رأس المال أنظر : (Watts & Zimmerman, 1986)

فإذا تصرف المستثمرين كما لو كانوا يستخدمون الربح المحاسبى فى تقديراتهم وتنبؤاتهم للعائد السوقى وتحديد درجة المخاطرة للأوراق المالية ، فإن هذا يعنى أن الربح المحاسبى ومكوناته فى التقارير المحاسبية تقدم معلومات مفيدة ونافعة للمستثمرين . وقد أستخلص Ball & Brown (1968) وكذلك Beaver (1968) أن التعديل الملاحظ فى أسعار الأسهم والمرتبط بإعلان الربح المحاسبى ونشر التقارير المحاسبية يعتبر دليلا على أن المعلومات المحاسبية مفيدة للمستثمرين . وهذا المدخل التجريبى يعتمد على تعريف المعلومات وفقا لنظرية الاتصال أو نظرية المعلومات . فوفقا لهذه النظرية ، فإن الرسالة Massege وهى التقارير المحاسبية أو الإعلان عن الربح المحاسبى ، تحتوى على معلومات اذا ما أدت إلى تغيير التوزيع الإحتمالى فيما يتعلق بالعائد السوقى المستقبلى أدى ذلك بالمستثمرين إلى إتخاذ القرار بناء على المعلومات الجديدة . ولذلك فإن التغير فى أسعار الأسهم أو التأثير على حجم تبادل الأسهم قد يكون بسبب المعلومات المفيدة التى يتلقاها المستثمرين من التقارير المحاسبية المنشورة والتى يتخذون القرارات بناء عليها .

وبالتالى فإن التغير فى أسعار الأسهم وقت الاعلان عن الربح المحاسبى يعتبر دليلا على منفعة الربح المحاسبى للمستثمرين . وقد إستخدم الباحثين درجة الإرتباط (R) والقوة التفسيرية(معامل التحديد)(R^2) للربح المحاسبى كمقياس لمنفعة الربح المحاسبى بالنسبة للمستثمرين . فلو أن مساهمة المعلومات عن الربح المحاسبى بالنسبة للمستثمرين ذات دلالة معنوية ، فإنه يفترض أن الربح المحاسبى يقدم قوة تفسيرية كبيرة (بين الشركات Cross-sectional وعلى مدار الوقت Time -series) لتعديلات الأسعار وقت الإعلان عن الربح المحاسبى . وتقاس القوة التفسيرية للربح المحاسبى للإختلافات فى العائد السوقى عن طريق تحديد R^2 لانحدار الربح المحاسبى أو التغيرات فيه كمتغير مستقل والعائد السوقى أو التغير فيه أو العائد السوقى غير المتوقع كمتغير تابع .

وقد ركزت كثير من الدراساتِ الخاصة بالربح المحاسبى وعائد الأسهم على معامل الإنحدار (رد الفعل) response وليس على R^2 . والسبب أن كثيرمن هذه الدراسات لم تكن تهتم مباشرة بتحديد منفعة ارقام الربح المحاسبى وإنما كان الهدف هو إختبار فروض معينة مثل رد فعل عائد الأسهم للتغير فى الطرق المحاسبية أو لاصدار المعايير المحاسبية . ولكن عند تحديد مساهمة المعلومات بالقوائم المالية (الربح المحاسبى) فإن الدرجة التى يتم بها تفسير التغير الملاحظ فى السعر عن طريق الربح المحاسبى يقدم دليلا على درجة منفعةالربح المحاسبى أو مدى إستخدام المستثمر له (Lev,1989) .

ونخلص مما سبق أنه إذا كان الربح المحاسبى يستخدم فى بناء التوقعات عن العائد السوقى للأسهم، فإن درجة إرتباط الربح المحاسبى والعائد السوقى وكذلك القوة التفسيرية للربح المحاسبى للتغيرات فى الأسعار والعائد السوقى تقدم مقياسا هاما لمنفعة الربح المحاسبى للمستثمرين (١)

وقد قام Lev (1989) بجمع الدراسات الخاصة بالعلاقة بين الربح المحاسبى والعائد السوقى والتى تظهر فى الجدول رقم (١) وقد جمع Lev هذه الدراسات فى الفترة من ١٩٨٠- ١٩٨٨ . ويلاحظ من الجدول أن كل الدراسات تقريبا تختبر العلاقة بين الربح المحاسبى (فى الغالب ربحية السهم EPS) والعائد السوقى الذى يمثل غالبا بواقى العائد أو العائد السوقى غير المتوقع (الفرق بين العائد المحقق والعائد المتوقع بواسطة أحدى طرق التنبؤ مثل تنبؤات المحللين الماليين أو عن طريق أسلوب السلاسل الزمنية) وقد يكون العائد السوقى متمثلا فى التغير فى السعر للسهم .

وتمثل نافذة العائد Return Window الفترة الزمنية التى يتم تجميع العائد السوقى فيها . وإختيار مساحة النافذة يؤثر تأثيرا كبيرا على القوة التفسيرية للربح المحاسبى R^2 فإنحدار الربح المحاسبى والعائد السوقى المتجمع فى نافذة ضيقة (٢ يوم مثلا) قد يؤدى إلى تقليل Understate منفعة الربح المحاسبى ، لأن نافذة ضيقة قد تؤدى إلى عدم الأخذ فى الإعتبار تغيرات السعر خارج النافذة مثل تأخير رد فعل المستثمر بعد إعلان الربح المحاسبى لفترة طويلة ، أطول من فترة النافذة المختارة . كذلك فإن إستخدام نافذة واسعة قد تؤدى إلى تضخيم Overstate مساهمة المعلومات الخاصة بالربح المحاسبى أو المبالغة فيها لوجود تغير فى أسعار الأسهم نتيجة عوامل كثيرة غير الأعلان عن العائد المحاسبى (مثل الأحداث الخاصة بالصناعة أو الأقتصاد القومى كله) ، كما أن هناك متغيرات أخرى مثل التغير فى الهيكل المالى للشركة أو إعادة شراء الشركة لاسهمها أو توزيعات الأسهم كلها عوامل قد تؤدى إلى التأثير على أسعار الأسهم وبالتالى فإنها قد تؤدى إلى المبالغة في القوة التفسيرية الربح المحاسبى للتغيرات فى العائد السوقى .

---

(١) لاتقتصر منفعة الربح المحاسبى على تفسير الاختلافات فى العائد السوقى أو التنبؤ بالتغير فى العائد السوقى ، فهناك إستخدامات أخرى للربح المحاسبى مثل تقدير درجة المخاطرة للسهم (بيتا) وتوقع الفشل التجارى ، بالإضافة إلى إستخدامه فى صياغة التعاقدات بين المديرين والملاك والملاك والدائنين وكذلك لوضع الحوافز الخاصة بالمديرين . لتفاصيل أكثر حول هذه الإستخدامات أنظر (Foster, 1986 , Watts & Zimmerman , 1986)

جدول رقم (١)

ى الدراسات التجريبية للعلاقة بين العائد المحاسبى والعائد السوقى*

البحث والمؤلف	الفترة	عائد الأسهم	العائد المحاسبى	النافذة	معامل التحديد
Hagerman et.al., JAR,(Autumn,19	1974 - 1976	بواقى العائد السوقى(١) (العائد غير المتوقع)	ربحية السهم EPS الربع سنوى	٥ ايام حول اعلان العائد	٥ ٪
Wilson,JAR, (Supplement ,198	1981 - 1982	بواقى العائد السوقى (العائد غير المتوقع)	الربح المحاسبى	٢ يوم	٢ ٪ - ٥ ٪
Hughes&Ricks,A (January , 1987)	1979 - 1984	بواقى العائدالسوقى (العائد غير المتوقع)	ربحية السهم ربع السنوى	٢ يوم	٢ ٪ - ٦ ٪
Hopwood&Mckeo ,JAR, (Spring,19	1973 - 1978	العائد السوقى غير المتوقع	ربحية السهم EPS	ربع سنة	٤ ٪
Beaver et.al., JAE (March, 1980)	1958 - 1976	التغير فى السعر	ربحية السهم EPS	سنة مالية	٧ ٪
Bowen et. al., AR (October, 1987)	1972 - 1981	العائد السوقى غير المتوقع	الربح المحاسبى السنوى	سنة مالية	٤ ٪

Lev(1989)

سوقى غير المتوقع (بواقى العائد) = العائد السوقى المتوقع - العائد السوقى الفعلى

تابع جدول رقم (١)

ملخص الدراسات التجريبية للعلاقة بين العائد المحاسبى والعائد السوقى

م	البحث والمؤلف	الفترة	عائد الأسهم	العائد المحاسبى	النافذة	معامل التحديد
٧	Frird&Givoly,JAE, (October,1982)	1969 - 1979	العائد السوقى غير المتوقع	الربح المحاسبى EPS	سنة مالية	٢٧ ٪
٨	Freeman, JAR, (Spring, 1983)	1963 - 1977	العائد السوقى غير المتوقع	$\frac{\Delta \text{ الربح}}{\text{اجمالى الاصول}}$	سنة مالية	١٠ ٪
٩ - أ	Jacobson, AER, (June, 1987)	1963 - 1982	العائد السوقى	$\frac{\text{العائد على الاصول صافى الربح}}{\text{إجمالى الاصول (ROI)}}$	سنة مالية	٢ ٪
٩ - ب	Jacobson, AER, (June, 1987)	1963 - 1982	العائد السوقى غير المتوقع (بواقى العائد)	العائد على الاصول غير المتوقع بواقى العائد	سنة مالية	٥ ٪
١٠	Lustgarten , JAE, (October, 1982)	1976 - 1977	العائدالسوقى غير المتوقع	الربح المحاسبى	١٠ شهور	٤ ٪
١١	Beaver et. al., JAE, (July , 1982)	1977 - 1978	العائدالسوقى	صافى الربح	سنة مالية	١٥ ٪

تابع جدول رقم (١)

ملخص الدراسات التجريبية للعلاقة بين العائد المحاسبى والعائد السوقى

م	البحث والمؤلف	الفترة	عائد الأسهم	العائد المحاسبى	النافذة	معامل التحديد
١٢	Lipe , JAR, (Supplement, 1986)	1977 - 1980	العائد السوقى غير المتوقع (البواقى)	ربحية السهم	سنة مالية	١٥ ٪
١٣	Rayburn , JAR, (Supplement ,1986)	1963 - 1982	العائد السوقى غير المتوقع	العناصر المكونة للربح المحاسبى والتدفقات النقدية	سنة مالية	٢٨ ٪
١٤	Hoskin et. al., JAR, Supplement , 1986	1979 - 1981	العائد السوقى غير المتوقع	الربح المحاسبى لربع السنة الأخير	٢ يوم	١٥ ٪
١٥	Beaver et. al., JAE, (July , 1982)	1973 - 1977	العائد السوقى	صافى الربح	سنة كاملة	تختلف من سنة لاخرى الادنى ٤ ٪ الاقصى ٣٠ ٪
١٦	Sepe, AR, (July , 1982)	1974 - 1976	العائد السوقى غير المتوقع	عدة نسب مالية	سنة كاملة	٣٠ ٪
١٧	Ajinkya&Gift,JAR, (Autumn , 1984)	1970 - 1977	العائد السوقى غير المتوقع	تنبؤات الادارة للربح المحاسبى	شهر قبل أعلان تنبؤات الادارة	١٧ ٪

ملاحظة :

AR - Accounting Review .
JAR - Journal of Accounting Research .
JAE - Journal of Accounting & Economics .

و يلاحظ من الجدول (١) السابق إنخفاض R^2 لكل الدراسات تقريبا حيث يبلغ فى المتوسط ١٢ ٪ ورغم إختلاف مساحة النافذة من دراسة لأخرى . فمثلا دراسة Hagerman et.al. (1984) على مدى نافذة ضيقة ٥ أيام حول إعلان العائد المحاسبى وصل إلى R^2 = ٥٪ كما أن تضيق النافذة إلى ٢ يوم فى دراسة (1986) , Wilson وصل إلى R^2 = ٢٪ - ٥٪ للربح المحاسبى ومكونات التدفقات النقدية . كما أن نافذة ضيقة (٢ يوم) فى دراسة Hughes & Ricks (1987) واللذان قاما بقياس الربح المحاسبى ربع السنوى كما قدره محللى القوائم المالية بالإضافة إلى الربح المحاسبى الفعلى لتحديد بواقى الربح المحاسبى كمتغير مستقل . ووصلت R^2 إلى ٢٪ للعينة كلها وقد زادت إلى ٦٪ عندما تم إستبعاد الحالات غير العادية للربح المحاسبى غير المتوقع . كما أن توسيع النافذة لم يؤدى إلى زيادة R^2 كما فى دراسة (1985) Hopwood &Mckeown حيث إستخدم الباحثان نافذة مساحتها ربع سنة وصلت R^2 = ٤٪ . كما أن Beaver et . al. (1982) إستخدموا نافذة مساحتها سنة مالية كاملة قد وصلوا إلى R^2 = ١٥٪ .

وقد خلص (1989) Lev من ذلك إلى أن إنخفاض القوة التفسيرية للربح المحاسبى للإختلافات فى العائد السوقى بين الشركات لاترجع إلى الإختلاف فى حجم النافذة . فالنوافذ الضيقة جدا (٢ - ٥ أيام) تؤدى إلى R^2 = ٢ - ٥ ٪ بينما نافذة واسعة (سنة مالية) تؤدى إلى R^2 = ٤ - ٧ ٪[1] وقد قام LeV(1989) بإختبار مدى الإرتباط بين التغير فى نسب الربحية (للشركات المقيده فى CRSP و Compus-tat) فى السنوات ١٩٨٠ - ١٩٨٤ وبين العائد السوقى غير المتوقع وقد إتضح أن القوة التفسيرية لم تتحسن ولم تكن أفضل من تلك القوة التفسيرية الخاصة بالربح المحاسبى وتراوحت بين ٤٪ ، ٦٪ .

كما توصل (1982) Lustgarten إلى R^2 = ٥ - ٩٪ عندما أدخل تكاليف الإحلال وبيانات المبيعات فى معادلة الإنحدار . وحققت دراسة (1982) Beaver et . al R^2 = ١٥٪ عندما أدخل فى معادلة الإنحدار التدفقات النقدية والبيانات الخاصة بأثر التضخم . كما وصل Lipe(1986) إلى R^2 = ١٥٪ عندما أدمج مع الربح المحاسبى متغيرات أخرى متعددة من مكونات الربح المحاسبى . ووصل Hoskins et . al. (1986) إلى R^2 = ١٢ - ١٥٪ عندما إستخدم متغيرات أخرى بجانب الربح المحاسبى مثل القيم السوقية وبنود إفصاح إضافية أخرى . وهذه المساهمة الإضافية للمتغيرات المكونة للربح المحاسبى وكذلك بنود الإفصاح المصاحبة للقوائم المالية تظهر أن رقم الربح المحاسبى والمعلومات التى تقدمها القوائم المحاسبية ذات منفعة كبيرة للمستثمرين فى التنبؤ بالعائد السوقى .

وقد إظهرت عديد من البحوث Beaver , Lambert & Morse (1980) Beaver, Lambert & Ryan (1987) أن أسعار الأسهم تسبق Lead العائد المحاسبى . بمعنى أن أسعار الأسهم تحتوى

---

(١) هناك حالات زادت فيها R^2 عن ٧٪ ولكن ليس بسبب اتساع نافذة العائد فقط بل لأسباب منهجية أخرى .

على معلومات عن الربح المحاسبى فى وقت مبكر قبل الأعلان عن الربح المحاسبى نفسه وبالتالى فقد تم إستنتاج أن الربح المحاسبى يتضمن معلومات تؤثر على العائد السوقى مع فارق زمنى with a Lag .وقد أظهر Beaver & Morse (1978) أن معدل السعر إلى الربح المحاسبى (Price / earning (P/E لايعكس فقط التغيرات فى الربح المحاسبى المستقبلى ولكن يحدد الجزء المؤقت فى الربح المحاسبى Transitory Aspects كما أن المستثمرين يحصلون على معلومات للوصول إلى أسعار الأسهم مما يمكنهم (أى المستثمرين) توقع الربح المحاسبى المستقبلى وكذلك تحديد ما إذا كان الربح المحاسبى الحالى سيستمر فى المستقبل .

إلا أن Ou & Penman (1989) قدما أدلة على أن القوائم المحاسبية تقدم أكثر من نظرة تاريخية عن الشركة . فالقوائم المحاسبية (كما هو الحال بالنسبة لاسعار الأسهم) لها قوة تنبؤية عن المستقبل . فالمعلومات عن الربح المحاسبى المستقبلى موجود فى القوائم المحاسبية التى تقدم نوعين من المعلومات عن الربح المحاسبى :

١- المكون الحالى للربح المحاسبى .

٢- المكون المستقبلى .

وقد إستنتج الباحثان أن المبادىء المحاسبية وبخاصة مبدأ الإستحقاق لاتشوه المعلومات التى يقدمها الربح المحاسبى عن قيمة الشركة وأسعار الأسهم كما يدعى البعض . وقد قدم الباحثان أدلة تبين أن التقارير المحاسبية تحتوى على معلومات تؤدى إلى تنقية الربح المحاسبى الحالى من الجزء المؤقت وبالتالى تحديد المكون الدائم الذى سيستمر فى المستقبل . كما وجد الباحثان أن الجزء المؤقت فى الربح المحاسبى الحالى والذى يمكن تحديده من تحليل القوائم المالية يعتبر ذا قيمة Value-Relevant لأنه يمكن المستثمر من الوصول إلى الربح الذى سيستمر فى المستقبل (طويل الأجل) . وبالتالى ، فإنه بينما تعكس التغيرات فى أسعار الأسهم المعلومات عن الربح المحاسبى المستقبلى فإنها تحتوى أيضا على المكون المؤقت والذى يرتبط سلبيا بالتغيرات فى الربح المستقبلى مما يضعف قدرة التغيرات فى السعر على التنبؤ بالعائد المستقبلى بالمقارنة مع تحليل القوائم المالية .

وقد بين البحث إمكانية التنبؤ بالعائد السوقى بواسطة مؤشرات الربح المحاسبى وهو ما يؤكد أن سوق رأس المال لايستخدم المعلومات فى القوائم المحاسبية بطريقة فعالة كما أنه (أى سوق رأس المال) يأخذ وقتا لتقييم وتقدير المعلومات عن المكون المؤقت والمكون الدائم فى الربح المحاسبى . وقد إستخدم البحث المؤشرات التالية والمستخرجة من القوائم المالية :

التغير فى النقدية والمدينين والدائنين والتوسعات الرأسمالية وكذلك الإضافات إلى رأس المال والتوزيعات .

وقد قدم (1990) Ou أدلة تجريبية على القوة التنبؤية ومحتوى المعلومات لمكونات الربح المحاسبى التى تحتويها القوائم المحاسبية . وقد بين البحث أن مكونات الربح المحاسبى فى القوائم المحاسبية تقدم معلومات عن العائد المستقبلى وهوما ينعكس بالتالى على أسعار الأسهم . وقد أرجع البحث الإرتباط المعنوى بين الأرقام فى القوائم المحاسبية وعائد الأسهم إلى العلاقة الترابطية والمعلوماتية بين الأرقام المحاسبية وبعض المواصفات غير الملحوظة للمنشأة . فالأرتباط بين الأرقام المحاسبية للتيار المستقبلى للمنافع من الإستثمارات فى المشروع ، وكذلك الإرتباط (القيمى) بين المنافع المستقبلة وأسعار الأسهم يؤدى إلى قوة الإرتباط بين هذه الإرقام المحاسبية وأسعار الأسهم . فالأفصاح المحاسبى يؤدى بالمستثمرين إلى تعديل توقعاتهم بالنسبة للمنافع المستقبلة ، وهذه التعديلات تنعكس بالتالى على أسعار الأسهم الحالية . وقد قام (1979) Ohlson بالتحليل النظرى لهذه العلاقة وكذلك تم إختبارها تجريبيا بواسطة (1991) Easton and Harris وقد بين (1990) Ou أن الربح المحاسبى المستقبلى يعتبر ذات قيمة تنبؤية بالعائد السوقى وبالتالى فإن محتوى المعلومات للارقام المحاسبية بالنسبة لعائد الأسهم يرجع إلى إرتباط هذه المعلومات الخاصة بالقوائم المحاسبية بالربح المحاسبى المستقبلى . وقد خلص Ou (1990) إلى أن أسعار الأسهم تسلك كما لو أن المستثمرين يستخدمون أرقام القوائم المحاسبية لتعديل تنبؤاتهم بالربح المحاسبى المستقبلى وبالتالى ينعكس ذلك فى شكل إنخفاض أو أرتفاع فى أسعار الأسهم . وقد أستخدم Ou (1990) هذه الموشرات المستخرجة من القوائم المحاسبية .

نسبة النمو فى (المخزون / إجمالى الأصول) ، (صافى المبيعات / إجمالى الاصول) ، (مصروفات الإستهلاك) ، (المصروفات الإستثمارية / إجمالى الأصول) وكذلك التغير فى (العائد للسهم) ، (معدل العائد المحاسبى) .

والدراسات السابقة تؤكد منفعة المعلومات التى تحتويها القوائم المحاسبية سواء الربح المحاسبى نفسه أو مكوناته التى تحتويها القوائم المحاسبية فى تفسير الإختلافات فى العائد السوقى متمثله أساسا فى التغير فى أسعار الأسهم . فقد بينت البحوث السابقة أن القوة التفسيرية لنموذج الإنحدار تزيد بزيادة نافذة العائد (أى الفترة التى يتم تجميع العائد السوقى فيها) وكذلك بإضافة المكونات الخاصة بالربح المحاسبى والتى تتضمنها القوائم المحاسبية فى نموذج الإنحدار .

وقد لاحظ Brown et . al . (1985) وكذلك Cornell & Landsman (1989) أنه يجب تضمين التعديلات التي يقوم بها المستثمر لتوقعات الربح المحاسبى بعد نشره فى القوائم المحاسبية فى معادلة الإنحدار لزيادة القوة التفسيرية لـ R^2 لنموذج الإنحدار الخاص بالعلاقة بين الربح المحاسبى والعائد السوقى . وقد شرح Lev (1989) العلاقة بين تعديلات التوقعات للربح المحاسبى والعائد السوقى بإفتراض نموذج مبسط لفترتين حيث قيمة الشركة تعادل الربح المحاسبى فى الفترة الحالية والفترة التالية . وبفرض أن معدل الخصم = صفر فإن قيمة الشركة فى السنة صفر (أى بداية السنة الأولى) هى :

$$ق_{صفر} = م(ع_1) + م(ع_2) \quad (٢)$$

وقيمة الشركة فى نهاية السنة الأولى $ق_1$ بعد الأفصاح عن $ع_1$ هى :

$$ق_1 = ع_1 + م(ع_2 / ع_1) \quad (٣)$$

وبالتالى فإن التغير فى قيمة الشركة بسبب الأفصاح عن $ع_1$ هى :

$$دلتا\ ق = ق_1 - ق_{صفر} = [ع_1 - م(ع_1)] + [م(ع_2 / ع_1) - م(ع_2)] \quad (٤)$$

حيث :

$م(ع_1)$ الربح المحاسبى المتوقع فى السنة الأولى .

$م(ع_2)$ الربح المحاسبى المتوقع فى السنة الثانية .

$م(ع_2 / ع_1)$ الربح المتوقع فى السنة الثانية بمعلومية $ع_1$.

والحد الأول من المعادلة (٤) $ع_1 - م(ع_1)$ يمثل الربح غير المتوقع والذى عادة مايستخدم فى نموذج الإنحدار للعلاقة بين الربح المحاسبى والعائد السوقى . بينما الحد الثانى من نفس المعادلة :

$م(ع_2/ع_1) - م(ع_2)$ يعكس التعديلات التى يقوم بها المستثمر لتوقعات الربح المحاسبى بعد الإفصاح عن الربح المحاسبى الفعلى .

وهناك عدد من البحوث الحديثة التى حاولت إدخال التحسينات على العلاقة بين الربح المحاسبى والعائد السوقى تم إقتراحها بواسطة Ohlson and Shroff (1992) وكذلك Ohlson (1992). والدلالة الخاصة بالنموذج الذي إقترحه Ohlson هو أن كلاً من مستوى الربح المحاسبى Earnings level والتغير فيه Earnings change يؤثر على قيمة الأسهم ولذلك فإن كلاهما يجب أن يستخدم كمتغيرات مستقلة فى نموذج الإنحدار .

وقد فسر Strong(1993) العلاقة بين التغير فى الربح المحاسبى (المكون الدائم) والعائد السوقى بأفتراض أن قيمة السهم تقاس بواسطة رقم الربح المحاسبى وفقا للمعادلة الآتية :

$$ق_{أ\,ت} = \varnothing_{أ}\ ع_{أ\,ت} \qquad (٥)$$

حيث :

$ق_{أ\,ت}$ = قيمة السهم أ فى الفترة ت .

$\varnothing_{أ}$ = معدل السعر / ربحية السهم للشركة

$ع_{أ\,ت}$ = ربحية السهم للشركة فى الفترة ت .

والمعادلة (٥) تشير إلى أن المستثمر على إستعداد لدفع القيمة $\varnothing_{أ}$ مضروبة فى ربحية السهم كسعر للسهم أ . وبأخذ الفرق الأول فى المعادلة (٥) وقسمة الجانبين على $ق_{أ\,ت-١}$ (أى سعر السهم أ فى بداية الفترة) فإننا نحصل على العلاقة بين التغير فى السعر (العائد السوقى) والتغير فى ربحية السهم كالآتى :

$$م_{أ\,ت} = \frac{ق_{أت} - ق_{أ\,ت-١}}{ق_{أ\,ت-١}} = \varnothing_{أ}\ \frac{ع_{أت} - ع_{أ\,ت-١}}{ق_{أ\,ت-١}} \qquad (٦)$$

والمعادلة السابقة كما أوضح Easton&Harris(1991) تعكس أثر المكون الدائم للربح المحاسبى على العائد السوقى . وتتوافق هذه المعادلة مع المدخل التقليدى فى بحوث السوق المحاسبية والتى تركز على ربحية السهم غير المتوقع . والسبب فى إستخدام هذا المتغير فى بحوث السوق كما ذكر Ohlson&Shroff(1992) هو :

١- الربح المحاسبى غير المتوقع يمثل المفهوم النظرى الصحيح للربح المحاسبى .

٢- التغير فى الربح المحاسبى يقرب الربح المحاسبى غير المتوقع لأن الربح المحاسبى الحالى يقرب الربح المحاسبى المتوقع .

٣- قسمة التغير فى الربح المحاسبى على سعر السهم فى بداية الفترة يجعل التغير فى الربح المحاسبى يتوافق مع العائد السوقى .

والمدخل البديل للعلاقة بين الربح المحاسبى والعائد السوقى هو أفتراض أن لكل شركة نسبة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية لها . والمعادلة الآتية تعكس تلك العلاقة :

$$ق_{أ\,ت} = \mathcal{Q}_{أ}\ س_{أ\,ت} \qquad (٧)$$

حيث :

$\mathcal{Q}_{أ}$ = نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لاسهم الشركة أ .

$س_{أ\,ت}$ = القيمة الدفترية لاسهم الشركة أ فى الفترة ت .

وبأخذ الفرق الأول فى المعادلة (٧) وباعتبار أن $س_{أ\,ت} - س_{أ\,ت-١} = ع_{أ\,ت}$ (أى أن ربحية السهم تتمثل فى الفرق بين القيمة الدفترية للسهم فى الفترة ت ، ت - ١) فأننا نحصل على المعادلة الآتية والتى تظهر العلاقة بين مستوى الربح المحاسبي والعائد السوقى

$$م_{أ\,ت} \text{ (العائد السوقى)} = \frac{ق_{أت} - ق_{أ\,ت-١}}{ق_{أ\,ت-١}} = \mathcal{Q}_{أ}\ \frac{ع_{أ\,ت}}{ق_{أ\,ت-١}} \qquad (٨)$$

وقد أوضح Easton & Harris(1991) أن المعادلة (٨) تعكس أثر المكون المؤقت للربح المحاسبي على العائد السوقى . وبين تجريبيا أن هذا المتغير (مستوى العائد) له قوة تفسيرية للاختلافات فى العائد السوقى لاتقل عن القوة التفسيرية للتغير فى الربح المحاسبى (المكون الدائم) . وقد بين Ohlson & Shroff(1992) بالتحليل النظرى ، الظروف التى يفضل فى ظلها إستخدام أى من المتغيرين (مستوى الربح المحاسبى أو التغير فيه) كمتغيرات مفسرة للعائد السوقى ولخصها فى الآتى :

- بفرض إتباع العائد السوقى للسلسلة العشوائية Random Walk فان مستوى الربح المحاسبى يرتبط أكثر (أقل) مع العائد السوقى من التغير فى الربح المحاسبي لو أن درجة التباين لمستوى الربح المحاسبى صغيرة (كبيرة) . (١)

---

(١) أقترح Ohlson&Shroff(1992) أيضا إستخدام البواقى الخاصة بإنحدار مستوى الربح المحاسبى مع معدل ربحية السهم / السعر فى بداية الفترة كمتغير مفسر للعائد السوقى .

كما إقترح Ohlson&Shroff(1992) بأن إستخدام كلا من مستوى الربح والتغير فيه كمتغيرين مفسرين للعائد السوقى فى معادلة الإنحدار قد يؤدى إلى زيادة القوة التفسيرية للنموذج فى ظروف معينة (١) . وقد وجد Strong(1993) أن أدماج كلا من المتغيرين فى معادلة الإنحدار زاد من R^2 لتصل إلى ١٥٪ .

٣- دور المعلومات المحاسبية فى تقدير درجة المخاطره للسهم (بيتا) :

أظهر نموذج تسعير الاصل الرأسمالى (CAPM) أن المستثمر الفرد عند تكوينه محفظة الإستثمارات Portfolio يعتمد على فرضين : (Foster,1986)

١- أن تفضيلاته (أى المستثمر) بالنسبة لتوزيع العائد المستقبلى لمحفظة الإستثمارات تعتمد على متوسط العائد Mean ودرجة تباين العائد Variance .

٢- أن المستثمر يفضل محفظة إستثمارات ذات عائد متوقع أعلى عند مستوى تباين معين (درجة مخاطرة معين) كما أنه يفضل درجة مخاطرة أقل عند مستوى عائد معين لمحفظة الإستثمارات . ووفقا لهذا النموذج فإن العائد المتوقع للسهم أ، م (م أ) يتحدد بالمعادلة الآتية :

$$م(م أ) = م_{ف} + بيتا [م(م_{س}) - م_{ف}] \quad (٩)$$

حيث :

$م_{ف}$ = العائد على الأصل بدون مخاطره (مثل السندات الحكومية المضمونة العائد) .

بيتا = العلاقة بين درجة التقلبات فى العائد الخاص بالسهم والتقلبات فى العائد الخاص بالسوق وتقاس بالمعادلة :

$$\frac{\text{التباين المشترك } cov(م_{أ} ، م_{س})}{\text{التباين } var\ م_{س}} \quad (١٠)$$

---

(١) يتفق ذلك مع نتائج Ou&Penman حيث تبين أن المكون المؤقت للعائد المحاسبى ذات قيمة Value Relevant بالنسبة للمستثمر عند توقعه للعائد السوقى .

م (م$_{س}$) = العائد على محفظة الإستثمارات الممثلة لسوق رأس المال كله (الأسهم ، السندات ، العقارات ..... الخ)

وبالتالى فإن تكوين محفظة الإستثمارات بواسطة المستثمرين وكذلك قرارات الإستثمارات داخل الشركة تعتمد على (بيتا) أى درجة المخاطره المنتظمة التى تعكس العلاقة بين تقلبات العائد للسهم وتقلبات العائد الخاص بالسوق كله . وقد تناولت عديد من البحوث المتغيرات التى تحدد درجة المخاطره (بيتا) ولخصها Foster (1986) فى :

أ - درجة الرفع المالى : Financial Leverage

وقد أظهر Bowman (1979) أن هناك علاقة طردية بين درجة الرفع المالى وبين بيتا . فقد بين أنه كلما زادت درجة الرفع المالى كلما زادت (بيتا) . كذلك بين Mandelker & Rhee (1984) أن هناك إرتباط معنوى بين بيتا وبين درجة الرفع المالى .

ب - درجة الرفع التشغيلى : Operating Leverage

تتمثل درجة الرفع التشغيلى فى نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف المتغيرة . وقد أظهرت عدة بحوث أن هناك علاقة طردية أيضا بين درجة الرفع التشغيلى وبين (بيتا). فقد أظهر Lev (1974) أنه كلما زادت نسبة التكاليف المتغيرة إلى إجمالى التكاليف كلما إنخفضت (بيتا) . كذلك أظهر Mande Iker & Rhee(1984) علاقة معنوية طردية بين درجة الرفع التشغيلى وبين (بيتا) .

جـ- درجة الإختلاف فى الربح المحاسبى غير المتوقع :

Unexpected Earnings Covariability and Variability

توقعت النماذج النظرية علاقة موجبة بين عدم التأكد حول المتغيرات المحددة لمخاطر الأعمال Business Risk مثل (حجم المبيعات ، سعر البيع ، تكلفة التشغيل المتغيرة) وبين درجة الإختلاف فى العائد . وعندما ركزت هذه البحوث على (بيتا) فانها توقعت أن عوامل عدم التأكد المنتظمة فقط والتى تحدد درجة مخاطر الأعمال هى التى تؤثر على (بيتا) . وذلك لأنه يعتقد أن المستثمر يستطيع تجنب عوامل عدم التأكد غير المنتظمة عن طريق تنويع إستثماراته . وقد توصل Conine (1982) إلى نموذج يربط بين محددات مخاطر الأعمال و(بيتا) ومن قبل ذلك قام Ball & Brown (1969) بدراسة العلاقة

بين (بيتا) المحاسبية (المتمثلة فى العلاقة بين تقلبات الربح المحاسبى للشركة وبين تقلبات الربح المحاسبى للسوق كله) وبين (بيتا) السوقية ووجد أن هناك علاقة ذات معنوية بينهما .وهناك دراسات مماثلة أظهرت علاقة معنوية بين (بيتا) المحاسبية و (بيتا) السوقية مثل Beaver , Ketller & Scholes (1970) Hill & Stone (1980) , Beaver & Manegold (1975) .

د – تنوع الأنشطة : Lines of Business

بين Foster(1986) أن درجة المخاطره السوقية(بيتا)لمحفظة الإستثمارات تتمثل فى المتوسط المرجح للمخاطر الخاصة بالاسهم المكونة لمحفظة الإستثمارات . وبالتالى فإن (بيتا)للسهم الخاص بشركة متنوعة الأنشطة تمثل فى المتوسط المرجح للمخاطر الخاصة بالأنشطة المكونة للشركة كما فى المعادلة :

$$\text{بيتا}_{أ} = \sum \text{ن}_{و} \times \text{بيتا}_{و}$$

حيث :

ن و الاهمية النسبية للنشاط و فى الشركة أ

بيتا و درجة المخاطره للنشاط و

وبالأضافة إلى الدارسات السابقة التى تناولت المتغيرات المحددة لدرجة المخاطره للسهم (بيتا) فهناك مجموعة أخرى من البحوث أختبرت درجة الارتباط بين المتغيرات المحاسبية وبيتا السوقية وكذلك إستخدام هذه المتغيرات المحاسبية فى تقدير بيتا السوقية وهى ما تسمى بدراسات Accounting Risk Measures (ARM) ومن هذه الدارسات ، دراسة (1975) Bildersee التى استخدمت نموذج الانحدار لبيان المتغيرات التى لها قوة تفسيرية كبيرة للإختلافات فى (بيتا) السوقية . وقد إستخدمت الدراسة عدة متغيرات محاسبية مثل : نسبة الديون إلى الملكية ، نسبة الأسهم الممتازة إلى الاسهم العادية ، نسبة المبيعات إلى حقوق الملكية ، نسبة الاصول المتداولة إلى الخصوم المتداولة ، الإنحراف المعيارى لمعدل السعر إلى ربحية السهم (P/E) ، بيتا المحاسبية . كذلك قامت دراسة Elgers &Murray (1982) بإستخدام عدة مقاييس محاسبية لتقدير (بيتا) السوقية ووجدت هذه الدراسات علاقة موجبة بين (بيتا) السوقية وبين المقاييس المحاسبية الآتية :

١- نمو الاصول Assets Growth

٢- نسبة الرفع المالى Financial Leverage

٣- درجة الإختلاف فى الربح المحاسبى Earnings Variability

وعلاقة سالبة بين (بيتا) السوقية وبين المقاييس المحاسبية الآتية :

١- نسبة التوزيعات Dividends Payaut Ratio

٢- حجم الاصول Assets Size

كذلك قام Ferrelly &Ferris & Reichenstien (1985) بدراسة العلاقة بين مقاييس المخاطره المحاسبية ومقياس (بيتا) السوقى وكذلك توقعات المستخدمين لدرجة المخاطرة Perceived Risk ووجد أن هناك إرتباط قوى بين توقعات المستخدمين للمخاطره والمقاييس المحاسبية لدرجة المخاطره .

من إستعراض البحوث النظرية والتطبيقية فى مجال العلاقة بين الربح المحاسبى والعائد السوقى وكذلك العلاقة بين المعلومات المحاسبية ودرجة المخاطره السوقيه للسهم يمكن صياغة فرضى العدم (Null Hypotheses) التاليين :

الفرض الاول :

" ليس هناك علاقة بين الربح المحاسبى (أو التغير فيه) والعائد السوقى للأسهم وبالتالى فإن الربح المحاسبى (أو التغير فيه) أو كلاهما معا ليس لهم قوة تفسيرية للاختلافات فى العائد السوقى " .

الفرض الثانى :

" ليس هناك أى إرتباط بين المعلومات المحاسبية المستخرجة من القوائم المالية ودرجة المخاطره المنتظمة للسهم (بيتا) " .

٤- نموذج الدراسة وجمع البيانات :

أ- القوة التفسيرية للعائد المحاسبى :

أقترح Ohlson(1992) أن التأثير على عائد الأسهم بواسطة الربح المحاسبى يتكون من شقين ، الشق الأول هو المكون الدائم Permanent أو المستمر ويعبر عنه فى شكل التغير فى الربح المحاسبى بمعادلة الإنحدار الآتية (١)

$$م_{أ\,ت} = ث + ب \frac{ع_{أ\,ت} - ع_{أ\,ت-١}}{س_{أ\,ت-١}} \qquad (١١)$$

حيث :

$م_{أ\,ت}$ = العائد السوقى للسهم أ فى الفترة ت .

ث = معامل ثابت

ب = رد الفعل (أو معامل) التغير فى العائد السوقى نتيجة التغير فى الربح المحاسبى .

$ع_{أ\,ت}$ = ربحية السهم فى الفترة ت .

$ع_{أ\,ت-١}$ = ربحية السهم أ فى الفترة السابقة ت - ١

$س_{أ\,ت-١}$ = سعر السهم أ فى بداية الفترة ت .

أما الشق المؤقت Transitory فإنه يعبر عنه فى شكل مستوى الربح المحاسبى بالمعادلة الآتية :

$$م_{أ\,ت} = ث + ب \frac{ع_{أ\,ت}}{س_{أ\,ت-١}} \qquad (١٢)$$

وقد أقترح (Ohlson (1992 أيضا أن تضمين معادلة الإنحدار للشق المؤقت والشق الدائم للربح المحاسبى يؤدى إلى زيادة القوة التفسيرية R^2 للإختلافات فى العائد السوقى . وقد أثبت ذلك تجريبيا على بيانات الولايات المتحدة Easton & Harris (1991) وبالتالى فإن معادلة الإنحدار فى هذه الحالة تكون :

---

(١) تم حساب العائد السوقى كالتغير فى سعر السهم إضافة إلى التوزيعات أما الربح المحاسبى فقد تم إستخدام ربحية السهم للتعبير عنه (EPS)

$$م_{أت} = ث + ب_{١} \frac{ع_{أت}}{س_{أت-١}} + ب_{٢} \frac{ع_{أت} - ع_{أت-١}}{س_{أت-١}} \qquad (١٣)$$

وقد إستخدم (Strong (1993 النموذج السابق الخاص بـ Ohlson وطبقه على بيانات المملكة المتحدة ووجد أن متوسط R^2 للسنوات من ١٩٦٩ - ١٩٨٩ بإستخدام المعادلة (١١) ٩٪ والمعادلة (١٢) ١٣ ٪ وقد زاد R^2 عند إستخدام المعادلة (١٣) ليصل إلى ١٥٪ . وقد أستخدمت النماذج الثلاثة فى الدراسة الحالية وطبقت على بيانات سوق الأوراق المالية بدولة الإمارات العربية المتحدة للسنوات من ١٩٨٧ - ١٩٩٢ . وقد تم الحصول على البيانات من دليل أسهم الإمارات العربية المتحدة الذى يصدره بنك أبو ظبى (١٩٨٩ و ١٩٩٠ ، ١٩٩١ ، ١٩٩٢ ، ١٩٩٣) .(١)

ب- تحديد درجة المخاطره للأسهم (بيتا) بواسطة البيانات المحاسبية :

لتحديد مدى قوة العلاقة (الأرتباط) بين المتغيرات المحاسبية ودرجة المخاطره للسهم (بيتا السوقية) فقد تم إختبار المتغيرات المحاسبية الآتية و المستخرجه أيضا من دليل الأسهم الذى يصدره بنك أبو ظبى للست سنوات من ١٩٨٧ - ١٩٩٢

---

(١) تبلغ عدد الشركات المساهمة التى يحتويها دليل الأسهم الذى يصدرها بنك أبو ظبي الوطنى ٢٤ شركة . أنظر الملحق فى نهاية البحث لمعرفة أسماء هذه الشركات والبنوك .

المتغير المحاسبى	كيفية حسابه
١- نسبة التوزيعات Dividend Payout	التوزيعات للأسهم ÷ العائد المحاسبى المتاح للتوزيعات (مجموع ت=١ إلى ٦)
٢- نمو الاصول Asset Growth	اجمالى الأصول ت = ٦ ÷ اجمالى الأصول ت = ١
٣- نسبة الرفع المالى Financial Leverage	مجموع الخصوم ÷ مجموع الأصول (مجموع ت=١ إلى ٦)
٤- حجم الشركة Asset Size	مجموع الاصول للشركة ÷ مجموع الاصول للشركات كلها(للسوق) (١/٦ مجموع ت=١ إلى ٦)
٥- بيتا المحاسبية	تباين مشترك $ع_{أ}$ ، $ع_{س}$ (cov) ÷ تباين $ع_{س}$ (var) حيث: $ع_{أ}$ العائد المحاسبى للسهم أ . $ع_{س}$ العائد المحاسبى للسوق .

٥- نتائج الدراسة :

أ- القوة التفسيرية للربح المحاسبى والتغير فيه :

الجدول رقم (٢) يظهر النتائج الخاصة بإنحدار العائد السوقى كمتغير تابع وربحية السهم / السعر للسهم فى الفترة السابقة كمتغير مستقل وهو ما يعكس أثر المكون المؤقت للربح المحاسبى على العائد السوقى . وقد وصل متوسط القوة التفسيرية لهذا النموذج R^2 للسنوات الست من ١٩٨٧ - ١٩٩٢ إلى ٥٢.٨ ٪ . ويلاحظ أن القوة التفسيرية قد إنخفضت إنخفاضا ملحوظا فى سنة ١٩٩٢ حيث بلغت ١٧٪ ، كما أن معامل الإنحدار ب ذات معنوية إحصائية عند مستوى ٠.٠١ ما عدا السنة الأخيرة سنة ١٩٩٢ حيث كان المعامل ذات دلالة معنوية احصائيا عند مستوى ٠.٠٥

جدول رقم (٢)

نموذج الانحدارالاول $\frac{\text{ع أ ت}}{\text{س ت-١}}$ م أ ت = ث + ب

السنة	ت	ب	R^2	R^2 (Adj)
١٩٨٧	٠.٠٦	٠.٤ **	٦٣.٤ ٪	٦١.٨ ٪
١٩٨٨	٠.٢١ *	٠.٥٣ **	٦٥	٦٤
١٩٨٩	٠.١٩ *	٠.٥٣ **	٦٦	٦٥
١٩٩٠	-٠.١٠ *	٠.٢٣ **	٥٢	٥٠
١٩٩١	٠.٢٣ **	٠.٢٩ **	٦١	٥٩
١٩٩٢	٠.٢٥ **	٠.١٧ **	٢١	١٧

* ذات دلالة معنوية عند مستوى ٠.٠٥

** ذات دلالة معنوية عند مستوى ٠.٠١

وقد تم إنحدار العائد السوقى كمتغير تابع والتغير فى ربحية السهم مقسوما على سعر السهم فى الفترة السابقة كمتغير مستقل وهو ما يعكس أثر المكون الدائم للربح المحاسبى . ونتائج هذا الإنحدار تظهر فى الجدول رقم (٣) حيث يتبين أن متوسط القوة التفسيرية للتغير فى الربح المحاسبى للإختلافات فى العائد السوقى للسنوات من ١٩٨٧ - ١٩٩٢ يبلغ ٤١٪ . وهذه القوة التفسيرية أقل من تلك الخاصة بمستوى الربح والتى بلغت كما فى الجدول رقم (٢) ٥٢.٨٪ وهذه النتيجة تتفق مع ما توصل إليه Easton & Harris (1991) من أن مستوى الربح المحاسبى يقدم قوة تفسيرية أكبر من القوة التفسيرية للتغير فى الربح المحاسبى . كما يظهر من الجدول رقم (٣) أن معامل الإنحدار ب ذات دلالة معنوية عند مستوى ٠,٠١ فى كل السنوات ماعدا السنة الأخيرة سنة ١٩٩٢ . إلا أن قيمة معامل الإنحدار فى هذا النموذج أكبر(فى كل السنوات) من المعامل فى النموذج الأول وهو ما يظهر أن رد فعل عائد الأسهم أكثر حساسية للتغير فى الربح المحاسبى عنه بالنسبة لمستوى العائد نفسه .

جدول رقم (٣)

نموذج الانحدار الثانى : $م_{أ\,ت} = ث + ب \dfrac{ع_{أ\,ت} - ع_{أ\,ت-١}}{س_{أ\,ت-١}}$

السنة	ت	ب	R^2	R^2 (Adj)
١٩٨٧	٠.١٨ *	٠.٦٧ **	٣٩ ٪	٣٦ ٪
١٩٨٨	٠.٣٤ **	١.٦٩ **	٥٨	٥٦
١٩٨٩	٠.٣٤ **	١.٣٧ **	٦٠	٥٨
١٩٩٠	-٠.٠٤	١.٠٩ **	٥٤	٥٢
١٩٩١	٠.٤١ **	٠.٤٩ **	٣٧	٣٤
١٩٩٢	٠.٢٩ **	٠.٢٥	١٥	١٢

* ذات دلالة معنوية عند مستوى ٠.٠٥

** ذات دلالة معنوية عند مستوى ٠.٠١

وعند إنحدار مستوى الربح المحاسبى وكذلك التغير فيه كمتغيرات مستقلة مع العائد السوقى كمتغير تابع ، فإن القوة التفسيرية للنموذج زادت زيادة ملحوظة كما توقع (Ohlson (1992 وكما يظهر فى الجدول رقم (٤) . فقد وصل متوسط R^2 للسنوات الست من ١٩٨٧ - ١٩٩٢ إلى ٦٠٪ .

جدول رقم (٤)

نموذج الانحدار الثالث : $م_{أت} = ث + ب_1 \frac{ع_{أت}}{س_{أت-1}} + ب_2 \frac{ع_{أت} - ع_{أت-1}}{س_{أت-1}}$

السنة	ت	ب ١	ب ٢	R^2	R^2 (Adj)
١٩٨٧	٠,٠٣	٠,٥٦ **	٠,٣٥	٦٦ ٪	٦٣ ٪
١٩٨٨	٠,٢٢ *	٠,٣٥ **	٠,٨٠ *	٧٢	٦٩
١٩٨٩	٠,٢٢ *	٠,٣٥ **	٠,٦٣	٧٢	٦٩
١٩٩٠	-٠,٠٨ *	٠,١٢	٠,٦٦ *	٦٠	٥٦
١٩٩١	٠,٢٢ *	٠,٢٩ **	٠,٠١	٦١	٥٧
١٩٩٢	٠,٢١ *	٠,١٦ *	٠,٢١	٣٢	٢٦

* ذات دلالة معنوية عند مستوى ٠,٠٥

** ذات دلالة معنوية عند مستوى ٠,٠١

ويظهر من الجدول رقم (٤) أنه رغم أن الشق الأول وهو المتمثل فى مستوى الربح له دلالة معنوية إحصائية أكثر من الشق الثانى وهو التغير فى الربح المحاسبى ، إلا أن رد فعل العائد السوقى للشق الثانى وهو التغير فى الربح المحاسبى أكبر منه بالنسبة لمستوى الربح المحاسبى لعامى ١٩٨٨ ، ١٩٩٠ .

ويمكن تلخيص النتائج الخاصة بنماذج الإنحدار الثلاثة السابقة بأن القوة التفسيرية للربح المحاسبى والتغير فيه للإختلافات فى العائد السوقى كبيرة جدا بالنسبة لسوق الأسهم فى دولة الإمارات العربية المتحدة . ورغم أن مستوى الربح المحاسبى يقدم قوة تفسيرية كبيرة ، إلا أن رد الفعل للعائد السوقى للتغيرات فى الربح المحاسبى أكبر منه بالنسبة لمستوى الربح المحاسبى . ويلاحظ أيضا أن هذه القوة التفسيرية والتى تبلغ ٦٠٪ فى المتوسط تزيد زيادة كبيرة عن مثيلتها فى الولايات المتحدة والتى تبلغ فى

المتوسط ١٠ ٪ والمملكة المتحدة والتى تبلغ فى المتوسط ١٥ ٪ . ويمكن تفسيرهذه الزيادة فى القوة التفسيرية للربح المحاسبى فى دولة الإمارات إلى صغر حجم سوق الأسهم فى دولة الإمارات وعدم تأثر أسعار الأسهم بعوامل أخرى بخلاف الربح المحاسبى والأعلان عنه كما هو الحال فى الدول الصناعية الكبرى مثل الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة . ففى هذه الدول ، توجد متغيرات كثيرة تؤثر على أسعار الأسهم مثل أنشطة التمويل وإعادة شراء الأسهم والنفقات الرأسمالية الكبيرة ، وحركة الإقتصاد القومى ككل مثل تغيرات أسعار الفائدة والتضخم وغيرها من العوامل التى تؤثر على حركة السوق وبالتالى أسعار الأسهم . كما أن الشركات المساهمة فى دولة الإمارات أغلبها يتمثل فى البنوك وشركات التأمين وبالتالى لاتوجد إختلافات كبيرة فى عائد الأسهم بين الشركات Cross-Sectional .

ويمكن إرجاع إرتفاع القوة التفسيرية للربح المحاسبى ايضا إلى بساطة العلاقات بين الأطراف المختلفة من دائنين وملاك ومديرين وعدم وجود التعارض الكبير فى المصالح بين هذه الأطراف كما هو الحال فى الشركات فى الدول الصناعية الكبرى وهذا التعارض فى المصالح يؤدى إلى إحتمال التلاعب فى الأرباح عن طريق الطرق المحاسبية Income Smoothing & Big-bath مما يؤدى فى النهاية إلى ضعف العلاقة بين الربح المحاسبى والعائد السوقى .

وما يؤيد هذا التفسير أنه يلاحظ من الجدول ٢ . ٣ ، ٤ إنخفاض R^2 القوة التفسيرية للربح المحاسبى فى السنة الأخيرة ١٩٩٢ وهى السنة التى أعقبت حرب الخليج ، فقد وصل R^2 إلى ١٧ ٪ فى النموذج الاول ، ١٢ ٪ فى النموذج الثانى ، ٢٦ ٪ فى النموذج الثالث . ويمكن إرجاع ذلك إلى تأثر أسعار الأسهم فى خلال سنوات حرب الخليج ١٩٩١ ، ١٩٩٢ بمتغيرات أخرى غير الربح المحاسبى والأرقام المحاسبية المنشورة وبالتالى أضعف ذلك من العلاقة بين الربح المحاسبى والعائد السوقى .

وقد أقترح (Lev (1989 عدد من التفسيرات المحتملة لانخفاض القوة التفسيرية للعائد المحاسبى فى الولايات المتحدة الأمريكية :

١- العيوب الموجودة فى طرق البحث المحاسبى .

٢- المستثمر غير الرشيد (عدم كفاءة السوق) .

٣- قصر الفترة الزمنية التى تختبر فيها العلاقة بين الربح المحاسبى والعائد السوقى .

٤- محتوى المعلومات للربح المحاسبى وتأثره بالممارسات الخاصة بإدارة المشروعات من تلاعب فى الطرق المحاسبية .

وقد فند (Lev (1989 السبب الاول والثانى ، حيث أثبت أن التحسينات الكثيرة فى طرق البحث لم

تزد من القوة التفسيرية للربح المحاسبى إلا بنسبة بسيطة جدا ، أما بالنسبة للمستثمر غير الرشيد ، فقد أستبعدها Lev بسبب أن البحوث التجريبية أثبتت أن المستثمر يتجاوب مع متغيرات مثل الإنفاق الرأسمالى ، التوزيعات ، التغير فى هيكل رأس المال ، وبالتالى ، فإن الجدل الخاص بالمستثمر غير الرشيد أو عدم كفاءة سوق رأس المال ينقصها البحث التجريبى .

وقد أختبر Lev (1989) مدى صحة السبب الثالث وهو قصر الفترة الزمنية فقام بإنحدار العائد السوقى غير المتوقع على مدار ٥ سنوات ونسبة التغير المرافقة فيربحية السهم EPS لعينة من ١٥٠ شركة ووجد أن R^2 أرتفعت إلى ٣٥ ٪ .

وبالنسبة للسبب الرابع وهو إنخفاض محتوى المعلومات للربح المحاسبى فقد قام Imhoff (1989) بتقسيم عينة من الشركات إلى عالية – متوسطة – منخفضة من ناحية جودة الربح المحاسبى المنشور كما يقدرها المحللين الماليين ووجد أن R^2 للعلاقة بين الربح المحاسبى والعائد السوقى مرتفعة بالنسبة للشركات عالية الجودة .

و يمكن القول أن إرتفاع القوة التفسيرية للربح المحاسبى فى دولة الإمارات العربية المتحدة ترجع أساسا إلى عوامل محلية مثل مواصفات الشركات وصغر حجم سوق رأس المال وعدم تأثر أسعار الأسهم بعوامل ومتغيرات كثيرة بخلاف الأرقام المحاسبية المنشورة .

نقطة أخرى هامة فى تحديد منفعة الربح المحاسبى فى التنبؤ بالعائد السوقى هى مدى ثبات وإستقرار هذه العلاقة من سنة لأخرى . وقد أجرى (Lev (1989 إنحدار للعائد السوقى غير المتوقع (بواقى العائد) مع نسبة التغير فى الربح المحاسبى للشركات المقيدة فى بورصة نيويورك . وقد قام بإجراء الإنحدار لكل سنة على حدة من ١٩٨٢ – ١٩٨٦ .

وقد تراوح R^2 بين ١٪ ، ٤٪ ومعامل الإنحدار بين ٠.٠٠٩ إلى ٠.٠٣٤ كذلك فقد قام Bown et.al.(1987) بدراسة مماثلة لكل سنة من سنوات ١٩٧٢ – ١٩٨١ ووجد أن R^2 تتراوح بين ١٪ ، ٢٥ ٪ بينما تراوحت المعاملات بين ٠.٠٠١ ، ٠.٤٣٢ وهذه التقلبات الواسعة فى العلاقة بين العائد السوقى والربح المحاسبى تؤثر سلبيا على منفعة المعلومات الخاصة بالربح المحاسبى فى التنبؤ بالعائد السوقى للأسهم . وقد أظهرت دراسة Strong (1993) على بيانات أسهم الشركات فى المملكة المتحدة أيضا تقلبات مماثلة لبيانات الولايات المتحدة الأمريكية فى علاقة الربح المحاسبى والعائد السوقى . فقد تراوحت R^2 بين ٢٪ ، ٣٢ ٪ . أما الدراسة الحالية فتظهر تقلبات أقل حدة من الدراسات المماثلة فى الولايات المتحدة والمملكة المتحدة . فقد تراوحت R^2 للنموذج الأول بين ١٧ ٪ ، ٦٢ ٪ تقريبا وبين ١٢ ٪ ، ٥٨ ٪ للنموذج الثانى وبين ٢٦ ٪ ، ٦٣ ٪ للنموذج الثالث . أما معاملات الإنحدار فقد تراوحت بين

٠,٠٣ - ٠,٥٣ فى النموذج الاول ، ٠,٢٥ - ١,٦٩ فى النموذج الثانى والجدول رقم (٥) يظهر معامل الإرتباط بين العائد السوقى والربح المحاسبى والتغير فيه على مدار السنوات الست ويظهر من الجدول أن معاملات الإرتباط كبيرة ومتقاربة فى السنوات المختلفة ما عدا السنة الأخيرة ١٩٩٢ .

جدول رقم ٥

معامل الارتباط(R) بين العائد السوقى والربح المحاسبى والتغير فيه

العائد السوقى

	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢
- العائد المحاسبى	٠,٧٩٦	٠,٨١٠	٠,٨١٦	٠,٧٢٣	٠,٧٨٢	٠,٤٦٠
- التغير فى العائد المحاسبى	٠,٦٢٥	٠,٧٦٤	٠,٧٧٤	٠,٧٣٩	٠,٦١٤	٠,٣٩٥

ب- علاقة البيانات المحاسبية بدرجة المخاطره للسهم (بيتا) :

كما أوضحنا سابقا فى هذا البحث ، فإن الدراسات أثبتت أن هناك علاقة قوية بين البيانات المحاسبية وبين درجة مخاطرة الاسهم السوقية المنتظمة (بيتا) .

وأحد أهداف القوائم المحاسبية هو تقديم المعلومات التى تساعد المستثمرين فى تحديد درجة المخاطره للأسهم مما يمكنهم من تكوين محفظة الإستثمارات التى تناسب تفضيلهم لمستوى معين من العائد ومستوى معين من المخاطره . وقد تم إجراء الإنحدار للمتغيرات المحاسبية السابق ذكرها وهى نسبة التوزيعات ، ومعدل النمو للاصول ، ودرجة الرفع المالى ، وحجم الاصول وكذلك معدل الإختلافات فى الربح المحاسبى مقاسا ببيتا المحاسبية كمتغيرات مستقلة ودرجة المخاطره السوقية (بيتا) كمتغير تابع [(١)] .

وكانت معادلة الإنحدار هى :

بيتا السوقية = - ١,٢٣٦ + ٠,٠٥٤ س ١ + ١,٠٨ س ٢ + ٠,٩٦١ س ٣ - ٠,٠٣ س ٤ + ٠,٠٣٤٥ س ٥

---

(١) تم قياس المتغيرات المحاسبية كما هو موضح فى الجزء السابق من البحث بإستخدام البيانات الخاصة بالقوائم المحاسبية للشركات المدرجة بدليل الأسهم الذى يصدره بنك أبو ظبى عن السنوات من ١٩٨٧ - ١٩٩٢ . وقد تم تحديد بيتا (السوقية) وبيتا (المحاسبية) عن طريق تطبيق برنامج Invest على الحاسب الآلى .

حيث :

س ١ نسبة التوزيعات

س ٢ معدل نمو الاصول

س ٣ نسبة الرفع المالى

س ٤ حجم الاصول

س ٥ (بيتا) المحاسبية

وقد بلغ معدل معامل التحديد R^2 للمعادلة السابقة ٥٥.٤ ٪ ومعامل التحديد المعدل R^2 (adj) ٤٣ ٪ . وهذا يعنى أن المتغيرات السابقة تشرح حوالى ٤٣ ٪ من الإختلافات فى (بيتا) السوقية . غير أن معادلة الإنحدار تظهر أن معامل الإنحدار الخاص بنمو الاصول هو المعامل الوحيد ذات الدلالة الإحصائية المعنوية عند مستوى أقل من ٠,٠١ كما أن تحليل الإختلافات Analysis of Variance لمعادلة الإنحدار السابقة تظهر أن P= 0.008 وهو ما يعنى أن شرح الإختلافات فى (بيتا) السوقية عن طريق المتغيرات المحاسبية ذات دلالة معنوية إحصائيا عند مستوى أقل من ٠,٠١

والجدول رقم (٦) يظهر مصفوفة الإرتباط بين المتغيرات المختلفة . ويظهر من الجدول أن (بيتا) السوقية ترتبط إيجابيا مع معدل نمو الأصول ونسبة الرفع المالى وكذلك بيتا المحاسبية (أى درجة الإختلافات فى الربح المحاسبى) . كما ترتبط بيتا (السوقية) سلبيا مع نسبة التوزيعات وحجم الأصول . وهذه العلاقة تتفق مع الدراسات التجريبية المماثلة فى هذا المجال .

جدول رقم (٦)

مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المحاسبية وبيتا السوقية

	بيتا السوقية	نسبة التوزيعات	معدل نمو الاصول	معدل الرفع المالى	حجم الاصول
نسبة التوزيعات	-٠,٠١٣				
معدل نمو الاصول	٠,٦٩٤	٠,١٥٤			
نسبة الرفع المالى	٠,١٩٠	-٠,٣٥٢	-٠,٠٩٣		
حجم الاصول	-٠,٠٣١	٠,٣٠٤	-٠,١٧٧	٠,٥١٩	
بيتا المحاسبية	٠,٠٧٣	٠,٤٠٥	٠,٠٠٣	-٠,٠٢١	-٠,١٩٤

ويظهر من الجدول رقم (٦) أن معدل نمو الاصول ونسبة الرفع المالى هما أكثر المتغيرات المحاسبية إرتباطا (ببيتا) السوقية .

والنتائج السابقة تتعارض مع فرضى العدم فى هذا البحث حيث تبين أن الربح المحاسبى (والتغير فيه) يفسر حوالى ٦٠٪ من الاختلافات فى العائد السوقى ، كما أن المعلومات المحاسبية المستخرجة من القوائم المالية (وعلى الأخص معدل نمو الأصول) ترتبط إرتباطا ذا معنوية احصائية بدرجة المخاطره المنتظمة للأسهم . وبالتالى نستطيع إستخلاص أن المتغيرات المحاسبية تلعب دورا هاما فى مساعدة المستثمرين فى دولة الإمارات فى توقع عائد الأسهم وكذلك فى تحديد درجة المخاطره السوقية للأسهم وهو ما يساعدهم فى تكوين محفظة الإستثمارات المناسبة لدرجة أفضليتهم للعائد والمخاطره . كذلك فإن تقدير (بيتا) السوقية تساعد إدارة المشروع فى إتخاذ القرارات الإستثمارية لما تلعبه بيتا السوقية من دور هام فى تحديد تكلفة الأموال اللازمة لتمويل الإقتراحات الرأسمالية .

٦- الخلاصة :

قدمت عديد من البحوث التى تنتمى إلى مايسمى ببحوث السوق Market Research أدلة على منفعة المعلومات المحاسبية سواء متمثلة فى رقم الربح المحاسبى (أو التغير فيه) أو مكونات الربح المحاسبى التى تظهر بالقوائم المحاسبية . وقد ركزت هذه البحوث على علاقة هذه المعلومات المحاسبية بالعائد السوقى Market Return(أو التغير فيه) وذلك بتطبيق أسلوب الإنحدار بين الربح المحاسبى (أو الربح المحاسبى غير المتوقع) والعائد السوقى (أو العائد السوقى غير المتوقع) . وقد خلصت هذه البحوث إلى أن المعلومات المحاسبية ذات منفعة كبيرة للمستثمرين فى التنبؤ بالعائد السوقى وكذلك لتقدير عامل المخاطره السوقية (بيتا) ليتمكن المستثمرين من تكوين محفظة الإستثمارات التى تناسب أفضليتهم للعائد والمخاطره .

ورغم الأنتقادات التى وجهت إلى المحاسبه من أنها تصل إلى رقم للربح المحاسبى مشوش بالمعايير المحاسبية التى تصدرها الجهات المهنية وبإختيار الإدارة للطرق المحاسبية التى تؤثر عليه (الربح المحاسبى) بما يتفق مع مصالحهم ، فإن البحوث الحديثة أثبتت أن رقم الربح المحاسبى رقم ذات أهمية كبيرة للمستخدمين ،فهو يستخدم فى تعاقدات الملاك والمديرين ، والملاك والدائنين وكذلك يستخدم فى مجال التنبؤ بالفشل التجارى وترتيب السندات ووضع نظم الحوافز بالإضافة إلى إستخدامه فى مجال التنبؤ بالعائد السوقى ودرجة المخاطره للأسهم . وقد قامت بحوث السوق بإختبار منفعة المعلومات المحاسبية (الربح المحاسبى ومكوناته) عن طريق معامل الإرتباط R ومعامل التحديد R^2 أو القوة التفسيرية للربح المحاسبى للتغيرات فى العائد السوقى ووجدت أن الربح المحاسبى يفسر فى المتوسط ١٠٪ من الإختلافات فى العائد السوقى فى الولايات المتحدة الأمريكية ، كما وصلت هذه النسبة إلى ١٥٪ فى المملكة المتحدة . وقد أرجع الباحثين هذا الإنخفاض فى القوة التفسيرية للربح المحاسبى إلى عدة أسباب من أهمها الممارسات الخاصة بالادارة عند إختيارها للطرق المحاسبية مثل تمهيد الأرباح . كما أثبتت البحوث أهمية المعلومات المحاسبية فى تقدير درجة المخاطره السوقية للأسهم . وقد وجدت هذه البحوث أن هناك إرتباطا قويا وذات معنوية إحصائية بين النسب المستخرجه من القوائم المحاسبية وبين درجة المخاطره السوقية (بيتا) للأسهم .

وقد قامت الدراسة الحالية بإختبار درجة الارتباط والقوة التفسيرية للربح المحاسبى والتغير فيه للإختلافات فى العائد السوقى بإستخدام البيانات الخاصة بأسهم دولة الإمارات العربية المتحدة ووجدت الدراسة أن القوة التفسيرية للربح المحاسبى بإستخدام بيانات سوق الإمارات للأسهم عالية جداً وتصل فى المتوسط إلى ٦٠ ٪ وهو مايفوق القوة التفسيرية للربح المحاسبى فى الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة . وقد أرجعت الدراسة السبب فى إرتفاع القوة التفسيرية للربح المحاسبى فى دولة الإمارات العربية المتحدة إلى قلة عدد الشركات المستخدمة فى الدراسة وإلى إنتماء معظم الشركات إلى صناعة واحدة تقريبا (البنوك وشركات التأمين) مما يخفض من الإختلافات القطاعية Cross Sectional .

ومن ضمن أسباب ارتفاع القوة التفسيرية للربح المحاسبى فى دولة الإمارات العربية المتحدة هو عدم وجود التعارض فى المصالح بين الأطراف المختلفة من مديرين وملاك أو ملاك ودائنين وبالتالى عدم وجود الحافز للتلاعب فى رقم الربح المحاسبى عند طريق إختيار الطرق المحاسبية . كذلك ، فإن الدراسة أختبرت مدى قوة العلاقة بين النسب المالية المستخرجة من القوائم المحاسبية فى دولة الإمارات وبين درجة المخاطره السوقية للأسهم . وقد وجدت الدراسة إرتباطا قويا بين الأرقام المحاسبية وبين درجة المخاطره السوقية للأسهم . وقد خلصت الدراسة إلى أن القوائم المحاسبية للشركات فى دولة الإمارات العربية المتحدة تقدم معلومات مفيده للمستثمرين فى التنبؤ بالعائد السوقى وفى تقدير درجة المخاطره السوقيه للأسهم .

ملحق الدراسة

الشركات المقيدة فى سوق أسهم دولة الإمارات العربية المتحدة

والتى أستخدمت فى الدراسة

١- مؤسسة الإمارات للأتصالات المحدودة .

٢- شركة الجرافات البحرية الوطنية .

٢- شركة أبو ظبى الوطنية للفنادق .

٤- طيران أبو ظبى .

٥- شركة أبو ظبى الوطنية للتأمين .

٦- شركة العين الأهلية للتأمين .

٧- شركة الظفرة للتأمين .

٨- شركة الإمارات للتأمين .

٩- شركة دبى للتأمين .

١٠- شركة عمان للتأمين الحدودة .

١١- جمعية أبو ظبى التعاونية .

١٢- بنك أبو ظبى الوطنى .

١٣- بنك أبو ظبى التجارى .

١٤- بنك الأعتماد والتجارة الإمارات (الأن : بنك الأتحاد الوطنى) .

١٥- بنك دبى الوطنى .

١٦- بنك دبى التجارى المحدود .

١٧- بنك الإمارات الدولى المحدود .

١٨- مجموعة بنك عمان المحدود .

١٩- بنك الشارقة الوطنى .

٢٠- بنك الإستثمار .

٢١- البنك العربى المتحد .

٢٢- بنك الفجيرة الوطنى .

٢٣- بنك أم القيوين الوطنى .

٢٤- بنك رأس الخيمة الوطنى .

مراجع البحث

Ajinkya,B.and M.Gift,Corporate Managers'Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations, journal of Accounting Research,Autumn,1984,PP.425-444.

Ball,R.and P.Brown,An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, Journal of Accounting Research,Autumn, 1968 , PP.159-178 .

Beaver,W.,The Information Content of Annual Earnings Announcements,Journal of Accounting Research ,1968, Supplement ,Vol .6,pp.67-92 .

Beaver,W.,P.Kettler and M.scholes,The Association Between Market-Determined and Accounting Determined Risk Measures, the Accounting Review, October,1970, pp .654-682 .

Beaver,W and J.Manegold,The Association Between Market Determined and Accounting -Determined Measures of Systematic Risk : Some Further Evidence, Journal of Financial and Quantitative Analysis,June,1975,pp231-284 .

Beaver,W.,and D.Morse,What Determines Price-Earnings Ratios, Financial Analysts Journal, July/August ,1978, pp.65-76 .

Beaver,W.,R.Lambert and D.morse,The Information Content of Security Prices,Journal of Accounting and Economics, 1980, pp.3-28.

Beaver,W.,and P.Griffin, and W.Landsman, The Incremental Information Content of Replacement Cost Earnings,Journal of Accounting and Economics,July,1982,pp.15-40

Beaver,w.,R.Lambert and S.Ryan, The Information Content of Security Prices:A second Look,Journal of Accounting and Economics, July,1987, pp . 139-158 .

Bildersee,J.,The Associaton Between a Market-Determined Measure of Risk and Alternative Measures of Risk,The Accounting Review,January,1975,pp.81-98

Bowen,R.,M.Burgstahler and L.Daley,The Information Content of Accrual Versus Cash Flow,The Accounting Review, October, 1987, pp.723-747 .

Bowman,R.,The Theoretical Relationship Between Systematic Risk and Financial (Accounting) variables, the Journal of Finance, June, 1979, pp. 617 - 630 .

Brown, P., G., Foster and E.Noreen , Security Analyst Multi-Year Earnings Forecasts and The Capital Market, American Accounting Association, Sarasota, Florida, 1985 .

Conine, T., On The Theoretical Relationship Between Business Risk and Systematic Risk, Journal of Business Finance and Accounting, Summer, 1982, pp. 199-205 .

Cornell, B., and W.Landsman, Security Price Response to Quarterly Earnings Announcements and Analysts Forecast Revisions, The Accounting Review, October, 1989, pp.680-692 .

Easton, P. and T. Harris, Earnings as an Explanatory variable for Returns, Journal of Accounting Research, spring, 1991, pp. 19-36 .

Elgers, p. and D. Murray, The Impact of The choice of Market Index on the Empirical Evaluation of Accounting Risk Measures, The Accounting Review, April, 1982, pp. 358-375 .

Ferrelly, G., k. Ferris and W. Reichenstein, Perceived Risk, Market Risk, and Accounting Determined Risk Measures, The Accounting Review, April, 1985, pp. 278-288 .

Financial Accunting Standard Board (FASB), Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises , Statement of Financial Accounting Concepts No.1,Accounting Standards,Vol.II, 1990

Foster, G., Financial Statement Analysis, Prentice-Hall,New Jersey, 1986 .

Freeman, R., Alternative Measures of Profit Margin : An Empirical Study of the Potential Informantion Content of Current Cost Accounting, Journal of Accounting Research, Spring, 1983, pp. 42-64 .

Fried, D., and D. Givoly , Financial Analysts ' Forecasts of Earnings : A Better Surrogate for Market Expectations, Journal of Accounting and Economics, October, 1982, pp. 85-108 .

Hagerman, R., M. Zimijewksi and R. Shah, The Association Between The Magnitude of Quarterly Earnings Forecast Errors and Risk Adjusted Stock Returns, Journal of Accounting Research Autumn, 1984, pp. 526 - 540 .

Hill, N. and B. Stone, Accounting Betas, Systematic Operating Risk, and Financial Leverage : A Risk - Composition Approach to the Determinants of Systematic Risk, Journal of Financial and Quantitative Analysis, September, 1980, pp. 595-637 .

Hopwood,W., and J . Mekeown, The Incremental Information Content of Interim Expenses over Interim Sales, Journal of Accounting Research, Spring, 1985, PP 161-174 .

Hoskin, R., J.Hughes and W. Ricks, Evidence on the Incremental Information Content of Additional Firm Disclosures Made Concurrently with Earnings, Journal of Accounting Research, Supplement, 1986, pp. 1-32 .

Hughes, J. and W. Ricks , Association Between Forecast Errors and Excess Returns Near to Earnings Announcements, the Accounting Review, January , 1987, pp. 158-175 .

Jacobson, R., The Validity of ROI as a Measure of Business Performance, American Economic Review, June, 1987, pp. 470-478 .

Lev, B., On the Usefulness of Earnings and Earnings Research : Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research, Journal of Accounting Research, Supplement ,1989,pp.153-201 .

Lipe, R., The Information Contained in the Components of Earnings, Journal of Accounting Research, Supplement, 1986, pp. 37-64.

Lustgarten, S., The Impact of Replacement Cost Disclosure on Security Prices, Journal of Accounting and Economics, October , 1982, pp. 121-141 .

Mandelker, G. and S. Rhee, The Impact of the Degrees of Operating and Financial Leverage on Systematic Risk of Common Stock, Journal of Financial and Quantitative Analysis, March, 1984, pp. 45-57 .

Ohlson, J., On Financial Disclosure and the Behavior of Security Prices Journal of Accounting & Economics , 1979, pp. 211-232 .

Ohlson, J., The Theory of Value and Earnings, and an Introduction to the Ball -Brown Analysis, Contemporary Accounting Research, Vol. 8 , 1992. pp . 1-19 .

Ohlson, J. and P. Shroff, Changes Versus Levels In Earnings as Explanatory Variables for Returns : Some Theoretical Considerations, Journal of Accounting Research , Autumn,1992 ,pp. 210-226 .

Ou, Jane A. and S. Penman, Accounting Measurement, Price -Earnings Ratio, and the Information Content of Security Prices, Journal of Accounting Reseatch , Supplement, vol. 27, 1989, pp. 111-144 .

Ou, Jane A., The Information Content of Nonearnings Accounting Numbers as Earnings Predictors, Journal of Accounting Research, Spring, 1990, pp. 144-163 .

Sepe, J., The Impact of the FASB'S 1974 GPL Proposal on the Security Price Structure, The Accounting Review, July, 1982, pp. 467-485 .

Strong, N., The Relation between Returns and Earnings : Evidence for the UK, Accounting and Business Research, vol. 24, 1993, pp. 69-77 .

Rayburn, J., The Association of Operation Cash Flow and Accruals with Security Firms, Journal of Accounting Research, Supplement, 1986,pp. 112-133 .

Watts, R. and J. Zimmerman, Positive Accounting Theory , Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall, 1986 .

Wilson, G.,The Relative Informantion Content of Accruals and Cash Flows : Combined Evidence of the Earnings Announcement and Annual Report Release Date, Journal of Accounting Research, Supplement, 1986, pp. 165-200 .