مناهج مقترحة لتحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية "دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة السعودية"

أسماء أحمد الزهراني[1]، ومأمون محمد الدبعي[2]

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار مواصفة العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية، وإلى اختبار مدى ملاءمة استخدام نسبة الربح إلى السعر لتحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية، وإلى اختبار ما إذا كانت أسعار الأسهم تسبق الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة في السوق المالي السعودي.

وقد تم تطبيق هذه الدراسة على عينة من الشركات الصناعية والخدمية المساهمة العامة بلغ عددها (87) شركة مدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2003–2012م)، وبلغ عدد المشاهدات (870) مشاهدة. ولقد استخدمت الدراسة نماذج انحدار بسيطة ومتعددة المتغيرات حيث كان المتغير التابع في جميع النماذج العائد السوقي للسهم، أما المتغيرين المستقلين فكانا متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح.

وقد أظهرت النتائج أن كل من متغير "مستوى الأرباح" ومتغير "التغير في الأرباح" ملائمان لتفسير التغير في أسعار الأسهم، وأن متغير "مستوى الأرباح" يتفوق على متغير "التغير في الأرباح" في قوته التفسيرية لعوائد الأسهم، كما أثبتت النتائج أن ادخال كلا المتغيرين في نموذج علاقة العوائد بالأرباح يزيد من القوة التفسيرية للنموذج. وبالإضافة لذلك أثبتت النتائج أن نسبة الربح إلى السعر تعكس طبيعة عناصر الأرباح المحاسبية من حيث كونها مؤقتة أو دائمة، وتعكس أيضاً فيما إذا كان المضمون المعلوماتي للأسعار أغنى من المضمون المعلوماتي للأرباح، وقدمت دليلاً على أن تنفيذ نموذج علاقة العوائد بالأرباح بناءً على نسب الربح إلى السعر يؤدي إلى تحسن القوة التفسيرية للنموذج. أيضاً أثبتت النتائج أن أسعار الأسهم تسبق الأرباح في عكس المعلومات لمدة تمتد إلى ثلاث سنوات سابقة، وأن إدخال عوائد فترات مالية سابقة عند قياس علاقة العوائد بالأرباح يحسن من قوة تلك العلاقة، وأخيراً أن علاقة العوائد بالأرباح هي علاقة غير متزامنة، كما أن عوائد الفترات المالية السابقة هي بأهمية عوائد الفترة المالية الحالية.

الكلمات الدالة: ربحية السهم، العائد السوقي للسهم، نسبة الربح إلى السعر، المضمون المعلوماتي.

المقدمة

تعد علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم من مجالات البحث التي نالت اهتماماً واسعاً في البحوث التطبيقية القائمة على السوق المالي منذ أن بدأ البحث العلمي في موضوع العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية بدراسة (Ball and Brown, 1968). ولقد توصلت المراجعة الأدبية التي قام بها (Lev, 1989) إلى أن ضعف العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية يعود إلى عدة أسباب منها، انخفاض جودة الأرباح المعلنة، أو وجود خطأ في مواصفة العلاقة بين العوائد والأرباح، أو قد تكون ناتجة عن قرارات المستثمرين الاعتباطية، أو عيوب في الدراسات التي اختبرت هذه العلاقة، أو للطريقة التي يتم فيها الإفصاح عن الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية، ولم تستبعد الدراسة أن الأرباح المحاسبية لا تعكس جميع المعلومات المتعلقة بقيمة الشركة، ودعا الباحثين إلى البحث

1 طالبة دراسات عليا، الجامعة الأردنية.
2 أستاذ دكتور، قسم المحاسبة، كلية الأعمال، الجامعة الأردنية.
mamoun@ju.edu.jo

تاريخ استلام البحث 2015/5/30 وتاريخ قبوله 2015/11/24.

© 2016 عمادة البحث العلمي/ الجامعة الأردنية. جميع الحقوق محفوظة.

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.

هدف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى اختبار المواصفة الأفضل لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية، وإلى اختبار مدى تأثر هذه العلاقة في حال تم قياسها بناءً على مجموعات مصنفة حسب نسب الربح إلى السعر، وإلى اختبار فيما إذا كانت أسعار الأسهم تسبق الأرباح المحاسبية في عكسها للمعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة في السوق المالي السعودي.

أهمية الدراسة وما يميزها:

وتعد هذه الدراسة امتداداً لجهود الباحثين في مجال اختبار المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية، إلا أن أهم ما يميزها عن الدراسات السابقة أنها الأولى التي تناولت هذا الموضوع على مستوى البيئة السعودية. ومن جانب آخر لا توجد دراسة ضمن الدراسات السابقة عالجت الموضوع بدرجة الشمولية التي تناولتها الدراسة الحالية؛ حيث اختبرت الدراسة ثلاثة مناهج مستخدمة في الأدب المحاسبي مجتمعة ولنفس العينة لتحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية.

يعرض القسم الأول من الدراسة الدراسات السابقة، ومن ثم يعرض القسم الثاني منهجية الدراسة متضمناً مجتمع الدراسة وعينتها، ومصادر جمع البيانات، والأساليب الإحصائية المستخدمة لاختبارها. ويعرض القسم الأخير التحليل الإحصائي الوصفي والنتائج التي توصلت إليها الدراسة.

الدراسات السابقة:

سعى (Easton and Harris, 1991) إلى اختبار مواصفة نموذج العلاقة ما بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية؛ وفيما إذا كان إضافة متغير مستوى الأرباح إلى نموذج العلاقة يزيد من القوة التفسيرية للنموذج. واستخدم الباحثان عدة نماذج؛ تضمن النموذج الأول علاقة العوائد السوقية للأسهم بالتغير في الأرباح المحاسبية؛ أما النموذج الثاني فتضمن علاقة العوائد السوقية للأسهم بمستوى الأرباح المحاسبية، وفي النموذج الثالث استخدما كلا المتغيرين؛ التغير في الأرباح ومستوى الأرباح. وأثبتت دراستهما أن استخدام متغير مستوى الأرباح يفسر العوائد السوقية للأسهم بدرجة أكبر من التغير في الأرباح، وأن كلا المتغيرين يساهمان في تفسير العوائد السوقية للأسهم في السوق الأمريكي. ولقد دعمت نتائج دراسة (Al-Debie and Walker, 1999) على السوق البريطاني، ونتائج دراسة (الدبعي وأبو نصار، 1999) على السوق الأردني ما توصلت إليه دراسة (Easton and Harris, 1991).

وجاءت دراسة (Ohlson and Shroft, 1992) لتختبر أيضا مستوى علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية. ودعمت نتائج هذه الدراسة قدرة متغير مستوى الأرباح على تفسير العوائد السوقية للأسهم، وأن قدرة هذا المتغير تفوق القدرة التفسيرية للتغير في الأرباح وذلك فقط في حالة أن كل من الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم غير متوقعة أو لا يمكن التنبؤ بها.

قامت (Hayn, 1995) بدراسة العلاقة ما بين الخسائر المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم في السوق الأمريكية، ومقارنة المضمون المعلوماتي للخسائر بالمضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية. وتوصلت إلى أن المضمون المعلوماتي للخسائر المحاسبية أقل منه للأرباح أن وجد، ويعود ذلك إلى أن حملة الأسهم لا يعتقدون باستمرارية الخسائر، وإنما ستعكس في الفترات اللاحقة. كما وجدت الباحثة أنه كلما طالت نافذة القياس تزداد القوة التفسيرية للنموذج؛ حيث إن رقم الدخل المتراكم عبر الفترات يكون موجباً. وأنه حتى في حال تراكم الخسائر فإنه لا يوجد مضموناً معلوماتياً لها. وأن هناك فرق بين مقارنة علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية وعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالخسائر المحاسبية لمشاهدات الربح والخسائر.

كذلك بحثت دراسة (Chambers, 1996) في المضمون المعلوماتي للخسائر المحاسبية في السوق الأمريكي. وقد توصل الباحث إلى أن المضمون المعلوماتي لخسائر السنة الأولى للشركة ذات الخسائر المتكررة لعدد من السنوات ذو دلالة إحصائية أكثر من المضمون المعلوماتي لخسائر السنة

الأولى للشركة التي لم تتكرر خسائرها، وفسر الباحث سبب ذلك بأنه يعود إلى مدى تأثير استمرارية الخسائر على المضمون المعلوماتي لهذه المشاهدات. كما وجد أن المضمون المعلوماتي للسنوات الأولى ذو أهمية إحصائية أكثر من السنوات التي تليها؛ واستخلص الباحث أن المضمون المعلوماتي للخسائر يعتمد على قدرتها في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية من حيث المقدار ومدى ديمومتها.

ركزت دراسة (Sin and Watts, 2000) على البحث في المضمون المعلوماتي للخسائر التي لا يتوقع تكرارها لاستقرار الوضع المالي للشركة، وطبقت الدراسة على السوق الاسترالية. وقد توصل الباحثان إلى أن قوة علاقة العوائد السوقية للأسهم بالخسائر المحاسبية أقل منه في حالة الأرباح المحاسبية مما يسبب ضعف العلاقة عند دراسة كل الشركات لكل السنوات معاً، أما بالنسبة لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالخسائر المحاسبية للشركات المستمرة (وهي الشركات التي حققت أرباح لمدة ثلاثة أعوام سبقت تحقيق الخسائر) فهي ضعيفة حيث يتوقع المستثمرون تحقيق أرباح في الفترات اللاحقة، مع وجود احتمالية قيام الإدارة باحتواء التذبذب في الأرباح (Income Smoothing). وأوضحت الدراسة أن معامل استجابة الأرباح في حالة الخسائر لكل الشركات المستمرة وغير المستمرة متشابه؛ مما ينقض فكرة أن الخسائر تفتقر للمضمون المعلوماتي بسبب تطرفها وإنما تفقد مضمونها المعلوماتي بسبب إشارتها السالبة.

وفي ضوء نتائج الدراسات التي تناولت علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية عدّ الباحثون أن دراسة مواصفة العلاقة ما بين العوائد والأرباح تمثل أسلوباً واحداً من أساليب تحسين قياس علاقة العوائد بالأرباح، وتوجهوا لدراسة دور مقلوب نسبة السعر إلى الربح في تحسين علاقة العوائد بالأرباح. ومن الأمثلة على هذه الدراسات دراسة (الدبعي وأبو نصار، 2000) على السوق الأردني، والتي هدفت إلى اختبار مدى ملاءمة استخدام نسبة الربح إلى السعر (معكوس نسبة السعر إلى الربح) والمحتسبة في بداية نافذة الدراسة، في تحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية. حيث تم استخدام العائد السوقي السنوي للسهم كمتغير تابع، وتم استخدام متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح كمتغيرين مستقلين. وأظهرت نتائج الدراسة أن نسبة الربح إلى السعر تعكس طبيعة عناصر الأرباح المحاسبية من حيث كونها مؤقتة أو دائمة، وتعكس أيضا فيما إذا كان المضمون المعلوماتي للأسعار أغنى من المضمون للأرباح. وتوصلت الدراسة إلى أن تنفيذ نموذج علاقة العوائد بالأرباح بناءً على نسب الربح إلى السعر يؤدي إلى تحسن القوة التفسيرية للنموذج بنسبة 148% ومعامل استجابة الأرباح بنسبة 126%، وذلك مقارنة مع نتائج النموذج دون أخذ نسب الربح إلى السعر بعين الاعتبار.

وأكدت الدراسات في هذا المجال على أهمية استخدام نسبة الربح إلى السعر في تحسين فهمنا لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية، ولكن هل العلاقة متزامنة؟

سعت دراسة (Easton et al., 1992) إلى اختبار علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية لفترات قياس عائد طويلة نسبياً امتدت من ثلاث إلى عشر سنوات على السوق الأمريكي. وتم قياس كل من العائد السوقي والأرباح المحاسبية عن طريق تجميعها على مدار الفترات المذكورة؛ وأظهرت نتائج هذه الدراسة حدوث تحسن ملموس في مستوى الارتباط بين المتغيرين على المدى الطويل وأن القوة التفسيرية لنموذج العلاقة قد بلغت 63 % وهي تتحسن بشكل ملحوظ.

تناولت دراسة (Kothari, 1992) اختبار علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية، وأثبتت دراسته أن معامل استجابة الأرباح والقوة التفسيرية للنموذج الذي يستخدم متغير مستوى الأرباح يكون أعلى مما هو عليه في حالة استخدام متغير التغير في الأرباح عند اختبار علاقتهما مع العوائد السوقية للأسهم. وطبقت هذه الدراسة على السوق الأمريكي، واثبت أن الأسعار تسبق الأرباح في عكسها للمعلومات.

كما اختبر (Kothari and Sloan, 1992) قدرة أسعار الأسهم على التنبؤ بالأرباح المستقبلية، واختبرا فيما إذا كانت هذه القدرة تفوق قدرة الأرباح الحالية، وان لأسعار الأسهم مضمون معلوماتي علاوة على المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية. وتوصلت الدراسة إلى أنه يوجد مضمون معلوماتي إضافي لأسعار أسهم الشركات علاوة على المضمون المعلوماتي لأرباحها الحالية. وأن أسعار الأسهم لديها قدرة أكبر من الأرباح المحاسبية الحالية على التنبؤ بالأرباح

المستقبلية، وعليه فإن الأسعار هي التي تقود الأرباح وليس العكس، وأن العوائد السوقية للأسهم تعكس توقعات الأرباح المستقبلية.

ومن جانب آخر هدفت دراسة (الدبعي وأبو نصار، 2001) إلى تحديد عدد الفترات المالية التي تسبق فيها أسعار الأسهم الأرباح المحاسبية في عكسها للمعلومات ذات العلاقة بقيمة الشركة، وإلى قياس التحسن الممكن إدخاله على علاقة العوائد بالأرباح عند قياسها بشكل غير متزامن. استخدمت الدراسة عينة ممثلة من الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان، خلال الأعوام 1991–1998. حيث أظهرت نتائج نماذج الانحدار، أن أسعار الأسهم تسبق الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات لمدة تمتد إلى ثلاث سنوات سابقة. كذلك أشارت النتائج إلى أن إدخال عوائد فترات مالية سابقة عند قياس علاقة العوائد بالأرباح يحسن من قوة تلك العلاقة، سواء من ناحية معاملات استجابة الأرباح المقدرة، أو من ناحية القوة التفسيرية للنموذج. فعند إدخال عوائد ثلاث فترات مالية سابقة في نموذج العلاقة، ارتفع معامل استجابة الأرباح المقدرة بنسبة 615 % (بالمتوسط)، وارتفعت R^2 – المعدلة بنسبة 45% (بالمتوسط). كذلك اقتربت معاملات استجابة الأرباح المقدرة، من قيمتها المتوقعة، والبالغة 10,75.

في حين هدفت دراسة (الدبعي وآخرون، 2008) إلى اختبار أثر طول نافذة قياس علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية على كل من القوة التفسيرية لنموذج العلاقة ومعامل استجابة الأرباح، علاوة على تقديم تفسير لقيمة وسلوك معامل استجابة الأرباح لنوافذ قياس متعددة. وطبقت هذه الدراسة على السوق الأردني. وأظهرت النتائج إلى أن توسيع نافذة القياس يحسن من القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية فيما يتعلق بالتذبذبات في الأسعار السوقية للأسهم. كذلك لوحظ أن الزيادة في قيمة معامل استجابة الأرباح يعزى إلى التزايد في قيمة التغاير بين الأرباح المحاسبية والشهرة الاقتصادية غير المسجلة؛ فلقد اقترب معامل استجابة الأرباح من الواحد الصحيح عندما اقتربت قيم التغاير من الصفر وذلك لنافذة قياس طولها عشر سنوات.

كما سعت دراسة (Strong and Walker, 1993) إلى تفسير استمرار وجود ضعف في علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية، وتحديد المواصفة الأفضل لنموذج العلاقة. وأثبتت الدراسة أن السماح لمعاملات نموذج العلاقة بالتغير عبر الزمن وما بين الشركات بالاعتماد على نموذج يستخدم متغير "مستوى الأرباح" من شأنه أن يزيد من قوة العلاقة.

ولقد دعمت نتائج دراسة (الدبعي، 2002) على السوق الأردني ما توصلت إليه دراسة (Strong and Walker, 1993). حيث بلغت القوة التفسيرية للنموذج المقيد 8%، وذلك بالمقارنة مع 42% للنموذج العام. وعلية، فإن النتائج تشير إلى وجود تذبذب كبير في معاملات النموذج عبر الزمن وما بين الشركات، ولكن وجد أن أثر التذبذب عبر الزمن يعادل ثلاثة أضعاف التذبذب ما بين الشركات. وحث الباحث الباحثين في مجال علاقة العوائد بالأرباح، بعدم تقييد معاملات نماذجهم عبر الزمن، لان ذلك سيقلل من احتمالية الخروج بمتغير مستقل ذي دلالة إحصائية مع أنه في الواقع يعكس معلومات متغير أخر محذوف أو مقيد.

وسعت دراسة (Hallefors, 2013) إلى فحص علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية في سوق السويد، وقام باختبار عدة نماذج لهذه العلاقة، كما اختبر اداء الأرباح المحاسبية عبر السنوات والأرباح غير المتوقعة، واستخدم الباحث حجم الشركة والفترة الزمنية كمتغيرات ضابطة. وأثبتت نتائج الدراسة أنه يوجد علاقة ما بين الأرباح المحاسبية للفترة الحالية والعوائد المستقبلية للأسهم، وأن القيمة السوقية للأسهم زادت أكثر مقارنة بالقيمة الدفترية لحقوق الملكية خلال فترة الدراسة عندما كان معدل النمو في الأرباح ثابت. واستنتج الباحث أن الزيادة في معاملات الأرباح يمكن أن تعود إلى التحفظ المحاسبي، أو النمو الموجب في الأرباح المتوقعة وزيادة القيمة السوقية لحقوق الملكية وانخفاض معدلات الفائدة.

منهجية الدراسة:

مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة العامة السعودية في قطاعي الصناعة والخدمات المدرجة في السوق

السعودي المالي والمطروح أسهمها على موقع التداول. وقد غطت الدراسة الفترة الممتدة منذ عام 2003م وإلى عام 2012م. حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال عام 2012م (98) شركة منها 59 (60.2%) شركة صناعية و39 (39.8%) شركة خدمية ولقد تم إدخال الشركات التي حققت الشروط الآتية في عينة الدراسة.

1. توفر بيانات ربحية السهم السنوية وأسعار الإغلاق الشهرية للأسهم لمدة سنتين متتاليتين على الأقل وذلك عند اختبار المواصفة الأفضل لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية، وعند اختبار مدى تأثر القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم في حال تم قياس هذه العلاقة بناءً على مجموعات صنفت بناءً على نسب الربح إلى السعر. وتوفر البيانات لخمسة أعوام متتالية على الأقل عند اختبار فيما إذا كانت أسعار الأسهم تسبق الأرباح المحاسبية في عكسها للمعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة.
2. أن لا تكون الشركة قد قامت بتوزيع أسهم مجانية أو تجزئة قيمة السهم أو الاندماج، ولم يتم إيقاف تداول سهم الشركة في سوق السعودي المالي لفترة تزيد على ثلاثة أشهر في السنة الواحدة.
3. أن لا تكون الشركة قد غيرت شهر نهاية سنتها المالية خلال فترة الدراسة.

وقد أدى تطبيق الشرط الأول إلى استبعاد شركة واحدة، فيما أدى تطبيق الشرط الثاني إلى استبعاد أربع شركات، كما أدى تطبيق الشرط الثالث إلى استبعاد ست شركات. وعليه فإن عدد شركات عينة الدراسة أصبح (87) شركة ويمثل ما نسبته 88.7 % من عدد شركات مجتمع الدراسة، وكما هو ظاهر في الجدول رقم (1).

جدول (1)

عدد ونسبة شركات عينة الدراسة والشركات المستبعدة مقارنة مع مجتمع الدراسة

البيـــان	عدد الشركات الصناعية	عدد الشركات الخدمية	العدد الإجمالي	النسبة
عدد الشركات المدرجة	59	39	98	%100
استبعاد لعدم توفر البيانات (الشرط الأول)	-	1	1	%1
استبعاد لإيقاف تداول أسهمها (الشرط الثاني)	1	3	4	%4.1
استبعاد لتغيير نهاية السنة المالية (الشرط الثالث)	3	3	6	%6.2
عدد شركات عينة الدراسة	55	32	87	%88.7

متغيرات الدراسة:

المتغيرات المستقلة:

- **متغير مستوى الأرباح (LEPS):** تم قياس هذا المتغير من خلال قسمة ربحية السهم (EPS_{it}) على سعر السهم في بداية نافذة الدراسة (P_{it-1})، أي سعر إغلاق سهم الشركة في نهاية شهر نيسان من كل عام.
- **متغير التغير في الأرباح (CEPS):** تم قياس هذا المتغير من خلال قسمة التغير في ربحية السهم ($EPS_{it} - EPS_{it-1}$) على سعر السهم في بداية نافذة الدراسة P_{it-1}.

المتغير التابع (R_{it}):

تم قياس العائد السوقي للسهم من خلال تجميع العائد السوقي الشهري للسهم لمدة اثنا عشر شهراً خلال نافذة الدراسة الممتدة من شهر أيار من السنة وحتى نهاية شهر نيسان من السنة التالية، ويمكن حساب العائد الشهري للسهم بالمعادلة الآتية:

$$r_{i\tau} = \frac{(P_{i\tau} - P_{i\tau-1})}{P_{i\tau-1}} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots \quad (1)$$

حيث إن:

$r_{i\tau}$: العائد السوقي لسهم الشركة خلال الشهر τ، (τ =1... 12)،

$P_{i\tau}$: تشير إلى سعر الإغلاق الشهري لسهم الشركة i في نهاية الشهر τ،

$P_{i\tau-1}$: تشير إلى سعر الإغلاق الشهري لسهم الشركة i في نهاية الشهر τ_{-1}.

وتم استخدام مضروب العوائد الشهرية للوصول إلى العائد الشهري المجمع لكل سنة، وبالتالي فإن المتغير التابع في هذه الدراسة الذي يمثل العائد السوقي السنوي للسهم تم حسابه كالآتي:

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

حيث إن:

Π تشير إلى مضروب.

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

نماذج الدراسة:

مواصفة علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية

- نموذج مستوى الأرباح: يهدف هذا النموذج إلى اختبار قدرة متغير مستوى الأرباح في تفسير العائد السوقي للسهم. ويستخدم هذا النموذج متغير مستوى الأرباح لتمثيل الأرباح غير المتوقعة. ويمكن الاستناد في ربط عوائد الأسهم بمستوى الأرباح إلى مقترحات (Ohlson, 1995) بأن قيمة المنشأة تعتمد على القيمة الدفترية للمنشأة وعلى أرباحها، ويمكن التعبير عن النموذج كما يأتي:

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

حيث إن:

α_0، α_1: معاملات نموذج الانحدار،

e_{1it}: خطأ نموذج الانحدار.

- نموذج التغير في الأرباح: يهدف هذا النموذج إلى اختبار قدرة متغير التغير في الأرباح في تفسير العائد السوقي للسهم. وتم الاستناد في هذا النموذج على افتراض (Brown, 1994)، وبناءً على هذا النموذج فأنه يمكن وصف العلاقة بين العوائد والأرباح على أنها علاقة بين التغير في سعر السهم السوقي والتغير في ربحية السهم مقسومة على السعر في بداية النافذة، ويمكن التعبير عن هذا النموذج كما يأتي:

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

حيث إن:

Δ : تشير إلى التغير،

β_0، β_1: معاملات نموذج الانحدار،

e_{2it} : خطأ نموذج الانحدار.

- نموذج المستوى والتغير في الأرباح: يهدف هذا النموذج إلى اختبار 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 مستوى الأرباح أو النموذج الذي استخدم متغير التغير في الأرباح، حيث اقترح (Brown et. al., 1987) أن استخدام أكثر من ممثل للأرباح غير المتوقعة قد يؤدي إلى تخفيض التحيز الناتج عن الأخطاء في قياس الأرباح غير المتوقعة.

ويمكن التعبير عن هذا النموذج كما يأتي:

$$R_{it} = \lambda_o + \lambda_1 \Delta EPS_{it}/P_{it-1} + \lambda_2 EPS_{it}/P_{it-1} + e_{3it}$$

حيث إن:

λ_0، λ_1، λ_2: معاملات نموذج الانحدار،

e_{3it} : خطأ نموذج الانحدار.

اختبار دور نسبة الربح إلى السعر في تحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية

قام الباحثان أولاً باحتساب نسبة الربح إلى السعر لكل شركة من عينة الدراسة في بداية كل نافذة من سنوات الدراسة 2003 –2012، وذلك بقسمة ربحية السهم في بداية النافذة (EPS_{it-1})؛ على سعر السهم في بداية النافذة (P_{it-1}). وبعد

ذلك قام الباحثان بترتيب الشركات تنازلياً لكل سنة من سنوات الدراسة حسب نسبة الربح إلى السعر المحتسبة لتلك السنة، ومن ثم تم تصنيفها ضمن خمس مجموعات من نسب الربح إلى السعر المحتسبة سنوياً والمرتبة تنازلياً، وبعد ذلك قام الباحثان بتجميع الشركات التي صنفت في كل مجموعة لكل سنوات الدراسة وتم إعادة تنفيذ النماذج الثلاثة السابقة لكل مجموعة من مجموعات نسب الربح إلى السعر.

اختبار فيما إذا كانت أسعار الأسهم تسبق الأرباح في عكسها للمعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة

يهدف هذا النموذج إلى اختبار فيما إذا كانت علاقة العوائد السوقية للأسهم متزامنة مع الأرباح المحاسبية. أي هل تعكس الأرباح المحاسبية المعلومات ذات العلاقة بقيمة المنشأة في نفس الوقت التي تعكسه بها أسعار الأسهم في السوق؟. وفي حال عدم تزامن العلاقة، سوف يتم تحديد عدد السنوات التي تسبق بها الأسعار السوقية الأرباح المحاسبية في عكسها للمعلومات ذات العلاقة بتحديد قيمة المنشأة.

ولتوضيح آلية العمل، قام الباحثان بإعادة تنفيذ نموذج مستوى الأرباح لعلاقة العوائد بالأرباح باستخدام خمسة صيغ مختلفة من النموذج ولعدة نوافذ قياس للعائد السوقي للسهم، وتم احتساب العائد خلال كل نافذة قياس ولكل فترة مالية كما يأتي:

$$R_{it,t-\tau} = \prod_{j=1}^{n}(1+rj)-1$$

حيث إن:

$R_{it,t-\tau}$ = العائد السنوي المجمع شهرياً للشركة i خلال نافذة الدراسة t.

rj = العائد الشهري لسهم الشركة.

n = 12 شهراً عندما τ = صفراً

n = 24 شهراً عندما τ = 1

n = 36 شهراً عندما τ = 2

n = 48 شهراً عندما τ = 3

n = 60 شهراً عندما τ = 4

ففي الصيغة الأولى من النموذج (τ = صفراً) تم قياس المتغير التابع من خلال تجميع العوائد الشهرية لسهم كل شركة خلال نافذة طولها (12 شهراً) تبدأ من بداية شهر أيار من عام 2007 وتنتهي في نهاية شهر نيسان من عام 2008. أما المتغير المستقل فتم قياسه بقسمة ربحية السهم لعام 2007 لكل شركة على سعر إغلاق شهر نيسان 2007 وهو بداية النافذة لفترة القياس الأولى. وهكذا لبقية السنوات التالية.

أما بالنسبة للصيغة الثانية من النموذج (τ = 1) فتم قياس المتغير التابع من خلال تجميع العوائد الشهرية لسهم كل شركة خلال نافذة طولها (24 شهراً) تبدأ من بداية شهر أيار من عام 2006 وتنتهي في نهاية شهر نيسان من عام 2008. أما المتغير المستقل فتم قياسه بقسمة ربحية السهم لكل شركة لعام 2007 على سعر إغلاق شهر نيسان 2006، وهو بداية النافذة لفترة القياس الثانية. وهكذا لبقية السنوات التالية.

وفي الصيغة الثالثة من النموذج (τ=2) تم قياس المتغير التابع من خلال تجميع العوائد الشهرية لسهم كل شركة خلال نافذة طولها (36 شهراً). وفي الصيغة الرابعة من النموذج (τ=3) تم قياس المتغير التابع من خلال تجميع العوائد الشهرية لسهم كل شركة خلال نافذة طولها (48 شهراً) وأخيراً، وفي الصيغة الخامسة من النموذج (τ = 4) تم قياس المتغير التابع من خلال تجميع العوائد الشهرية لسهم كل شركة خلال نافذة طولها (60 شهراً).

فرضيات الدراسة:

الفرضية العدمية الأولى: لا يؤدي استخدام متغير مستوى الأرباح بدلاً من متغير التغير في الأرباح في نموذج علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية إلى تحسن القوة التفسيرية للنموذج ومعامل استجابة الأرباح.

الفرضية العدمية الثانية: لا يؤدي تنفيذ نموذج علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية بناءً على مجموعات من المشاهدات صنفت بناءً على نسبة الربح إلى السعر إلى تحسين تلك العلاقة.

الفرضية العدمية الثالثة: علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية متزامنة.

التحليل الإحصائي:

يعرض الجدول رقم (2) المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة الرئيسة قبل وبعد استبعاد المشاهدات المتطرفة، على التوالي.

وقد انخفض الانحراف المعياري للمتغيرات الرئيسة بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة وذلك دليل على انخفاض التشتت في البيانات. كما نلاحظ أن متوسطات متغيرات الدراسة تقترب نسبياً من وسيطها مما يشير إلى اقتراب هذه المتغيرات من التوزيع الطبيعي، وهو أمر جوهري عند تنفيذ نماذج الانحدار.

جدول (2)

المقاييس الوصفية للمتغيرات قبل وبعد استبعاد المشاهدات المتطرفة

قبل استبعاد المشاهدات المتطرفة (870) مشاهدة							
اسم المتغير	أدنى مشاهدة	النسبة المئوية 1	الوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري	النسبة المئوية 99	أعلى مشاهدة
R_{it}	0.773−	0.685−	0.140	0.068	0.533	1.937	3.288
LEPS	1.801−	0.228−	0.064	0.051	0.146	0.602	1.477
CEPS	0.645−	0.382−	0.0026	0.002	0.114	0.487	1.266
بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة (524) مشاهدة							
اسم المتغير	أدنى مشاهدة	النسبة المئوية 1	الوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري	النسبة المئوية 99	أعلى مشاهدة
R_{it}	0.77−	0.691−	0.083	0.078	0.423	0.981	1.089
LEPS	0.11−	0.074−	0.069	0.056	0.092	0.467	1.000
CEPS	-0.37	0.237−	0.012	0.005	0.083	0.373	0.770

يعرض الجدول أعلاه مقاييس إحصائية وصفية لمتغيرات الدراسة الرئيسة، وذلك بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة. ولقد بلغ عدد المشاهدات قبل استبعاد المشاهدات المتطرفة 870 مشاهدة، بينما بلغ عدد المشاهدات بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة 524 مشاهدة، وتم استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام (Studentized Residuals)، وبلغ عدد الشركات الداخلة في عينة الدراسة 87 شركة صناعية وخدمية خلال الفترة 2003−2012م، ويشير R_{it} 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.

يعرض الجدول (3) نتائج تحليل مصفوفتي ارتباط بيرسون وسبيرمان، ونلاحظ من الجدول أن معامل ارتباط متغير مستوى الأرباح مع عوائد الأسهم قد بلغ نسبة 0.424، 0.427 لكل من معاملي ارتباط بيرسون وسبيرمان على التوالي، وهو أعلى من معامل ارتباط متغير التغير في الأرباح مع عوائد الأسهم سواء كان مقاساً حسب مصفوفة ارتباط بيرسون أو سبيرمان. أما بالنسبة لمعاملات الارتباط ما بين المتغيرات المستقلة، فيشير الجدول إلى وجود ارتباط موجب بين متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح.

وفي ضوء نتائج مصفوفتي الإرتباط نستبعد وجود مشكلة تداخل المتغيرات المستقلة (Multicollinearity)، وبالرغم من ذلك قام الباحثان بإجراء اختبار (Variance Inflation Factor) والذي بلغت قيمته 1.84 وهو أقل من القيمة 5.00 مما يشير إلى عدم وجود مشكلة تداخل المتغيرات المستقلة.

جدول (3)

نتائج مصفوفتي ارتباط بيرسون وسبيرمان بين المتغيرات الرئيسة في الدراسة

المتغير	R_{it}	LEPS
LEPS	**0.424 **(0.427)	
CEPS	**0.247 **(0.307)	**0.429 **(0.274)

يعرض الجدول نتائج اختبار بيرسون في السطر الأول من المستطيل يليها نتائج اختبار سبيرمان داخل الأقواس للمتغيرات الرئيسة وباستخدام 524 مشاهدة خلال فترة الدراسة 2003–2012م، ويشير R_{it} 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، *، ** ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% و1% على التوالي.

نتائج الدراسة

نتائج اختبار مواصفة علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية

نتائج النماذج التي تتضمن متغيراً تفسيرياً واحداً:

يعرض الجدول (4) في العمود الرئيس الأيمن نتائج تنفيذ نموذج مستوى الأرباح (النموذج الأول) سنوياً لجميع الشركات (Cross-Sectional Regressions)، ولجميع السنوات والشركات (Pooled)، بينما يعرض العمود الرئيس الأيسر نتائج تنفيذ نموذج التغير في الأرباح (النموذج الثاني) سنوياً لجميع الشركات، ولجميع السنوات والشركات.

تظهر نتائج النموذج الأول والثاني أن معامل متغير مستوى الأرباح ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة أعلى من 0.01 في النموذج الذي نفذ لجميع السنوات والشركات، وإن معامل مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5% فأكثر في ثمان سنوات من سنوات الدراسة التسعة، بينما كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.10 في سنة واحدة فقط. وقد بلغ عدد مشاهدات النموذج (518) مشاهدة، وبالمقابل فإن معامل متغير التغير في الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة أعلى من 0.01 في النموذج الذي نفذ لجميع السنوات والشركات، وإن معامل التغير في الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5% فأكثر في ست سنوات من سنوات الدراسة التسعة، بينما كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.10 في سنة واحدة فقط، ولم يكن ذا دلالة إحصائية عند أي مستوى مقبول في السنتين الباقيتين. وبلغ عدد مشاهدات النموذج (497) مشاهدة.

ونلاحظ أن متغير مستوى الأرباح يتفوق على متغير التغير في الأرباح في تفسير العوائد السوقية للأسهم؛ حيث إن القوة التفسيرية للنموذج الذي استخدم متغير مستوى الأرباح كانت أعلى من تلك عند استخدام متغير التغير في الأرباح في ثمان سنوات من سنوات الدراسة التسعة. ويرجع ذلك لكون متغير مستوى الأرباح يقيس بدرجة مقبولة الأرباح المتوقعة وغير المتوقعة، بينما يقيس متغير التغير في الأرباح، الأرباح غير المتوقعة فقط، وهذا يؤكد إدراك المستثمر السعودي لوجود عناصر مؤقتة في أرباح الشركات المساهمة العامة السعودية. كذلك يلاحظ التذبذب في القوة التفسيرية لكلا النموذجين خلال فترة الدراسة والذي قد يعزى إلى اختلاف الظروف الاقتصادية وكفاءة أداء الشركات وكذلك نوعية العناصر المكونة لأرباح الشركات من عام لآخر، بالإضافة لوجود عوامل أخرى تؤثر على هذه العلاقة.

أما فيما يتعلق بنتائج تنفيذ النموذجين لجميع السنوات والشركات والظاهرة في أسفل الجدول (4)، نلاحظ أن معامل متغير مستوى الأرباح (1.94) كان أعلى من ذلك لمتغير التغير في الأرباح (1.23)، ونلاحظ أن متغير مستوى الأرباح أقدر على تفسير التذبذب في العوائد السوقية للأسهم من

متغير التغير في الأرباح الذي يمثله النموذج الثاني؛ حيث بلغت القوة التفسيرية لنموذج مستوى الأرباح 0.178 مقارنة مع 0.059 لنموذج التغير في الأرباح.

جدول (4)

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

نموذج مستوى الأرباح: $R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it}/P_{it-1}+e_{1it}$

نموذج التغير في الأرباح: $R_{it} = \beta_0 +\beta_1 \Delta EPS_{it}/P_{it-1}+e_{2it}$Error! Bookmark not defined.

نموذج التغير				نموذج المستوى				
N	Adj-R^2	β_1	β_0	N	Adj-R^2	α_1	α_0	السنة
40	0.15	0.666 **(2.83)	0.338 ***(7.72)	40	0.16	0.567 **(2.98)	0.316 ***(6.73)	2004
40	0.069	0.536 *(1.997)	0.655 ***(14.69)	40	0.076	0.606 *(2.066)	0.576 ***(9.19)	2005
25	0.100	0.883 (1.94)	0.407− ***(7.73−)	46	0.114	1.890 **(2.639)	0.446− ***(9.85−)	2006
51	0.188	3.550 ***(3.58)	0.098 *(2.34)	51	0.205	2.346 ***(3.75)	0.003− (0.06−)	2007
62	0.182	2.506 ***(3.84)	0.436− ***(22.33−)	62	0.204	1.412 ***(4.10)	0.504− ***(20.56−)	2008
65	0.236	2.523 ***(4.59)	0.412 ***(14.668)	65	0.213	2.377 ***(4.30)	0.243 ***(5.42)	2009
68	0.061	1.387 (2.32)	0.077− ***(3.24−)	68	0.091	1.110 **(2.79)	0.139− ***(4.35−)	2010
66	0.120	2.449 **(3.15)	0.347 ***(11.50)	66	0.17	2.722 ***(3.80)	0.156 **(2.55)	2011
71	0.196	2.726 ***(4.28)	0.106− ***(4.80−)	71	0.229	2.519 ***(4.70)	0.239− ***(6.44−)	2012
497	0.059	1.232 ***(5.681)	0.088 ***(4.79)	518	0.178	1.94 ***(10.63)	0.54− **(2.56−)	جميع السنوات

يعرض الجدول نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الأول والثاني بين كل من المتغيرين مستوى الأرباح والتغير في الأرباح كل على حده والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم على عينة الدراسة المكونة من 87 شركة صناعية وخدمية خلال فترة الدراسة (2003−2012). وتشير *** و**و* إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند مستوى0.01 و0.05 و0.10 على التوالي. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيمة t، ويظهر العمود ما قبل الأخير القوة التفسيرية للنموذج Adjusted- R^2، وN تشير إلى عدد المشاهدات.

نتائج النماذج التي تتضمن متغيرين تفسيريين

يعرض الجدول (5) نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الخطي المتعدد لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بكلا المتغيرين؛ مستوى الأرباح والتغير في الأرباح، وذلك سنوياً لجميع الشركات، ولجميع السنوات والشركات.

جدول (5)

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

النموذج الثالث: $R_{it} = \lambda_o + \lambda_1 \Delta EPS_{it} / P_{it-1} + \lambda_2 EPS_{it} / P_{it-1} + e_{3it}$

السنة	λ_o	λ_1	λ_2	Adj-R^2	N
2004	0.31 ***(6.58)	0.38 (1.71)	0.41 (1.49)	0.19	40
2005	0.59 ***(9.34)	0.44 (1.37)	0.37 (1.27)	0.09	40
2006	0.49− ***(9.14−)	2.98 **(3.20)	0.36 (0.85)	0.351	25
2007	0.03− (0.655−)	2.13 ***(3.77)	3.19 ***(3.60)	0.359	51
2008	0.49− ***(21.24−)	1.19 ***(3.65)	2.05 ***(3.37)	0.32	62
2009	0.28 ***(6.97)	2.01 ***(4.06)	2.17 ***(4.34)	0.385	65
2010	0.13− ***(4.07−)	0.95 *(2.38)	1.09 (1.84)	0.122	68
2011	0.16 **(2.80)	2.49 ***(3.66)	2.15 **(3.005)	0.261	66
2012	0.21− ***(5.99−)	1.96 ***(3.67)	1.97 **(3.17)	0.318	71
جميع السنوات	0.027− (1.26−)	1.73 ***(8.64)	0.403 **(1.80)	0.181	497

يعرض الجدول نتائج تنفيذ 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 87 شركة صناعية وخدمية خلال فترة الدراسة (2003−2012). وتشير ***و**و* إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند 0.01 و0.05 و0.10 على التوالي. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيمة t، ويظهر العمود ما قبل الأخير القوة التفسيرية للنموذج Adjusted R^2، و N تشير إلى عدد المشاهدات.

تراوح معامل استجابة الأرباح الناتج عن تنفيذ نماذج الانحدار السنوية والتي تضمنت كلا المتغيرين ما بين 0.79 و5.32 وهي أكبر من تلك المقدرة باستخدام متغير مستوى الأرباح في جميع سنوات الدراسة، وأكبر من تلك المقدرة باستخدام متغير التغير في الأرباح في خمس سنوات من سنوات الدراسة. وكانت القوة التفسيرية للنموذج الذي تضمن

كلا المتغيرين أكبر في خمس سنوات من تلك الناتجة عن استخدام سواء متغير التغير في الأرباح أو متغير مستوى الأرباح. أما عند تنفيذ النموذج لجميع السنوات والشركات نجد أن معامل استجابة الأرباح لهذا النموذج؛ والذي يساوي مجموع معامل متغير مستوى الأرباح ومعامل متغير التغير في الأرباح $\lambda_2+\lambda_1$ قد بلغ 2.133 كان أكبر من المعامل المقدر لكل من النموذجين اللذين استخدما فقط إما متغير مستوى الأرباح أو متغير التغير في الأرباح. ونستنتج من ذلك أن استخدام كلا المتغيرين يزيد من مساهمة الأرباح المحاسبية في تفسير عوائد أسهم الشركات السعودية.

وتنسجم جميع النتائج السابقة مع نتائج دراسة (Easton and Harris, 1991) والتي أجريت على السوق الأمريكي، ودراسة (Al–Debi'e and Walker, 1999) والتي أجريت على السوق البريطاني، ودراسة (الدبعي وأبو نصار، 1999) والتي أجريت على السوق الأردني. وعلية نرفض الفرضية العدمية الأولى.

نتائج اختبار دور نسبة الربح إلى السعر في تحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية

يعرض هذا القسم نتائج تنفيذ نموذج مستوى الأرباح مع اخذ نسب الربح إلى السعر بعين الاعتبار. ونهدف من خلال تنفيذ هذا النموذج إلى بيان إمكانية تحسين فهمنا لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية إذا ما تم الأخذ بالاعتبار أن الأرباح المحاسبية تتضمن عناصر مؤقتة وأخرى دائمة. ويعرض الجدول رقم (6) توزيع مشاهدات الدراسة ضمن مجموعات نسب الربح إلى السعر.

جدول (6)
توزيع مشاهدات الدراسة ضمن مجموعات نسب الربح إلى السعر

المجموعة حسب نسب الربح إلى السعر	عدد المشاهدات خلال الفترة 2004– 2012 لكل مجموعة
الأولى (أقل نسب ربح إلى سعر)	105
الثانية	105
الثالثة	104
الرابعة	105
الخامسة (أعلى نسب ربح إلى سعر)	105
اجمالي عدد المشاهدات	524
تم احتساب نسبة الربح إلى السعر لكل شركة في كل سنة، وذلك من خلال قسمة ربحية السهم لتلك الشركة في بداية نافذة الدراسة (E_{it-1})، على السعر السوقي لسهم الشركة في بداية نافذة الدراسة (P_{it-1}). ومن ثم تم تصنيف الشركات في كل سنة تنازلياً حسب نسبة الربح إلى السعر المحتسبة. ثم جرى تصنيف الشركات في خمس مجموعات نسب ربح إلى سعر وذلك بتجميع الشركات المصنفة ضمن مجموعة نسبة الربح إلى السعر الأولى في كل سنة مع بعضها البعض، وهكذا لباقي المجموعات.	

يعرض الجدول (7) والرسمين البيانيين (1) و(2) نتائج تنفيذ نموذج مستوى الأرباح، وذلك بناءً على مجموعات نسب الربح إلى السعر، حيث افترض الباحثان أن تنفيذ النموذج بناءً على نسب الربح إلى السعر سيعزل الشركات التي تتضمن أرباحها عناصر مؤقتة والتي تعكس أسعار أسهمها معلومات أكبر من أرباحها عن الشركات التي تتضمن أرباحها عناصر

دائمة. وعلية يتوقع أن تكون علاقة العوائد السوقية بالأرباح المحاسبية قوية لمجموعات نسب الربح إلى السعر المتوسطة، وستكون ضعيفة لمجموعات نسب الربح إلى السعر المتطرفة.

ونلاحظ من الجدول (7) أن معامل استجابة الأرباح لمتغير مستوى الأرباح قد تراوح ما بين (2.443) للمجموعة الأولى و(7.953) للمجموعة الثالثة، وأن معامل متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية لجميع نماذج الانحدار المنفذة لمجموعات نسب الربح إلى السعر عند مستوى ثقة 0.01 فأكثر، ولقد تراوحت القوة التفسيرية للنموذج ما بين 37.9 % للمجموعة الثالثة و 16.1% للمجموعة الثانية.

وبمقارنة النتائج المعروضة لمجموعات نسب الربح إلى السعر نجد أن المجموعة الثالثة تعرض أعلى معامل استجابة أرباح وأعلى قوة تفسيرية، بينما نلاحظ أن أقل قيمة لمعامل استجابة الأرباح هي في المجموعة الأولى وكذلك الحال بالنسبة للقوة التفسيرية للنموذج. كما نلاحظ أن قيم معامل استجابة الأرباح والقوة التفسيرية للنموذج تنخفض تدريجياً كلما ابتعدنا عن المجموعة الوسطى لنسب الربح إلى السعر. وهذه النتيجة متوقعة حيث إن أرباح الشركات الواقعة ضمن المجموعات المتطرفة تتضمن أرباحاً مؤقتة.

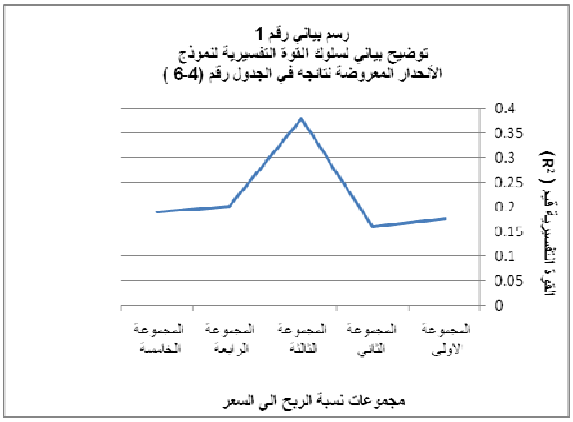
جدول (7)

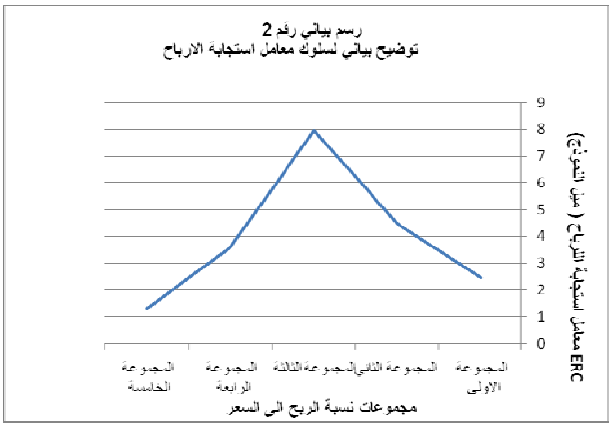
نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية بناءً على نسب الربح إلى السعر

نموذج مستوى الأرباح: $R_{it} = \varnothing_0 + \varnothing_1 EPS_{it}/P_{it-1}+e_{1it}$

مجموعات E/P	$\varnothing_0$	$\varnothing_1$	Adj-R2	N
الأولى (أقل نسب ربح إلى سعر)	0.064− (1.62−)	2.443 ***(4.72)	0.177	105
الثانية	0.153− **(2.84−)	4.503 ***(4.55)	0.161	105
الثالثة	0.412− ***(5.81−)	7.953 ***(7.99)	0.379	104
الرابعة	0.164− **(2.72−)	3.600 ***(5.20)	0.202	105
الخامسة (أعلى نسب ربح إلى سعر)	0.024 (0.43)	1.301 ***(5.05)	0.191	105

يعرض الجدول نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الأول بين متغير مستوى الأرباح والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم على عينة الدراسة المكونة من 87 شركة صناعية وخدمية خلال فترة الدراسة (2003−2012). وتشير ***و**و* إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند 0.01 و0.05 و0.10 على التوالي. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيمة t، ويظهر العمود ما قبل الأخير القوة التفسيرية للنموذج Adjusted-R^2، و N تشير إلى عدد المشاهدات.





وبمقارنة نتائج نماذج الانحدار السنوية ونموذج الانحدار لجميع السنوات والشركات والمعروضة في الجدول (4) مع النتائج المعروضة في الجدول (7) نجد أن معامل استجابة الأرباح لم يتجاوز في أي سنة، معامل استجابة الأرباح المقدر للمجموعة الثالثة والظاهر في الجدول (7) والبالغ 7.953. مما يؤكد على علاقة العوائد بالأرباح تتحسن إذا ما تم الأخذ بالاعتبار المعلومات التي تتضمنها نسبة الربح إلى السعر. أيضاً نجد أن القوة التفسيرية للنموذج والمعروضة في الجدول (4) لم تتجاوز قيمة القوة التفسيرية المقدرة للمجموعة الثالثة في الجدول (7) والتي تبلغ 37.9% .

ونستنتج مما سبق إلى أن ضعف علاقة العوائد بالأرباح قد يعزى إلى اختلاف المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية لبعض الشركات عن المضمون المعلوماتي لأسعار أسهمها. وتشير النتائج أيضاً إلى تحسن ملحوظ في معامل استجابة الأرباح عند احتسابه بناءً على نسبة الربح إلى السعر، فلقد ارتفع بنسبة 76 % وارتفعت القوة التفسيرية المقدرة من 17.8% إلى 37.9% أي بما نسبته 53% وذلك بالمقارنة مع نتائج تنفيذ نموذج مستوى الأرباح لجميع السنوات والشركات دون الأخذ بالاعتبار لمجموعات نسب الربح إلى السعر.

وتتفق نتائج هذه الدراسة مع ما توصل إليه (الدبعي وأبو نصار، 2000) في السوق الأردني، كما وتتفق مع نتائج دراسة (Liu et al., 1995). وعليه نرفض الفرضية العدمية الثانية.

اختبار فيما إذا كانت أسعار الأسهم تسبق الأرباح في عكسها للمعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة

يعرض الجدول (8) نتائج تنفيذ خمس صيغ من نموذج مستوى الأرباح والتي نفذت سنوياً لجميع الشركات، ونفذت لجميع السنوات والشركات خلال كل نافذة من نوافذ قياس العائد، وذلك بهدف قياس التحسن الممكن إدخاله على قوة الأرباح التفسيرية لعوائد الأسهم وعلى معامل استجابة الأرباح المقدر عند تنفيذ تلك العلاقة بشكل غير متزامن.

يظهر الجدول (8) خمسة أعمدة رئيسة، يمثل كل منها طول نافذة قياس العائد لنموذج مستوى الأرباح؛ فعندما تكون τ = صفراً، فإن طول نافذة قياس العائد تساوي 12 شهراً ونموذج الانحدار في هذه الحالة يقيس علاقة العوائد السوقية بالأرباح بشكل متزامن، أما عندما تكون τ = 4، فإن طول نافذة قياس العائد تساوي 60 شهراً، ويقيس نموذج الانحدار في هذه الحالة العلاقة ما بين العوائد السوقية المجمعة لخمس سنوات والأرباح المحاسبية للفترة المالية الحالية، أي أن النموذج يقيس العلاقة ما بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية بشكل غير متزامن.

ونلاحظ من الجدول (8) أنه عند تنفيذ نموذج العلاقة المتزامنة (τ = صفراً)، أن قيم معاملات استجابة الأرباح β_1 قد تراوحت ما بين 1.110 و2.722، كما تراوحت القوة التفسيرية ما بين 9.1% و22.9%. وباستعراض نتائج النموذج المنفذ لجميع السنوات والشركات نجد أن قيمة معامل استجابة الأرباح α_1 بلغت 2.78 بينما بلغت القوة التفسيرية

للنموذج (15.1%)، ولقد عُدّ هذا النموذج أساساً لقياس التحسن الممكن إدخاله على علاقة العوائد السوقية بالأرباح المحاسبية عند قياسها بشكل غير متزامن.

ونلاحظ من النتائج المعروضة في الجدول (8) أن كل من معامل استجابة الأرباح (α_1) والقوة التفسيرية للنموذج تتزايد مع اتساع نافذة قياس العائد السوقي (τ)، ويظهر ذلك في جميع نتائج صيغ النموذج المنفذة سنوياً وتلك المنفذة لجميع السنوات والشركات.

وبناءً على ذلك يوجد دليل واضح على أن علاقة العوائد السوقية بالأرباح غير متزامنة، كما أنه يمكن تحسينها بإدخال عوائد فترات مالية سابقة في النموذج؛ فمعامل استجابة الأرباح ازداد بما نسبته 129%[1]، وكذلك فإن القوة التفسيرية للنموذج ازادت بما نسبته 113%[2]. وعليه يمكن القول بأن أسعار الأسهم في السوق المالي السعودي تسبق الأرباح المحاسبية في عكسها للمعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة بثلاث فترات مالية، وأن الأسعار هي التي تقود الأرباح وليس العكس، وأن العوائد السوقية للأسهم تعكس توقعات الأرباح المستقبلية.

وتتفق نتائج هذه الدراسة مع نتائج دراسة (الدبعي وأبو نصار، 2001) والتي أجريت على السوق الأردني، ودراسة (Easton et al., 1992) ودراسة (Kothari and Sloan, 1992) واللتين أجريتا على السوق الأمريكي، مع اختلاف عدد الفترات التي تسبق فيها أسعار الأسهم الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات الملائمة من سوق لآخر. وعليه نرفض الفرضية العدمية الثالثة.

جدول (8)

نتائج نماذج الانحدار البسيطة المنفذة سنوياً (Cross-sectional) ولجميع المشاهدات (Pooled) لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح ولنوافذ قياس أطوالها 1−5 سنوات

نموذج مستوى الأرباح: $R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it}/P_{it-1}+e_{1it}$

السنة	τ = صفراً			τ = 1			τ = 2			τ = 3			τ = 4		
	α_0	α_1	Adj-R^2	α_0	α_1	Adj-R^2	α_0	α_1	Adj-R^2	α_0	α_1	Adj-R^2	α_0	α_1	Adj-R^2
2007	0.003− (0.060−)	2.35 ***(3.76)	0.205	0.411− ***(12.30−)	1.443 ***(3.39)	0.193	0.118− (1.273−)	4.810 ***(3.928)	0.251	0.298 ***(1.656)	5.699 ***(3.516)	0.221	1.714 ***(3.547)	6.031 (2.694)	0.141
2008	0.504− ***(20.6−)	1.412 ***(4.106)	0.204	0.516− ***(10.56−)	2.93 ***(4.33)	0.261	0.746− ***(46.46−)	1.856 *** (9.186)	0.644	0.445− ***(8.918−)	1.718 **(2.490)	0.106	0.111− (1.58−)	1.063 (1.93)	0.062
2009	0.243 *** (5.43)	2.377 ***(4.309)	0.213	0.327− ***(9.785−)	2.277 ***(4.056)	0.210	0.397− **(11.00−)	5.556 *** (11.39)	0.712	0.657− ***(21.82−)	3.904 *** (7.602)	0.563	0.145− **(1.76−)	2.223 (1.593)	0.034
2010	0.139− (4.351−)	1.110 **(2.79)	0.091	0.135 (2.247)	1.852 **(2.787)	0.101	0.427− (12.20−)	2.645 ***(4.413)	0.235	0.511− ***(11.21−)	5.829 ***(10.75)	0.684	0.623− ***(11.96−)	2.427 ***(2.481)	0.103
2011	0.156 *** (2.55)	2.722 ***(3.805)	0.17	0.128 ***(2.124)	2.229 **(2.989)	0.124	0.384 ***(4.295)	3.681 ***(3.944)	0.198	0.266− (4.579−)	3.896 **(3.886)	0.198	0.189− (2.002−)	4.668 ***(3.816)	0.217
2012	0.239− *** (6.15−)	2.530 ***(4.56)	0.229	0.070 (1.098)	2.299 ***(3.259)	0.138	0.070− *** (1.037−)	3.254 ***(4.147)	0.202	0.216 **(2.072)	4.623 ***(4.518)	0.244	0.373− (5.996−)	4.704 ***(4.847)	0.287
جميع السنوات	0.120− ***(4.52−)	2.78 ***(8.35)	0.151	0.172− ***(6.435−)	3.017 ***(8.99)	0.193	0.267− ***(7.275−)	4.728 ***(10.23)	0.24	0.327− ***(7.44−)	6.374 ***(12.06)	0.323	0.28− ***(3.38−)	8.27 ***(10.65)	0.289
عدد المشاهدات	386			333			329			303			277		

يعرض الجدول نتائج تنفيذ خمسة نماذج لعلاقة العوائد بالأرباح، وتتباين النماذج في طول نافذة قياس العائد، ففي النموذج الأول بلغ طول النافذة 12 شهراً (τ = 0)، وفي النموذج الثاني بلغ طول النافذة 24 شهراً (τ = 1)، وفي النموذج الثالث بلغ طول النافذة 36 شهراً (τ = 2)، وفي النموذج الرابع بلغ طول النافذة 48 شهراً (τ = 3)، وفي النموذج الخامس بلغ طول النافذة 60 شهراً (τ = 4)، وشملت عينة الدراسة 87 شركة صناعية وخدمية خلال فترة الدراسة (2003−2012). وتشير ***و**و* إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند 0.01 و0.05 و0.10 على التوالي. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيمة t، ويظهر العمود الفرعي الأخير القوة التفسيرية للنموذج Adjusted-R^2.

ملخص النتائج:

تشير نتائج الدراسة إلى أن كل من "متغير مستوى الأرباح" و"متغير التغير في الأرباح" متغيران ملائمان لتفسير التغير في أسعار الأسهم. إلا أن متغير "مستوى الأرباح" أكثر ملاءمة لتفسير عوائد الأسهم في السوق السعودي. وعلى المستثمر في السوق المالي السعودي عدم الاعتماد على متغير التغير في الأرباح كمتغير تفسيري وحيد للعوائد السوقية للأسهم وإنما يجب أن يأخذ بعين الاعتبار كلاً من متغير التغير في الأرباح ومتغير مستوى الأرباح.

كما أكدت نتائج الدراسة على قدرة المستثمر في السوق المالي السعودي على التميز بين عناصر الأرباح الدائمة والمؤقتة وذلك من خلال اختلاف استجابة أسعار السهم لقراراتهم. وعليه، يجب الأخذ بعين الاعتبار مدى ديمومة الأرباح عند المفاضلة ما بين البدائل الاستثمارية في الشركات حيث إن الأرباح غير الدائمة لا تنعكس في الأسعار السوقية للأسهم بالقدر الذي تؤثر فيه الأرباح الدائمة.

كما توصلت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم تسبق الأرباح المحاسبية في عكسها للمعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة، وأن أسعار الأسهم تسبق الأرباح المحاسبية في عكسها للمعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة بثلاث فترات مالية في السوق السعودية. وعليه، يجب على المستثمر في السوق المالي السعودي أن يدرك حقيقة أن مجموعة المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم أغنى من مجموعة المعلومات التي تعكسها الأرباح المحاسبية، وأن أسعار الأسهم للفترات المالية الثلاثة السابقة هي بأهمية أسعار الأسهم للفترة المالية الحالية، ويمكن استخدامها للتنبؤ بالأرباح المستقبلية للشركات.

الهوامش

(1) تم حساب نسبة التغير في معامل استجابة الأرباح من خلال المعادلة الآتية = (معامل استجابة الأرباح للنافذة الرابعة – معامل استجابة الأرباح للنافذة الأولى)/ معامل استجابة الأرباح للنافذة الأولى.

(2) تم حساب نسبة التغير في قيمة (R^2- Adjusted) المقدرة من خلال المعادلة الآتية = (قيمة (R^2- Adjusted) المقدرة للنافذة الرابعة – قيمة (R^2- Adjusted) المقدرة للنافذة الأولى)/ قيمة (R^2- Adjusted) المقدرة للنافذة الأولى.

المراجع

المراجع العربية

الدبعي، مأمون، ومحمد أبو نصار، 1999، مواصفة بين العوائد السوقية والأرباح المحاسبية للشركات المساهمة الأردنية، ***مجلة دراسات***، مجلد 26، عدد 2، 312-329.

الدبعي، مأمون، ومحمد أبو نصار، 2000، دور نسبة الربح إلى السعر في تحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ،دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الاردنية، ***مجلة دراسات***، مجلد 27، عدد 2، 410-431 .

الدبعي، مأمون، ومحمد أبو نصار، 2001، هل تسبق أسعار الأسهم الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة، ***مجلة دراسات***، مجلد 28، عدد 1، 54-67.

الدبعي، مأمون، 2002، أثر السماح لمعاملات نموذج علاقة العوائد بالأرباح بالتغير عبر الزمن وما بين الشركات على قوة العلاقة، ***مجلة دراسات***، مجلد 29، عدد 1، 134-145.

عبدالقادر، معاذ، ومأمون الدبعي، وفوزي غرايبة، 2008، العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم في الأجل الطويل: إعادة وإضافة، ***المجلة الأردنية في إدارة الأعمال***، مجلد 4، عدد 1، 24-44.

المراجع العربية باللغة الإنجليزية

Abdelqader, Muath B., Al-Debi'e, Mamoun M., and Gharaibeh, Fawzi A. 2008. The Relation between Earnings and Stock Returns in the Long Run: Replication and Extension, ***Jordan Journal of Business Administration***, 4 (1): 24-44.

Al-Debi'e, Mamoun M. 2002. The Effect of Allowing the Parameters of the Returns-Earnings Model to Vary Over Time and Across Companies on the Strength of the

Model, ***Dirasat***, 29 (1): 134-145.

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

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

Al-Debi'e, Mamoun M. and Abu-Nassar, Mohammad H. 1999. Specification of the Relation between Stock Returns and Accounting Earnings of Jordanian Companies, ***Dirasta***, 26 (2): 312-329.

المراجع الأجنبية

Al-Debie, M. and Walker, M. 1999. Fundamental Information Analysis: An Extension and UK Evidence. ***British Accounting Review*****,** 31 (3): 261-280.

Ball, R., and Brown P. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, ***Journal of Accounting Research***, 6 (2): 159-178**.**

Brown, P. 1994. ***Capital Market-based Research in Accounting: an Introduction,*** Cooper and Lybrand and Accounting Association of Australian and New Zealand, Australia.

Brown, L.D., Griffin, P.A., Hagerman, R.L., and Zmijewski, M.E. 1987. An Evaluation of Alternative Proxies for the Market's Assessment of Unexpected Earnings, ***Journal of Accounting and Economics***, 9 (2): 159-193.

Chambers, D. 1996. The Information Content of Negative Earnings and its Relation with Initial-Loss Persistence, ***Working paper, University of Illinois.***

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.

Easton, P., and Harris, T. 1991. Earnings as an Explanatory Variables for Returns. ***Journal of Accounting Research***, 29 (1): 19-36.

Hallefors, V. 2013. On the Relationship between Accounting Earnings and Stock Returns: Model Development and Empirical Tests Based on Swedish Data, ***Doctoral Dissertation for Stockholm School Economics***.

Hayn, C. 1995. The Information Content of losses**.** ***Journal of Accounting and Economics***, 20 (2): 125-153.

Kothari, S. 1992. Price-earnings Regressions in the Presence of Prices Leading Earnings: Earnings Level Versus Change Specifications and Alternative Deflators. ***Journal of Accounting and Economics***, 15 (2/3): 173-202.

Kothari, S. and Sloan, R.G. 1992. Information in Earnings about Future Earnings: Implications for Earnings Response Coefficient. ***Journal of Accounting and Economics***, 15 (2/3): 143-171.

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.

Liu, C., Pope., P., Ryan, S., and Zarowin, P. 1995. The Accounting and complementarity of analysts and earnings to price base forecasts of annual earnings, ***Working paper, Lancaster University***, Lancaster.

Ohlson, J.A. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation, ***Contemporary Accounting Research***, 11 (2): 661-687.

Ohlson, J.A. and Shroft, P. 1992. Changes versus Levels in Earnings as Explanatory Variables for Returns: Some Theoretical Considerations. ***Journal of Accounting Research***, 30: 210-226.

Sin, S. and Watts, E. 2000, The Information content of Losses: Shareholder Liquidation Option and Earnings Reversals. ***Australian Journal of Management***, 25 (3): 327-338.

Strong, N., and Walker, M. 1993. The Explanatory Value of Earnings for Stock Returns. ***Accounting Review*****,** 68 (2): 385-399.

Suggested Methodologies to Improve The Returns-Earnings Relationship (An applied study on Saudi Shareholding Companies)

Asma A. Al zahrani [1] and Mamoun M. Al-Debi'e [2]

ABSTRACT

This study aims to examine the returns–earnings relation and to investigate whether earnings– to –price (E/P) ratio can be used to improve the returns–earning relation. Moreover, the study examines whether stock prices lead earnings in reflecting value–relevant information in the Saudi Financial Market, and aims to determine the number of periods by which prices lead earnings. Furthermore, the study measures the improvement that can be achieved in the returns–earnings relation by including leading period's returns in the model.

A sample of (87) manufacturing and service companies listed in the Saudi Financial Market during the period (2003- 2012) was used with a total number of (870) observations. The study used simple as well as multiple regression models where market stock return was the dependent variable and both the level of earnings and the change in earnings were the independent variables.

The results revealed that: (1) The level of earnings and the change in earnings are relevant explanatory variables for stock returns, (2) The level of earnings has more explanatory power in explaining the stock returns than the change in earnings, and including both variables in the model can improve the Adjusted-R2, (3) The (E/P) ratio captures the effects of both transitory and permanent components of earnings and share price anticipation of earnings, (4) The results provide evidence on the improvement in the explanatory power of the model and the earnings response coefficient that can be achieved by conducting the analysis based of E/P ratio, (4) Prices lead earnings by up to three periods in the Saudi Financial Market, (5) The estimated earnings response coefficient and the Adjusted R2 can be improved when leading periods returns are included in the model of the returns–earning relation, finally (6) The results suggest that the returns earnings relation is not contemporaneous, and that leading periods returns are as important as current periods returns.

Keywords: Earnings per share, Stock Market Return, (E/P) Ratio, Information Content.

1 Postgraduate Student, The University of Jordan.
2 Professor, Accounting Department, School of Business, The University of Jordan.
mamoun@ju.edu.jo
Received on 30/5/2015 and Accepted for Publication on 24/11/2015.