

## المضمون المعلوماتي الإضافي لمؤشرات القوائم المالية للشركات الصناعية المساهمة الأردنية

رلى حجاج\* ومأمون الدبعي\*\*

## ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار المضمون المعلوماتي لبعض المؤشرات الأساسية (Fundamental Signals) التي اقترحها (Lev and Thiagarajan, 1993) في دراستهما، اختبار ما إذا كان لتلك المؤشرات الأساسية مضمون معلوماتي إضافي علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي في السوق المالي الأردني. كما تختبر الدراسة أيضاً الطبيعة القرينية (Contextual) لتلك المؤشرات، وذلك من خلال الأخذ في الاعتبار الظروف الاقتصادية السائدة خلال فترة الدراسة. تفترض الدراسة وجود مضمون معلوماتي إضافي لهذه المؤشرات الأساسية مجتمعة علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي، كما تفترض أن هذا المضمون المعلوماتي يتأثر سلباً وإيجاباً بالحالة الاقتصادية السائدة. تم تطبيق الدراسة على عينة من الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، وبلغ عددها (86) شركة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (1995-2010)، وبلغ عدد المشاهدات الكلية (485) مشاهدة. وقد أظهرت النتائج وجود مضمون معلوماتي إضافي لهذه المؤشرات الأساسية مجتمعة علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي، كما حددت المؤشرات الأساسية الأكثر أهمية في السوق المالي الأردني وهي مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، ومؤشر مجمل الربح، ومؤشر النفقات الرأسمالية، كذلك أظهرت النتائج أن المضمون المعلوماتي لهذه المؤشرات الأساسية يعتمد على الحالة الاقتصادية السائدة مما يؤكد أهمية التحليل القريني (Contextual Analysis).

**الكلمات الدالة:** المؤشرات الأساسية، التحليل الأساسي، العائد السوقي للسهم، التحليل القريني، المضمون المعلوماتي، ربحية السهم.

## المقدمة

تسعى هذه الدراسة إلى اختبار المضمون المعلوماتي لعدد من المؤشرات الأساسية (Fundamental Signals) التي اقترحها (Lev and Thiagarajan, 1993) في دراستهما، وإلى اختبار ما إذا كان لتلك المؤشرات الأساسية مضمون معلوماتي إضافي علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي، في السوق الأردنية. أيضاً، سيتم اختبار الطبيعة القرينية (Contextual) لتلك المؤشرات، من خلال الأخذ في الاعتبار الظروف الاقتصادية السائدة خلال فترة الدراسة.

هنالك العديد من الدراسات التي سبقت دراسة (Lev and Thiagarajan, 1993) واستخدمت منهج التحليل الأساسي، ولكن دراستهما تميزت عن الدراسات الأخرى بالنواحي التالية<sup>2</sup>:

• على خلاف الأسلوب الإحصائي الذي استخدمه كل

يفسر رقم الربح المحاسبي، في المتوسط، 10% من التغير في العوائد السوقية للأسهم<sup>1</sup>، وعليه فإن رقم الربح المحاسبي ليس المتغير الوحيد الملائم لتحديد أسعار أسهم الشركات، لذا كان لا بد من البحث عن متغيرات أخرى (غير ربحية) من المتغيرات المتاحة في القوائم المالية التي يعتقد الباحثون بإمكانية وجود مضمون معلوماتي لها، وإذا ثبت ذلك فإنها ستكون بلا شك مفيدة للجهات المستخدمة للقوائم المالية كافة.

\*طالبة دراسات عليا، الجامعة الأردنية.

\*\* أستاذ، قسم المحاسبة، الجامعة الأردنية.

mamoun@ju.edu.jo

تاريخ استلام البحث 2013/10/6 وتاريخ قبوله 2014/1/13.

<sup>2</sup> - انظر (Al-Debie and Walker, 1999).

<sup>1</sup> - انظر دراسة (Bernard and Thomas, 1989) ودراسة (Lev, 1989).

أن ضعف العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، الذي كشفت عنه الدراسات السابقة، يعود إلى عيوب في تلك الدراسات، ولم يستبعد أن لا تعكس الأرباح المحاسبية جميع المعلومات عن قيمة الشركة، ودعا الباحثين إلى البحث عن أسباب ضعف هذه العلاقة، ومحاولة بناء نماذج جديدة باستخدام متغيرات محاسبية أخرى إلى جانب الأرباح، بحيث تكون أقدر على تفسير التغير في العوائد السوقية للأسهم. وحاولت دراسات أخرى (Easton et al., 1992) تحليل العلاقة المترامنة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية وذلك باستخدام نوافذ قياس طويلة، وتوصلت دراستهم إلى أن توسيع نافذة القياس يؤدي إلى تحسن في علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ويزيد من القوة التفسيرية لنموذج العلاقة. وأثبتت دراسة (Kothari and Salon, 1992) وجود مضمون معلوماتي إضافي لأسعار أسهم الشركات علاوة على المضمون المعلوماتي لأرباحها الحالية، وتوقعها في التنبؤ بالأرباح المستقبلية، وعليه فإن الأسعار هي التي تقود الأرباح وليس العكس، وإن العوائد السوقية للأسهم تعكس توقعات الأرباح المستقبلية.

وفي البيئة الأردنية، أثبتت دراسة كل من الدبعي وأبو نصار (1999) أن لكل من متغير "التغير في الأرباح" ومتغير "مستوى الأرباح" قدرة على تفسير التغير في أسعار الأسهم، وأن لمتغير مستوى الأرباح قدرة أكبر على تفسير التغير في عوائد الأسهم، وأن إدخال المتغيرين في نموذج العلاقة يحسن من قدرة النموذج على تفسير التذبذب في عوائد الأسهم ويؤدي إلى انخفاض خطأ القياس. وبهذا أكد الباحثان نتائج دراسة (Easton and Harris, 1991) على السوق الأمريكية، ودراسة (Al-Debie and Walker, 1999) على السوق البريطانية. وفي دراسة لاحقة، أكد الباحثان الدبعي وأبو نصار (2000) إمكانية استخدام نسبة الربح إلى السعر لتحسين علاقة العوائد بالأرباح المحاسبية وأن متغير "مستوى الأرباح" هو المتغير الأساس في هذه العلاقة، كما أكدت أن نسبة الربح إلى السعر تعكس طبيعة عناصر الأرباح من حيث إنها عابرة أو دائمة، وأخيراً، فقد بلغ متوسط القوة التفسيرية للأرباح 10% وهذا يتفق مع العديد من الدراسات العالمية والمحلية. كما أثبت الدبعي وأبو

من (Ou and Penman, 1989a; 1989b) في اختيارهما للمؤشرات الأساسية، فإن (Lev and Thiagarajan, 1993) قد استخدمتا طريقة عمل المحللين الماليين في اختيار المؤشرات الأساسية. وهذه الطريقة يمكن تبريرها ودعمها نظرياً على عكس الأسلوب الإحصائي الذي يفتقر إلى ذلك.

• استطاع (Lev and Thiagarajan, 1993) توفير دليل مقنع على أن مضمون المعلومات الإضافي للمؤشرات الأساسية يعتمد على الوضع الاقتصادي السائد، وذلك بالمقارنة بالدراسات الأخرى التي اختبرت الطبيعة القرينية لمؤشرات أساسية مرتبطة بأداء الشركة، كدراسة (Bernard and Stober, 1989)، ودراسة (Hopwood and Schnefer, 1989).

• قدمت دراسة (Lev and Thiagarajan, 1993) دليلاً يحدد العلاقة بين مقياس -مستتب من تحليلها الأساسي- لنوعية الأرباح (Earnings Quality) ومقياس مستقل آخر لثبات الأرباح (Persistence). (Earnings Quality)

يعرض القسم الآتي الدراسات السابقة، ومن ثم يعرض القسم الثالث منهجية الدراسة الحالية ونماذجها وفرضياتها وعينتها وفترتها، إضافة إلى المقاييس الإحصائية الوصفية للمتغيرات الرئيسية. أما القسم الرابع، فيعرض نتائج النماذج المطبقة ويناقشها. وأخيراً يعرض القسم الخامس الخلاصة والتوصيات ومجالات البحث المستقبلية في الموضوع.

#### الدراسات السابقة

اختبر العديد من الدراسات السابقة المضمون المعلوماتي لأرقام القوائم المالية، وكذلك العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والتغير غير المتوقع في العديد من بنود قائمة الدخل، وقائمة المركز المالي، والتدفقات النقدية، ولقد تعددت منهجيات البحث المطبقة في تلك الدراسات، ولعل من المناسب استعراض هذه الدراسات مقسمة إلى ثلاثة أقسام بناءً على أهدافها ونتائجها.

أولاً: الدراسات التي تناولت اختبار علاقة العوائد السوقية للأسهم بمتغيرات الربحية توصلت المراجعة الأدبية التي قام بها (Lev, 1989) إلى

الانحراف ما بعد الإعلان عن المعلومات المحاسبية (Post-Announcement Drift). وفي المقابل تُنتقد دراستيهما بأنهما لم يقدم أي تفسير لنتائجهما، ولم يقدم أي منطق اقتصادي يبرر قدرة بعض معلومات القوائم المالية على توقع التغير المستقبلي في الأرباح. أما دراسة (Ou, 1990)، فقد قدمت دليلاً على وجود مضمون معلوماتي للأرقام المحاسبية (غير الأرباح) المعلنة في القوائم المالية وأن لهذه المؤشرات القدرة على التنبؤ بالأرباح المحاسبية للأعوام القادمة وكذلك القدرة على التنبؤ باتجاه التغير في أرباح العام القادم الأمر الذي لا يمكن للأرباح الحالية أن تقدمه.

قام (Holthausen and Larker, 1992) بدراسة مشابهة لدراسة (Ou and Penman, 1989a) واختبرا قدرة نموذج إحصائي بحت -يستخدم المعلومات المحاسبية- على توقع العوائد غير العادية للأسهم لفترة قادمة، ولقد أثبتت دراستهما أن ذلك النموذج قادر على توقع العوائد غير العادية للأسهم لفترة قادمة، وأن النموذج يحقق عوائد تزيد عن تلك العوائد التي قد يحققها النموذج الذي يعتمد على توقع الأرباح والمستخدم في دراسة (Ou and Penman, 1989a).

قام (Greig, 1992) أيضاً بالتحقق من نتائج دراسة (Ou and Penman, 1989a). واستندت منهجية دراسته إلى أنه، إذا تم الأخذ بعين الاعتبار الفروقات بين الصناعات في ما يتعلق بالمخاطرة والخصائص الاقتصادية الأخرى، فإن قدرة مقياس (Ou and Penman, 1989a) على تحقيق عوائد غير عادية ستخفي. وبالفعل، أثبت الباحث أن هذا المقياس ما هو إلا ممثل (Proxy) للفروقات في العوائد المتوقعة بين الصناعات أكثر مما هو تباطؤ منتظم في ردة فعل السوق على الإعلان عن المعلومات المحاسبية.

وقام (Stober, 1992) بالمقارنة ما بين المعلومات التي يتضمنها المقياس التلخيصي في دراسة (Ou and Penman, 1989a) والمعلومات التي تتضمنها توقعات المحللين الماليين والمتاحة ضمن قاعدة بيانات (IBES). وبمقارنة قدرة كل منهما على التوقع، وجد الباحث أن توقعات المحللين الماليين أقدر بدرجة هامشية على توقع

نصار (2001) أن أسعار الأسهم تسبق الأرباح المحاسبية المعلنة في عكس المعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة، وهذا يتفق مع الدراسات التي أجريت في كل من السوق الأمريكية والبريطانية. ولكن عدد الفترات التي تسبق فيها الأسعار السوقية للأسهم الأرباح المحاسبية تختلف من سوق إلى آخر، وكانت الأسعار السوقية للأسهم في سوق عمان المالي تسبق الأرباح المحاسبية بعكس تلك المعلومات بثلاث سنوات مالية. وهذا يؤكد أن علاقة العوائد بالأرباح غير متزامنة وأن عوائد الفترات المالية السابقة على مستوى الأهمية نفسها من حيث عوائد الفترة المالية الحالية.

وبناءً على ضعف قدرة رقم الربح المحاسبي على تفسير التغير في أسعار الأسهم حاول الباحثون البحث عن بنود أخرى ربحية (أو غير ربحية) في القوائم المالية التي توقعوا أن يكون لها قدرة إضافية على تفسير ذلك التغير في أسعار الأسهم.

ثانياً: الدراسات التي تناولت اختبار علاقة العوائد السوقية للأسهم بالمتغيرات المالية غير الربحية (Non-Earning Signals) واستخدمت أسلوباً إحصائياً في اختيارها للمؤشرات الأساسية

وضع (Ou and Penman, 1989a; 1989b) في دراستها طريقة لتحليل القوائم المالية تستنبط مقياس قيمة تلخيصي من الأرقام التي تتضمنها القوائم المالية. ويتضمن هذا المقياس التلخيصي معلومات حول اتجاه التغير المستقبلي (سنة قادمة) في رقم ربحية السهم. ولقد أشار الباحثان إلى أن العوائد السوقية للأسهم المتزامنة مع هذه الأرباح لا تعكس معلومات هذا المقياس التلخيصي. ويمكن تلخيص أهم التطبيقات لنتائج دراستيهما بالنقاط التالية:

1. قدّمت دليلاً على أن القوائم المالية تعكس معلومات أساسية لا تعكسها أسعار الأسهم.
2. يؤدي تأخر ردة فعل السوق على الإعلان عن معلومات القوائم المالية إلى التساؤل حول استخدام ردة فعل السوق في تقييم الإفصاحات المحاسبية.
3. إن النتيجة التي توصل إليها الباحثان؛ من حيث إن سوق الأسهم لا تعكس جميع معلومات القوائم المالية عند توقعه للأرباح المستقبلية. مرتبطة بدراسات

العلاقة المتزامنة (Contemporaneous Relation) بين العوائد السوقية للأسهم وتلك المؤشرات الأساسية، وذلك لتحديد ما إذا كان لتلك المؤشرات مضمون من المعلومات، وما إذا كان مضمونها المعلوماتي أكبر مما هو لرقم الربح. وسعى الباحثان أيضاً إلى الربط بين المضمون المعلوماتي لتلك المؤشرات والحالة الاقتصادية السائدة. وذلك لإثبات أن المضمون المعلوماتي لتلك المؤشرات يتأثر سلباً وإيجاباً بالظروف الاقتصادية، ولقد أثبتت دراستهما أن معظم المؤشرات المستخدمة لها مضمون معلوماتي يتجاوز المضمون المعلوماتي لرقم الربح، كما أثبتت الدراسة أن ذلك المضمون المعلوماتي مرتبط بالأوضاع الاقتصادية السائدة، الأمر الذي يشير إلى أهمية التحليل القريني في التحليل الأساسي.

أما دراسة (Shroff, 1995) فقد أثبتت أن سعر السهم لا يتحدد فقط من خلال الأرباح المحاسبية وإنما يوجد معلومات أخرى عن الأرباح المستقبلية. وكذلك أثبتت دراسة (Amir and Lev, 1996) أنه بالرغم من أن الأرباح المحاسبية تسهم في تفسير التغير في العوائد السوقية للأسهم إلا أن الجمع بين استخدام المعلومات غير المالية والمتغيرات الربحية يسهم في تفسير أفضل للتغير في أسعار الأسهم.

ودعمت دراسة كل من (Abarbanell and Bushee, 1997; 1998) و (Jeffrey and Arthur, 2000) ، و (Zhang and Yang, 2009) وجود مضمون معلوماتي إضافي للمؤشرات الأساسية المقترحة من قبل (Lev and Thiagarajan, 1993)، وقدرة المؤشرات الأساسية على التنبؤ بأداء الشركة المستقبلية.

وفي اليابان، أكنت دراسة (Conroy et al., 1998) أن المؤشرات الأساسية الخاصة بالشركة تؤدي دوراً ذا أهمية في التأثير على أسعار أسهم الشركات اليابانية، وخاصة على تنبؤات المدراء بالأرباح المستقبلية وقدمت دليلاً جديداً على وجود علاقة بين المعلومات الأساسية وأسعار الأسهم في اليابان.

كذلك دعمت نتائج دراسة (Whisenant, 1998) قدرة التحليل الأساسي على تقديم معلومات أكثر ملاءمة من المقاييس التلخيصية للقوائم المالية. هذا وقد أبرزت دراسته الحاجة إلى فهم التعديلات الواجب على المستثمرين إجرائها لتصحيح الانتقادات التي تواجهها الأرقام المحاسبية.

إشارة التغير في الأرباح للسنة القادمة، من قدرة المقياس التلخيصي الذي استنبطه (Ou and Penman, 1989a).

وبالرغم من أن معظم هذه الدراسات استطاعت أن تقدم دليلاً على أن القوائم المالية تعكس معلومات أساسية لا تعكسها أسعار الأسهم، إلا أن استخدامها للأسلوب الإحصائي في اختيارها للمؤشرات الأساسية لا يمكن تبريره اقتصادياً أو دعمه نظرياً. لذا سعى الباحثون لإيجاد طريقة لاختيار المؤشرات الأساسية يمكن تبريرها اقتصادياً ودعمها نظرياً.

ثالثاً: دراسات تناولت علاقة العوائد السوقية للأسهم بالمتغيرات المالية غير الربحية (Non - Earning Signals) واستخدمت طريقة عمل المحللين الماليين في اختيارها للمؤشرات الأساسية.

تعددت الدراسات التي تناولت اختبار العلاقة بين عوائد الأسهم السوقية وبنود القوائم المالية المختلفة التي تبنت أسلوب عمل المحللين الماليين في اختيارها للمؤشرات الأساسية، ونذكر هنا أهم نتائج هذه الدراسات. ففي بريطانيا أثبت الباحثان (Arnold and Moizer, 1984) أن 92% من المحللين الماليين يستخدمون منهج التحليل الأساسي، وأن المحللين يعطون أهمية خاصة لبيانات قائمة المركز المالي. ويأخذ المحللون أيضاً بعين الاعتبار المعلومات المتعلقة بالتضخم، والتغيرات في معدلات الفائدة، والتذبذبات في أسعار الصرف، ودرجة التدخل الحكومي، والتغيرات في السياسات الحكومية تجاه صناعة معينة، عند قيامهم بعملهم.

وكذلك اختبر (Lipe, 1986) علاقة العوائد السوقية للأسهم بالتغير غير المتوقع في البنود الرئيسية لقائمة الدخل. ولقد وجد أن لهذه البنود قدرة كبيرة على تفسير التذبذبات في العوائد السوقية للأسهم بالمقارنة مع الرقم الذي يلخصها؛ وهو التغير غير المتوقع في رقم الربح. وتشير هذه النتيجة إلى أن بيانات قائمة الدخل تفقد جزءاً من مضمونها المعلوماتي عند دمجها في رقم تلخيصي واحد هو رقم الربح.

وقد استنبط (Lev and Thiagarajan, 1993) اثني عشر مؤشراً أساسياً بالاعتماد على تقارير وطريقة عمل المحللين الماليين، التي تعد، من وجهة نظر المحللين الماليين، مهمة في تحديد قيمة سهم الشركة. ومن ثم سعى الباحثان إلى اختبار

(Thiagarajan, 1993) وجود علاقة متزامنة بين العوائد السوقية للأسهم وتلك المؤشرات الأساسية. كذلك أثبتت دراسة أبو نصار والدبعي (2002) وجود مضمون معلوماتي لعناصر قائمة الدخل الرئيسية وعدم تفوق المضمون المعلوماتي لتلك العناصر على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي، وهذا يؤكد تركيز المستثمرين في سوق عمان المالي على رقم الربح عند اتخاذهم القرارات الاستثمارية الخاصة بالشركات الصناعية بالرغم من عدم استبعادهم العناصر قائمة الدخل الأخرى. وأكدت دراستهما ضرورة استخدام منهج التحليل الأساسي المستخدم من قبل المحللين الماليين. نخلص مما سبق إلى عدم وجود دراسات أردنية اختبرت المضمون المعلوماتي للمؤشرات الأساسية التي أقرها (Lev and Thiagarajan, 1993)، وعدم وجود دراسات محلية لاختبار ما إذا كان لتلك المؤشرات الأساسية مضمون معلوماتي إضافي على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي، بالإضافة إلى عدم اختبار الطبيعة القربنية لتلك المؤشرات من خلال الأخذ في الاعتبار الحالة الاقتصادية السائدة خلال فترة الدراسة.

#### منهجية الدراسة

يعرض هذا القسم نماذج الدراسة ومتغيراتها، وفرضياتها، ومجتمعها وعينتها وفترتها، بالإضافة إلى نتائج المقاييس الإحصائية الوصفية للمتغيرات الرئيسية.

#### مجتمع الدراسة وعينتها وفترتها

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان والبالغ عددها في عام 2011 (98) شركة، وغطت فترة الدراسة الفترة من 1995 وحتى عام 2010. ولقد استبعد مهنا الشركات التي لا تتوفر البيانات المحاسبية وأسعار الإغلاق الشهرية لأسهمها لمدة سنتين متتاليتين على الأقل وعددها (4) شركات، والشركات التي تم إيقاف تداول أسهمها في سوق عمان المالي لفترة تزيد على ثلاثة أشهر في السنة الواحدة وعددها (8) شركة. ومن ثم بلغ حجم العينة النهائي (86) شركة، كما يظهر الجدول (1).

قام (Al-Debie and Walker, 1999) أيضاً باختبار المؤشرات التي اقترحها (Lev and Thiagarajan, 1993) وذلك على السوق البريطانية. ولقد أكدت دراستهما نتائج دراسة (Lev and Thiagarajan, 1993) علاوة على أنها حددت المؤشرات الأساسية الأكثر أهمية في السوق البريطانية؛ وهذه المؤشرات هي: مؤشر مجمل الربح، ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعية، ومؤشر القوى العاملة. وأكدت دراستهما أيضاً على أن أخذ الظروف الاقتصادية بعين الاعتبار يزيد من قوة نموذج علاقة العوائد السوقية للأسهم بالمؤشرات الأساسية، ومن جانب آخر، أضافت دراستهما بعداً جديداً مرتبطاً بالصناعة؛ إذ وجد الباحثان أن القوة التفسيرية للنموذج تتحسن عند السماح لمعاملات المؤشرات الأساسية بالتنبذ ما بين الصناعات المختلفة التي تنتمي إليها شركات عينة دراستهما. وتؤكد هذه النتيجة الممارسة التحليلية القائمة على المقارنة بين أداء الشركة ومعيار الصناعة التي تعمل فيها. وأخيراً، وعلى عكس ما جاء في دراسة (Lev and Thiagarajan, 1993)، فإن دراستهما أثبتت عدم وجود علاقة ما بين المقياس التلخيصي لنوعية الأرباح، والمستتبط من المؤشرات الأساسية، والمقياس المستقل لديمومة الأرباح.

وفي السوق المكسيكية أثبتت دراسة أخرى قام (Swanson and Felipe, 2003) وجود مضمون معلوماتي إضافي للمؤشرات الأساسية وخاصة مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية وأن هذا المضمون يظهر بدرجة كبيرة في الحالات التي يعاني فيها الاقتصاد من أزمات وهذا يدعم نتائج (Lev and Thiagarajan, 1993) من حيث إن المضمون المعلوماتي الإضافي للمؤشرات الأساسية يعتمد على الحالة الاقتصادية السائدة.

وأكدت نتائج دراسة (Bettman et al., 2006) أن الموازنة بين التحليل الفني والأساسي هو الأسلوب الأمثل لتقييم الأسهم ولتسمية الاستثمار. كما أثبتت دراسة (Wilkowska, 2006) في السوق البولندية. قدرة المؤشرات الأساسية على التنبؤ بالعوائد السوقية المستقبلية للأسهم، كما أكدت أن قدرة هذه المؤشرات تعتمد على الظروف الصناعية والحالة الاقتصادية المحيطة بالشركات. وبهذا دعمت دراسته نتائج دراسة (Lev and

الجدول (1)  
مجتمع الدراسة وعينتها

النسبة	العدد	البيان
100%	98	عدد الشركات المدرجة
4.1%	4	عدد الشركات المستبعدة لعدم توفر البيانات (الشرط الأول)
8.2%	8	عدد الشركات المستبعدة بسبب إيقاف تداول أسهمها (الشرط الثاني)
87.8%	86	عدد شركات عينة الدراسة

### متغيرات الدراسة

#### المتغيرات المستقلة

وتنقسم إلى مجموعتين، الأولى تمثل المؤشرات الأساسية، والثانية تمثل ربحية الشركة.

#### المجموعة الأولى: المؤشرات الأساسية

تستخدم الدراسة الحالية خمسة مؤشرات أساسية من الاثني عشر مؤشراً أساسياً التي اقترحها (Lev and Thiagarajan, 1993). فالدراسة الحالية لم تستخدم مؤشر مصاريف البحث والتطوير لمحدودية البيانات المتاحة في التقارير المالية لشركات عينة الدراسة حول تلك المصاريف، وكذلك لم تستخدم الدراسة مؤشر طريقة تسعير المخزون، لأن جميع شركات عينة الدراسة تستخدم طريقة الوارد أولاً صادر أولاً إلا في بعض الأحيان طريقة المتوسط المرجح، وحيث إن قياس هذا المؤشر يقوم على

ما إذا كانت طريقة تسعير المخزون هي طريقة الوارد أخيراً صادر أولاً أم طريقة أخرى، فإن الغالبية العظمى للشركات ستأخذ القيمة نفسها، الأمر غير المقبول لإغراض إحصائية. وتم استبعاد مؤشر رأي المدقق لأن غالبية الشركات ستأخذ القيمة نفسها لأن رأي المدقق غير متحفظ. وذلك غير مقبول لأغراض إحصائية، وتم استبعاد كل من مؤشر مخصص الديون المشكوك فيها ومؤشر القوى العاملة لذات التبرير المرتبط بمؤشر مصاريف البحث والتطوير. كما تم استبعاد مؤشر أوامر الشراء لعدم توفر البيانات. وأخيراً تم استبعاد مؤشر ضريبة الدخل لعدم إمكانية احتسابه بدقة. يوضح الجدول (2) ملخصاً لتعريف الخمسة المستخدمة في هذه الدراسة. والتالي عرض لتلك المؤشرات الأساسية:

الجدول (2)

تعريف وطريقة قياس كل من المؤشرات الأساسية الخمسة المستخدمة في هذه الدراسة

المؤشر الأساسي <sup>1</sup>	كيفية القياس <sup>2</sup>
1. مخزون البضاعة الجاهزة	$\Delta$ % في مخزون البضاعة الجاهزة - $\Delta$ % في المبيعات
2. الذمم المدينة التجارية	$\Delta$ % في الذمم المدينة التجارية - $\Delta$ % في المبيعات
3. النفقات الرأسمالية	$\Delta$ % في النفقات الرأسمالية للصناعة - $\Delta$ % في النفقات الرأسمالية للشركة
4. مجمل الربح	$\Delta$ % في المبيعات - $\Delta$ % في مجمل الربح
5. المصاريف الإدارية والبيعية	$\Delta$ % في المصاريف الإدارية والبيعية - $\Delta$ % في المبيعات

يعرض الجدول تعريفات وطرق قياس المؤشرات الأساسية المستخدمة في التحليل في هذه الدراسة. يعتمد قياس كل مؤشر على البيانات السنوية المعروضة في القوائم المالية المنشورة لكل شركة من شركات عينة الدراسة خلال الفترة الزمنية 1995-2010. وتشير « $\Delta$ %» إلى التغير النسبي السنوي في البند المعني.

1. في حالة عدم التمكن من الحصول على مخزون البضاعة الجاهزة تم التعامل مع إجمالي المخزون. وتم التعامل مع إجمالي الذمم المدينة التجارية في احتساب المؤشر الثاني. أما النفقات الرأسمالية، فاحتسبت للشركة من خلال أخذ الفرق الأول في إجمالي تكلفة الأصول الثابتة، واحتسبت للصناعة من خلال أخذ الفرق الأول لإجمالي تكلفة الأصول الثابتة لجميع شركات عينة الدراسة.
2. احتسب التغير النسبي في مخزون البضاعة الجاهزة، والمبيعات، والذمم المدينة التجارية، والنفقات الرأسمالية للشركة والصناعة، ومجمّل الربح، والمصاريف الإدارية والبيعية، بالأسلوب نفسه، والتالي المعادلة التي استخدمت في احتساب التغير النسبي عند تطبيقها على مخزون البضاعة الجاهزة:

قياس التغير غير العادي في إجمالي الذمم المدينة التجارية، وذلك من خلال مقارنة التغير النسبي في إجمالي الذمم المدينة بالتغير النسبي في المبيعات. فإذا كان التغير النسبي في الذمم المدينة للمبيعات أكبر من ذلك، فإن ذلك قد يكون مؤشراً سلبياً حول الأرباح المستقبلية، لأنه يعكس صعوبة في تحصيل الذمم المدينة نتيجة التساهل في شروط البيع الآجل، وزيادة مخصصات الديون المشكوك في تحصيلها، مما قد يؤدي إلى انخفاض الأرباح المستقبلية. ولقد تم احتساب هذا المؤشر سنوياً لكل شركة من شركات عينة الدراسة كالتالي:

**التغير النسبي في إجمالي الذمم المدينة التجارية -  
التغير النسبي في المبيعات**

أما التغير النسبي في إجمالي الذمم المدينة التجارية (وكذلك للمبيعات) فلقد تم احتسابه بالطريقة ذاتها المطبقة على المخزون السلعي. ويتوقع أن يكون ارتباط هذا المؤشر بالعوائد السوقية للأسهم سلبياً.

3. مؤشر النفقات الرأسمالية: نظراً لغياب تبرير نظري واضح لاستخدامه كأساس لمقارنة التغير النسبي في النفقات الرأسمالية واسترشاداً بالأبحاث السابقة (Lev and Thiagarajan, 1993; Grabowski, 1978; Lev and Sougiannis, 1996) فلقد تم استخدام النفقات الرأسمالية المجمعة لجميع شركات عينة الدراسة كأساس للمقارنة، حيث تم قياس هذا المؤشر من خلال مقارنة التغير النسبي في النفقات الرأسمالية للصناعة (أي جميع

1. مؤشر المخزون السلعي: يسعى هذا المؤشر إلى قياس التغير غير العادي في مخزون البضاعة الجاهزة، وذلك من خلال مقارنة التغير النسبي في مخزون البضاعة الجاهزة بالتغير النسبي في المبيعات، فإذا كان التغير النسبي في مخزون البضاعة الجاهزة أكبر من ذلك للمبيعات، فإن ذلك قد يكون مؤشراً سلبياً حول الأرباح المستقبلية لكونه يعكس وجود مخزون تالف، أو مشكلات في تسويق المخزون، وقد يشير تراكم المخزون أيضاً إلى زيادة أرباح الفترة الحالية على حساب أرباح الفترات القادمة، وذلك لتحمل المخزون بالتكاليف غير المباشرة، وفي المقابل فإن النقص في المخزون يعني عادة زيادة المبيعات عن تلك المتوقعة، ومن ثم قد يكون مؤشراً إيجابياً حول أرباح السنة الحالية وأرباح السنوات القادمة. ولقد تم احتساب هذا المؤشر سنوياً لكل شركة من شركات عينة الدراسة كالتالي:

**التغير النسبي في البضاعة الجاهزة - التغير النسبي في المبيعات**

أما التغير النسبي في البضاعة الجاهزة (وكذلك بالنسبة للمبيعات) فلقد تم احتسابه من خلال طرح مبلغ السنة السابقة من مبلغ السنة الحالية ومن ثم القسمة على مبلغ السنة السابقة، وبما أن القيمة الموجبة لهذا المؤشر يمثل مؤشراً سلبياً، فمن المتوقع أن يكون ارتباط هذا المؤشر سلبياً بالعوائد السوقية للأسهم.

2. مؤشر الذمم المدينة التجارية: يسعى هذا المؤشر إلى

يكون مؤشراً سلبياً على الأرباح المستقبلية، فمعظم المصاريف الإدارية تقريباً ثابتة، فإن زيادتها في المحصلة قد يكون مؤشراً على فقدان الإدارة لرقابته على تلك المصاريف. ومن جانب آخر، فإن الزيادة في المصاريف البيعية قد يكون مؤشراً على جهود غير عادية لخلق المبيعات. وفي كلتا الحالتين فإن ذلك سيؤثر سلباً في الأرباح الحالية والمستقبلية. ولقد تم احتساب هذا المؤشر سنوياً لكل شركة من شركات عينة الدراسة كالتالي:

#### التغير النسبي في مجموع المصاريف الإدارية والبيعية - التغير النسبي في المبيعات

احتسب التغير النسبي للمصاريف بذات الطريقة المستخدمة مع المؤشرات السابقة ويتوقع أن يكون ارتباط هذا المؤشر مع العوائد السوقية للأسهم سلبياً.

#### المجموعة الثانية: متغيرات الربحية

1. متغير التغير في الأرباح: تم قياس هذا المتغير من خلال قسمة التغير في الأرباح ( $EPS_{it} - EPS_{it-1}$ ) على سعر السهم في بداية نافذة القياس  $P_{it-1}$  وقد تم استخدام سعر الافتتاح لسهم الشركة في بداية شهر نيسان من كل عام.
2. متغير مستوى الأرباح: تم قياس هذا المتغير من خلال قسمة ربحية السهم  $EPS_{it}$  على سعر السهم في بداية نافذة القياس  $P_{it-1}$ .

ويعود استخدام متغيرات الربحية إلى نتائج دراسة كل من الدبعي وأبو نصار (1999) على السوق الأردنية ودراسة (Easton and Harris, 1991) على السوق الأمريكية التي أثبتت أن إدخال كلا المتغيرين يحسن من مواصفة العلاقة وقدرة الأرباح على تفسير التغيرات في أسعار الأسهم.

#### المتغير التابع

سيتم قياس العائد السوقي للسهم من خلال العائد السوقي الشهري للسهم والمجمع لمدة اثني عشر شهراً، ويمكن حساب العائد الشهري للسهم بالمعادلة التالية:

$$r_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

حيث إن:

$$r_{it} : \text{العائد السوقي لسهم الشركة خلال الشهر } \tau, \tau$$

شركات عينة الدراسة) مع التغير النسبي في النفقات الرأسمالية للشركة، وتجدر الإشارة إلى أنه تعذر تصنيف شركات عينة الدراسة، التي تنتمي جميعها إلى قطاع الصناعة، طبقاً لتصنيف أكثر دقة لقلة عدد الشركات العاملة ضمن كل تصنيف. إن تحفظ الشركة في إنفاقها الرأسمالي ويُعد مؤشراً سلبياً، حيث يعكس عدم ثقة الإدارة على قدرتها في المحافظة على التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية اللازمة للمحافظة على نفس مستوى الاستثمار، وقد يكون مؤشراً على محاولة الإدارة تضخيم أرباح الفترة الحالية. ولقد تم احتساب هذا المؤشر سنوياً لكل شركة من شركات عينة الدراسة كالتالي:

#### التغير النسبي في النفقات الرأسمالية للصناعة - التغير النسبي في النفقات الرأسمالية للشركة

4. مؤشر مجمل الربح: يسعى هذا المؤشر إلى قياس التغير غير العادي في مجمل الربح، وذلك من خلال مقارنة التغير النسبي في مجمل الربح بالتغير النسبي في المبيعات. فإذا كان التغير النسبي في المبيعات أكبر من ذلك لمجمل الربح، فإن ذلك قد يكون مؤشراً سلبياً حول الأرباح المستقبلية. فمجمل الربح يتأثر بحدّة المنافسة وأيضاً بالرفع التشغيلي (علاقة التكاليف الثابتة بالتكاليف المتغيرة)، وعليه فإن التغير في هذه العوامل يؤثر في أداء الشركة في الأجل الطويل وعلى ديمومة أرباحها وقيمتها. ولقد تم احتساب هذا المؤشر سنوياً لكل شركة من شركات عينة الدراسة كالتالي:

#### التغير النسبي في المبيعات - التغير النسبي في مجمل الربح

واحتسب التغير النسبي بالطريقة ذاتها المستخدمة مع المؤشرات السابقة. ويتوقع أن يكون ارتباط هذا المؤشر مع العوائد السوقية للأسهم سلبياً.

5. مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية: يسعى هذا المؤشر إلى قياس التغير غير العادي في المصاريف الإدارية والبيعية، وذلك من خلال مقارنة التغير النسبي في المصاريف الإدارية والبيعية بالتغير النسبي في المبيعات. فإذا كان التغير النسبي في المصاريف الإدارية والبيعية للمبيعات أكبر من ذلك. فإن ذلك قد

تم استخدام العوائد غير المتوقعة، كما اعتمد الباحثان في استخدام عائد السهم المتوقع على دراسة (Beaver and Lambert, 1989) التي بينت أن استخدام العوائد غير المتوقعة ليس أفضل وربما يكون أسوأ من استخدام العوائد المتوقعة في علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح.

### المتغيرات القرينية

سيتم استخدام معدل النمو السنوي الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي GDP، كمتغير قريني بهدف التحقق من مدى أثر الحالة الاقتصادية السائدة في المضمون المعلوماتي الإضافي للمؤشرات الأساسية التي تتضمنها هذه الدراسة، ويتم قياس معدل النمو السنوي الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي من خلال التغير النسبي وباستخدام المعادلة التالية: (الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الثابتة في الفترة الحالية - الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الثابتة في الفترة السابقة) / الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الثابتة في الفترة السابقة

### فرضيات الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى اختبار الفرضيات التالية:

- الفرضية العدمية الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد السوقي للسهم وربحية السهم.
- الفرضية العدمية الثانية: لا يوجد لكل مؤشر من المؤشرات الأساسية مضمون معلوماتي إضافي، علاوة على المضمون المعلوماتي لربحية السهم.
- الفرضية العدمية الثالثة: لا يوجد للمؤشرات الأساسية مجتمعة مضمون معلوماتي إضافي علاوة على ربحية السهم.
- الفرضية العدمية الرابعة: لا يتأثر المضمون المعلوماتي للمؤشرات الأساسية بالحالة الاقتصادية السائدة.

### نماذج الانحدار المستخدمة

- النموذج الأول: يهدف هذا النموذج إلى اختبار قدرة متغير مستوى الأرباح في تفسير العائد السوقي للسهم.

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it} / P_{it-1} + \varepsilon_1$$

حيث إن:

$\alpha_1, \alpha_0$ : معاملات نموذج الانحدار،

$(12 \dots 1 = P_{it}$ : تشير إلى سعر الإغلاق الشهري لسهم الشركة i في نهاية الشهر  $\tau$ ،  
 $P_{it-1}$ : تشير إلى سعر الإغلاق الشهري لسهم الشركة i في نهاية الشهر  $\tau - 1$ .

وسيتم استخدام مضروب العوائد الشهرية للوصول إلى العائد الشهري المجمع لكل سنة، ومن ثم فإن المتغير التابع في هذه الدراسة الذي يمثل العائد السوقي السنوي للسهم سيتم احتسابه كالتالي:

$$R_{it} = \prod_{\tau=1}^{12} (1 + r_{i\tau}) - 1$$

حيث إن:

$\Pi$ : تشير إلى مضروب،

$R_{it}$ : العائد السنوي المجمع شهرياً للشركة i خلال نافذة القياس t.

ويستند الباحثان في استخدام نافذة بطول اثني عشر شهراً على مقترح (Collins and Kothari, 1989) الذي يصف نافذة بطول اثني عشر شهراً بأنها نافذة ملائمة لدراسة العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية. أما استخدام الباحثين لأسعار الافتتاح للشهر الرابع من السنة المالية للشركة وأسعار الإغلاق للشهر الثالث من السنة التالية لقياس العوائد السوقية الشهرية والمجمعة للسنة المالية، فهي محاولة من الباحثين لتضمين تاريخ إصدار التقارير المالية للشركة في النافذة التي تقيس العوائد السوقية، ذلك لأن التقارير المالية غالباً ما تصدر بعد ثلاثة أشهر من تاريخ انتهاء السنة المالية في 12/31 (غرايبة وهريش، 1989)، (قانون الشركات الأردني، المادة 75/أ).

كما يلاحظ أن الباحثين قد استخدموا عائد السهم المتوقع في قياس العوائد السوقية الشهرية والمجمعة لاثني عشر شهراً وذلك بدلاً من عائد السهم غير المتوقع معتمدين في ذلك على نتائج دراسة (Collins and Kothari, 1989) التي أثبتت أن تذبذب أسعار الأسهم المتوقعة بين الشركات أو عبر الزمن صغيرة مقارنة بالتغيرات في عوائد الأسهم، ومن ثم فإن استخدام العوائد المتوقعة ستعطي نتائج مقاربة جداً لتلك إذا ما

ε<sub>1</sub>: خطأ نموذج الانحدار.

- النموذج الثاني: يهدف هذا النموذج إلى اختبار قدرة متغير التغير في الأرباح في تفسير العائد السوقي للسهم.

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta EPS_{it} / P_{it-1} + \varepsilon_2$$

حيث إن:

Δ تشير إلى الفرق الأول،

β<sub>0</sub>, β<sub>1</sub>: معاملات نموذج الانحدار،

ε<sub>2</sub>: خطأ نموذج الانحدار.

- النموذج الثالث: يهدف هذا النموذج لاختبار ما إذا كان استخدام أكثر من ممثل للأرباح أفضل من استخدام أي منهما منفرداً، وكذلك مقارنة القوة التفسيرية لهذا النموذج مع النموذج الذي استخدم متغير التغير في الأرباح أو النموذج الذي استخدم متغير مستوى الأرباح.

$$R_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 EPS_{it} / P_{it} + \lambda_2 \Delta EPS_{it} / P_{it-1} + \varepsilon_3$$

حيث إن:

λ<sub>0</sub>, λ<sub>1</sub>, λ<sub>2</sub>: معاملات نموذج الانحدار،

ε<sub>3</sub>: خطأ نموذج الانحدار.

- النموذج الرابع: يهدف هذا النموذج إلى اختبار المضمون المعلوماتي الإضافي للمؤشرات الأساسية علاوة على المضمون المعلوماتي للأرباح، وكذلك مقارنة القوة التفسيرية لهذا النموذج مع النماذج التي استخدمت متغيرات ربحية فقط.

$$R_{it} = \phi_0 + \phi_1 \Delta EPS_{it} / P_{it-1} + \phi_2 EPS_{it} / P_{it-1} + \sum_{s=1}^5 \phi_{3s} S_{sit} + \varepsilon_4$$

حيث إن:

- S<sub>sit</sub>: المؤشرات الأساسية وتشمل مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة S<sub>1it</sub>، مؤشر الذمم المدينة التجارية S<sub>2it</sub>، مؤشر النفقات الرأسمالية S<sub>3it</sub>، مؤشر مجمل الربح S<sub>4it</sub>، ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعية S<sub>5it</sub> على التوالي.

معاملات نموذج الانحدار، φ<sub>0</sub>, φ<sub>1</sub>, φ<sub>2</sub>, φ<sub>3s</sub>, φ<sub>0</sub>

ε<sub>4</sub>: خطأ نموذج الانحدار.

### التحليل القريني

قام الباحثان بتقسيم فترة الدراسة إلى ثلاث فترات طبقاً لمعدل النمو السنوي في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ومن ثمّ سيتم تطبيق النموذج الرابع لكل مجموعة من المجموعات الثلاث التي تمثل معدلات النمو المنخفضة والمعتدلة والمرتفعة، وذلك لتعرف أثر الوضع الاقتصادي في المضمون المعلوماتي للمؤشرات الأساسية في كل حالة من تلك الحالات.

### نتائج المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة

يعرض الجدول (4) المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة الرئيسية بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة، ولقد بلغ عدد المشاهدات قبل استبعاد المشاهدات المتطرفة 485 مشاهدة، بينما بلغ عدد المشاهدات بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة 379 مشاهدة، وللتخلص من المشاهدات المتطرفة التي تؤثر في نتائج اختبار الفرضيات تم استبعاد ما هو أقل من النسبة المئوية 1 (Percentile 1)، وما هو أعلى من النسبة المئوية 99 (Percentile 99) وذلك لكل متغير من متغيرات الدراسة الرئيسية وكذلك تم استخدام اختبار (Cook's D) لضمان عدم تشويه نتائج الدراسة بتلك المشاهدات المتطرفة. ولابد من الإشارة إلى أن عدد المشاهدات المستخدمة في تطبيق نماذج الدراسة قد تباينت طبقاً لعدد المشاهدات المتاحة للمتغيرات المستخدمة في كل نموذج وبحيث كان أعلى عدد مشاهدات هو (621) مشاهدة عندما نفذ النموذج الأول وهو نموذج مستوى الأرباح وكان أقلها (379) مشاهدة عندما تم تطبيق النموذج الرابع الذي تضمن متغيري الربحية وجميع المؤشرات الأساسية المستخدمة في الدراسة، وذلك بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة.

ولقد تضمنت المقاييس الإحصائية كلاً من أدنى مشاهدة، وأعلى مشاهدة، والنسبة المئوية 1، والنسبة المئوية 99، والوسط الحسابي، والوسيط، والانحراف المعياري. ونلاحظ من الجدول أن متوسط العائد السوقي السنوي لشركات عينة الدراسة يساوي -4% تقريباً، أما متوسط متغير مستوى الأرباح، فقد بلغ 0.033 دينار. وكان متوسط متغير التغير في الأرباح (-0.0004) دينار، أما المتغيرات الأخرى فلقد كانت متوسطاتها كما يلي (-

السوقي للشركات 0.340 دينار، ولمتغير مستوى الأرباح 0.121 دينار بينما بلغ الانحراف المعياري لمتغير التغير في الأرباح 0.125 دينار، هذا وقد بلغ الانحراف المعياري لكل من مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، ومؤشر الذمم المدينة التجارية، ومؤشر مجمل الربح، ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعية، ومؤشر النفقات الرأسمالية (1.392، 1.211، 14.783، 1.343، 13.263)، على التوالي.

0.010) لمؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، و (0.127) لمؤشر الذمم المدينة التجارية، و (-0.872) لمؤشر مجمل الربح، و (0.018) لمؤشر المصاريف الإدارية والبيعية، وأخيراً (-2.724) دينار لمؤشر النفقات الرأسمالية.

وقد انخفض الانحراف المعياري للمتغيرات الرئيسية بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة وذلك دليل على انخفاض التشتت في البيانات. وقد بلغ الانحراف المعياري للعائد

### الجدول (3)

#### المقاييس الوصفية للمتغيرات بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة

اسم المتغير	أدنى مشاهدة	النسبة	الوسط	الوسيط	الانحراف	النسبة المئوية	أعلى مشاهدة
CMR	1.057-	0.879-	0.041-	0.052-	0.340	0.916	1.352
LEPS	0.869-	0.360-	0.033	0.042	0.121	0.374	0.541
CEPS	0.817-	0.352-	0.0004-	0.006-	0.125	0.611	0.921
INV	7.239-	4.199-	0.010-	0.005	1.392	2.158	20.823
AR	5.664-	2.230-	0.127	0.012	1.211	5.243	14.454
GM	263.387-	14.175-	0.872-	0.052	14.783	10.318	38.686
S&A	6.630-	4.017-	0.018	0.000	1.343	1.285	18.392
CE	137.862-	72.516-	2.724-	0.238	13.263	2.854	3.014

يعرض الجدول أعلاه مقاييس إحصائية وصفية لمتغيرات الدراسة الرئيسية، وذلك بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة. وقد بلغ عدد المشاهدات قبل الاستبعاد (485) وبلغ عدد المشاهدات بعد الاستبعاد (379) مشاهدة. وقد تم تعريف المشاهدات المتطرفة على ما هو أقل من النسبة المئوية 1، وما هو أعلى من النسبة المئوية 99، وذلك لكل متغير من متغيرات الدراسة الرئيسية وكذلك تم استخدام اختبار (Cook's D) وبلغ عدد الشركات الداخلة في عينة الدراسة 86 شركة صناعية خلال الفترة 1995-2010. ويشير CMR إلى العائد السوقي السنوي لسهم الشركة، LEPS ربحية سهم الشركة آخر العام مقسوماً على سعر السهم في بداية نافذة القياس (شهر نيسان)، CEPS إلى التغير في ربحية سهم الشركة مقسوماً على سعر السهم في بداية نافذة القياس، INV إلى مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، AR إلى مؤشر الذمم المدينة التجارية، GM إلى مؤشر مجمل الربح، S&A إلى مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية. CE إلى مؤشر النفقات الرأسمالية.

ولقد كان ارتباط متغير العوائد السوقية للأسهم بمتغير مستوى الأرباح الأقوى مقارنة مع باقي متغيرات الدراسة المستقلة، حيث بلغ (0.475) مقارنة بمتغير التغير في الأرباح، حيث بلغ (0.363)، أما معاملات ارتباط المؤشرات الأساسية المستخدمة في الدراسة مع متغير العوائد السوقية للأسهم، فبلغت (-0.107) لمؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، و (-0.162) لمؤشر مجمل الربح، و (-0.102) لمؤشر النفقات الرأسمالية ونلاحظ أن ارتباطها كان سلبياً كما توقعنا في هذه

#### نتائج اختبار ارتباط بيرسون واختبار تداخل المتغيرات المستقلة (Multicollinearity)

وباستعراض الجدول (5) نجد أن معاملات ارتباط متغير العوائد السوقية للأسهم (المتغير التابع) مع متغيرات الدراسة الأخرى (المتغيرات المستقلة) كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر لمصفوفة ارتباط بيرسون، ويستنتى تلك المتعلقة بكل من مؤشر الذمم المدينة التجارية والمصاريف الإدارية والبيعية.

إحصائية 5% أو أكبر. وكذلك يوجد ارتباط موجب بين مؤشر مخزون البضاعة الجاهز وكل من مؤشر النعم المدينة التجارية ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعية، بينما لم يكن هناك ارتباط ذو دلالة إحصائية بين بقية المؤشرات الأساسية المستخدمة. وفي ضوء نتائج اختبار ارتباط مصفوفة بيرسون نستبعد وجود مشكلة تداخل المتغيرات المستقلة وسنقوم بهذا الاختبار للتأكد من عدم وجود هذه المشكلة.

الدراسة ماعدا مؤشر النعم المدينة التجارية. أما بالنسبة لمعاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة، فيشير الجدول إلى وجود ارتباط موجب قوي بين متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح (0.444). يوجد ارتباط سلبي قوي بين متغير التغير في الأرباح ومتغير مجمل الربح (-0.154) وارتباط سلبي اضعف مع كل من مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية (-0.133)، ويليه مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة (-0.110) وذلك عند مستوى دلالة

#### الجدول (4)

##### نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون بين المتغيرات الرئيسية في الدراسة

المتغير	CMR	LEPS	CEPS	INV	AR	GM	S&A
LEPS	(0.475)**						
CEPS	(0.363)**	0.444*					
INV	(-0.107)*	(-0.013)	-0.110				
AR	(0.018)	(0.001)	(0.004)	0.148			
GM	(-0.162)**	(-0.008)	-	(0.022)	(-0.002)		
S&A	(-0.080)	- 0.077	-	0.230	(0.076)	(0.008)	
CE	(-0.102)*	(-0.086)	(0.015)	(-0.007)	(0.047)	(- 0.008)	(0.009)

يعرض الجدول معاملات ارتباط بيرسون للمتغيرات الرئيسية وباستخدام 379 مشاهدة خلال فترة الدراسة 1995-2010. ويشير CMR إلى العائد السوقي السنوي لسهم الشركة، LEPS إلى ربحية سهم الشركة آخر العام مقسوماً على سعر السهم في بداية نافذة القياس (شهر نيسان)، CEPS إلى التغير في ربحية سهم الشركة مقسوماً على سعر السهم في بداية نافذة القياس، INV إلى مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، AR إلى مؤشر النعم المدينة التجارية، GM إلى مؤشر مجمل الربح، S&A إلى مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية، CE إلى مؤشر النفقات الرأسمالية. \*، \*\* ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% و 1% على التوالي.

#### نتائج اختبار الفرضيات

• الفرضية العدمية الأولى  $H_{01}$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد السوقي للسهم وربحية السهم. ولاختبار هذه الفرضية تم تطبيق النماذج الثلاثة الأولى لجميع الشركات ولجميع السنوات (Pooled) كما طبقت سنوياً ولجميع شركات العينة (Cross-Sectional Regressions). وتم الاعتماد على القوة التفسيرية للنموذج ( $R^2$ -Adjusted) ومعامل المتغير المستقل الذي يعكس المضمون المعلوماتي له عند المقارنة بين نتائج تطبيق النماذج الثلاثة المتعلقة بالفرضية الأولى.

ولابد من الإشارة إلى أن الفرضية الأولى مثبتة منذ عام 1968 في مختلف الأسواق العالمية وأيضاً في السوق الأردنية (الدبعي وأبو نصار، 1999). ونهدف من وراء اختبارها إلى التحقق من تمثيل بيانات الدراسة للواقع في السوق الأردنية، ولتحديد المضمون المعلوماتي الإضافي للمؤشرات الأساسية إن وجد، وكذلك حتى نتمكن من إيجاد أساس لمقارنة نتائج اختبار المؤشرات الأساسية مع الدراسات السابقة التي أجريت في بيئات مختلفة حيث إنها استخدمت نماذج كانت المتغيرات المستقلة فيها كلا من متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح قبل

وإنما يمكن تعميمها بشكل عام. ويظهر الجدولان (6) و (7) نتائج تطبيق هذه النماذج.

أولاً: نتائج تطبيق نموذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بربحية السهم.

يعرض الجدول (6) في العمود الرئيس الأيمن نتائج تطبيق نموذج مستوى الأرباح بينما يعرض العمود الرئيس الأيسر نتائج تطبيق نموذج التغير في الأرباح.

إدخال تلك المؤشرات الأساسية إلى النموذج. وكذلك فإن إعادة اختبار هذه الفرضية على قطاع الصناعة فقط يساعدنا في إثبات أو عدم إثبات هل النتائج السابقة خاصة بصناعة معينة أم أنها عامة لجميع الصناعات؛ فالدراسات السابقة في الأردن استخدمت عينة شملت قطاع الصناعة وقطاع الخدمات. بالإضافة إلى ذلك فإن الدراسة الحالية تغطي فترة زمنية مختلفة، من حيث إثر الأحداث الاقتصادية والسياسية مقارنة بالدراسات السابقة الأردنية وهي أطول من تلك السابقة لها، وأخيراً يخدم تطبيق هذه النماذج الثلاثة التحقق من أن النتائج ليست خاصة بفترات زمنية معينة ،

### الجدول (5)

نتائج تطبيق نموذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it} / P_{it-1} + \varepsilon_1 \quad \text{نموذج مستوى الأرباح}$$

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta EPS_{it} / P_{it-1} + \varepsilon_2 \quad \text{نموذج التغير في الأرباح}$$

نموذج التغير				نموذج المستوى				السنة
N	Adj-R <sup>2</sup>	$\beta_1$	$\beta_0$	N	Adj-R <sup>2</sup>	$\alpha_1$	$\alpha_0$	
35	0.232	1.464	0.114-	36	0.314	1.480	0.171-	1996
36	0.006	0.391	0.197-	36	0.115	1.178	0.243-	1997
31	0.006	0.044	0.124-	34	0.084	0.881	0.151-	1998
10	0.096-	0.812	1.064-	11	0.035	0.652	1.087-	1999
54	0.156	0.450	0.032-	54	0.159	0.566	0.001-	2000
52	0.079	0.398	0.009	54	0.174	0.908	0.066	2001
54	0.055	0.459	0.049	56	0.173	0.905	0.006	2002
40	0.262	0.947	0.166	48	0.345	1.762	0.227	2003
34	0.10	0.652	0.261	36	0.19	1.441	0.160	2004
46	0.014	1.213	0.115-	47	0.003	0.685	0.153-	2005
46	0.106	1.018	0.067-	47	0.009-	0.448	0.100-	2006
15	0.053-	0.349	0.516-	24	0.074	0.929	0.619-	2007
46	0.019-	0.103	0.223-	47	0.156	0.690	0.227-	2008
45	0.051	0.464	0.127-	45	0.169	1.036	0.100-	2009
44	0.022	0.467	0.161-	46	0.231	1.208	0.146-	2010
588	0.06	0.521	0.099-	621	0.155	1.128	0.097-	جميع

يعرض الجدول نتائج تطبيق نموذج الانحدار الأول والثاني بين كل من المتغيرين مستوى الأرباح والتغير في الأرباح كل على حدة والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم على عينة الدراسة المكونة من 86 شركة صناعية خلال فترة الدراسة (1995-2010). وقد تم استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام كل من مقياس Cook's D و 99 و 1 Percentile. تشير \* و \*\* و \*\*\* إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند 0.01 و 0.05 و 0.10 على التوالي. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيمة t، ويظهر العمود ما قبل الأخير القوة التفسيرية للنموذج Adjusted R2، و N تشير إلى عدد المشاهدات.

ثانياً: نتائج تطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بربحية السهم.

يعرض الجدول (7) نتائج تطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بمتغيري الربحية، وهما: متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح سنوياً ولجميع الشركات، ولجميع السنوات ولجميع الشركات. تراوح معامل استجابة الأرباح الناتج عن تطبيق نماذج الانحدار السنوية التي تضمنت كلا المتغيرين بين 0.774 و2.905 وهي أكبر من تلك المقدرة باستخدام متغير مستوى الأرباح في إحدى عشرة سنة من سنوات الدراسة، وهي أيضاً أكبر من تلك المقدرة باستخدام متغير التغير في الأرباح في أربعة عشرة سنة من سنوات الدراسة. وأن القوة التفسيرية للنموذج الذي تضمن كلا المتغيرين كانت أكبر في أربعة عشر سنة من تلك الناتجة عن استخدام متغير التغير في الأرباح وكانت أكبر من تلك الناتجة عن استخدام متغير مستوى الأرباح في ثماني سنوات من سنوات الدراسة.

أما عند تطبيق النموذج لجميع السنوات ولجميع الشركات، فنجد أن معامل متغير التغير في الأرباح  $\lambda_1$  قد بلغ 0.453 وكان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.01 فأكثر وفي المقابل فإن معامل متغير مستوى الأرباح  $\lambda_2$  فقد بلغ 0.845 وكان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.01 فأكثر. وبلغت القوة التفسيرية للنموذج 20.3%، وأن معامل استجابة الأرباح لهذا النموذج؛ الذي يساوي مجموع معامل متغير مستوى الأرباح ومعامل متغير التغير في الأرباح  $\lambda_1 + \lambda_2$  قد بلغ 1.298 وهو أكبر من المعامل المقدر لكل من النموذجين اللذين استخدمنا فقط إما متغير مستوى الأرباح أو متغير التغير في الأرباح، وهذا يؤكد أن إدخال كلا المتغيرين في النموذج يحسن من المضمون المعلوماتي للأرباح وقدرتها على تفسير العوائد السوقية للأسهم، كما يؤكد أن استخدام أكثر من ممثل للأرباح أفضل من استخدام أي منهما منفرداً، وتتفق هذه النتائج مع ما توصل إليه كل من (الدبعي وأبو نصار، 1999)، و (Easton and Harris, 1991).

تظهر نتائج النموذجين الأول والثاني واللذين طبقا سنوياً على لجميع شركات العينة أن معامل متغير مستوى الأرباح ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأقل في عشر سنوات من سنوات الدراسة الخمسة عشر، وفي المقابل فإن معامل متغير التغير في الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأقل في ثماني سنوات من سنوات الدراسة الخمسة عشر، ونلاحظ أن متغير مستوى الأرباح يتفوق على متغير التغير في الأرباح وذلك في تفسير عوائد الأسهم السوقية؛ فقد تراوح معامل مستوى الأرباح بين 0.448 و1.762 بينما تراوح معامل التغير في الأرباح بين 0.044 و1.464، كما يلاحظ أن القوة التفسيرية للنموذج الذي استخدم متغير مستوى الأرباح كانت أعلى من تلك عند استخدام متغير التغير في الأرباح في ثلاثة عشر سنة من سنوات الدراسة الخمسة عشر. أما في ما يتعلق بنتائج تطبيق النموذجين لجميع السنوات ولجميع الشركات الظاهرة في أسفل الجدول (6)، يلاحظ أن معامل متغير مستوى الأرباح (1.128) كان أعلى من ذلك لمتغير التغير في الأرباح (0.521)، وأن متغير مستوى الأرباح أقدر على تفسير التذبذب في العوائد السوقية للأسهم من متغير التغير في الأرباح الذي يمثل النموذج الثاني، حيث بلغت القوة التفسيرية لنموذج مستوى الأرباح 0.155 بالمقارنة مع 0.060 لنموذج التغير في الأرباح.

وتتفق نتائج هذه النماذج مع كل من نتائج دراسة (الدبعي وأبو نصار، 1999)، ودراسة (Easton and Harris, 1991)، ودراسة (Al-Debie and Walker, 1999). ومما سبق، نخلص إلى أن ارتباط عوائد أسهم الشركات الأردنية بمتغير مستوى الأرباح أقوى من ارتباطه بمتغير التغير في الأرباح؛ ويرجع ذلك لكون متغير مستوى الأرباح يقيس بدرجة مقبولة الأرباح المتوقعة وغير المتوقعة بينما متغير التغير في الأرباح يقيس الأرباح غير المتوقعة فقط، مما يؤكد أن المتغير الرئيس في علاقة العوائد السوقية في الأرباح هو متغير مستوى الأرباح، وهذا يؤكد إدراك المستثمر الأردني وجود عناصر مؤقتة في أرباح الشركات الأردنية.

## الجدول (6)

نتائج تطبيق نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية (مستوى الأرباح والتغير في الأرباح معاً)  
النموذج الثالث

$$R_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 EPS_{it} / P_{it} + \lambda_2 \Delta EPS_{it} / P_{it-1} + \varepsilon_3$$

N	Adj-R <sup>2</sup>	$\lambda_2$	$\lambda_1$	$\lambda_0$	السنة
33	0.29	1.212	0.331	0.158-	1996
34	0.080	1.043	0.123	0.226-	1997
31	0.038	0.760	0.098	0.127-	1998
10	0.005	1.468-	4.373	0.715-	1999
50	0.223	0.484	0.358	0.027-	2000
49	<b>0.256</b>	0.919	0.210	0.054	2001
54	0.15	0.502	0.634	0.040	2002
39	0.36	1.851	0.395	0.208	2003
33	0.31	1.385	0.585	0.184	2004
45	0.004	0.506	1.027	0.145-	2005
45	0.130	0.551-	1.337	0.036-	2006
15	0.066	1.270	0.463-	0.626-	2007
43	0.233	0.338	0.436	0.238-	2008
44	0.138	0.877	0.419	0.100-	2009
42	0.235	1.158	0.053-	0.178-	2010
567	0.203	0.845	0.453	0.081-	جميع السنوات

يعرض الجدول نتائج تطبيق نموذج الانحدار الثالث الذي يجمع بين كل من متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح كمتغيرات مستقلة والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم على عينة الدراسة المكونة من 86 شركة صناعية خلال فترة الدراسة (1995-2010)، وقد تم استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام كل من مقياس Cook's D، و 99 و 1 Percentile. تشير \*\*\* و \*\* و \* إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند 0.01 و 0.05 و 0.10 على التوالي. أما الأرقام داخل الأقواس، فتشير إلى قيمة t، ويظهر العمود ما قبل الأخير القوة التفسيرية للنموذج Adjusted-R<sup>2</sup>، و N تشير إلى عدد المشاهدات.

المضمون المعلوماتي الإضافي لهذين النموذجين يساوي 0.008، 0.027 على التوالي، وهذا يؤكد أهمية هذان المؤشران للمستثمر وأخذهما في الاعتبار عند تحليل أداء الشركة بينما لم يكن لإي من النماذج الثلاثة الباقية أي قوة تفسيرية إضافية.

ويستدل من النتائج المعروضة في الأقسام (أ، ب، ج، د، هـ) من الجدول (8) أنه يوجد مضمون معلوماتي إضافي لكل من مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومؤشر مجمل الربح ومؤشر النفقات الرأسمالية، علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح، وذلك إذا ما تم أخذ كل منها منفردة مع متغيري الربحية، بينما لا يوجد مضمون معلوماتي إضافي لكل من مؤشر الذمم المدينة التجارية ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعية علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح وذلك إذا ما تم أخذ كل منها منفردة مع متغيري الربحية، وعليه ترفض الفرضية الثانية العدمية وتقبل بالفرضية البديلة، إي أنه يوجد لكل مؤشر من المؤشرات الأساسية مضمون معلوماتي إضافي، علاوة على المضمون المعلوماتي لربحية السهم وذلك لكل من مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومؤشر مجمل الربح ومؤشر النفقات الرأسمالية، بينما نقبل الفرضية الثانية العدمية وذلك لكل من مؤشري الذمم المدينة التجارية ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعية، أي أنه لا يوجد لكل مؤشر من المؤشرات الأساسية مضمون معلوماتي إضافي علاوة على المضمون المعلوماتي لربحية السهم.

• **الفرضية العدمية الثالثة H<sub>03</sub>**: لا يوجد للمؤشرات الأساسية مجتمعة مضمون معلوماتي إضافي علاوة على ربحية السهم.

ولاختبار هذه الفرضية تم تطبيق النموذج الرابع ثلاث مرات، وكما هو ظاهر في الجدول (8)، ولجميع الشركات ولجميع السنوات، وبحيث تم أولاً إدخال المؤشرات الأساسية التي تحمل الإشارة المتوقعة، وكانت ذات دلالة إحصائية عندما تم إدخالها فرادياً إلى النموذج الرابع من الدراسة على مرحلتين، الأولى تضمنت إدخال كل من مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومؤشر مجمل الربح، وفي المرحلة الثانية تم إدخال مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومؤشر مجمل

ويستدل من النتائج المعروضة في الجدولين (6) و (7) على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العوائد السوقية لسهم الشركة وربحية سهم الشركة. وعليه، تُرفض الفرضية العدمية الأولى وتقبل الفرضية البديلة. كما تدعم نتائج الدراسة نتائج الدراسات السابقة في السوق الأردنية، بحيث يمكن تعميمها على جميع الصناعات، بغض النظر عن الفترة الزمنية للدراسة.

• **الفرضية العدمية الثانية H<sub>02</sub>**: لا يوجد لكل مؤشر من المؤشرات الأساسية مضمون معلوماتي إضافي علاوة على المضمون المعلوماتي لربحية السهم.

لاختبار هذه الفرضية تم تطبيق النموذج الرابع خمس مرات، وكما هو ظاهر في الجدول (8)، ولجميع الشركات ولجميع السنوات، وبحيث يتم إدخال أحد المؤشرات الأساسية الخمسة في كل مرة إلى النموذج الثالث الذي يتضمن متغيري الربحية. وبحيث تتم المقارنة بين القوة التفسيرية للنموذج الرابع بعد إدخال كل مؤشر من المؤشرات الأساسية مع القوة التفسيرية للنموذج الثالث الذي يتضمن فقط متغيري الربحية. ومن ثم فإن ارتفاع القوة التفسيرية بعد إدخال المؤشر الأساسي عن تلك للنموذج الثالث يمثل المضمون المعلوماتي الإضافي لذلك المؤشر.

وبملاحظة الأقسام الخمسة (أ، ب، ج، د، هـ) من الجدول (8) نجد أن متغيري الربحية (متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح) كانا ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأقل في أغلب الحالات، كما نجد أن كلا من مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومؤشر مجمل الربح ومؤشر النفقات الرأسمالية كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.001 فأقل بينما لم يكن كل من مؤشر الذمم المدينة التجارية والمصاريف الإدارية والبيعية ذا دلالة إحصائية عند أي مستوى ثقة مقبول إحصائياً، وأن معاملات هذا المؤشرات تحمل الإشارة السالبة المتوقعة ماعدا ما يتعلق بمؤشر المصاريف الإدارية والبيعية، وقد بلغت القوة التفسيرية للنموذجين الذين استخدمنا مؤشر مجمل الربح ومؤشر النفقات الرأسمالية 21.1%، 23%، مما يؤكد وجود مضمون معلوماتي إضافي لهذين المؤشران علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي وأن

البضاعة الجاهزة عن التغير النسبي في المبيعات يعد مؤشراً سلبياً من وجهة نظر المستثمر وذلك لأن زيادة مخزون البضاعة الجاهزة تعكس ضعفاً في فاعلية إدارة الشركة لرأس مالها العامل وزيادة في تكاليفها غير المباشرة ومن المثبت عالمياً ومحلياً أن نقص معدل دوران المخزون يؤثر سلبياً على أرباح الشركة المستقبلية (Al-Debi'e, 2011)، ومن جانب آخر فإن زيادة التغير النسبي في مخزون البضاعة الجاهزة عن التغير النسبي في المبيعات قد يكون مؤشراً لانخفاض الطلب على منتج الشركة مما ينعكس سلباً على سعرها السوقي. وفي ما يتعلق بمؤشر النفقات الرأسمالية فإن زيادة معدل الإنفاق الرأسمالي في قطاع الصناعة التي تعمل فيه الشركة عن معدل إنفاق الشركة الرأسمالي يعتبر مؤشراً سلبياً من وجهة نظر المستثمر حيث إن ذلك يعكس ضعف في كفاءة إدارة الشركة وعدم قدرتها على المحافظة على التدفقات النقدية الحالية اللازمة لاستمرار طاقتها الإنتاجية الحالية وكذلك عدم قدرتها على توليد تدفقات نقدية مستقبلية من خلال الاستثمار في مشاريع تحقق عوائد موجهة مستقبلية، كما أنها مؤشر على رغبة الإدارة في التلاعب بالأرباح وتضخيمها لتحقيق مكاسب شخصية من خلال الامتناع عن مثل هذه النفقات مما سيؤدي إلى زيادة في أرباح الفترة الحالية، لذا فهذا المؤشر يعد مهماً للمستثمر. بينما يمكن تفسير عدم وجود دلالة إحصائية لمؤشر المصاريف الإدارية والبيعية ومؤشر الذمم المدينة التجارية وعدم تأثيرها على العوائد السوقية للأسهم بعدم اكتراث المستثمر بها عموماً.

وبناءً على ذلك تُرفض الفرضية الثالثة العدمية وتُقبل الفرضية البديلة، أي أنه يوجد للمؤشرات الأساسية مجتمعة مضمون معلوماتي إضافي، علاوة على ربحية السهم، وأن المؤشرات الأساسية الأكثر أهمية في السوق الأردنية هي مؤشر مجمل الربح، ومؤشر المخزون، ومؤشر النفقات الرأسمالية. وتتفق هذه النتائج مع دراسة كل من (Lev and Thiagarajan, 1993) و (Al-Debie and Walker, 1999).

الربح ومؤشر النفقات الرأسمالية، وأخيراً تم إدخال جميع المؤشرات الأساسية الخمسة إلى النموذج الرابع للتأكد من وجود مضمون معلوماتي لها عندما تجتمع كلها في نموذج واحد.

وبملاحظة الأقسام (و، ز، ح) من الجدول (8) نجد أن متغيري الربحية كانا ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.01 فأقل في جميع الحالات، كذلك نجد أن كل من مؤشر البضاعة الجاهزة ومؤشر مجمل الربح ومؤشر النفقات الرأسمالية كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة فأقل 0.01، وأن معاملات هذه المؤشرات تحمل الإشارة السالبة المتوقعة في الأقسام أعلاه، وقد بلغت القوة التفسيرية لتلك النماذج 26.1%، 27.2%، 27.1% على التوالي. مما يؤكد وجود مضمون معلوماتي إضافي لتلك المؤشرات علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي وأن المضمون المعلوماتي الإضافي لتلك المؤشرات بلغ يساوي 0.058، 0.069، 0.068 للنماذج الثلاثة على التوالي وهذا يؤكد على أهمية هذه المؤشرات للمستثمرين وعدم استبعادهم لها بالرغم من تركيزهم الأكبر على رقم الربح المحاسبي. ويؤكد أن هذه المؤشرات الأكثر أهمية في السوق الأردنية، كما يبين أن الجمع بين المؤشرات التي كانت ذات دلالة إحصائية عندما تم إدخالها فرادى (مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومؤشر مجمل الربح ومؤشر النفقات الرأسمالية) ومتغيري الربحية يزيد من القوة التفسيرية للنموذج.

ويمكن تبرير ذلك كما يلي؛ يعد مؤشر مجمل الربح ذا أهميه للمستثمر، حيث إن زيادة التغير النسبي في المبيعات عن التغير النسبي في مجمل الربح يعتبر مؤشراً سلبياً من وجهة نظر المستثمر حيث إن وجود منافسة عالية سيؤدي بالشركات إلى تخفيض أسعار بضائعها حتى تتمكن من تسويقها كما أنه يعني ضعف كفاءة إدارة الوحدة الاقتصادية لنشاطها التشغيلي، وهذا سينعكس سلباً على أرباح الشركة المستقبلية واستمراريتها. كما أن مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة يعد ذا أهمية للمستثمر حيث إن زيادة التغير النسبي في مخزون

## الجدول (7)

نتائج تطبيق نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية وبعض المؤشرات الأساسية  
نموذج المؤشرات الأساسية:

$$R_{it} = \phi_0 + \phi_1 \Delta EPS_{it} / P_{it-1} + \phi_2 EPS_{it} / P_{it-1} + \sum_{s=1}^5 \phi_{3s} S_{sit} + e_{4it}$$

أ. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر مخزون البضاعة الجاهزة											
N	Add. R <sup>2</sup>	Adj-R <sup>2</sup>					$\phi_{31}$	$\phi_2$	$\phi_1$	$\phi_0$	المتغير
583	0.001-	0.202					0.047- *** (3.829-)	0.570 *** (4.754)	0.777 *** (6.994)	0.051 *** (3.323)	الخطوة الأولى
ب. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر الذمم المدينة التجارية											
N	Add. R <sup>2</sup>	Adj-R <sup>2</sup>					$\phi_{32}$	$\phi_2$	$\phi_1$	$\phi_0$	المتغير
577	<b>0.005-</b>	0.198					0.000 (0.136-)	0.611 *** (5.108)	0.800 *** (7.308)	0.059- *** (3.91-)	الخطوة الثانية
ج. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر مجمل الربح											
N	Add. R <sup>2</sup>	Adj-R <sup>2</sup>					$\phi_{33}$	$\phi_2$	$\phi_1$	$\phi_0$	المتغير
475	0.008	0.211					0.003-	0.315	1.163	0.075-	الخطوة الثالثة
د. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعية											
N	Add. R <sup>2</sup>	Adj-R <sup>2</sup>					$\phi_{34}$	$\phi_2$	$\phi_1$	$\phi_0$	المتغير
397	0.006	0.209					0.004	0.427	1.142	0.071-	الخطوة الرابعة
هـ. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر النفقات الرأسمالية											
N	Add. R <sup>2</sup>	Adj-R <sup>2</sup>					$\phi_{35}$	$\phi_2$	$\phi_1$	$\phi_0$	المتغير
390	0.027	0.23					0.002-	0.421	1.038	0.080-	الخطوة

تابع - الجدول (7)

و. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشرا مخزون البضاعة الجاهزة ومجمل الربح											
المتغير	$\Phi_0$	$\Phi_1$	$\Phi_2$	$\Phi_{31}$	$\Phi_{33}$				Adj-R <sup>2</sup>	Add. R <sup>2</sup>	N
الخطوة	-	1.454	0.418	-	0.003-				0.261	0.058	495
ز. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومجمل الربح والنفقات الرأسمالية											
المتغير	$\Phi_0$	$\Phi_1$	$\Phi_2$	$\Phi_{31}$	$\Phi_{33}$	$\Phi_{35}$			Adj-R <sup>2</sup>	Add. R <sup>2</sup>	N
الخطوة	-	1.106	0.429	-	0.003-	-			0.272	0.069	379
ح. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية وبعض المؤشرات الأساسية											
المتغير	$\Phi_0$	$\Phi_1$	$\Phi_2$	$\Phi_{31}$	$\Phi_{32}$	$\Phi_{33}$	$\Phi_{34}$	$\Phi_{35}$	Adj-R <sup>2</sup>	Add. R <sup>2</sup>	N
الخطوة	-	1.110	0.427	-	0.009	-	-	-	0.271	0.068	379

يعرض الجدول نتائج تطبيق نماذج الانحدار الثمانية لاختبار ما يلي:

القسم (أ): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر مخزون البضاعة الجاهزة  $S_{1it}$  كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (ب): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر الذمم المدينة التجارية  $S_{2it}$  كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (ج): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر مجمل الربح  $S_{3it}$  كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (د): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعية  $S_{4it}$  كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (هـ): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر النفقات الرأسمالية  $S_{5it}$  كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (و): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشرا مخزون البضاعة الجاهزة  $S_{1it}$  ومؤشر مجمل الربح  $S_{3it}$  كمتغيرات مستقلة والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (ز): الذي يستخدم متغيري الربحية والمؤشرات الأساسية وتشمل، مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة  $S_{1it}$ ، مؤشر مجمل الربح  $S_{3it}$ ، ومؤشر النفقات الرأسمالية  $S_{5it}$  على التوالي كمتغيرات مستقلة والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (ح): الذي يستخدم متغيري الربحية والمؤشرات الأساسية وتشمل: مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة  $S_{1it}$ ، مؤشر الذمم المدينة التجارية  $S_{2it}$ ، مؤشر مجمل الربح  $S_{3it}$ ، مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية  $S_{4it}$ ، ومؤشر النفقات الرأسمالية  $S_{5it}$  على التوالي كمتغيرات مستقلة والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم، على عينة الدراسة المكونة من 86 شركة صناعية خلال فترة الدراسة (1995-2010).

تشير \*\*\* و\*\* و\* إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند 0.01 و 0.05 و 0.10 على التوالي. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيمة t، ويظهر العمود ما قبل الأخير القوة التفسيرية للنموذج  $Adjusted R^2$ ،  $Add. R^2$  تشير إلى القوة التفسيرية الإضافية، وN تشير إلى عدد المشاهدات.

مجموعات طبقاً لمعدل النمو السنوي الحقيقي في مجمل الناتج المحلي (اقتصاد نامي «مزدهر»، اقتصاد «مستقر»، واقتصاد منخفض «ركود»)، ثم تم بعدها تطبيق النموذج الرابع على ثماني مرات لجميع الشركات ولجميع السنوات. إن الهدف من تطبيق النموذج الرابع في المرات الخمسة الأولى هو مقارنة أثر أخذ الوضع الاقتصادي بعين الاعتبار

• الفرضية العدمية الرابعة:  $H_{04}$ : لا يتأثر المضمون المعلوماتي للمؤشرات الأساسية بالحالة الاقتصادية السائدة.

لأغراض اختبار مدى تأثير المؤشرات الأساسية بالحالة الاقتصادية، تم استخدام معدل النمو السنوي الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي GDP، حيث قسمت فترة الدراسة إلى ثلاث

لمخزونها السلعي مما سينعكس سلبياً على أرباحها المستقبلية المتوقعة، كما يمكن إرجاع ذلك إلى اختلاف المصالح ما بين المستثمر والإدارة فإذا كانت الإدارة تسعى إلى تحقيق مكاسب شخصية فإنها ستحاول زيادة مستوى المخزون لتحقيق أعلى مكافآت ممكنة من خلال زيادة الأرباح المحاسبية، وفي هذه الحالة سيفضل المستثمر انخفاض المخزون ولذا لن يكون متسامحاً مع ذلك، وعليه نتوقع أن تكون ردة فعله سلبية حول السعر السوقي لسهم الشركة.

أما القسم (ب) من الجدول (9)، فيظهر أن متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر في حالتي الركود والاستقرار الاقتصادي، وذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.10 في حالة الازدهار الاقتصادي، بينما كان متغير التغيير في الأرباح ذا دلالة إحصائية عن مستوى ثقة 0.05 فأكثر في حالتي الاستقرار والازدهار الاقتصادي، وذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.10 في حالة الركود الاقتصادي، كذلك نجد أن مؤشر الذم المدينة التجارية لم يكن ذا دلالة إحصائية عند أي مستوى ثقة مقبول، وذلك في جميع الحالات الاقتصادية، وأن معامل هذا المؤشر يحمل الإشارة السالبة المتوقعة في حالتي الركود والاستقرار الاقتصادي بينما يحمل معامل هذا المؤشر الإشارة الموجبة في حالة الاقتصاد المزدهر على عكس المتوقع، وهذا ممكن أن ينتج عن فرض الشركة لعمولات على حسابات العملاء أو إتمامها لمبيعات طويلة الأجل غير عادية ومع عملاء ذوي ملاءة مالية، بحيث يمكن للمستثمر توقع عوائد غير عادية نتيجة لهذه الاستراتيجيات. ويتوقع المستثمر في البيئة الأردنية أن الظروف الاقتصادية الصعبة للسوق الأردني وصغر حجم السوق بالإضافة إلى المنافسة القوية بين الشركات يجعلها مضطرة للبيع الأجل في جميع الحالات الاقتصادية وذلك للمحافظة على حصتها السوقية ولضمان المحافظة على عملائها. وقد تراوحت القوة التفسيرية لهذا النموذج ما بين 0.151 و0.253 في حالتي الركود والاستقرار الاقتصادي، ونلاحظ أن القوة التفسيرية لهذا النموذج كانت أكبر مقارنة بمتوسط القوة التفسيرية للنموذج نفسه عند عدم أخذ الحالة الاقتصادية بعين الاعتبار في حالتي الركود والاستقرار الاقتصادي، وكذلك أكبر من

على المضمون المعلوماتي لكل مؤشر من المؤشرات الأساسية منفردة، وذلك من خلال مقارنة النتائج مع تلك المتعلقة بالفرضية الثانية والمعروضة في الأقسام (أ، ب، ج، د، هـ) من الجدول (8). أما الهدف من تطبيق النموذج الرابع في المرات الثلاث الأخيرة فهو لمقارنة أثر أخذ الوضع الاقتصادي بعين الاعتبار على المضمون المعلوماتي للمؤشرات الأساسية التي أظهرت النتائج السابقة أنها الأهم في البيئة الأردنية وذلك من خلال مقارنة النتائج مع تلك المتعلقة بالفرضية الثالثة والمعروضة في القسمين (و، ز) من الجدول (8) وأيضاً النتائج المعروضة في القسم (ح) والمتعلقة بجميع المؤشرات الأساسية. وباستعراض القسم (أ) من الجدول (9) نجد أن متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر في حالتي الركود والاستقرار الاقتصادي وذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.10 في حالة الازدهار الاقتصادي، بينما كان متغير التغيير في الأرباح ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر في حالتي الاستقرار والازدهار الاقتصادي وذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.10 في حالة الركود الاقتصادي، كذلك نجد أن مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر في حالتي الاقتصاد المستقر والمزدهر، وأن معامل هذا المؤشر يحمل الإشارة السالبة المتوقعة في جميع الحالات الاقتصادية، وقد تراوحت القوة التفسيرية لهذا النموذج ما بين 0.187 و0.236 لكل من حالتي الركود والاستقرار الاقتصادي على التوالي، وهذا يؤكد أهمية هذا المؤشر للمستثمر، حيث نجد أن القوة التفسيرية لهذا النموذج في الحالة الاقتصادية المستقرة كانت أكبر مقارنة بمتوسط القوة التفسيرية للنموذج نفسه في حالة عدم أخذ الظروف الاقتصادية بعين الاعتبار وكذلك مقارنة بمتوسط القوة التفسيرية للنموذج الثالث المقترح على متغيري الربحية فقط. ويمكن تبرير ذلك بأنه في حالة الركود الاقتصادي يبقى المستثمر متسامحاً مع الشركة ولذلك لا نجد أهمية لهذا المؤشر في تلك الحالة، بينما في حالتي الاستقرار والازدهار الاقتصادي يعد الازدياد في قيمة المخزون الجاهز بدرجة كبيرة من الزيادة في قيمة المبيعات مؤشراً سلباً على أداء الشركة وضعف في فاعلية إدارتها

المتوقعة في حالة الاقتصاد المزدهر فقط، وقد تراوحت القوة التفسيرية لهذا النموذج ما بين 0.15 و 0.195 لكل من حالي الركود والازدهار الاقتصادي على التوالي، ونلاحظ أن القوة التفسيرية لهذا النموذج كانت أقل مقارنة بمتوسط القوة التفسيرية للنموذج نفسه الذي نفذ بدون أخذ الظروف الاقتصادية بعين الاعتبار وكذلك أقل من متوسط القوة التفسيرية للنموذج الثالث المقترص على المتغيرات الربحية. وعليه نخلص إلى عدم اهتمام المستثمر بهذا المؤشر، ويمكن أن نبرر ذلك بأن أغلب المصاريف الإدارية هي تكاليف ثابتة وأن دمجها مع التكاليف البيعية يقلل من أهميتها للمستثمر الأردني.

كذلك يلاحظ من القسم (هـ) من الجدول (9) أن متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر في جميع الحالات الاقتصادية بينما نجد أن متغير التغيير في الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فقط في حالة الاقتصاد المزدهر، كذلك نجد أن مؤشر النفقات الرأسمالية لم يكن ذا دلالة إحصائية عند أي مستوى ثقة مقبول في جميع الحالات الاقتصادية، وأن معامل هذا المؤشر يحمل الإشارة السالبة المتوقعة في حالي الركود والاستقرار الاقتصادي، وقد تراوحت القوة التفسيرية لهذا النموذج ما بين 0.168 و 0.216 لكل من حالي الازدهار والركود الاقتصادي على التوالي، ونلاحظ أن القوة التفسيرية لهذا النموذج كانت أقل مقارنة بمتوسط القوة التفسيرية للنموذج نفسه الذي نفذ من غير أخذ الظروف الاقتصادية بعين الاعتبار لجميع الحالات الاقتصادية، بينما كانت أكبر من متوسط القوة التفسيرية للنموذج الثالث المقترص على المتغيرات الربحية في حالة الركود الاقتصادي فقط.

ويمكن تبرير تباين إشارة معامل هذا المؤشر طبقاً للحالة الاقتصادية كما يلي، ففي حالة الركود الاقتصادي يتوقع المستثمر من الشركات أن تستفيد من انخفاض الأسعار وانخفاض معدلات الفائدة بالإضافة إلى ضمان المحافظة على القوة الشرائية لاستثماره، بينما في مرحلة الاستقرار الاقتصادي يتوقع المستثمر من الشركة أن تزيد إنفاقها الرأسمالي حتى تتمكن من مواكبة الطلب المتزايد على منتجاتها وتتمكن من تلبية حاجات المستهلك، لذا فإن تحفظ

متوسط القوة التفسيرية للنموذج الثالث المقترص على متغيري الربحية في حالة الاستقرار الاقتصادي فقط. وتؤكد هذه النتائج عدم تركيز المستثمر على هذا المؤشر عند إدخاله منفرداً إلى النموذج علاوة على متغيري الربحية بالرغم من عدم إهماله له.

وفي القسم (ج) من الجدول (9) نجد أن متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر في جميع الحالات الاقتصادية، بينما نجد أن متغير التغيير في الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فقط في حالة الاقتصاد المزدهر، كذلك نجد أن مؤشر مجمل الربح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر في حالة الاستقرار الاقتصادي فقط، وأن معامل هذا المؤشر يحمل الإشارة السالبة المتوقعة في جميع الحالات الاقتصادية، وقد تراوحت القوة التفسيرية لهذا النموذج ما بين 0.151 و 0.23 لكل من حالي الاقتصاد المزدهر والمستقر على التوالي، وهذه النتائج تؤكد وجود مضمون معلوماتي لمؤشر مجمل الربح، وكذلك وجود مضمون معلوماتي إضافي لهذا المؤشر علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي وأن المضمون المعلوماتي الإضافي لهذا المؤشر يساوي (0.047 - 0.230) في حالة الاقتصاد المستقر فقط وكذلك نجد أن القوة التفسيرية لهذا النموذج كانت أكبر مقارنة بمتوسط القوة التفسيرية للنموذج نفسه عند عدم أخذ الحالة الاقتصادية بعين الاعتبار في حالات الاستقرار الاقتصادي فقط. وهذا يؤكد أهمية هذا المؤشر للمستثمرين وعدم استبعادهم له بالرغم من تركيزهم الأكبر على رقم الربح المحاسبي.

وبالانتقال إلى القسم (د) من الجدول (9)، نجد أن متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر في جميع الحالات الاقتصادية بينما نجد أن متغير التغيير في الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فقط في حالة الاقتصاد المزدهر، كذلك نجد أن مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية لم يكن ذا دلالة إحصائية عند أي مستوى ثقة مقبول في جميع الحالات الاقتصادية، وأن معامل هذا المؤشر يحمل الإشارة الموجبة على عكس المتوقع في حالي الركود والاستقرار الاقتصادي بينما يحمل الإشارة السالبة

من حالتي الاقتصاد المستقر والمزدهر على التوالي، وهذا يؤكد أهمية هذان المؤشران للمستثمرين وعدم استبعادهم لهما بالرغم من تركيزهم الأكبر على رقم الربح المحاسبي.

وفي القسم (ز) من الجدول (9) يلاحظ أنه تم الجمع بين متغيري الربحية والمؤشرات الأساسية الأكثر دلالة إحصائية في هذه الدراسة وهي مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، ومؤشر مجمل الربح، ومؤشر النفقات الرأسمالية، كما نجد أن متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر في جميع الحالات الاقتصادية بينما نجد أن متغير التغيير في الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر في حالة الاقتصاد المزدهر والمستقر فقط، كذلك نجد أن مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر في حالة الاقتصاد المزدهر فقط، بينما كان مؤشر مجمل الربح ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر في حالة الاستقرار الاقتصادي فقط، بينما لم يكن لمؤشر النفقات الرأسمالية أي دلالة إحصائية عند أي مستوى مقبول.

ويحمل معامل مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة الإشارة السالبة المتوقعة في حالة الاقتصاد المستقر والمزدهر فقط، بينما نجد أن معامل مؤشر مجمل الربح يحمل الإشارة السالبة المتوقعة في جميع الحالات الاقتصادية بينما يحمل معامل مؤشر النفقات الرأسمالية الإشارة السالبة المتوقعة في حالتي الركود والاستقرار الاقتصادي فقط، وقد تراوحت القوة التفسيرية لهذا النموذج بين 0.212 و0.274 لكل من حالتي الاستقرار والازدهار الاقتصادي على التوالي، ونلاحظ أن القوة التفسيرية لهذا النموذج كانت أكبر مقارنة بمتوسط القوة التفسيرية للنموذج نفسه عند عدم أخذ الحالة الاقتصادية بعين الاعتبار في حالة الازدهار الاقتصادي فقط، وكذلك أكبر من متوسط القوة التفسيرية للنموذج الثالث المقطر على متغيري الربحية في جميع الحالات الاقتصادية، مما يؤكد وجود مضمون معلوماتي لهذه المؤشرات ووجود مضمون معلوماتي إضافي لهذه المؤشرات علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي، وأن المضمون المعلوماتي الإضافي لتلك المؤشرات بلغ 0.06، 0.22، 0.068 للحالات الاقتصادية الثلاث على التوالي. وهذا يؤكد أن هذه المؤشرات الأكثر أهمية في السوق الأردنية، وأن أكثرها أهمية مؤشر مخزون البضاعة

الشركات يعد مؤشراً سلبياً للمستثمر في كلا الحالتين لاسيما بوجود قانون تشجيع الاستثمار الذي يعفي هذه الأصول من الضرائب، وعليه فإن عدم استجابة الشركات لذلك يعد مؤشراً سلبياً على أداء الشركات ومحاولة للتلاعب بأرباحها وعليه نتوقع أن يعاقب المستثمر على ذلك، بينما في حالة النمو الاقتصادي وارتفاع الأسعار وزيادة معدلات الفائدة نقل رغبة المستثمر في الإنفاق الرأسمالي بافتراض أنه يتوقع حدوث انخفاض ممكن في أسعار هذه الأصول، وربما يبحث عن فرص استثمارية تحقق عوائد مستقبلية أسرع، لذا نتوقع أن يتسامح المستثمر مع الشركة، وعليه نؤكد عدم اهتمام المستثمر بهذا المؤشر عند إدخاله منفرداً إلى النموذج، علاوة على متغيري الربحية عند أخذ الحالة الاقتصادية بعين الاعتبار وأنه يعطي اهتماماً أكبر لمؤشرات الكفاءة التشغيلية مقارنة بمؤشرات الاستثمار.

يظهر القسم (و) من الجدول (9) أن متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر في جميع الحالات الاقتصادية، بينما نجد أن متغير التغيير في الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فقط في حالة الاقتصاد المزدهر، كذلك نجد أن مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 في حالة الاقتصاد المزدهر فقط بينما كان مؤشر مجمل الربح ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 في حالة الاستقرار الاقتصادي فقط، وأن معاملي هذين المؤشرين يحملان الإشارة السالبة المتوقعة في حالتي الاقتصاد المستقر والمزدهر فقط.

وقد تراوحت القوة التفسيرية لهذا النموذج ما بين 0.15 و0.263 لكل من حالتي الركود والازدهار الاقتصادي على التوالي، ونلاحظ أن القوة التفسيرية لهذا النموذج كانت أكبر مقارنة بمتوسط القوة التفسيرية للنموذج نفسه عند عدم أخذ الحالة الاقتصادية بعين الاعتبار في حالة الازدهار الاقتصادي فقط، وكذلك أكبر من متوسط القوة التفسيرية للنموذج الثالث المقطر على متغيري الربحية في حالة الازدهار الاقتصادي فقط، مما يؤكد وجود مضمون معلوماتي لهذين المؤشرين وكذلك وجود مضمون معلوماتي إضافي لهما علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي، وأن المضمون المعلوماتي الإضافي لهذين المؤشرين بلغ 0.033 و0.057 لكل

تبرير أهمية هذا المؤشر بأن زيادة التغير النسبي في النجم المدينة التجارية عن التغير النسبي في المبيعات يعد دليلاً على عدم فعالية إدارة الشركة لرأس مالها العامل لأن ذلك سيؤدي إلى زيادة فترة تحصيل النجم المدينة ومن ثم ضعف في قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، مما سيؤدي إلى زيادة مخاطرتها المالية، بالإضافة إلى زيادة مخصصات الديون المشكوك في تحصيلها، مما سينعكس سلباً على أرباح الشركة المستقبلية. وهذه النتائج تؤكد أهمية الجمع بين المؤشرات الأساسية ومتغيري الربحية، كما تؤكد أهمية التحليل القريني في التحليل الأساسي، ويمكن تفسير ذلك بأن المستثمر في ظل هذه الظروف الاقتصادية الصعبة يبقى متحفظاً، ولا يبدي اهتمام كبيراً لهذه المؤشرات الأساسية بينما في حالة الاقتصاد المزدهر يبدي اهتماماً أكبر بهذه المؤشرات الأساسية. وعليه، لن يكون متسامحاً تجاه المؤشرات السيئة منها، فطبقاً للوضع الاقتصادي، يتوقع المستثمر أن يتحسن وضع أداء الشركة وكفاءتها الإنتاجية وأن تحل محل استغلال هذه الظروف لزيادة الأرباح المستقبلية والمحافظة على ديمومتها، وهذا متوقع، حيث إن النمو في معدل الناتج المحلي له أثر إيجابي في أسعار الأسهم حيث إن هذا النمو ينعكس بازدياد الطلب على الاستثمار ومن ثم ازدياد تقاؤل المستثمر بشأن زيادة أرباح الشركة المستقبلية مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الاستثمار في الأوراق المالية ومن ثم سيؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها (الزعبى، 2000).

ونخلص من ذلك إلى أن المستثمر يعطي اهتماماً أكبر لمؤشرات الكفاءة التشغيلية وإدارة رأس المال العامل مما يعطي لمؤشرات الاستثمار، وأن المضمون المعلوماتي لهذه المؤشرات الأساسية يعتمد على الحالة الاقتصادية السائدة، الأمر الذي يشير إلى أهمية التحليل القريني في التحليل الأساسي وأن القوة التفسيرية للنموذج تتأثر سلباً وإيجاباً بالحالة الاقتصادية وارتفاع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، وعليه، تُرفض الفرضية الرابعة العدمية، وتقبل الفرضية البديلة؛ أي يتأثر المضمون المعلوماتي للمؤشرات الأساسية بالحالة الاقتصادية السائدة.

وتتفق هذه النتائج مع دراسة (Lev and Thiagarajan, 1993) ودراسة (Al - Debie and Walker, 1999).

الجاهزة، ويليه مؤشر مجمل الربح وبدرجة أقل مؤشر النفقات الرأسمالية مما يؤكد اهتمام المستثمر الأكبر بمؤشرات الأداء التشغيلي من مؤشرات الاستثمار وذلك عند أخذ الوضع الاقتصادي السائد خلال فترة الدراسة بعين الاعتبار.

وأخيراً باستعراض القسم (ح) من الجدول (9) يلاحظ أن القوة التفسيرية للنموذج اختلفت بناء على الحالة الاقتصادية فقد بلغت القوة التفسيرية للنموذج في سنوات الازدهار الاقتصادي 27.9% بينما كانت 21.3% في الحالة المستقرة بينما بلغت 23.3% في حالة الركود الاقتصادي، وكذلك نجد أنه يوجد مضمون معلوماتي إضافي لهذه المؤشرات الأساسية مجتمعة إذا ما قرنت بمتغيري الربحية علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح وذلك في جميع الحالات الاقتصادية، كما نجد أن متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية في جميع الحالات الاقتصادية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر بينما كان متغير التغير في الأرباح ذا دلالة إحصائية فقط في حالة الاقتصاد المزدهر، وهذا يؤكد أن متغير مستوى الأرباح له قوة تفسيرية أكبر من متغير التغير في الأرباح.

وبالعودة إلى القسم (ح) من الجدول (9) نجد أن مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى 0.05 في حالة الاقتصاد المزدهر، بينما لم يكن ذا دلالة إحصائية عند أي مستوى ثقة في حالي الركود والاستقرار الاقتصادي، كذلك كان مؤشر النجم المدينة التجارية ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 في جميع الحالات الاقتصادية، كما أن معامل هذا المؤشر يحمل الإشارة السالبة المتوقعة في كل من حالي الركود والاستقرار الاقتصادي بينما يحمل معامل هذا المؤشر الإشارة الموجبة عكس المتوقع في حالة الاقتصاد المزدهر، في حين كان مؤشر مجمل الربح ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر في حالة الاقتصاد المستقر فقط، أما بقية المؤشرات فلم تكن ذات دلالة إحصائية عند أي مستوى ثقة مقبول، ونلاحظ أن مؤشر النجم المدينة التجارية كان ذا أهمية للمستثمر في جميع الحالات الاقتصادية وفي المقابل لم يكن لهذا المؤشر إي أهمية عندما نفذ نفس النموذج من غير أخذ الحالة الاقتصادية بعين الاعتبار وكذلك عندما نفذ النموذج الذي يقتصر على متغيري الربحية وهذا المؤشر فقط في جميع الحالات الاقتصادية، ويمكن

## الجدول (8)

نتائج تطبيق نموذج الانحدار متعدد المتغيرات للعوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية وبعض مؤشرات القوائم المالية طبقاً لثلاث عينات جزئية شكلت طبقاً لمعدل النمو في مجمل الناتج المحلي

$$R_{it} = \phi_0 + \phi_1 \Delta EPS_{it} / P_{it-1} + \phi_2 EPS_{it} / P_{it-1} + \sum_{s=1}^5 \phi_{3s} S_{sit} + e_{4it}$$

نموذج المؤشرات الأساسية:

أ. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر مخزون البضاعة الجاهزة											
N	Add. R <sup>2</sup>	Adj-R <sup>2</sup>					$\phi_{31}$	$\phi_2$	$\phi_1$	$\phi_0$	المتغير
135	0.019-	0.187					0.007-	0.349	1.057	0.161-	الركود
236	0.030	0.236					0.096-	0.356	0.707	0.051	الاستقرار
194	0.017-	0.189					0.051-	1.095	0.538	0.069-	الازدهار
ب. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر الذمم المدينة التجارية											
N	Add. R <sup>2</sup>	Adj-R <sup>2</sup>					$\phi_{32}$	$\phi_2$	$\phi_1$	$\phi_0$	المتغير
152	0.016-	0.19					0.007-	0.349	1.057	0.157-	الركود
232	0.047	0.253					0.040-	0.443	0.734	0.045	الاستقرار
193	0.055-	0.151					0000	1.099	0.534	0.081-	الازدهار
ج. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر مجمل الربح											
N	Add. R <sup>2</sup>	Adj-R <sup>2</sup>					$\phi_{33}$	$\phi_2$	$\phi_1$	$\phi_0$	المتغير
119	0.045-	0.161					0.002-	0.134	0.895	0.120-	الركود
150	0.025	0.23					0.003-	0.280	1.250	0.058	الاستقرار
206	0.055-	0.151					0.003-	0.526	0.804	0.135-	الازدهار

تابع - الجدول (8)

د. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعية												
N	Add. R <sup>2</sup>	Adj-R <sup>2</sup>				$\phi_{34}$	$\phi_2$	$\phi_1$	$\phi_0$	المتغير		
94	0.056-	0.15				0.007	0.63	0.883	0.120-	الركود		
125	0.020-	0.186				0.053	0.318	1.133	0.069	الاستقرار		
178	0.011-	0.195				0.10-	0.864	0.700	0.124-	الازدهار		
هـ. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر النفقات الرأسمالية												
N	Add. R <sup>2</sup>	Adj-R <sup>2</sup>				$\phi_{35}$	$\phi_2$	$\phi_1$	$\phi_0$	المتغير		
107	0.010	0.216				000	0.208	0.813	0.137-	الركود		
127	0.038-	0.168				0.001-	0.305	0.967	0.051	الاستقرار		
166	0.017-	0.199				0.001	0.681	0.801	0.122-	الازدهار		
و. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومجمّل الربح												
N	Add. R <sup>2</sup>	Adj-R <sup>2</sup>				$\phi_{33}$	$\phi_{31}$	$\phi_2$	$\phi_1$	$\phi_0$	المتغير	
104	0.056-	0.15				0.003	0.007	0.205	0.944	0.131-	الركود	
124	0.033	0.239				0.003-	0.004-	0.282	1.336	0.058	الاستقرار	
162	0.057	0.263				0.002-	0.032-	0.810	1.312	0.112-	الازدهار	
ز. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومجمّل الربح والنفقات الرأسمالية												
N	Add. R <sup>2</sup>	Adj-R <sup>2</sup>				$\phi_{35}$	$\phi_{33}$	$\phi_{31}$	$\phi_2$	$\phi_1$	$\phi_0$	المتغير
90	0.022	0.228				000	0.001-	0.002	0.198	0.831	0.138-	الركود
121	0.06	0.212				0.002-	0.003-	0.003-	0.293	0.983	0.043	الاستقرار
168	0.068	0.274				0000	0.002-	0.024-	0.746	0.926	0.131-	الازدهار

## تابع - جدول (8)

ح. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية وبعض المؤشرات الأساسية											
المتغير	$\phi_0$	$\phi_1$	$\phi_2$	$\phi_{31}$	$\phi_{32}$	$\phi_{33}$	$\phi_{34}$	$\phi_{35}$	Adj-R <sup>2</sup>	Add. R <sup>2</sup>	N
الركود	-	0.790	0.259	0.011	-	-	0.009	0.00	0.233	0.027	90
الاستقرار	-	0.910	0.226	0.009	-	-	0.001	0.001-	0.219	0.013	120
الأزدهار	-	0.879	0.764	0.026-	0.034	-	0.011-	0.000	0.279	0.073	169

يعرض الجدول نتائج تطبيق الثمانية نماذج انحدار وذلك للحالات الاقتصادية الثلاث لاختبار ما يلي:

القسم (أ): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر مخزون البضاعة الجاهزة  $S_{1it}$  كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (ب): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر الذمم المدينة التجارية  $S_{2it}$  كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (ج): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر مجمل الربح  $S_{3it}$  كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (د): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعية  $S_{4it}$  كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (هـ): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر النفقات الرأسمالية  $S_{5it}$  كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (و): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر مخزون البضاعة الجاهزة  $S_{1it}$  ومؤشر مجمل الربح  $S_{3it}$  كمتغيرات مستقلة والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (ز): الذي يستخدم متغيري الربحية والمؤشرات الأساسية وتشمل: مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة  $S_{1it}$ ، مؤشر مجمل الربح  $S_{3it}$ ، و مؤشر النفقات الرأسمالية  $S_{5it}$  على التوالي كمتغيرات مستقلة والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (ح): الذي يستخدم متغيري الربحية والمؤشرات الأساسية وتشمل: مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة  $S_{1it}$ ، مؤشر الذمم المدينة التجارية  $S_{2it}$ ، مؤشر مجمل الربح  $S_{3it}$ ، مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية  $S_{4it}$ ، ومؤشر النفقات الرأسمالية  $S_{5it}$  على التوالي كمتغيرات مستقلة والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم، على عينة الدراسة المكونة من 86 شركة صناعية خلال فترة الدراسة (1995-2010).

تشير \*\*\* و \*\* و \* إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند 0.001 و 0.01 و 0.05 على التوالي. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيمة t، ويظهر العمود ما قبل الأخير القوة التفسيرية للنموذج  $Adjusted R^2$ ،  $Add. R^2$  تشير إلى القوة التفسيرية الإضافية، و N تشير إلى عدد المشاهدات.

## ملخص النتائج والاستنتاجات:

يمكن تلخيص نتائج واستنتاجات الدراسة بما يلي:

- توجد علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين العائد السوقي للأسهم والمؤشرات الأساسية مجتمعة، وهذه النتيجة المتوقعة تؤكد مدى أهمية هذه المؤشرات في تفسير التغير في العوائد السوقية المستقبلية للأسهم، ومن ثم أثرها في قرار المستثمر وهذه النتيجة تتفق مع ما جاء في الأدب المحاسبي العالمي والدراسات السابقة.
- يوجد للمؤشرات الأساسية مجتمعة مضمون معلوماتي إضافي، علاوة على رقم الربح المحاسبي، وهذا يؤكد أهمية هذه المؤشرات في السوق الأردنية

وقدرة التحليل الأساسي على تفسير التغير في العوائد المستقبلية لأسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

- يستخدم المستثمر هذه المؤشرات الأساسية في اتخاذ قراراته الاستثمارية ويختلف تقييم المستثمر لهذه المؤشرات الأساسية حسب الحالة الاقتصادية السائدة.
- تتفق نتائج هذه الدراسة مع دراسة (Lev and Thiagarajan, 1993) على أهمية كل من مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومؤشر مجمل الربح ومؤشر النفقات الرأسمالية وتختلف معها فيما عداها.

الأساسي في اتخاذ قراراته الاستثمارية.

- استخدام متغيرات قرينية أخرى للاقتصاد الكلي (التضخم، معدل البطالة، حجم الشركة... الخ) وذلك لتحديد ما إذا كانت تؤثر في القوة التفسيرية للمتغيرات المحاسبية.

- إن الحالة الاقتصادية تعد محدداً لأثر متغيرات الدراسة في العائد السوقي المتوقع للأسهم كما تؤثر في القوة التفسيرية لنموذج العلاقة، وهذا يؤكد أهمية التحليل القريني في التحليل الأساسي.

#### التوصيات

- على المستثمر المواءمة بين التحليل الفني والتحليل

#### المراجع

##### المراجع العربية

العوائد السوقية والأرباح المحاسبية للشركات المساهمة الأردنية، *دراسات: العلوم الإدارية*، 26 (2)، ص: 312-329.

الزعيبي، بشير (2000)، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة (1978-1998)، *دراسات: العلوم الإدارية*، 27 (2)، ص: 321-330.

غرايبه، فوزي، وهريش، لينا (1989)، أثر مضمون التقارير المالية السنوية على حجم التداول بأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية، *دراسات: العلوم الإدارية*، 16 (1)، ص: 7-25.

##### المراجع العربية باللغة الإنجليزية

Abu Nassar, M. and M. Al-Debi'e 2002, The Information Content of the Main Elements of the Income Statement, *Dirasat, Administrative Sciences*, 29 (2), pp. 278-295.

Al-Debi'e, M. and M. Abu Nassar 2000, The Role of Earnings-to-Price Ratio in Improving the Returns-Earnings Relation, *Applied Study on Jordanian Shareholding Companies, Dirasat, Administrative Sciences*, 27 (2), pp. 410-431.

Al-Debi'e, M. and M. Abu Nassar 2001, Do Share Prices Lead Earnings in Reflecting Value-Relevant Information?, *Dirasat, Administrative Sciences*, 28 (1), pp. 54-67.

أبونصار، محمد، والدبيعي، مأمون (2002)، المضمون المعلوماتي للعناصر الرئيسية لقائمة الدخل، *دراسات: العلوم الإدارية*، 29 (2)، ص: 278-295.

الدبيعي، مأمون، وأبو نصار، محمد (2000)، دور نسبة الربح إلى السعر في تحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية، *دراسات: العلوم الإدارية*، 27 (2)، ص: 410-431.

الدبيعي، مأمون، وأبو نصار، محمد (2001)، هل تسبق أسعار الأسهم الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة، *دراسات: العلوم الإدارية*، 28 (1)، ص: 54-67.

الدبيعي، مأمون، وأبو نصار، محمد (1999)، مواصفة العلاقة بين

Al-Debi'e, M. and M. Abu Nassar 2001, Specification of the Relationship Between Stock Returns and the Accounting Earnings of Jordanian Companies, *Dirasat, Administrative Sciences*, 26 (2), pp. 312-329.

Zu'bi, Bashir 2000, The Impact of Macro-Economic Variables on General Price Index in Amman Financial Market During (1978-1998), *Dirasat, Administrative Sciences*, 27 (2), pp. 321-330.

Gharaibeh, F. and L. Hraish 1989, "Information Content of Annual Financial Reports in Jordanian Corporations – Trading Volume," *Dirasat, Administrative Sciences*, 16 (1), pp. 7-25.

## المراجع الأجنبية

- Abarbanell, J. and Bushee, B. 1997. Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Returns. *Journal of Accounting Research*, 35 (1), 1-24.
- Abarbanell, J. and Bushee, B. (1998), Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy. *The Accounting Review*, 73 (1), 19-45.
- Al-Debie, M. and Walker, M. 1999. Fundamental Information Analysis: An Extension and UK Evidence. *British Accounting Review*, 31 (3), 261-280.
- Al-Debi'e, M. 2011. Working Capital Management and Profitability: The case of Industrial Firms in Jordan. *European Journal of Finance and Administrative Sciences*, 36, 75-86
- Amir, E. and Lev, B. 1996. Value-relevance of non Financial Information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22 (1), 3-30.
- Arnold, J. and Moizer, P. 1984. Survey of the Methods Used by UK Investment Analysts to Appraise Investments in Ordinary Shares. *Accounting and Business Research*, 6 (2), 195-207.
- Ball, R. and Brown, P. 1968. an Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6 (2), 159-178.
- Beaver, W. and Lambert, R. 1980. the Information Content of Security Prices. *Journal of Accounting and Economics*, 2 (1), 3-28.
- Beaver, W.H. and Dukes, R.E. 1972. Interperiod Tax Allocation, Earnings Expectations, and the Behavior of Security Prices. *Accounting Review*, 47 (2), 320-332.
- Bernard, V.L. and Stober, T.L. 1989. the Nature and Amount of Information in Cash Flows and Accruals. *The Accounting Review*, 64 (4), 624-652.
- Betman, J., Sault, S. and Welch, E. 2006. Fundamental and Technical Analysis: Substitutes or Compliments? *Accounting and Finance*, 49 (1), 21-36.
- Collins, D., and Kothari, S. 1989. an analysis of inter-temporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11 (2/3), 143-181.
- Conroy, R., Harris, R., and Park, Y. 1998. Fundamental information and Share Prices in Japan: Evidence from Earnings Surprises and Management Predictions. *International Journal of Forecasting*, 14 (2), 227 – 244.
- Easton, P., and Harris, T. 1991. Earnings as an Explanatory Variables for Returns. *Journal of Accounting Research*, 29 (1), 19-36.
- Easton, P., Harris, T., and Ohlson, J. 1992. Aggregate Accounting Earnings Can Explain Most Of Security Returns: The Case of Long Run Intervals. *Journal of Accounting and Economics*, 15 (2/3), 119-142.
- Grabowski, H. 1978. Industrial Research and Development, Intangible Capital Stocks, and Firm Profit Rates. *The Bell Journal of Economics*, 9 (2), 328-343.
- Greig, A.C. 1992. Fundamental Analysis and Subsequent Stock Returns. *Journal of Accounting and Economics*, 15 (2/3), 413-422.
- Holthausen, R.W. and Larcker, D.F. 1992. The Prediction of Stock Returns Using Financial Statement Information. *Journal of Accounting and Economics*, 15 (2/3), 373-411.
- Hopwood, W. and Schaefer, T. (1989), Firm-Specific Responsiveness to Input Price Changes and The Incremental Information in Current Cost Income. *The Accounting Review*, 64 (2), 313-328.
- Jeffrey, Q. and Arthur, A. 2000. the Effect of Earnings Permanence on Fundamental Information Analysis, *Mid Atlantic Journal of Business*, Available: <http://www.highbeam.com/doc/1G1-74524603.html>.
- Lev, B. 1989. On The Usefulness Of Earnings and Earning Research: Lessons and Directions From Two Decades Of Empirical Research, *Journal of Accounting Research*, 27 (Supplement), 153-192.
- Lev, B. and Sougiannis, T. 1996 the Capitalization, Amortization, and Value-Relevance of Rand D. *Journal of Accounting and Economics*, 21 (1), 107-138.
- Lev, B., and Thiagarajan, R. 1993. Fundamental

- Information Analysis. *Journal of Accounting Research*, 31 (2), 190- 215.
- Lipe, Robert. C. (1986), the Information Contained in the Components of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 24 (Supplement), 37-63.
- Ou, J.A. and Penman, S.H. 1989a. Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns. *Journal of Accounting and Economics*, 11 (4), 295–329.
- Ou, J.A. and Penman, S.H. 1989b. Accounting Measurement, Price-Earnings Ratios, and the Information Content of Security Prices. *Journal of Accounting Research*, 27 (Supplement), 111–144.
- Ou, A. 1990. the Information Content Numbers as Earnings Predictors, *Journal of Accounting Research*, 28 (1), 144-163.
- Shroff, P. 1995. Determinants of The Returns- earnings Correlation, *Contemporary Accounting Research*, 12 (1), 41-55.
- Stober, T. 1993. The Incremental Information Content of Receivables in Predicting Sales, Earnings and Profit Margins, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 8 (4), 447-473.
- Swanson, E. and Felipe, L. 2003. the Contribution of Fundamental Analysis after Currency Devaluation, *the Accounting Review*, 78 (3), 875-902.
- Whisenant, J. 1998. Does Fundamental Analysis Produce More Value-Relevant Summary Measures?, Available: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=58676](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=58676).
- Witkowska, M. (2006), Fundamentals and stock returns on the Warsaw Stock Exchange. The application of panel data models, Available: <http://www.sgh.waw.pl/instytut/zes/wp/aewp04-06.pdf>.
- Zhang, M. and Yang, J. 2009. the Relationship between Fundamental Signals and Future Earnings. *Review of Business Research*, 9 (5), 128-135.

## The Incremental Information Content of Financial Statements' Signals of Jordanian Industrial Shareholding Companies

*Rula Y. Hajjaj\* and Mamoun M. Al-Debi'e \*\**

### ABSTRACT

This study aims at examining the information content of selected financial statements signals proposed by Lev and Thiagarajan's (1993) study, and to test whether they have incremental information content above earnings, in the Jordanian market. Moreover, the contextual nature of these signals has been tested by taking into consideration the economic circumstances prevailing during the study period. The study hypothesized that these signals have incremental information content above earnings, and that this information content depends negatively and positively on the prevailing economic conditions. A sample of (86) industrial public shareholding companies listed on Amman Bourse during the period (1995-2010) was used with a total number of (485) observations. The results show that: (1) the selected financial statements signals have incremental information content above earnings, (2) the most important signals in the Jordanian financial market are as follows: Finished goods, Gross Profit, and Capital expenditures, (3) the information content of these signals depends on the prevailing economic conditions, which emphasizes the importance of the contextual analysis for fundamental analysis.

**KEYWORDS:** Fundamental Signals, Fundamental Analysis, Stock Market Return, Contextual Analysis, Information Content, Earnings per share.

---

\* Post-Graduate Student, The University of Jordan.

\*\* Professor, Department of Accounting, The University of Jordan.

mamoun@ju.edu.jo

Received on 6/10/2013 and Accepted for Publication on 13/1/2014.