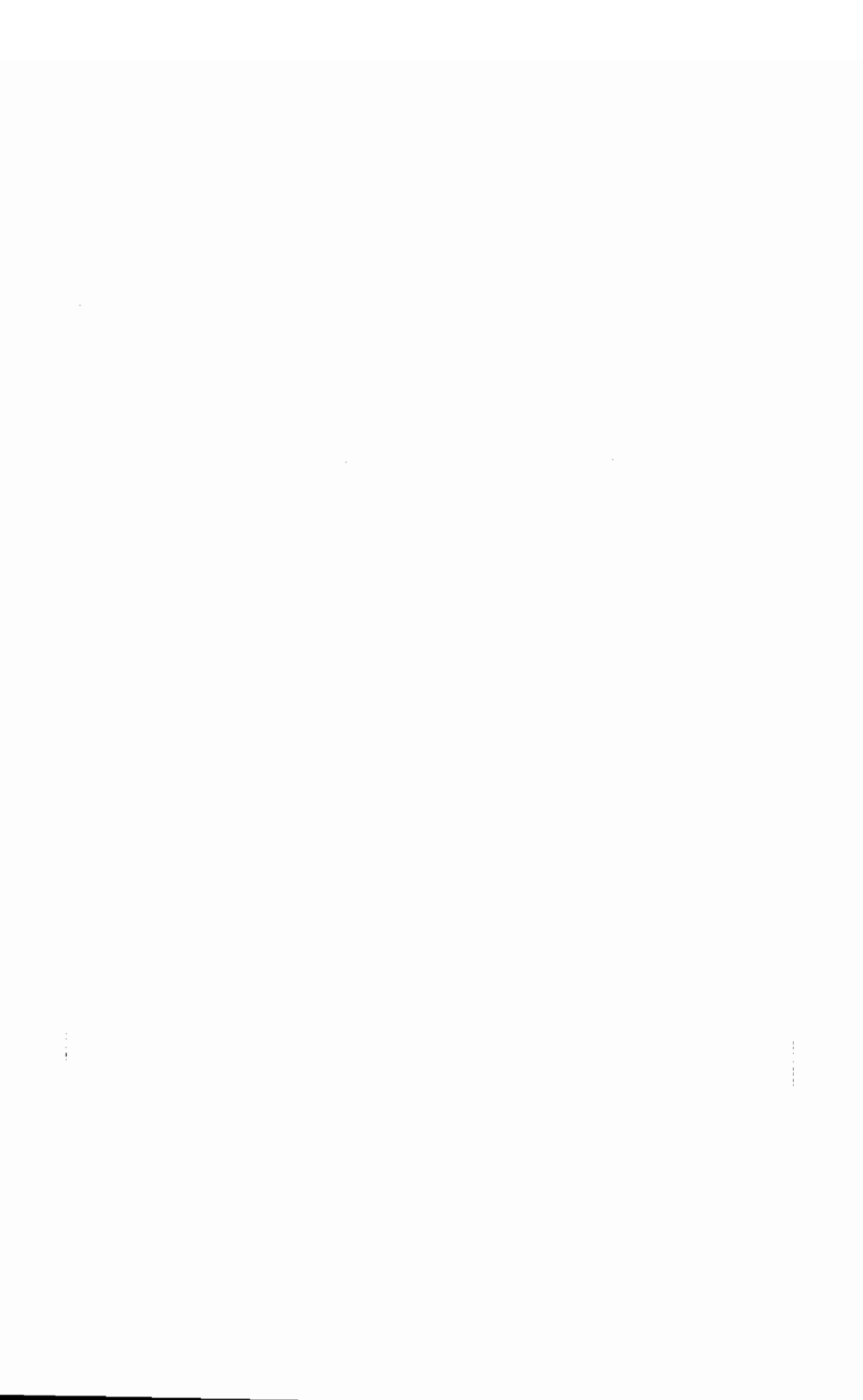


المحتوى الإعلامى للمعلومات المحاسبية  
رؤية مقترحة لدعم قدرتها التفسيرية  
في سوق الأوراق المالية

دكتور

أحمد سعيد قطب حسنين



بسم الله الرحمن الرحيم

## المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية رؤية مقترحة لدعم قدرتها التفسيرية في سوق الأوراق المالية

مستخلص البحث

يوضح واقع التعامل في أسواق الأوراق المالية أن أسعار الأسهم لا تمثل القيمة الحقيقية لها، كما أن العوائد من السوق واحجام التعامل لا تفسر حركتها المعلومات المحاسبية تفسيراً كاملاً، لأن هناك بعض الإعتبارات الأخرى بخلاف المعلومات المحاسبية والتي تلعب دوراً في هذا الصدد. وتمثل هذه الدراسة محاولة لتحليل وتقويم المحتوى الإعلامي والمقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية السعودية، مع تقديم مقترح بإضافة مجموعتين إضافيتين من المعلومات جنباً إلى جنب مع المعلومات المحاسبية هما المعلومات الإجتماعية Social Information والمعلومات التنبؤية المستقبلية Forward Looking Information. كما تقوم الدراسة بإختبار فروض أساسية هي أن هذه المعلومات الإضافية من الممكن أن تؤدي إلى زيادة المقدرة التفسيرية والمحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية في السوق. ومن واقع البيانات الميدانية الخاصة بالسوق السعودية توصلت الدراسة إلى أن المعلومات المحاسبية مقدرتها التفسيرية فيما يتعلق بالتغيرات في أسعار الأسهم لا تتعدى ٣٨,٦ %، في حين أن مقدرتها التفسيرية للتغيرات في عوائد الأسهم ٧٣,١ %، وبالنسبة لأحجام التداول فإن مقدرتها التفسيرية لا تتعدى ٢٤ %، ويؤيد ما سبق فروض هذه الدراسة. كما أن بيانات قائمة الإستقصاء أوضحت أن المعلومات غير المحاسبية ممثلة في المعلومات الإجتماعية والمعلومات التنبؤية يمكن أن تؤدي دوراً هاماً في زيادة مستوى هذه المقدرة التفسيرية.

المبحث الأول: طبيعة المشكلة والدراسات السابقة

طبيعة المشكلة

تشهد أسواق رأس المال تطورات هامة في الآونة الأخيرة بعد تزايد عمليات الخصخصة، وزيادة عدد الشركات المساهمة التي يتم تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، مما يحتم ضرورة الاهتمام بالبيانات هذه الأسواق. وتلعب التقارير المالية بما توفره من معلومات محاسبية دوراً هاماً وجوهرياً في حركة أسعار الأسهم في السوق. فلقد أوضحت بعض الدراسات أن المعلومات المحاسبية تمثل جزءاً أساسياً من المعلومات التي تساهم في تحديد أسعار الأسهم واتخاذ قرارات تداول الأوراق المالية في السوق ( Barth et al. 1991, Stice 1991, Brennan 1991).

وفي ذات الوقت تناولت بعض الدراسات أثر بدائل السياسات المحاسبية على القيمة الاقتصادية للمشروع، وبالتالي على أسعار وحجم التداول في سوق الأوراق المالية (Ball 1972 ، Ajinka 1980 ، Leftwich 1981) . كما تناولت دراسات أخرى عملية تحديد وتفسير المتغيرات التي تؤثر في اختيارات الإدارة بين بدائل السياسات المحاسبية (Hagerman & Walts & Zimmerman 1990 ، Zemijewski 1979).

وعلى الرغم من الأدلة التي قدمتها البحوث التي تناولت المعلومات المحاسبية متمثلة في رقم الربح المحاسبي أو مكونات هذا الرقم والتي تظهر بالقوائم المالية المنشورة، إلا أن هذه الدراسات ذاتها أظهرت أن المقدرة التفسيرية للربح المحاسبي للتغيرات في العائد السوقي Market Return منخفضة جداً (أظهرت بعض الدراسات في البيئة الأمريكية أن المقدرة التفسيرية  $(R^2)$  للربح المحاسبي للتغيرات في العائد السوقي في المتوسط في حدود ١٠% ، وفي البيئة الإنجليزية في المتوسط في حدود ١٥%) . وقد أرجع بعض الباحثين هذا الانخفاض في المقدرة التفسيرية للربح المحاسبي إلى عدة أسباب من بينها الممارسات الخاصة بالإدارة عند اختيارها للطرق المحاسبية، وتأثير ذلك على علاقة الربح المحاسبي بالقيمة الاقتصادية للأسهم متمثلة في أسعار هذه الأسهم. وفي ذات الوقت فقد أجريت دراسة على سوق الأسهم بدولة الإمارات العربية المتحدة وقد وجدت هذه الدراسة أن المقدرة التفسيرية للربح المحاسبي تصل في المتوسط إلى أقل من ٦٠% (الدهراوي ١٩٩٥).

وتحاول هذه الدراسة البحث عن العوامل والمتغيرات الأخرى بخلاف المعلومات المحاسبية والتي تقدم تفسيراً مكملًا وإضافيًا للتغيرات في العائد السوقي للأسهم وكذلك التغيرات في حركة الأسعار والتداول الخاصة بالإسهم، ومن أمثلة هذه المتغيرات ما يطلق عليه متغيرات العلاقات الاجتماعية، وأيضًا المعلومات التنبؤية المستقبلية الخاصة بالتوجه الإستراتيجي للمنشأة. وبعبارة أخرى فإن هذه الدراسة تحاول الإجابة على تساؤلات معينة هي:

- ١) ما هي المعلومات المحاسبية التي تؤثر على قرارات المستثمرين داخل سوق رأس المال؟
- ٢) ما هي المعلومات غير المحاسبية التي يمكن أن تؤثر على قرارات المستثمرين داخل سوق رأس المال؟
- ٣) هل تحظى المعلومات غير المحاسبية بنفس الأهمية التي تحظى بها المعلومات المحاسبية لدى المستثمرين حال إتخاذهم لقراراتهم داخل سوق رأس المال؟

وتمثل هذه الدراسة محاولة نحو إحداث نوع من التكامل في دراسات سوق الأوراق المالية بغرض زيادة المقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في تفسير التغيرات في العائد السوقي والتغيرات في حركة الأسعار وأحجام التداول. وسوف تعتمد الدراسة على منهج بحثي تقوم خطواته على تحديد المقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في بيئة سوق الأوراق المالية السعودية ثم الإتجاه نحو اشتقاق بعض المتغيرات الأخرى التي يمكن أن تستكمل عملية تفسير التغيرات في كلا من أسعار الأسهم، العائد السوقي، وأحجام التداول للأوراق المالية.

### أهداف البحث

يهدف هذا البحث إلى تحقيق ما يلي :

- ١) التعرف على أهم عناصر المعلومات المحاسبية التي يمكن أن تؤثر على حركة أسعار الأسهم وعوائدها وأحجام تداولها في سوق الأوراق المالية السعودية.
- ٢) الحصول على دليل ميداني عن مدى مقدرة هذه المعلومات المحاسبية في تفسير التغيرات في حركة التداول والأسعار والعوائد للأسهم في سوق الأوراق المالية السعودية، وبالتالي مدى إمكانية الإعتماد على المعلومات المحاسبية فقط في هذا الصدد.
- ٣) إقتراح بعض المتغيرات الأخرى كوسيلة لزيادة ودعم هذه المقدرة التفسيرية في حالة ثبوت ضعفها بالنسبة للمعلومات المحاسبية، مع محاولة إختبار مدى إمكانية الإعتماد عليها ميدانياً.

### أهمية البحث

تظهر أهمية هذا البحث في كونه مساهمة ضمن المحاولات البحثية العديدة التي يتم القيام بها لدراسة أثر المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية على حركة الأسعار والتداول والعوائد للأسهم في سوق الأوراق المالية السعودية. ومن ثم يمكن للجهات المنظمة لسوق الأوراق المالية توفير ونشر المعلومات عن هذه المتغيرات بصورة منظمة ومستمرة بما يدعم من كفاءة هذه الأسواق.

### منهج البحث

إن طبيعة هذه الدراسة ومجال تطبيقها يفرضان على الباحث من الناحية المنهجية الإعتماد أساساً على المنهج الإستنباطي في تحليل وتصنيف الكتابات المختلفة المتعلقة بمجال دراسة وتحليل وتفسير المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية واشتقاق المتغيرات المحاسبية الأساسية التي تلعب دوراً هاماً في تفسير تحركات أسعار الأسهم وعوائدها ومعدلات تداولها في سوق الأوراق المالية بصفة عامة والسعودية بصفة خاصة وفي بناء العلاقة بين المعلومات المحاسبية كمتغيرات مستقلة وبين تغيرات العوائد والأسعار وأحجام التداول للأوراق المالية في السوق كمتغيرات تابعة ثم تحليل وتفسير النتائج التي يتم التوصل إليها في الدراسة

الاختبارية لهذه العلاقة، ويلي ذلك إجراء دراسة إستطلاعية بهدف تحديد بعض المتغيرات الأخرى غير المحاسبية ومدى تأثيرها في هذا الصدد مع محاولة صياغة فروض جديدة بشأن هذه المتغيرات الجديدة.

### الدراسات السابقة

يستعرض الباحث في هذا الجزء عرضاً تاريخياً لبعض الدراسات السابقة التي تغطي مجالات هذا البحث بأبعاده المختلفة والتي تتمثل في ثلاث مجموعات هي الدراسات المتعلقة باستقصاء المتغيرات المؤثرة في حركة الأسعار والتداول في سوق الأوراق المالية، الدراسات المتعلقة باستقصاء المتغيرات المؤثرة في قرارات الإدارة بالمفاضلة بين بدائل السياسات المحاسبية، وأخيراً الدراسات التي حاولت تقديم مؤشرات حول ضعف المقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية ومحاولة تقديم مقترحات لدعم هذه المقدرة التفسيرية.

فعلى مستوى المجموعة الأولى ركزت الكثير من الدراسات على اختبار المقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في تفسير التغيرات في أسعار الأسهم أو في العائد السوقي أو في حجم التداول لهذه الأسهم. ففي دراسته عام ١٩٧٣ قام Foster باختبار مدى استجابة السوق لتنبؤات وتقديرات الأرباح المعلنة للسهم بواسطة المسؤولين في الشركات صاحبة الأسهم وذلك قبل نشر القوائم المالية في نهاية السنة المالية. أي أن الهدف من هذه الدراسة هو اختبار المحتوى الإعلامي لتقديرات الربحية للسهم بواسطة مسؤولي الشركة قبل تاريخ نشر القوائم المالية. ولقد تم إجراء هذه الدراسة من خلال متغيرين يرتبطان بالأسهم هما سعر السهم باعتباره مؤشر لاستجابة السوق، وحجم التداول باعتباره مؤشراً لاستجابة الأفراد في هذا السوق. وقد اهتمت الدراسة بالإجابة على تساؤل حول إمكانية تحقيق عوائد غير عادية عن طريق المعرفة المسبقة لإشارة خطأ التنبؤ. ولقد توصلت الدراسة إلى أن المعرفة المسبقة لتقديرات ربحية السهم توفر فرصة لتحقيق أرباح غير عادية، كما أوضحت وجود علاقة بين إشارة خطأ التنبؤ بربحية السهم وإشارة العوائد غير العادية خلال فترة ما قبل إعلان التقديرات بواسطة الشركة. أما في فترة ما بعد الإعلان عن تقديرات الأرباح وتوافر هذه المعلومات وإتاحتها للجمهور فإن العلاقات السابقة لم يظهر لها أي اثر وأصبحت غير معنوية مما يدل على أن تقديرات ربحية السهم المعلنة بواسطة الشركات ذات محتوى إعلامي.

وفي عام ١٩٨٤ قام Waymire بمحاولة لتقديم أدلة إضافية حول المحتوى الإعلامي لتوقعات الإدارة عن الأرباح. وقد ركزت الدراسة على تقصي رد فعل أسعار الأسهم لتنبؤات الإدارة، ومدى وجود ارتباط ما بين انحراف التنبؤ ( الفرق بين تنبؤات الإدارة والأرباح المتوقعة ) وبين حجم العوائد غير العادية، وأيضا بين طبيعة تنبؤات الأرباح وبين نوعية العوائد غير العادية. لقد توصلت الدراسة إلى

حقائق هامة مؤداها وجود علاقة ارتباط طردية بين طبيعة التنبؤات ونوعية العوائد حيث أن تنبؤات الأرباح ذات الأخبار السارة تكون مصحوبة بعوائد غير عادية إيجابية وذلك في الفترة المصاحبة لتاريخ الإفصاح عن التنبؤات ، وأن التنبؤات ذات الأخبار غير السارة تكون مصحوبة بعوائد غير عادية سلبية. وأوضحت الدراسة وجود ارتباط بين حجم انحراف التنبؤ وبين حجم هذه العوائد غير العادية .

وفي عام ١٩٩٢ أكد Teets على أن المعلومات المحاسبية لها محتوى إعلامي فى تفسير رد فعل السوق تجاه الإعلان عن الأرباح. غير أنه ثبت أن الإختلافات التنظيمية بين القطاعات تمثل أحد المتغيرات التى تؤثر فى رد فعل السوق. ولقد إنتهت الدراسة إلى إختلاف رد فعل السوق تجاه هذه المعلومات المحاسبية فى القطاعات التى تحكمها نواحي تنظيمية مقارنة بتلك التى لا تخضع لمثل تلك القواعد التنظيمية.

وبالنسبة للمجموعة الثانية فلقد ركزت العديد من الدراسات حول المتغيرات المؤثرة فى قرارات الإدارة بالمفاضلة بين بدائل السياسات المحاسبية وما لذلك من آثار على القيمة الحقيقية للمنشأة. ففي عام ١٩٩٥ قام كلاً من Haris & Moller بدراسة لتقصي اثر بدائل السياسات المحاسبية على القيمة السوقية للأسهم لمجموعة من الشركات الأمريكية والألمانية، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط قوية فى هذا الصدد من حيث تأثير بدائل السياسات المحاسبية على كل من القيمة الدفترية للسهم والعائد على السهم ومن ثم على القيمة السوقية للسهم.

وفي عام ١٩٩٨ قام كلاً من King & Langil بإجراء دراسة على مجموعة من الشركات التى تعمل فى ثلاث دول هي إنجلترا وألمانيا والنرويج، حيث توصلت الدراسة إلى وجود تأثير السياسات المحاسبية البديلة على القيمة الدفترية للسهم والعائد على السهم. كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين القيمة الدفترية للسهم والعائد على السهم من ناحية والقيمة السوقية من ناحية أخرى .

فى دراسة عام ١٩٩٨ قام محمد حسين أحمد بإجراء دراسة على اثر تنباين السياسات المحاسبية المطبقة على تقييم المنشأة بغرض توفير أساس علمي يفيد فى التنبؤ بالقيمة السوقية للسهم. وتوصلت الدراسة على وجود دوافع بيئية واقتصادية عند الاختيار بين بدائل السياسات المحاسبية . بالإضافة إلى إنخفاض معنوية العائد الموزع على السهم مما يعنى عدم إمكانية الاعتماد على هذا المتغير بمفرده للتأثير على التغير فى القيمة السوقية للسهم. وأوصت الدراسة على ضرورة الإفصاح عن السياسات المحاسبية المطبقة فى الإيضاحات المرفقة بالقوائم المالية لما لها من آثار على عمليات اتخاذ القرارات الاستثمارية.

وأخيراً بالنسبة للمجموعة الثالثة من الدراسات والخاصة بمحاولة التعرف على المقدرة التفسيرية والمحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية وتقديم بدائل لدعمها، فإن هناك العديد من الدراسات التي تمت في هذا الصدد. ففي عام ١٩٩٠ قام Ou بتقديم الإثبات الميداني حول القدرة التنبؤية والمحتوى الإعلامي للمعلومات الإضافية بخلاف الربحية. وأوضحت الدراسة أن المعلومات الأخرى بخلاف معلومات العوائد لها محتوى تفسيري لإتجاهات العوائد المستقبلية والتي قد لا تنعكس في معلومات الربحية الحالية. وفي عام ١٩٩٠ قام كلاً من Lev & Penman بدراسة العلاقة بين القيمة السوقية للمنشآت والأرباح المنشورة وذلك من خلال الإجابة عن تساؤلين أولهما يتعلق بمدى تأثير تنبؤات الأرباح المنشورة على القيمة السوقية للمنشأة. ويتعلق السؤال الثاني بحركة أسعار السهم في السوق ومدى ارتباطها بتنبؤات الأرباح المفصح عنها. وتوصلت الدراسة إلى أن تنبؤات الأرباح تحدث نوعاً من التمييز بين الشركات، حيث أن الشركات التي تفصح عن تنبؤات الأرباح تتميز عن تلك التي لا تقوم بالإفصاح والتي تعمل في نفس القطاع من النشاط وإن كان ذلك لا يعني انخفاض أرباح الشركات التي لا تقوم بالإفصاح.

في دراسته عام ١٩٩٦ قدم الدهراوى دليلاً على انخفاض المقدرة التفسيرية للربح المحاسبي وقدم مقترحات حول بدائل زيادة المحتوى المعلوماتي بإضافة مؤشرات التدفقات النقدية بجوانبها الثلاثة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية. وقد انتهت الدراسة إلى أن المؤشرات الثلاثة تقدم معلومات إضافية مفيدة للمستثمرين والأطراف الأخرى في شرح وتفسير الاختلافات في أسعار الأسهم للشركات.

وفي دراستهما عام ١٩٩٦ قدم Amir & Lev دليلاً على إنخفاض المقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية. فقد قامت دراستهما من خلال عينة قوامها ١٤ شركة تعمل في قطاع الاتصالات ولمدة زمنية مداها ١٠ سنوات باختبار المقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية والمعلومات غير المحاسبية - بصورة مستقلة لكل فئة وللمجموعتين معاً- في تفسير التغيرات في أسعار الأسهم. ولقد توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين المعلومات المحاسبية والتغيرات في أسعار الأسهم هي علاقة غير معنوية، أما العلاقة بين المعلومات غير المحاسبية والتغيرات في أسعار الأسهم فهي علاقة معنوية، في حين أن العلاقة بين المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية معاً والتغيرات في أسعار الأسهم هي علاقة معنوية. وتوصلت الدراسة إلى أن إدماج المعلومات غير المحاسبية مع المعلومات المحاسبية قد أدى إلى زيادة المقدرة التفسيرية للأخيرة.

وفي مجال البيئة السعودية قدم طاحون عام ٢٠٠٠ دراسة حول دور كل من الأرباح والقيمة الدفترية للسهم في تحديد أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية السعودية. وقد توصلت الدراسة إلى أن الأرباح والقيمة الدفترية معاً يفسران نسبة مرتفعة من التغيرات في أسعار الأسهم ولكن مع ذلك فقد أوصت الدراسة بعدم



إهمال دور المعلومات غير المالية في هذا الصدد لما لها من دور تكاملي مع المعلومات المالية. بل إنه في بعض الصناعات التي تتسم بمعدلات مرتفعة من التقنية ومعدلات التطور السريع مثل صناعات الاتصالات والحاسب فإن المعلومات غير المالية تؤدي دورا هاما إن لم يكن أهم من المعلومات المالية في هذا الصدد.

من هذا العرض للدراسات السابقة والمرتبطة بمشكلة البحث يمكن استخلاص ملاحظة هامة وهي أن إهتمام أغلبية الدراسات كان منحصرا في تحليل أثر المعلومات المحاسبية فقط كما هي متاحة في القوائم المالية المنشورة، ولم تتجه نحو محاولة تقصي مدى إمكانية الاعتماد على بعض المعلومات الأخرى بخلاف المعلومات المحاسبية والتي يمكن أن تلعب دورا هاما في تفسير حركة سوق رأس المال سواء على مستوى الأسعار أو أحجام التداول أو العوائد من السوق. وهو ما تحاول هذه الدراسة التوجه نحوه من خلال محاولة الإجابة من الواقع العملي عن مدى تأثير إضافة هذه المتغيرات الأخرى على زيادة المقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية، ثم المضي قدما نحو إشتقاق نموذج يعبر عن العلاقات الناتجة من هذه المتغيرات.

### تنظيم البحث

بعد المبحث الأول والذي تضمن تحليلا لطبيعة المشكلة مقرونا بعرض للدراسات السابقة التي تمت في هذا الصدد، سوف يتم تنظيم بقية البحث في خمسة مباحث إضافية تبدأ بالمبحث الثاني والذي يتضمن تحليلا لدور المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية في سوق الأوراق المالية، أما المبحث الثالث فيتناول بالتفصيل الإطار المقترح ببعديه الوصفي والإجرائي. وخصص المبحث الرابع للدراسة الميدانية، واخيرا يتعرض المبحث الخامس لخلاصة البحث ونتائجه.

### المبحث الثاني: المعلومات ودورها في سوق الأوراق المالية

وفقاً لمفهوم كفاءة أسواق رأس المال فإن أسعار الأسهم في السوق يجب أن تعكس وبصورة سريعة المعلومات التي تتوافر للمتعاملين تعيد نظرتهم للمنشأة المصدرة لتلك الأسهم. وإذا ما وصلت سوق الأوراق المالية إلى الدرجة التي عندها تعكس أسعار الأوراق المالية كل المعلومات المتاحة والتي تعبر عن حقيقة النشاط والدور الاقتصادي والإجتماعي للشركة بما يمكن من التعرف على القيمة الحقيقية للشركة فإنه يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية تعمل في ظل كفاءة كاملة، وأن المقدرة التفسيرية للمعلومات المتاحة في دراسة حركة وأسعار التداول عالية. وتمثل المعلومات المحاسبية جزءاً رئيسياً من المعلومات التي تساهم في بناء

حركة التداول في السوق وما يرتبط بها من عائد سوقي للأسهم وتغيرات في أسعار وحجم التداول.

وقد جرت العادة في دراسات السوق على التمييز بين المعلومات التاريخية التي تغطي فترات زمنية سابقة، والمعلومات الحالية والتي تمثل المعلومات المتاحة والمنشورة في الوقت الحاضر، والمعلومات الخاصة التي تتاح لفئة معينة من المتعاملين دون باقي المتعاملين في السوق . كما يرى البعض أن هناك معلومات يجب أن تكون متوافرة عن الظروف الاقتصادية والبيئية العامة، وأخرى عن الصناعة، وثالثة عن الشركة ذاتها صاحبة الأسهم، وأخيراً معلومات عن الأوراق المالية التي يتم تداولها. ومن خلال المعلومات المتوافرة في السوق بكل أنواعها يتخذ المستثمرون قراراتهم بما لهذه المعلومات من قوة تفسيرية في دراسة حركة التعامل بالسوق . إن التعرض لموضوع علاقة المعلومات المحاسبية بحركة التعامل في السوق يجب أن يكون قائماً على تحليل لرد فعل المتعاملين في السوق للمعلومات ومحتواها وتأثيراتها على هذه الحركة. ويعرض الباحث لبعض أركان هذا التحليل خاصة ما يتعلق منها بعلاقة المعلومات المحاسبية بكفاءة سوق الأوراق المالية وأثار ظاهرة الجمود التفسيري Functional Fixation في دراسة محتوى هذه المعلومات، ودوافع اختيار السياسات المحاسبية في دراسة محتوى هذه المعلومات وأهمية الإفصاح عنها كعامل مؤثر في تحديد الأسعار الحقيقية للأسهم واحجام التداول والعوائد من السوق.

### المعلومات المحاسبية وكفاءة سوق الأوراق المالية

يمثل العرض والإفصاح المحاسبي أداة توصيل المعلومات المحاسبية إلى المستفيدين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية بهدف ترشيد القرارات الاستثمارية التي يتخذها هؤلاء المتعاملين داخل السوق، حيث يقوم المستثمرون والمحللون الماليون بتحليل هذه المعلومات والبيانات بهدف المساعدة في اتخاذ القرارات المتعلقة بشراء أو بيع أو الإبقاء على الأوراق المالية . وحتى تؤدي سوق الأوراق المالية دورها في عمليات الوساطة بين المستثمرين يجب أن يتوافر لها مجموعة من المقومات (دوبان ١٩٨٥) ومن أهم هذه المقومات ما يلي:

- وجود نظام فعال يسمح بتوفير المعلومات الملزمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية وفقاً لأهداف واحتياجات المستثمرين وسلوكهم تجاه المخاطرة .
- الإفصاح عن القدر الكافي من المعلومات المحاسبية التي تعكس حقيقة المراكز المالية للمشروعات وأرباحها المحققة والمتوقعة مستقبلاً وبما يساعد على تقييم أسعار الأسهم المتداولة بقيمتها الحقيقية .

- توافر الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في سوق الأوراق المالية حتى يتمكنوا من المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة بالسوق بهدف ترشيد القرارات الاستثمارية.
- وجود إدارة عامة بسوق الأوراق المالية تقوم بتنظيم عملية تداول الأسهم والإشراف والرقابة على إجراءات التداول واتخاذ القرارات التصحيحية في الوقت المناسب .
- وجود تنظيم فعال لمهنة الوساطة لتسهيل عملية الاتجار في الأسهم المتداولة في السوق.
- وجود مجموعة كبيرة ومتنوعة من الأوراق المالية للوفاء بكل احتياجات المستثمرين.

ولقد تعرضت العديد من الدراسات السابقة- والتي عرض الباحث لبعض منها في الجزء السابق- للإجابة على التساؤلات الخاصة بمدى أهمية المعلومات المحاسبية وتأثيرها على الأسعار والعوائد وأحجام التعامل في سوق الأوراق المالية، ومع ذلك فقد توصلت هذه الدراسات إلى نتائج متضاربة في هذا الصدد. ويمكن إرجاع أسباب هذا التضارب إلى إختلاف المؤشرات المالية المستخدمة في كل دراسة من ناحية، والتباين بين الأسواق المالية التي أجريت عليها هذه الدراسات من حيث مدى إستجابتها للبيانات المحاسبية من ناحية أخرى.

وحقيقة الأمر أنه رغم تنوع هذه الدراسات وإختلاف النتائج التي توصلت إليها بصدد أهمية المعلومات المحاسبية لسوق الأوراق المالية، إلا أنها توصلت إلى مجموعة من المفاهيم التي تتكامل مع بعضها البعض لكي تدعم من هذا الدور، حيث تؤكد هذه الدراسات على ما يلي :

- تمثل المعلومات المحاسبية جزءاً أساسياً من المعلومات التي تؤثر - مع غيرها من المتغيرات- في عمليات التداول في سوق رأس المال . حيث يعتمد المحللون الماليون والمستثمرون على هذه المعلومات في إجراء التحليلات اللازمة للتنبؤ بحركة الأسعار ومخاطر الاستثمار .
- أهمية الإفصاح عن السياسات المحاسبية المطبقة لتحديد الأسعار الحقيقية للأسهم في سوق الأوراق المالية . حيث تؤثر السياسات المحاسبية على القيمة الاقتصادية للمشروع وبالتالي على حجم وأسعار التداول في السوق .
- أهمية دراسة السلاسل الزمنية للمعلومات المحاسبية وتحديد آثارها على سوق الأوراق المالية . حيث تتأثر أسعار وحجم التداول في السوق بتحليل السلاسل الزمنية للمعلومات من خلال تأثير نتائج تحليل هذه السلاسل على تعديل توقعات الأطراف المتعاملة في السوق .

- وجود علاقة بين الأرباح المنشورة وتنبؤاتها بالأرباح المستقبلية وبين أسعار وحجم التداول في السوق خلال فترة نشر هذه المعلومات والتنبؤات .
- وجود علاقة بين تاريخ نشر المعلومات والتنبؤات وبين أسعار وحجم التداول في السوق .

وغني عن البيان في هذا الصدد أن المعلومات المحاسبية يمكن تمييزها من حيث دورها في السوق في ضوء الفترة التي تغطيها إلى معلومات تاريخية متاحة للجميع وتغطي فترات زمنية سابقة أو معلومات حالية تساهم في تعديل توقعات المتعاملين في سوق الأوراق المالية مثل الإعلان عن توزيعات أرباح. كما وأن هذه المعلومات قد تكون معلومات عامة متاحة لكل الفئات التي تتعامل في السوق أو معلومات خاصة تتاح لفئة معينة دون باقي المتعاملين في السوق.

هذا ويتم التعبير عن مدى استجابة سوق الأوراق المالية للمعلومات المحاسبية بمفهوم كفاءة سوق رأس المال، والذي بدوره يعكس قدرة سوق رأس المال على استيعاب المعلومات لحظة نشرها وقدرة المتعاملين بالسوق على تفهم ودراسة وتحليل هذه المعلومات. وهذه القدرة إنما هي قدرة نسبية وليست قدرة مطلقة. وتحدد كفاءة السوق الكلية في ضوء ثلاثة متغيرات أساسية تتكامل مع بعضها البعض لكي تشكل المفهوم العام لكفاءة سوق رأس المال أولها الكفاءة التبادلية والتي تعني انخفاض تكلفة التبادل وعمولة السمسرة، حيث تكون المعلومات في السوق متاحة للجميع في نفس اللحظة وبدون تكاليف. وثانيها الكفاءة التشغيلية والتي تعني انخفاض الهامش والفرق بين أسعار البيع والشراء لنفس الورقة المالية، حيث يتضمن السوق مجموعة من المستثمرين يتصفون بالرشد ولا توجد قيود على التعامل في السوق والدخول والخروج من هذا السوق. وأخيرا الكفاءة الهيكلية والتي تعني وجود عدد كبير من المتعاملين في السوق مشتريين وبائعين مما يحد من آثار تصرفاتهم في حركات التعامل أو الدخول و الخروج من السوق على أسعار الأسهم.

في ضوء هذه المكونات لمفهوم الكفاءة ميزت الدراسات المحاسبية والتمويلية أسواق رأس المال إلى مستويات وأشكال ثلاث يعكس كل منها درجة معينة من درجات الكفاءة وهي السوق ضعيف الكفاءة، والسوق شبه الكفاء، والسوق قوي الكفاءة.

والسوق من النوع الأول هي التي لا تعكس فيها أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات المتاحة لحظة ورودها إلى السوق . حيث أن المعلومات التي تعكسها الأوراق المالية في السوق هي معلومات تاريخية عن التغيرات في سعر السهم وحجم التعامل في الماضي. فإن دراسة التغيرات في سعر السهم في فترة ماضية بغرض التنبؤ بحركة السعر في فترة تالية تعد أمراً غير منطقياً حيث أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بالحركة

العشوائية لأسعار الأسهم. والكفاءة التشغيلية لمثل هذا النوع من الأسواق تكون ضعيفة. ويرجع ذلك لعدم توافر البنية الأساسية والمقومات اللازمة للسوق.

أما في النوعية الثانية من الأسواق فإن أسعار الأوراق المالية تعكس في أي لحظة زمنية كل المعلومات التي سبق نشرها أو تداولها قبل تلك اللحظة (صلاح الدين مصطفى ١٩٨٣). فأسعار الأسهم في لحظة معينة تعكس بالإضافة إلى التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، كافة المعلومات المتاحة لجميع الفئات التي تتعامل في سوق الأوراق المالية. والكفاءة التشغيلية لمثل هذه الأسواق تكون متوسطة. حيث أن أسعار الأسهم تعكس وبصورة فورية كل المعلومات التي تنشرها الشركة وبالتالي لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق أي عوائد غير عادية.

وأخيراً وعلى مستوى النوعية الثالثة فإن أسعار الأوراق المالية في أي لحظة تمثل انعكاساً للمعلومات المتاحة سواء كانت منشورة أو غير منشورة في تلك اللحظة. فسعر السوق يعكس المعلومات المتاحة للعامة والخاصة. والكفاءة التشغيلية في مثل هذه النوعية من الأسواق عالية حيث أن المعلومات سواء كانت عامة أو خاصة متاحة أمام كل المستثمرين، وهناك من القيود ما يحد من قدرة وحرية الأفراد داخل الشركات على استغلال البيانات الخاصة بشركاتهم أو تسريبها بغرض تحقيق أرباح غير عادية Ingram & Chewing 1983. كما إن الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته. وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين حتى ولو إستعان بخبره أفضل مستشاري الإستثمار في السوق (هندي ١٩٩٩).

### الجمود التفسيري وأثره على المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية

يرتبط مفهوم الجمود التفسيري بالأفراد وسلوكياتهم تجاه أحداث معينة. فالأفراد المتعاملين في سوق الأوراق المالية على سبيل المثال يفسرون الأرقام المحاسبية الخاصة بالعوائد في اتجاه معين ثابت بغض النظر عن الإجراءات والسياسات المحاسبية التي اتبعتها المنشأة في تحقيق وقياس تلك العوائد أو الباعث وراء إختيار تلك السياسات.

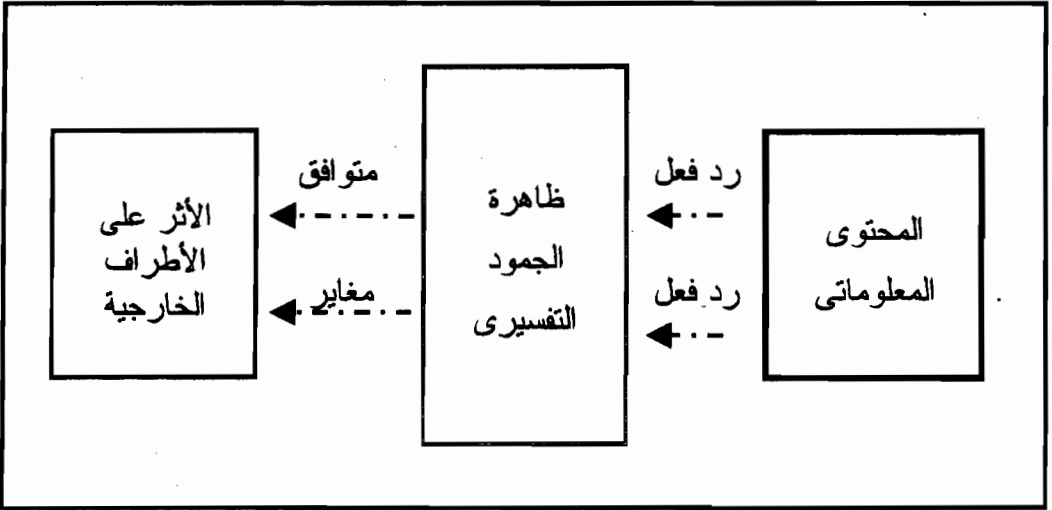
هذا ويفسر مفهوم الجمود التفسيري في المحاسبة في اتجاهين: أولهما يأخذ بمفهوم السلاسل الزمنية وثانيهما المفهوم القطاعي. وينصب اهتمام المفهوم الأول على استقصاء آثار عملية الجمود التفسيري عبر الزمن رغم حدوث تغيرات في محتوى وطريقة وسياسة إعداد المعلومات التي تجري عمليات التفسير في ضوءها. في حين ينصب اهتمام المفهوم الثاني على دراسة آثار عمليات الجمود التفسيري في لحظة معينة من الوقت بين مجموعة من الأفراد، أو تأثير اختلافات محتوى وطريقة وسياسة إعداد المعلومات في لحظة معينة. ولقد أجريت بعض الدراسات

الخاصة بالجمود التفسيري في مجال المحاسبة منها على سبيل المثال ( Wilner & Vergoossen 1990 - Tinic 1990 - Hand 1990 - Birnderg 1986 ).

ويلعب مفهوم الجمود التفسيري دوراً مؤثراً عند دراسة المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وغيرها من الأخبار التي تتعلق بمنشأة معينة وأثر ذلك على أسعار وحركة التداول ويأخذ اتجاهات عديدة. منها على سبيل المثال ما هو متعارف عليه بالنسبة للمستثمرين والمحللين الماليين بأن الإعلان عن توزيعات الأرباح يمثل أخباراً معينة عن الربحية المستقبلية للمنشأة، أو بمعنى آخر فإن الإعلان عن توزيعات الأرباح يؤدي دوراً كمؤشر يتضمن توقعات الإدارة عن الربح المتوقع وتنتقل هذه الصورة إلى الأطراف الخارجية وهم حملة الأسهم والمحللين الماليين. فقد تقرر إدارة المنشأة تخفيض توزيعات الأرباح نتيجة لوجود نقص في السيولة رغم تحقيقها لأرباح. فالإشارة التي يرسلها هذا القرار للأطراف الخارجية قد يعطي إنطباعات بان حدوث اتجاهات انخفاضية في أرباح الشركة نتيجة لوجود ظاهرة الجمود التفسيري فيما يتعلق بقرارات توزيعات الأرباح والعكس بالعكس فقرار زيادة التوزيعات نتيجة توافر سيولة نقدية قد يحمل أخباراً سارة للمتعاملين في السوق رغم احتمالات وجود اتجاهات انخفاضية فعلية في ربحية الشركة.

ولقد أشار كل من John & Kalay 1982 على أنه في حالات معينة فإن تخفيض التوزيعات يمكن أن تفسر على أنها أخبار سارة للمتعاملين في السوق. وفي عام ١٩٨٤ إختبر كلا من Woolridge & Ghosh هذه الفرضية بدراسة تطبيقية حيث أوضحوا في هذه الدراسة على أنه في ظروف معينة فإن الإشارة المرسلة للسوق من عمليات تخفيض الأرباح الموزعة قد تكون معاكسة تماماً لما هو متعارف عليها في الفروض التقليدية الخاصة بأثر التوزيعات. فقد تتوافر لدي المنشأة مقومات الربحية ولكن تواجه مشكلة عدم وجود سيولة نقدية وأن تكلفة التمويل الخارجي عالية. في هذه الحالة فإنه من الممكن أن تتأثر قيمة أسهم الشركة إيجابياً بعملية خفض التوزيعات وزيادة الاستثمارات الداخلية. وهنا تكون إشارة تخفيض التوزيعات مغايرة تماماً للسلوك العام لمثل تلك التأثيرات.

وما سبق يعني إحتمال وجود نوعين من رد الفعل تجاه المحتوى المعلوماتي لتوزيعات الأرباح، الأول هو رد الفعل المتوافق والثاني هو رد الفعل المضاد أو المغاير. ويمكن بيان هذه العلاقة كما هو موضح في الشكل رقم (١) .



شكل رقم (١) : أثر ظاهرة الجمود التفسيري للمحتوى المعلوماتي

هذا ويمكن التمييز بين مستويين من مستويات الجمود التفسيري في دراسة أثر المحتوى المعلوماتي على سوق السوق .

(١) الجمود قوى المستوى Strong Fixation والذي يعني أن حملة الأسهم والمتعاملين في السوق والمحللين الماليين لا يلاحظون التغييرات المحاسبية عند دراستهم لمحتوى المعلومات.

(٢) الجمود ضعيف المستوى Weak Fixation والذي يعني أن حملة الأسهم والمتعاملين في السوق والمحللين الماليين يلاحظون التغييرات المحاسبية عند دراستهم لمحتوى المعلومات ولكن يتم تجاهل أثر هذه التغييرات على محتوى المعلومات عند اتخاذ قراراتهم نتيجة لضعف تأثير هذه التغييرات.

هذا ومن المنطقي في هذا الصدد أن الأطراف الخارجية التي تأخذ في الحسبان الآثار الناجمة عن التغييرات في السياسات المحاسبية لن يكون لديهم أي نوع من الجمود التفسيري.

### بدائل السياسات المحاسبية وأثارها على سوق الأوراق المالية

المعلومات المحاسبية المنشورة هي نتاج تطبيق السياسات المحاسبية للمنشأة. ووجود بدائل للسياسات المحاسبية ينعكس أثره على طبيعة هذه البيانات المنشورة في القوائم المالية ، ومن ثم التأثير على حركة الأسعار وحركة التداول والعوائد الخاصة بالأسهم في السوق. وقد أوضح Ball 1972 أثر التغيير في السياسات المحاسبية على أسعار التداول في السوق، حيث إستنتج في دراسته

وجود علاقة بين الآثار المترتبة على تعديل السياسات المحاسبية المطبقة وبين أسعار الأوراق المالية في سوق رأس المال الكفاء .

وتعد عملية الاختيار بين بدائل السياسات المحاسبية من الأهمية بمكان عند دراسة مدى تأثير هذه السياسات على تحديد الأسعار الحقيقية للأسهم. ولقد تمت بعض الدراسات في هذا المجال والتي اعتمدت على المنهج الإيجابي في تفسير عملية الاختيار بين السياسات المحاسبية، والذي ينبني في هذا الصدد على فرضين هما: (Jensen 1983 , Walts & Zimmerman 1990)

- أن المديرين بطبيعتهم لديهم الرشد في تعظيم منافعهم . وفي سبيل ذلك فإنهم قد يسلكون بعض الأساليب التي تحقق منافعهم الذاتية ولو بطريق فيه نوع من التحايل أو الخداع. وأن الأطراف الأخرى ذات المصالح المتصلة لديهم الإحساس والشعور بمثل هذا الاتجاه، وبناء عليه فإنهم يحاولون أن يتخذوا من الإجراءات ما يقيهم من نتائج هذا السلوك الإداري.
- أن المديرين يعملون في سوق شبه كفو حيث أن العوامل الاجتماعية غير ذات أثر جوهري أي أن العوامل الاقتصادية وليس العوامل الاجتماعية هي التي تؤثر في السلوك الإداري. معني ذلك النظر إلى التنظيم الإداري على أنه مجموعة من العلاقات التعاقدية المترابطة وأنه لا توجد أي تأثيرات للعلاقات الاجتماعية في مثل هذه التعاقدات أو السلوك.

وفي ضوء هذين الفرضين قامت النظرية الإيجابية على تفسير سلوك الإدارة في الاختيار بين بدائل السياسات المحاسبية في ضوء مجموعة من المتغيرات الاقتصادية والتي تم تصنيفها إلى ثلاث مجموعات رئيسية هي :

(١) متغيرات خاصة بالعوائد المالية مثال الأجور والمكافآت وأسهم حق الاختيار والحوافز حيث يفترض أن المديرين سوف يحاولون اختيار السياسات المحاسبية التي تعظم القيمة الإجمالية المتوقعة لأساس إحتساب الحوافز والمكافآت الخاصة بهم .

(٢) متغيرات تعاقدية أو ما يمكن أن يطلق عليها متغيرات التزامية والتي تعبر عن الالتزامات الناشئة عن التعاقدات التمويلية الخارجية. فمقدمي الأموال أو المقرضين الخارجيين سوف يلجأون إلى استخدام عقود الإقراض أو الاتفاقات التي تخفض تكاليف الوكالة المرتبطة بهذه العقود و Jensen & Meckling 1976 وحيث أن هذه العقود والاتفاقات تبنى في الغالب على أرقام محاسبية ، فإن إدارة المنشأة سوف تختار البدائل المحاسبية التي تخفض من هذه القيود الاتفاقية وترفع من المرونة لدى المديرين في عمليات الإدارة والتشغيل من ناحية وترفع من قيمة المكافآت الخاصة بها من ناحية أخرى (Walts & Zimmerman 1990).



٣) متغيرات سياسية والتي تعكس التدخلات الحكومية . وفي هذا الصدد فإن المنشآت كبيرة الحجم تكون عرضة للتدخلات الحكومية نظراً لما يترتب على أنشطتها من تأثيرات على تحويل الثروات بين أفراد المجتمع . وبناء على ذلك تحاول إدارة هذه المنشآت أن تختار لنفسها بدائل السياسات المحاسبية التي تحقق لها أقل تأثير ممكن لهذه التدخلات الحكومية، أو بطريقة أخرى تعظم منافعها الخاصة على حساب هذه التدخلات الحكومية. الدوافع الاجتماعية ودورها في الاختيار بين بدائل السياسات المحاسبية

ركزت الدراسات الإيجابية على دراسة عملية الاختيار بين بدائل السياسات المحاسبية من حيث النظر إلى المديرين على أنهم عقلانيين يتصرفون بالرشد، وأنهم أيضاً يتصرفون بصفة التنافس. وفي هذا الصدد فهم يتصرفون بالطريقة التي تحقق لهم مصالحهم الذاتية عن طريق اختيار بدائل السياسات المحاسبية التي تؤدي إلى زيادة المنافع الاقتصادية المتوقعة لهم.

ولقد أهملت هذه الدراسات آثار العلاقات الاجتماعية على عملية المفاضلة بين بدائل السياسات المحاسبية. فالواقع الفعلي يؤكد أن مثل هذه العلاقات تلعب دوراً هاماً في عمليات بناء واختيار بدائل السياسات المحاسبية، ومن ثم فمن الضروري أخذها في الحسبان عند محاولة تفسير أو تفهم هذه المرحلة من السلوك الإداري لما لذلك من آثار على المعلومات المحاسبية وبالتالي على أسعار وعوائد وأحجام تداول الأسهم في السوق. هذا ويمكن القول بتقسيم هذه العلاقات الاجتماعية إلى مجموعتين رئيسيتين يندرج تحت كل منها مجموعات فرعية أخرى (Neu 1992). ويمكن أن نطلق على المجموعة الأولى لفظ العلاقات المجتمعية والتي تشمل كلاً من العلاقات الشخصية Personal Relationships، قوى الأطراف الأخرى Powerful of Others. في حين أن المجموعة الثانية يمكن أن نطلق عليها لفظ العلاقات التنظيمية الموقفة Institutional Relations والتي تشمل كلاً من عمليات التأثير من خلال الموارد المشتركة Resource Dependency، علاقات السلطة والمسئولية Authority Relationships، عوامل عدم التأكد عن الواقع Uncertainty.

فعلى مستوى مجموعة العلاقات المجتمعية فإن هناك العلاقات الشخصية التي تنشأ في ضوء المعايير والأعراف والتوقعات الخاصة بمواقف معينة والمتعلقة بالسلوك المقبول قبولاً عاماً والتي تتطور عبر الزمان والمكان (Neu 1991). هذه العلاقات الشخصية تأخذها الإدارة في الحسبان عند صياغتها للسياسات والبدايل المحاسبية في ضوء معايير العدالة طبقاً لأعراف المجتمع التي تشكل أيضاً نوعاً من القيود التي تحد من حرية الإدارة في الاختيار بين بدائل السياسات المحاسبية. فالإدارة سوف تحاول ألا تختار البدائل والسياسات التي تشعر أن فيها

نوعاً من عدم العدالة سواء لها أو للمجتمع ككل ، أو التي ستؤدي الى شعور الأطراف الخارجية بنوع من عدم العدالة.

وبالنسبة لتأثيرات قوى الأطراف الأخرى (أفراد ومجموعات) على المديرين واختياراتهم فإنه يمكن القول بأن الأطراف الأخرى بالمجتمع لديها من المقدره التي تمكنها من مكافأة الإدارة عن سلوكها الإيجابي تجاه مصالح هذه القوى أو فرض نوع من العقوبات على الإدارة عن سلوكها السلبي تجاه مصالحها (Macintosh & Scapens 1990). كما وأن رقابة هذه الأطراف والقوى المؤثرة على الموارد العامة للمجتمع تؤثر تأثيراً كبيراً في تحديد الإطار العام لاختيارات الإدارة وبما يتفق مع التفسيرات الاجتماعية الشاملة لاستخدام هذه الموارد .

وعلى مستوى مجموعة العلاقات التنظيمية الموقفية فإن التأثيرات من خلال الموارد المشتركة تشير الى قدرة الأطراف التنظيمية من البيئة الخارجية في التأثير على قرارات الإدارة من خلال رقابتها على الموارد التي يستخدمها التنظيم . فعلاقات المقدره مع البيئة الخارجية (من خلال السيطرة على الموارد) تعطي هذه الأطراف الخارجية سلطة التأثير في سلوكيات الإدارة عند اختيارها بين بدائل السياسات المحاسبية بما يحقق للإدارة أكبر منفعة ممكنة من الموارد التي تتيحها لها علاقات المقدره بالبيئة الخارجية (Scott 1987) .

أما علاقات السلطة والمسئولية فتشير إلى القواعد التنظيمية والقيود التي تحد من نطاق التصرفات على مستوى المنشآت التي يتكون منها قطاع معين أو مجموعة قطاعات تخضع لنفس القواعد التنظيمية (Dimaggio & Powell 1983). مثال ذلك القواعد والمبادئ والإجراءات المحاسبية المتعارف عليها والتي تفرضها الهيئات المنظمة مثل وزارة المالية والإقتصاد الوطني وديوان المراقبة السعودي بالنسبة لبيئة الأعمال السعودية. كما وأن عوامل عدم التأكد المتعلقة بالواقع ذاته أو بعبارة أكثر دقة العلاقة بين التطبيقات والإجراءات المختلفة وبين النتائج المتوقعة لهذه التطبيقات والإجراءات تؤثر على سلوك الإدارة في الاختيار بين بدائل السياسات المحاسبية .

إن المتغيرات الاجتماعية السابقة إذا أضيفت إلى المتغيرات الاقتصادية يمكن أن تقدم قوة تفسيرية أقوى لعملية الاختيار بين بدائل السياسات المحاسبية وما لذلك من آثار على الحركة والأسعار والعوائد للأسهم المتداولة في السوق.

### المعلومات التنبؤية المستقبلية

إن المنافسة الشديدة والتقدم التكنولوجي السريع اللذان أصبحا سمة دنيا الأعمال في الوقت الراهن قد فرضا فلسفات معينة على طرق إدارة وتنظيم والإفصاح عن نشاطات المنشآت المختلفة. ولمقابلة هذه التغيرات أصبحت هناك حاجة ملحة لتغيير نمط الإفصاح لكي يوفر معلومات أكثر عن خطط المنشأة

والفرص والمخاطر والتهديدات وعوامل عدم التأكد التي تواجهها، والتركيز على العوامل التي تؤدي إلى خلق القيمة على المدى الزمني الطويل (Calabro 1997)، (Elmehy 2000).

وفى تقريرها عام ١٩٩٤ أقرت إحدى لجان AICPA بضرورة إحداث تغييرات فى نظم الإفصاح والتقرير لنتضمن متغيرات أخرى بخلاف المعلومات التى تفصح عنها القوائم المالية، وبصفة خاصة أوصت اللجنة بأن تتضمن عملية الإفصاح معلومات تنبؤية مستقبلية جنباً إلى جنب مع بيانات الإفصاح التاريخي. وتتضمن هذه المعلومات التنبؤية المستقبلية إفصاحات رئيسية عن الفرص والتهديدات التى من المحتمل أن تواجهها المنشأة مستقبلاً .

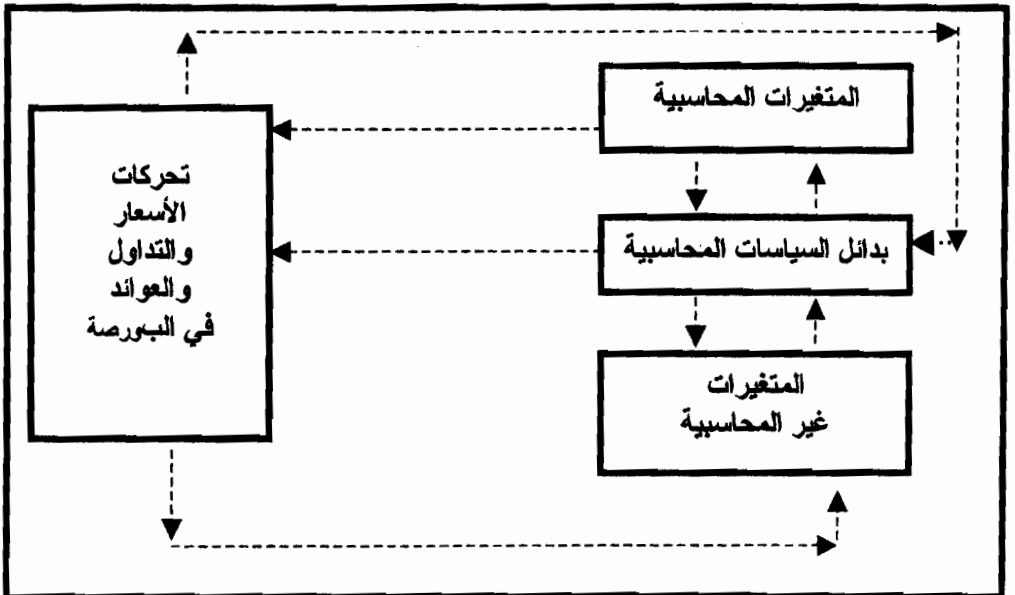
إن توفير مثل هذه المعلومات سوف يساعد فى مقابلة إحتياجات المستثمرين والمتعاملين فى السوق. ولقد تم تحديد هذه المعلومات التنبؤية فى مجموعات ثلاث هى الفرص والتهديدات التى تواجه المنشأة فى البيئة الخارجية، إستراتيجيات المنشأة لإغتنام هذه الفرص ومواجهة هذه التهديدات، وأخيراً المقارنات بين الأداء الفعلى وما هو مخطط بصدد الفرص والتهديدات واستراتيجيات مواجهتها. ولقد أوضحت اللجنة أن مثل هذا الإفصاح عن إستراتيجيات وخطط المنشأة وتوقعاتها المستقبلية يمكن أن يحقق مزايا إضافية للإفصاح عن نشاط المنشأة منها توافر مؤشرات للمتعاملين فى السوق عن إتجاهات المنشأة المستقبلية، توافر مؤشرات إتجاهية عن التدفقات النقدية المتوقعة والتى لم يتم الإفصاح عنها فى القوائم المالية، تحديد طبيعة الفرص والتهديدات التى تؤثر على مجالات نشاط المنشأة المستقبلية ومدى تأثير ذلك على كل من النفقات وقدرة المنشأة على تحقيق الأرباح، توافر مؤشرات عن العوامل طويلة المدى التى تؤثر على حقوق الملاك والدائنين، وأخيراً توافر بيانات عن إتجاهات وإهتمامات الإدارة خلال الفترة المستقبلية.

### المبحث الثالث: النموذج المقترح

يتكون الإطار العام للنموذج المقترح من إطارين فرعيين متكاملين هما الإطار المفاهيمي للنموذج المقترح Conceptual Framework والإطار الإجرائي أو التحليلي لهذا النموذج Analytical Framework. وفيما يلي عرض لمضمون كل من الأطارين.

#### أولاً: الإطار المفاهيمي للنموذج المقترح

يقوم الإطار المفاهيمي للنموذج المقترح على بعدين أساسيين لتحليل واختبار وشرح المقتررة التفسيرية للمعلومات في تفسير حركة الأسعار واحجام التداول والعائد من السوق للأسهم المتداولة. ويمثل البعد الأول مجموعة المتغيرات الاقتصادية التي تعبر عن المعلومات المحاسبية المنشورة. في حين يتعلق البعد الثاني بمجموعة المتغيرات الأخرى (الاجتماعية والتنبؤية) والتي تؤثر في حركة الأسعار والتداول والعوائد من جهة أخرى. ويوضح الشكل رقم (٢) البناء الوصفي لهذا الإطار المقترح. ويلاحظ من الإطار العام الذي يوضحه هذا الشكل وجود علاقات تأثيرية متبادلة وثنائية الإتجاه بين حركة الأسعار والتداول والعوائد من ناحية وبين المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية من ناحية أخرى. غير أن اهتمام هذه الدراسة في الجانب الإجرائي التطبيقي سوف ينحصر في اتجاه تأثيري واحد والخاص بأثر المعلومات على تحركات الأسعار والتداول والعوائد دون الإتجاه المعاكس.



شكل رقم (٢) العلاقات التأثيرية بين المتغيرات المحاسبية وغير المحاسبية من ناحية وبين تحركات الأسعار والتداول والعوائد في السوق من ناحية أخرى

## أبعاد الإطار الوصفي للنموذج المقترح

عند دراسة المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية والاجتماعية فسوف يعتمد الباحث على ثلاثة نماذج الأول خاص بتحليل المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية على التغيرات فى عوائد الأسهم من السوق والثانى خاص بتحليل المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية على التغيرات فى أسعار الأسهم والثالث خاص بتحليل المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية على التغيرات فى التداول. ونوضح فيما يلي البناء الهيكلي لكل نموذج.

أولا : نموذج علاقة المعلومات المحاسبية بأسعار الأسهم فى السوق. يقوم هذا النموذج على دراسة وتحليل أثر المعلومات المحاسبية على حركة أسعار الأسهم فى سوق الأوراق المالية والذي يمكن إيضاحه بالعلاقة التالية:

$$MP_{it} = B_0 + B_1 X1_{it} + B_2 X2_{it} + \dots + B_{14} X14_{it} + E_{it}$$

حيث أن :

$X1_{it}$  تعبر عن القيمة الدفترية للسهم الخاصة بالشركة  $i$  في الفترة  $t$ . ( ويتم احتسابها بقسمة حقوق المساهمين بالشركة على المتوسط المرجح لعدد الأسهم القائمة ).

$X2_{it}$  تعبر عن العائد على السهم الخاص بالشركة  $I$  في الفترة  $t$ . ( ويتم احتسابه بقسمة صافي أرباح الشركة على المتوسط المرجح لعدد الأسهم القائمة ).

$X3_{it}$  تعبر عن الربح الموزع للسهم الخاص بالشركة  $i$  في الفترة  $t$ . ( ويتم احتسابه بقسمة الأرباح الموزعة بالشركة على المتوسط المرجح لعدد الأسهم القائمة ).

$X4_{it}$  تعبر عن نسبة التوزيع الخاصة بالشركة  $i$  في الفترة  $t$ . ( ويتم احتسابها للشركة بقسمة الربح الموزع للسهم على العائد على السهم ).

$X5_{it}$  مضاعف السعر للعائد الخاص بالشركة  $I$  في الفترة  $t$ . ( ويتم احتسابه بقسمة متوسط سعر تداول السهم الخاص بالشركة خلال العام على عائد السهم الواحد ).

$X6_{it}$  مضاعف السعر للقيمة الدفترية الخاص بالشركة  $i$  في الفترة  $t$ . ( ويتم احتسابه بقسمة سعر تداول السهم الخاص بالشركة خلال العام على متوسط القيمة الدفترية للسهم الواحد ).

$X7_{it}$  تعبر عن نسبة التداول الخاصة بالشركة  $i$  في الفترة  $t$ . ( ويتم احتسابها بقسمة الموجودات المتداولة للشركة على المطلوبات المتداولة ).

$X8_{it}$  تعبر عن نسبة الرفع المالى الخاصة بالشركة  $I$  في الفترة  $t$ . ( ويتم احتسابها بقسمة إجمالي المطلوبات على حقوق المساهمين بالشركة ).

$X9_{it}$  تعبر عن نسبة السيولة إلى الأصول الخاصة بالشركة  $i$  في الفترة  $t$ . ويتم احتسابها بقسمة [الأصول المتداولة - المخزون وصافي المدينون والمصروفات المقدمة] على إجمالي الأصول).

$X10_{it}$  تعبر عن نسبة الاقتراض الخاصة بالشركة  $i$  في الفترة  $t$ . ( ويتم احتسابها بقسمة القروض طويلة الأجل على إجمالي الأصول بالشركة ).

$X11_{it}$  تعبر عن نسبة العائد إلى الأصول للشركة  $i$  في الفترة  $t$ . ( ويتم احتسابها بقسمة صافي الربح بعد الزكاة على متوسط إجمالي الأصول بالشركة ).

$X12_{it}$  تعبر عن نسبة العائد إلى حقوق المساهمين للشركة  $i$  في الفترة  $t$ . ( ويتم احتسابها بقسمة صافي الربح بعد الزكاة على متوسط حقوق المساهمين بالشركة ).

$X13_{it}$  تعبر عن التدفقات النقدية الخاصة بالشركة  $i$  في الفترة  $t$ . ( ويتم احتسابها بقسمة صافي التدفقات النقدية التشغيلية للشركة على المتوسط المرجح لعدد الأسهم القائمة خلال الفترة ).

$X14_{it}$  تعبر عن نسبة نمو النشاط الخاصة بالشركة  $i$  في الفترة  $t$ . ( ويتم احتسابها بنسبة تطور حجم المبيعات في الشركة ).

$MP_{it}$  تعبر عن التغير في السعر السوقي لسهم الشركة  $i$  خلال الفترة  $t$  في ضوء المعلومات المحاسبية المتاحة.

ثانياً: نموذج علاقة المعلومات المحاسبية بحركة أحجام تداول الأسهم في السوق. يقوم هذا النموذج على دراسة وتحليل أثر المعلومات المحاسبية فقط على حركة أحجام تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية والذي يمكن إيضاحه بالعلاقة التالية:

$$MYV_{it} = B0 + B1 X1_{it} + B2 X2_{it} \dots \dots \dots + B14 X14_{it} + E_{it}$$

حيث أن :

$MYV_{it}$  تعبر عن التغير في حجم التعامل السوقي على سهم الشركة  $i$  في خلال الفترة  $t$  في ضوء المعلومات المحاسبية المتاحة.

ثالثاً : نموذج علاقة المعلومات المحاسبية بحركة عوائد الأسهم من السوق. يقوم هذا النموذج على دراسة وتحليل أثر المعلومات المحاسبية على حركة عوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية والذي يمكن إيضاحه بالعلاقة التالية:

$$MES_{it} = B0 + B1 X1_{it} + B2 X2_{it} \dots \dots \dots + B14 X14_{it} + E_{it}$$

حيث أن :

$MES_{it}$  تعبر عن العائد السوقي للسهم الخاص بالشركة أفي الفترة  $t$ ، وذلك في ضوء المعلومات المحاسبية المتاحة. والذي تم قياسه كمتغير تابع في ضوء العلاقة التالية:

$$MES_{it} = \{ (P_{it} - P_{it-1}) + D_{it} \} / P_{it-1}$$

حيث أن:

$D_{it}$  تعبر عن التوزيعات للسهم الخاصة بسهم الشركة  $I$  في الفترة  $t$ .  
 $P_{it}, P_{it-1}$  تعبر عن سعر السهم في بداية الفترة  $t$  ونهايتها لأسهم شركات العينة.

### قياس المقدرة التفسيرية للمعلومات غير المالية

بعد تحديد المقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية فإن المنطق يقتضى بيان أثر إضافة المعلومات غير المحاسبية على هذه المقدرة التفسيرية وذلك كخطوة نحو تحديد المحتوى الإعلامى للمعلومات غير المحاسبية. وتقترح الدراسة فى هذا الصدد أحد بديلين:

**البديل الأول:** إعادة قياس المقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية ولكن بعد نشر المعلومات غير المحاسبية وباستخدام نفس النماذج السابقة. وفى هذه الحالة تحدد المقدرة التفسيرية للمعلومات غير المحاسبية كالاتى:

$$R^2_{na} = R^2_{aa} - R^2_{ab}$$

حيث أن:

$R^2_{na}$  تعبر عن المقدرة التفسيرية للمعلومات غير المحاسبية  
 $R^2_{aa}$  تعبر عن المقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية بعد إضافة المعلومات المحاسبية  
 $R^2_{ab}$  تعبر عن المقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية قبل إضافة المعلومات غير المحاسبية

**البديل الثانى:** محاولة الوصول إلى قياس للتعبير عن المؤشرات غير المحاسبية فى شكل كمى ومحاولة إيجاد نموذج إنحدار يعبر عن كل المؤشرات سواء المحاسبية أو غير المحاسبية. وتأخذ النماذج المقترحة فى هذا الصدد الصورة التالية:

(أ) نموذج علاقة المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية بحركة عوائد الأسهم  
 يقوم هذا النموذج على دراسة أثر إدراج المعلومات غير المحاسبية جنبا إلى جنب مع المعلومات المحاسبية التى تفسح عنها القوائم المالية المنشورة

والايضاحات المتممة لها على حركة عوائد الأسهم من السوق. وتوضح المعادلات التالية هذه العلاقات.

$$MESN_{it} = B0 + B1 X1_{it} + B2 X2_{it} + B3 X3_{it} + E$$

حيث ان:

- $MESN_{it}$  تعبر عن العائد السوقي للسهم والخاص بالشركة في الفترة t، وذلك في ضوء المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية المتاحة.
- $X1_{it}$  تعبر عن مقياس ترجيحي يوضح مدى أهمية المعلومات المحاسبية في تفسير حركة عوائد الأسهم من السوق والخاص بالشركة في الفترة t.
- $X2_{it}$  تعبر عن مقياس ترجيحي يوضح مدى أهمية المعلومات الإجتماعية في تفسير حركة عوائد الأسهم من السوق والخاص بالشركة في الفترة t.
- $X3_{it}$  تعبر عن مقياس ترجيحي يوضح مدى أهمية المعلومات التنبؤية في تفسير التغير حركة عوائد الأسهم من السوق والخاص بالشركة في الفترة t.
- $E$  تعبر عن خطأ التقدير في النموذج.

(ب) نموذج علاقة المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية بحركة أسعار الأسهم يعتمد النموذج على دراسة أثر إدراج المعلومات غير المحاسبية جنبا إلى جنب مع المعلومات المحاسبية التي تفصح عنها القوائم المالية المنشورة والايضاحات المتممة لها على حركة أسعار الأسهم في السوق. وتوضح المعادلات التالية هذه العلاقات.

$$MPN_{it} = B0 + B1 X1_{it} + B2 X2_{it} + B3 X3_{it} + E$$

حيث ان:

- $MPN_{it}$  تعبر عن التغير في سعر السهم للشركة i في خلال الفترة t في ضوء المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية المتاحة.
- $X1_{it}$  تعبر عن مقياس ترجيحي يوضح مدى أهمية المعلومات المحاسبية في تفسير حركة أسعار الأسهم من السوق والخاص بالشركة في الفترة t.
- $X2_{it}$  تعبر عن مقياس ترجيحي يوضح مدى أهمية المعلومات الإجتماعية في تفسير حركة أسعار الأسهم من السوق والخاص بالشركة في الفترة t.
- $X3_{it}$  تعبر عن مقياس ترجيحي يوضح مدى أهمية المعلومات التنبؤية في تفسير التغير حركة أسعار الأسهم من السوق والخاص بالشركة في الفترة t.
- $E$  تعبر عن خطأ التقدير في النموذج.



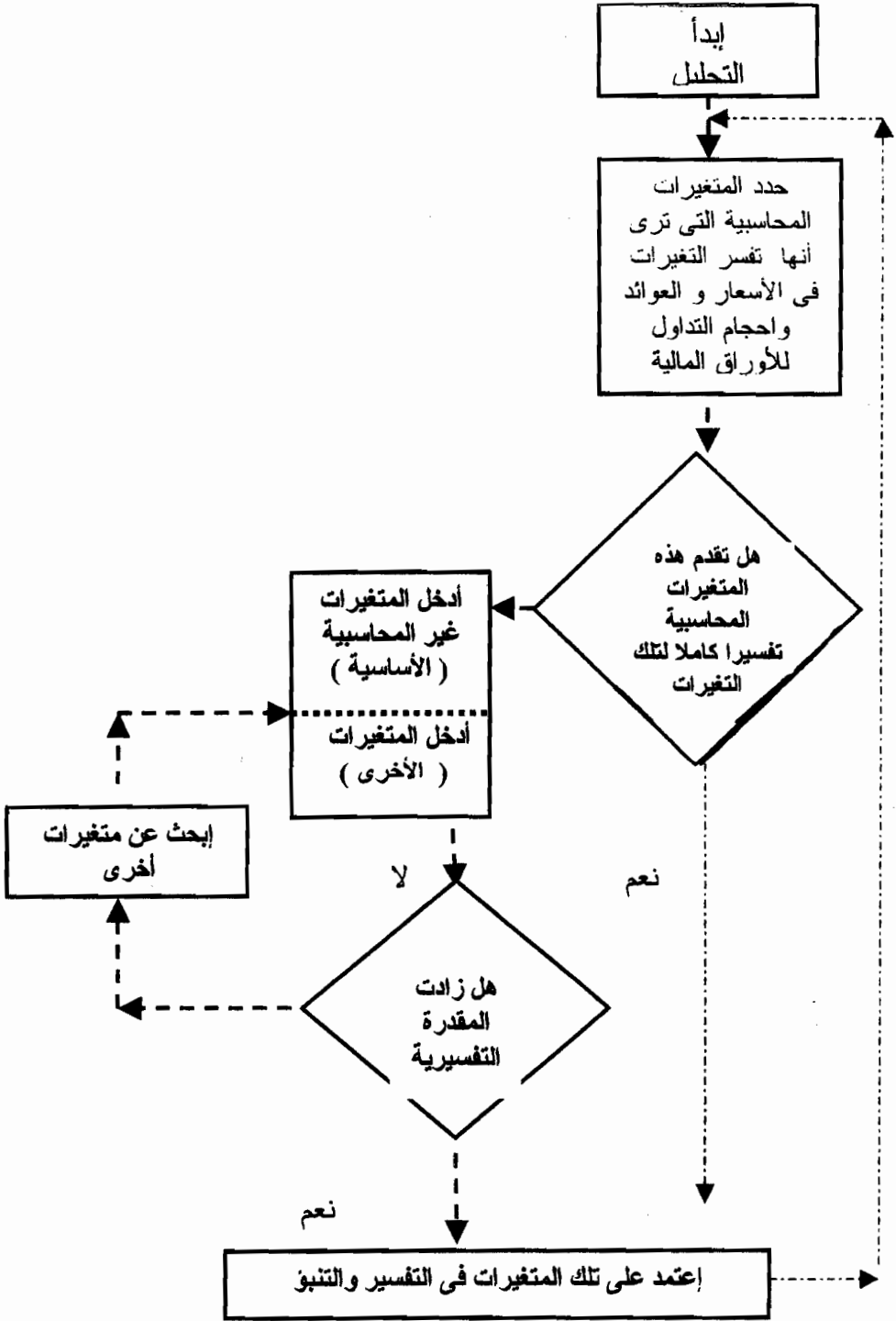
(ج) نموذج علاقة المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية بحركة أحجام التداول يقوم ذلك النموذج على دراسة أثر إدراج المعلومات غير المحاسبية جنباً إلى جنب مع المعلومات المحاسبية التي تفصح عنها القوائم المالية المنشورة والايضاحات المتممة لها على حركة أحجام التداول في السوق. وتوضح المعادلات التالية هذه العلاقات.

$$MYVN_{it} = B0 + B1 X1_{it} + B2 X2_{it} + B3 X3_{it} + E$$

	حيث ان:
$MYVN_{it}$	تعبّر عن التغير في حجم التداول في السوق لسهم الشركة $i$ في الفترة $t$ في ضوء المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية المتاحة.
$X1_{it}$	تعبّر عن مقياس ترجيحي يوضح مدى أهمية المعلومات المحاسبية في تفسير حركة أحجام تداول الأسهم في السوق والخاص بالشركة $i$ في الفترة $t$ .
$X2_{it}$	تعبّر عن مقياس ترجيحي يوضح مدى أهمية المعلومات الإجتماعية في تفسير حركة أحجام تداول الأسهم في السوق والخاص بالشركة $i$ في الفترة $t$ .
$X3_{it}$	تعبّر عن مقياس ترجيحي يوضح مدى أهمية المعلومات التنبؤية في تفسير التغير حركة أحجام تداول الأسهم في السوق والخاص بالشركة $i$ في الفترة $t$ .
$E$	تعبّر عن خطأ التقدير في النموذج.

### ثانياً: الإطار الإجرائي (التحليلي) للنموذج المقترح

يعتمد الجانب الإجرائي (التحليلي) للإطار المقترح على إجراء دراسة اختبارية للمحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية وتحديد المقدرة التفسيرية لهذه المعلومات للتغيرات في أسعار وأحجام وعوائد الأسهم المتداولة في السوق. ومن خلال هذه المقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية يمكن بيان مدى الحاجة للمعلومات غير المحاسبية (الاجتماعية) في زيادة ودعم المقدرة هذه التفسيرية في تحليل وشرح التغيرات في أسعار وحجم وعوائد هذه الأسهم. هذا ويوضح الشكل رقم ( ٣ ) الخطوات الإجرائية للإطار المقترح.



شكل رقم ( ٣ ) : الخطوات الإجرائية للإطار المقترح

## المبحث الرابع: الدراسة الميدانية

خصص هذا القسم للجانب التطبيقي للدراسة والذي يعتمد فيه الباحث على أسلوب الدراسة التجريبية نظرا لملاءمته لطبيعة مشكلة البحث واهدافه. ويمكن عرض الأركان المختلفة لهذا الجانب التطبيقي في الآتي:

### طبيعة مجتمع الدراسة

يرجع المختصين بشئون سوق الأوراق المالية السعودية ظهور هذه السوق إلى بداية العقد السابع من القرن العشرين، بصدور الأمر السامي رقم ٨/١٢٣٠ في ١٤٠٣/١/١٧ هـ الموافق ١٩٨٤/١١/٢٣ م. بإنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم (S.S.R.C) من قبل البنوك المحلية والتي تشرف عليها مؤسسة النقد العربي السعودي. حيث تتولى هذه الشركة إدارة سجلات مساهمي معظم الشركات المساهمة، إضافة إلى قيامها بكافة العمليات المساندة للتسويات ونقل وتسجيل الملكية للمعاملات التي يتم تنفيذها بنظام الحاسب الآلي. وعلى الرغم من حداثة هذه السوق فإنها تطورت في الآونة الأخيرة بصورة سريعة حتى أصبحت تحتل مركزا متقدما بين الأسواق المالية الناشئة وذلك في ضوء مجموعة من المؤشرات مثال القيمة السوقية، المتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة، مؤشر السعر إلى الربح السنوي (PE/R). وكانت الترجمة العملية لذلك أن تم إدراج هذه السوق ضمن مؤشرات الأسواق الناشئة تحت إشراف مؤسسة التمويل الدولية (IFC). وتعد هذه الخطوة اعترافا بأهمية هذه السوق ومكانتها. وتنفرد سوق الأوراق المالية السعودية بسمة معينة عن غيرها من الأسواق وهي عدم وجود بورصة للأوراق المالية حيث يناط بالبنوك القيام بعمليات تداول الأسهم لحساب الغير من خلال أقسام خاصة داخل هذه البنوك وذلك تحت إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي. وهناك اتجاهات حالية لإنشاء بورصة للأوراق المالية السعودية، مما يعنى وجود حاجة ملحة لإجراء العديد من الدراسات والأبحاث سواء على المستوى الوصفي أو المستوى العياري، من أجل وضع خبرات الأسواق الرائدة في الحسبان وبما يلائم المتطلبات البيئية. وذلك يؤدي إلى تحقيق الشفافية في الإفصاح وتفعيل دور المعلومات في هذا السوق سواء كانت معلومات مالية أو معلومات غير مالية. هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإن مثل هذه الدراسات والبحوث تساعد في تتبع وتحليل واقع تلك السوق بما يفيد في النهاية الإغراض التطويرية المأمولة.

### أدوات البحث

يعتمد الباحث على أداتين للدراسة التجريبية هما أسلوب البيانات المنشورة بالنسبة للبيانات المحاسبية وذلك لإمكانية قياس الارتباط الإحصائي بينها وبين أسعار وعوائد وأحجام التداول للأسهم في سوق رأس المال. في حين اعتمد الباحث

على أسلوب قوائم الإستقصاء فى بحث الجانب الخاص بالمعلومات غير المحاسبية ودورها فى هذا الصدد من الأفراد الذين يتعاملون فى سوق المال.  
مصادر البيانات

لقد اعتمد الباحث على مصادر عدة مجتمعة ساعدت الباحث على استكمال البيانات الخاصة بالجانب التطبيقي للبحث ومنها القوائم المالية المنشورة فى الصحف الرسمية ، منشورات مؤسسة النقد العربى السعودى، الكتاب السنوي لسوق الأوراق المالية، المواقع التى تهتم بنشر التقارير المالية وحركات تداول الأسهم، وأخيراً قوائم الإستقصاء.

### مبهرات إختيار متغيرات النموذج المقترح

لقد تم إختيار أربعة عشر متغيراً مستقلاً فى بناء نماذج إختيار المقدره التفسيرية للمعلومات المحاسبية فى تفسير التغيرات فى المتغيرات التابعة الثلاثة الرئيسية فى الدراسة وهى أسعار الأسهم وعوائدها وأحجام تداولها. وقد تم إختيار هذه المتغيرات فى ضوء إعتبارين أساسيين هما:

- تحليل الدراسات السابقة المرتبطة بنفس الموضوع.
- الإستخدام الفعلى لهذه المتغيرات فى سوق الأوراق المالية السعودى.

### عينة الدراسة

فيما يتعلق بالجانب الأول من الدراسة الميدانية فلقد إعتد الباحث على البيانات المنشورة فى القوائم المالية للشركات المساهمة والمقيدة فى سوق الأوراق المالية السعودية مجتمع الدراسة والبالغ عددها ثمان وستون شركة مقسمة إلى ست قطاعات . هذا ولقد تم إختيار عدد ثمان وخمسون شركة من مجتمع الدراسة لتكون عينة البحث وفقاً للاعتبارات التالية :

- (١) توافر القوائم المالية المنشورة لهذه الشركات .
- (٢) توافر بيانات عن عوائد وأسعار وأحجام التداول لأسهم هذه الشركات .
- (٣) عدم حدوث تغيرات جوهرية على عناصر متغيرات البحث خلال فترة الدراسة بما يؤثر على معنوية التطبيق . أو إجراء التعديلات اللازمة بما يتفق مع تناسق وتوافق البيانات.

وفيما يختص بالجانب الثانى من الدراسة الميدانية فلقد إعتد الباحث على أسلوب قوائم الإستقصاء حيث تم توزيع عدد ٧٥ قائمة على مجموعة من المحللين الماليين ومديرى إدارات الإستثمار ووسطاء الأسهم والمستثمرين المتعاملين فى السوق.

## فروض الدراسة

تقوم الدراسة على إختبار صحة الفرضيات التالية:

- ١) توجد علاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وبين أسعار الأسهم في السوق.
- ٢) المعلومات المحاسبية لا تفسر كل التغيرات في أسعار الأسهم في السوق .
- ٣) توجد علاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وحركة أحجام تداول الأسهم في السوق.
- ٤) المعلومات المحاسبية لا تفسر كل التغيرات في حركة أحجام تداول الأسهم في السوق .
- ٥) توجد علاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وبين عائد الأسهم من السوق.
- ٦) المعلومات المحاسبية لا تفسر كل التغيرات في عوائد الأسهم من السوق.
- ٧) المعلومات غير المحاسبية يمكن أن تؤدي إلى زيادة المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية في تفسير التغيرات في أسعار الأسهم في السوق .
- ٨) المعلومات غير المحاسبية يمكن أن تؤدي إلى زيادة المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية في تفسير التغيرات في حركة أحجام تداول الأسهم في السوق .
- ٩) المعلومات غير المحاسبية يمكن أن تؤدي إلى زيادة المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية في تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من السوق .

## محددات الدراسة الميدانية

إقتصرت الدراسة الميدانية على جانبين فقط وذلك بسبب طبيعة البيانات التي تحتاجها أولهما قياس المقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية، وثانيهما الإستقصاء عن مدى إمكانية الإفصاح عن المعلومات غير المحاسبية المقترحة في الدراسة. ولم تتناول الدراسة الميدانية تحديد المقدرة التفسيرية لهذه المعلومات غير المحاسبية بناء على قياس فعلى، حيث يتطلب الأمر إجراء عملية قياس بعد الإفصاح الفعلى عن مثل تلك المعلومات.

## الاختبارات الإحصائية

لاختبار الفروض الإحصائية للدراسة اعتمد الباحث على الأساليب الإحصائية التالية :

- ١) نموذج الانحدار وذلك بهدف اختبار مدى أهمية كل متغير من متغيرات الدراسة المستقلة في تفسير سلوك المتغيرات التابعة . وسوف يتم تطبيق

نموذج الانحدار على مراحل لكل متغير من المتغيرات التابعة في دراسة علاقته بالمتغيرات المستقلة .

أ- قياس العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة مجتمعة وذلك باستخدام نموذج الانحدار المتعدد.

ب- قياس درجة تأثير كل متغير مستقل على المتغير التابع باستخدام نموذج الانحدار المرحلي.

٢) إختبارات الفروض بهدف الوقوف على مدى أهمية كل متغير من المتغيرات المستقلة في سلوك المتغير التابع مثال اختبار (T-Statistic) والذي يساعد في تحديد معنوية كل متغير مستقل في التنبؤ بقيمة المتغير التابع . واختبار (F-Statistic) وذلك بهدف تحديد المعنوية الكلية لجميع المتغيرات المستقلة المدرجة في نموذج الانحدار في التنبؤ بقيمة المتغير التابع . معامل التحديد ( $R^2$  Statistic) والذي يحدد الاختلافات في المتغير التابع التي يفسرها كل متغير من المتغيرات المستقلة. وأخيرا إختبار كاندال (Kendall's W Test) والذي إستخدم لترتيب المتغيرات المستقلة معا سواء كانت محاسبية أو غير محاسبية من حيث أهميتها ودرجة تأثيرها على المتغيرات التابعة للدراسة.

### تحليل نتائج الدراسة الميدانية

يركز هذا الجزء على مناقشة نتائج التحليل الإحصائي على شركات العينة حيث قياس أثر المقاييس المحاسبية المختارة كمتغيرات مستقلة على كل من أسعار الأسهم وأحجام تداول الأسهم وعائد الأسهم من السوق كمتغيرات تابعة، وذلك باعتبار أن المتغيرات المذكورة تمثل محتوى إعلامي للمتغيرات المستقلة التي تصل إلى سوق راس المال.

وفيما يتعلق بتحديد واختبار العلاقة بين كل متغير تابع والمتغيرات المستقلة مجتمعة فلقد إستخدم الباحث أسلوب الإنحدار المتعدد. ويوضح الجدول رقم ( ٥-١ ) نتائج إستخدام أسلوب الإنحدار المتعدد للعلاقة بين التغيرات في سعر السهم في السوق وبين المقاييس المحاسبية المختارة. ويلاحظ من هذا الجدول الآتي:

أ- أن علاقة الإرتباط ( R ) بين المتغيرات المستقلة مجتمعة والتغيرات في سعر السهم في السوق هي علاقة معنوية حيث بلغت في المتوسط ٦٢,١% ومع ذلك فقد أظهرت علاقة إرتباط عكسية مع كلا من القيمة الدفترية للسهم، مضاعف سعر السهم للقيمة الدفترية وذلك على غير المتوقع.

ب- تدل هذه النتائج على أن المقاييس المحاسبية المستخدمة ليس لها جميعا نفس المقدرة في تفسير التغيرات في سعر السهم في السوق وبنفس الدرجة فقد إحتل مضاعف سعر السهم للعائد المرتبة الأولى، في حين أن نسبة التداول تحتل

المرتبة الثانية، ويلى ذلك التدفقات النقدية فى المرتبة الثالثة ، وفى المرتبة الرابعة القيمة الدفترية للسهم، فى حين أن نسبة الرفع المالى تحتل المرتبة الخامسة ، ويلى ذلك فى المرتبة السادسة مضاعف سعر السهم للقيمة الدفترية، وتأتى نسبة العائد إلى حقوق المساهمين فى المرتبة السابعة، كما تحتل نسبة السيولة إلى الأصول المرتبة الثامنة، وفى المرتبة التاسعة نسبة العائد على السهم، وفى المرتبة العاشرة نسبة التوزيع، يلى ذلك الربح الموزع للسهم فى المرتبة الحادية عشر، ثم نسبة نمو النشاط فى المرتبة الثانية عشر، ونسبة الإقتراض فى المرتبة قبل الأخيرة، وأخيراً نسبة العائد على الأصول.

ت- لتأكيد هذه النتائج فقد تم استخدام أسلوب الإنحدار المرحلى Stepwise Regression الذى يوضح التأثير الإضافى الذى يحدثه كل متغير مستقل عند إدخاله فى النموذج على تفسير سلوك التغيرات فى أسعار الأسهم فى السوق. وتوضح الجداول رقم (٥-٢) ، (٥-٣) ، (٥-٤) تحليلاً لنتائج هذا الإختبار. وأوضحت نتائج التحليل الإحصائى للبيانات المحاسبية أن هناك عاملين فقط يمثلان المتغيرات المستقلة الأساسية فى تفسير التغيرات فى أسعار الأسهم فى السوق وهما مضاعف سعر السهم للعائد ونسبة التداول. وقد بلغت قوة الارتباط بين المتغيرين وحركة أسعار الأسهم فى السوق ٥٨,٧%.

ث- أن المقدرة التفسيرية ( $R^2$ ) للمعلومات المحاسبية متمثلة فى المتغيرات الأربعة عشر المختارة فى تفسير التغيرات فى سعر السهم فى السوق منخفضة حيث بلغت ٣٨,٦% . معنى ذلك أن هناك نسبة ٦١,٤% من التغيرات فى سعر السهم فى السوق لا تفسره المعلومات المحاسبية المختارة، ولكن تفسره عوامل أخرى سواء كانت محاسبية أو غير محاسبية.

ج- أن المعنوية الإحصائية لعلاقة الإنحدار (P-Value) وقيمتها ٠,٣٢٣ تدعم الإستنتاج السابق حيث توضح أن علاقات الإنحدار بين التغير فى سعر السهم فى السوق والمتغيرات المستقلة مجتمعة هى علاقة غير معنوية. وان هناك متغيرات يمكن إستبعادها من نموذج الإنحدار.

ح- أظهرت النتائج المتعلقة بتحليل نموذج علاقة سعر السهم مع المعلومات المحاسبية تأييد الفرضية الأولى بوجود علاقة بين التغيرات فى أسعار الأسهم فى السوق وبين المعلومات المحاسبية ممثلة فى عاملين أساسيين فقط، وقد أخذ النموذج الشكل التالى:

$$MP_{it} = - 0.998 + 0.0433 X5_{it} + 2.642 X7_{it} + E_{it}$$

حيث أن :

$X5_{it}$  مضاعف السعر للعائد الخاص بالشركة I فى الفترة t.

تعتبر عن نسبة التداول الخاصة بالشركة  $i$  في الفترة  $t$ .  $X7_{it}$   
تعتبر عن التغير في السعر السوقي لسهم الشركة  $i$  خلال الفترة  $t$   $MP_{it}$   
في ضوء المعلومات المحاسبية المتاحة.

خ- بتحليل نموذج الإنحدار السابق المشتق من التحليل الإحصائي للبيانات المحاسبية يتضح أن هناك علاقة إنحدار جوهريّة بين التغير في سعر الأسهم في سوق الأوراق المالية وبين المعلومات المحاسبية ممثلة في مضاعف سعر السهم للعائد، نسبة التداول. حيث أن قيمة الإحتمال P-Value ( مستوى الدلالة الملاحظ Observed Significant Level ) بإستخدام إختبار  $F$  هي صفر % وهي صغيرة إذا ما قورنت بمستوى الدلالة الذي يمكن إفتراضه على أساس  $\alpha = 0,05$  وهذا يعنى معنوية مقبولة للإختبار. وفيما يتعلق بإختبارات  $T$  الخاصة بالمتغيرات المستقلة بصورة فردية والتي توضح أثر إدخال كل متغير مستقل في النموذج، فقد أظهرت نتائج التحليل معنوية مرتفعة بإفتراض  $\alpha = 0,05$  حيث أن P- value الناتجة عن إختبار  $T$  لمضاعف سعر السهم للعائد هي صفر %، ولنسبة التداول هي صفر % أيضا. وفسرت هذه العلاقة  $34,5\%$  من التغيرات الكلية في سعر السهم في السوق خلال فترة الدراسة، ولأن هذه النسبة ليست عالية حيث تبقى نسبة  $65,5\%$  من هذه التغيرات غير مفسرة بواسطة المعلومات المحاسبية المختارة، وهذا يؤدي إلى تأييد صحة الفرضية الثانية بوجود عوامل أخرى غير محاسبية تؤثر في هذه العلاقة.

د- من التحليل السابق يتضح أن هناك علاقة إرتباط بين المعلومات المحاسبية ممثلة في مضاعف سعر السهم للعائد، نسبة التداول من ناحية والتغير في سعر السهم من ناحية أخرى، وأن علاقة الإنحدار هي علاقة معنوية، ومع ذلك فإن المقدرة التفسيرية لهذه المتغيرات المستقلة في تفسير سلوك المتغير التابع ليست كاملة أو قوية وهذا يعنى الآتى:

- قبول الفرض الأول بوجود علاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وبين التغير في سعر السهم في السوق.
- قبول الفرض الثاني بأن المعلومات المحاسبية لا تفسر كل التغيرات في أسعار الأسهم في السوق.

وفيما يتعلق بتحديد واختبار العلاقة بين التغير في حجم التداول كمتغير تابع والمتغيرات المستقلة ممثلة في المقاييس المحاسبية المختارة مجتمعة، يوضح الجدول رقم (٥-١) نتائج إستخدام أسلوب الإنحدار المتعدد لهذه العلاقة. ويلاحظ من هذا الجدول الآتى:

أ- أن علاقة الإرتباط ( $R$ ) بين المتغيرات المستقلة مجتمعة وحجم التداول هي علاقة غير معنوية حيث بلغت في المتوسط  $49\%$  وقد أظهرت علاقة إرتباط



عكسية مع معظم المقاييس المحاسبية ما عدا القيمة الدفترية للسهم، نسبة التوزيع، مضاعف سعر السهم للعائد، نسبة التداول وذلك على غير المتوقع.

ب- تدل هذه النتائج على أن المقاييس المحاسبية المستخدمة ليس لها جميعا نفس المقدرة في تفسير التغيرات في حجم تداول الأسهم في السوق وبنفس الدرجة فقد احتلت نسبة الإقتراض المرتبة الأولى، في حين أن التدفقات النقدية تحتل المرتبة الثانية، ويلى ذلك القيمة الدفترية للسهم في المرتبة الثالثة ، وفي المرتبة الرابعة نسبة التداول للسهم، في حين أن العائد على السهم يحتل المرتبة الخامسة ، ويلى ذلك في المرتبة السادسة نسبة العائد إلى حقوق المساهمين، وتأتى نسبة التوزيع في المرتبة السابعة، كما يحتل مضاعف السعر للقيمة الدفترية المرتبة الثامنة، وفي المرتبة التاسعة نسبة العائد على الأصول، وفي المرتبة العاشرة نسبة الرفع المالى، يلي ذلك نسبة نمو النشاط في المرتبة الحادية عشر، ثم نسبة السيولة على الأصول في المرتبة الثانية عشر، والربح الموزع للسهم في المرتبة قبل الأخيرة، وأخيرا مضاعف سعر السهم للعائد.

ت- لتأكيد هذه النتائج فقد تم استخدام أسلوب الإنحدار المرحلى الذى يوضح التأثير الإضافى الذى يحدثه كل متغير مستقل عند إدخاله فى النموذج على تفسير سلوك التغيرات فى أحجام تداول الأسهم فى السوق. وتوضح الجداول رقم (٥-٥) ، (٥-٦) ، (٥-٧) تحليلا لنتائج هذا الإختبار. وأوضحت نتائج التحليل الإحصائى للبيانات المحاسبية أن هناك عاملين فقط يمثلان المتغيرات المستقلة الأساسية فى تفسير التغيرات فى حجم التداول فى السوق وهما نسبة الإقتراض والتدفقات النقدية. وقد بلغت قوة الارتباط بين المتغيرين وحركة تداول الأسهم فى السوق ٢٠,٣%.

ث- أن المقدرة التفسيرية ( $R^2$ ) للمعلومات المحاسبية متمثلة فى المتغيرات الأربعة عشر المختارة فى تفسير التغيرات فى أحجام تداول الأسهم فى السوق منخفضة حيث بلغت ٩% . معنى ذلك أن هناك نسبة ٩١% من أحجام تداول الأسهم فى السوق لا تفسره المعلومات المحاسبية المختارة، ولكن تفسره عوامل أخرى سواء كانت محاسبية أو غير محاسبية.

ج- أن المعنوية الإحصائية لعلاقة الإنحدار (P-Value) وقيمتها ٠,٧٥٢ تدعم الإستنتاج السابق حيث توضح أن علاقات الإنحدار بين التغير فى أحجام تداول الأسهم فى السوق والمتغيرات المستقلة مجتمعة هى علاقة غير معنوية. وإن هناك متغيرات يمكن إستبعادها من نموذج الإنحدار.

ح- أظهرت النتائج المتعلقة بتحليل نموذج علاقة أحجام تداول الأسهم فى السوق مع المعلومات المحاسبية تأييد الفرضية الثالثة بوجود علاقة بين التغيرات فى

أسعار الأسهم فى السوق وبين المعلومات المحاسبية ممثلة فى عاملين أساسيين فقط، وقد أخذ النموذج الشكل التالى:

$$MYV_{it} = 194.819 - 4.215 X10_{it} - 3.356 X13_{it} + E_{it}$$

حيث أن :

تعبير عن نسبة الإقتراض الخاصة بالشركة I فى الفترة t.	$X10_{it}$
تعبير عن التدفقات النقدية للشركة I فى الفترة t.	$X13_{it}$
تعبير عن التغير فى حجم التعامل السوقي على سهم الشركة i فى خلال الفترة t فى ضوء المعلومات المحاسبية المتاحة.	$MYV_{it}$

خ- بتحليل نموذج الإنحدار السابق المشتق من التحليل الإحصائى للبيانات المحاسبية يتضح أن هناك علاقة إنحدار غير جوهرية بين التغير فى أحجام تداول الأسهم فى سوق الأوراق المالية وبين المعلومات المحاسبية ممثلة فى نسبة الإقتراض، التدفقات النقدية. حيث أن قيمة الإحتمال (مستوى الدلالة (الملاحظ) بإستخدام إختبار F هى  $0.092\%$  وهى أكبر من مستوى الدلالة الذى يمكن إفتراضه على أساس  $\alpha = 0.05$ ، وهذا يعنى معنوية غير مقبولة للإختبار. وفيما يتعلق بإختبارات T الخاصة بالمتغيرات المستقلة بصورة فردية والتى توضح أثر إدخال كل متغير مستقل فى النموذج، فقد أظهرت نتائج التحليل معنوية متوسطة بإفتراض  $\alpha = 0.05$  حيث أن P-value الناتجة عن إختبار T لنسبة الإقتراض هى  $0.062$ ، وللتدفقات النقدية  $0.156$ ، وفسرت هذه العلاقة  $24\%$  من حركة تداول الأسهم فى السوق خلال فترة الدراسة، مما يعنى إنخفاض المقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية فى هذا الصدد حيث تبقى هناك نسبة  $35.5\%$  من حركة تداول الأسهم فى السوق غير مفسرة بواسطة تلك المعلومات المحاسبية. وهذا يعنى تأييد صحة الفرضية الرابعة بوجود عوامل أخرى غير محاسبية تؤثر فى هذه العلاقة.

د- من التحليل السابق يتضح أن هناك علاقة إرتباط بين المعلومات المحاسبية ممثلة فى نسبة الإقتراض والتدفقات النقدية من ناحية وأحجام تداول الأسهم فى السوق من ناحية أخرى، ولكن علاقة الإنحدار هى علاقة غير معنوية، وأن المقدرة التفسيرية لهذه المتغيرات المستقلة فى تفسير سلوك المتغير التابع منخفضة وهذا يعنى الآتى:

▪ رفض الفرض الثالث بوجود علاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وبين أحجام تداول الأسهم فى السوق.

▪ قبول الفرض الرابع بأن المعلومات المحاسبية لا تفسر كل التغيرات أحجام تداول الأسهم في السوق.

وفيما يتعلق بتحديد واختبار العلاقة بين عائد السهم من السوق كمتغير تابع والمتغيرات المستقلة متمثلة في المقاييس المحاسبية المختارة مجتمعة، يوضح الجدول رقم ( ٥-١) نتائج استخدام أسلوب الإنحدار المتعدد لهذه العلاقة. ويلاحظ من هذا الجدول الآتي:

أ- أن علاقة الارتباط ( R ) بين المتغيرات المستقلة مجتمعة وعائد السهم من السوق هي علاقة معنوية حيث بلغت في المتوسط ٨٥,٥% ومع ذلك فقد أظهرت علاقة ارتباط عكسية مع كلا من القيمة الدفترية للسهم، الربح الموزع للسهم، نسبة التوزيع، نسبة العائد على الأصول، نسبة العائد على حقوق المساهمين، التدفقات النقدية، نسبة نمو النشاط وذلك على غير المتوقع.

ب- تدل هذه النتائج على أن المقاييس المحاسبية المستخدمة ليس لها جميعا نفس القدرة في تفسير التغيرات في سعر السهم في السوق وب نفس الدرجة فقد احتل مضاعف سعر السهم للعائد المرتبة الأولى، في حين أن نسبة التداول تحتل المرتبة الثانية، ويلى ذلك العائد على السهم في المرتبة الثالثة ، وفي المرتبة الرابعة نسبة العائد على حقوق المساهمين، في حين أن القيمة الدفترية للسهم تحتل المرتبة الخامسة ، ويلى ذلك في المرتبة السادسة نسبة الرفع المالى، وتأتى التدفقات النقدية في المرتبة السابعة، كما يحتل الربح الموزع للسهم المرتبة الثامنة، وفي المرتبة التاسعة نسبة نمو النشاط، وفي المرتبة العاشرة نسبة الإقتراض، يلي ذلك نسبة العائد على الأصول في المرتبة الحادية عشر، ثم نسبة السيولة على الأصول في المرتبة الثانية عشر، ومضاعف سعر السهم للقيمة الدفترية في المرتبة قبل الأخيرة، وأخيرا نسبة التوزيع.

ت- أوضح تحليل الإنحدار المرحلى لبيان التأثير الإضافى الذى يحدثه كل متغير مستقل عند إدخاله فى النموذج على تفسير سلوك التغيرات فى عوائد الأسهم من السوق. وتوضح الجداول رقم (٥-٨)، (٥-٩) ، (٥-١٠) تحليلا لنتائج هذا الإختبار. وأوضحت نتائج التحليل الإحصائى للبيانات المحاسبية ستة متغيرات تمثل المتغيرات المستقلة الأساسية فى تفسير التغيرات فى عوائد الأسهم من السوق وهى مضاعف سعر السهم للعائد، نسبة التداول، العائد على السهم، نسبة العائد على حقوق المساهمين، القيمة الدفترية للسهم، نسبة الرفع المالى. وقد بلغت قوة الارتباط بين هذه المتغيرات المستقلة وعوائد الأسهم من السوق ٨٤,٧%.

ث- أن المقدرة التفسيرية ( $R^2$ ) للمعلومات المحاسبية متمثلة فى المتغيرات الأربعة عشر المختارة فى تفسير التغيرات فى عوائد الأسهم من السوق عالية حيث

بلغت ٧٣,١% . معنى ذلك أن هناك نسبة ٢٦,٩% من التغيرات في عوائد الأسهم من السوق لا تفسره المعلومات المحاسبية المختارة، ولكن تفسره عوامل أخرى سواء كانت محاسبية أو غير محاسبية.

ج- أن المعنوية الإحصائية لعلاقة الانحدار وقيمتها ٠,٠٠٩، تدعم الإستنتاج السابق حيث توضح أن علاقات الانحدار بين التغير في عوائد الأسهم من السوق والمتغيرات المستقلة مجتمعة هي علاقة معنوية. ومع ذلك فهناك متغيرات يمكن إستبعادها من نموذج الانحدار.

ح- أظهرت النتائج المتعلقة بتحليل نموذج علاقة عوائد الأسهم من السوق مع المعلومات المحاسبية تأييد الفرضية الخامسة بوجود علاقة بين التغيرات في عوائد الأسهم من السوق وبين المعلومات المحاسبية ممثلة في ستة عوامل أساسية فقط، وقد أخذ النموذج الشكل التالي:

$$MES_{it} = 0.318 - 0.0064 X1_{it} + 0.0721 X2_{it} + 0.0038 X5_{it} + 0.131 X7_{it} + 0.0019 X8_{it} + 0.0065 X12_{it} + E_{it}$$

حيث أن :

X1 <sub>it</sub>	تعبّر عن القيمة الدفترية للسهم الخاص بالشركة I في الفترة t.
X2 <sub>it</sub>	تعبّر عن العائد على السهم الخاص بالشركة I في الفترة t.
X5 <sub>it</sub>	تعبّر عن مضاعف السعر للعائد الخاص بالشركة I في الفترة t.
X7 <sub>it</sub>	تعبّر عن نسبة التداول الخاصة بالشركة i في الفترة t.
X8 <sub>it</sub>	تعبّر عن نسبة الرفع المالي الخاصة بالشركة I في الفترة t.
X12 <sub>it</sub>	تعبّر عن نسبة العائد إلى حقوق المساهمين الخاصة بالشركة I في الفترة t.

MES<sub>it</sub> تعبّر عن العائد السوقي للسهم الخاص بالشركة I في الفترة t، وذلك في ضوء المعلومات المحاسبية المتاحة.

خ- بتحليل نموذج الانحدار السابق المشتق من التحليل الإحصائي للبيانات المحاسبية يتضح أن هناك علاقة إنحدار جوهرية بين عائد الأسهم من سوق الأوراق المالية وبين المعلومات المحاسبية ممثلة في مضاعف سعر السهم للعائد، نسبة التداول، العائد على السهم، نسبة العائد على حقوق المساهمين، القيمة الدفترية للسهم، نسبة الرفع المالي. حيث أن قيمة الإحتمال P-Value (مستوى الدلالة الملاحظ) بإستخدام إختبار F هي صفر% وهي صغيرة إذا ما قورنت بمستوى الدلالة الذي يمكن إفتراضه على أساس  $\alpha = 0,05$ ، وهذا يعنى معنوية مقبولة للإختبار. وفيما يتعلق بإختبارات T الخاصة بالمتغيرات المستقلة بصورة فردية والتي توضح أثر إدخال كل متغير مستقل

فى النموذج، فقد أظهرت نتائج التحليل معنوية مرتفعة بإفتراض  $\alpha = 0,05$  حيث أن P- value الناتجة عن إختبار T لكل من مضاعف سعر السهم للعائد، نسبة التداول، نسبة العائد على حقوق المساهمين هى صفر %، العائد على السهم  $0,001$ ، القيمة الدفترية للسهم هى  $0,012$ ، ولنسبة الرفع المالى  $0,004$ . وفسرت هذه العلاقة  $71,7\%$  من التغيرات الكلية فى عوائد الأسهم من السوق خلال فترة الدراسة، وهذه النسبة توضح صحة الفرضية الخامسة بوجود عوامل أخرى غير محاسبية تؤثر فى هذه العلاقة، حيث مازال هناك نسبة  $28,3\%$  من التغيرات فى عوائد الأسهم من السوق تفسره عوامل أخرى بخلاف المعلومات المحاسبية المحددة.

د- من التحليل السابق يتضح أن هناك علاقة إرتباط بين المعلومات المحاسبية ممثلة فى مضاعف سعر السهم للعائد، نسبة التداول، العائد على السهم، نسبة العائد على حقوق المساهمين، القيمة الدفترية للسهم، نسبة الرفع المالى والتغير فى عوائد الأسهم من السوق، وأن علاقة الإنحدار هى علاقة معنوية، ومع ذلك فإن المقدرة التفسيرية لهذه المتغيرات المستقلة فى تفسير سلوك المتغير التابع ليست كاملة أو قوية وهذا يعنى الآتى:

- قبول الفرض الخامس بوجود علاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وبين التغير فى عوائد الأسهم من السوق.
- قبول الفرض السادس بأن المعلومات المحاسبية لا تفسر كل التغيرات فى عوائد الأسهم من السوق.

وفىما يتعلق بالشق الثانى من الدراسة الميدانية والذى خصص لإستكشاف آراء المحللين المالىين ومديرى إدارات الإستثمار بالبنوك التى تطلع أساسا بقرارات تداول الأسهم ووسطاء الأسهم والمستثمرين، فلقد تم التحقق من مصداقية الإجابات التى تم تجميعها، وبناءا على ذلك تم إستخراج معامل كاندال والذى يعنى بترتيب المتغيرات المستقلة حسب أهميتها فى التأثير على المتغيرات التابعة فكانت نتائج التحليل فى الصورة التالية:

أولا: بالنسبة لدور المعلومات غير المحاسبية فى دعم مقدرة المعلومات المحاسبية فى تفسير حركة التغيرات فى أسعار الأسهم فى سوق الأوراق المالية، أمكن إستخلاص الإستنتاجات التالية:

- أوضح التحليل أن ترتيب المؤشرات المحاسبية من حيث أهميتها فى تفسير حركة أسعار الأسهم فى سوق الأوراق المالية قد إختلف عن الترتيب المتحصل عليه من بيانات القوائم المالية، مما يعنى أن هناك عوامل ومتغيرات أخرى أفرزها واقع التعامل فى السوق أثرت على المحتوى الإعلامى للمعلومات المحاسبية فى تفسير تغيرات أسعار الأسهم. وهذا يدل

على أن المعلومات المحاسبية لها الوزن الأساسي في مرحلة تقويم فرص الإستثمار في الأسهم وبالتالي في تهيئة ظروف العرض والطلب عليها في السوق مما ينعكس على أسعار التداول. أما في مرحلة التداول الفعلى فيدخل تأثير متغيرات أخرى تمثل عوامل المخاطرة في عمليات التبادل الفعلى.

■ أظهرت نتائج الترتيب طبقا لمعامل كاندال والموضحة في جدول (٥-١١) أن المتغيرات غير المحاسبية المقترحة تؤدي دورا هاما في تفسير تغيرات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية حيث أتى ترتيب هذه العوامل مجتمعة قبل ستة متغيرات محاسبية منها إثنان من المتغيرات الأساسية التي ظهرت في تحليل الإنحدار المرحلي ، وهذه المتغيرات المحاسبية التي تلت في ترتيبها للمتغيرات غير المحاسبية هي نسبة التداول، نسبة العائد على الأصول، نسبة السيولة على الأصول، نسبة الرفع المالى، التدفقات النقدية، مضاعف السعر للقيمة الدفترية، نسبة الإقتراض، نسبة العائد إلى الأصول.

■ باختبار علاقة الإرتباط بين المتغيرات المحاسبية وغير المحاسبية من حيث أهميتها النسبية في تفسير حركة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية أكدت نتائج التحليل على مصداقية عمليات الإحلال للمتغيرات غير المحاسبية في ترتيب سابق للمتغيرات المحاسبية. وقد ظهرت علاقة إرتباط أقوى بين المتغيرات المحاسبية الأساسية من ناحية والمتغيرات غير المحاسبية من ناحية أخرى، في حين ظهرت علاقة إرتباط أضعف بين المتغيرات المحاسبية غير الأساسية والمتغيرات غير المحاسبية. وكانت قيمة معامل توافق كاندال  $0,164$  بقيمة إحتماالية لمستوى الدلالة الملاحظ صفر % وهى صغيرة إذا ما قورنت بمستوى الدلالة الذى يمكن إقتراحه على أساس  $\alpha = 0,05$  ، وهذا يعنى معنوية مقبولة للإختبار.

■ النتائج السابقة تدعو إلى قبول الفرض السابع بأن المعلومات غير المحاسبية يمكن أن تؤدي إلى زيادة المحتوى الإعلامى والمقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في تفسير حركة التغيرات في أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية.

ثانياً: بالنسبة لدور المعلومات غير المحاسبية فى دعم مقدرة المعلومات المحاسبية فى تفسير حركة التغيرات فى أحجام تداول الأسهم فى سوق الأوراق المالية، أمكن إستخلاص الإستنتاجات التالية:

■ أوضح التحليل أن ترتيب المؤشرات المحاسبية من حيث أهميتها فى تفسير حركة التغيرات فى أحجام تداول الأسهم فى سوق الأوراق المالية قد

يختلف عن الترتيب المتحصل عليه من بيانات القوائم المالية، مما يعنى أن هناك عوامل ومتغيرات أخرى أفرزها واقع التعامل فى السوق أثرت على المحتوى الإعلامى للمعلومات المحاسبية فى تفسير التغيرات فى أحجام تداول الأسهم. وهذا يدل على أن المعلومات المحاسبية لها الوزن الأساسى فى مرحلة تقويم فرص الإستثمار فى الأسهم وبالتالي فى تهيئة ظروف العرض والطلب عليها فى السوق مما ينعكس على أحجام التداول. أما فى مرحلة التداول الفعلى فيدخل تأثير متغيرات أخرى تمثل عوامل المخاطرة فى عمليات التبادل الفعلى.

■ أظهرت نتائج الترتيب فى ضوء معامل كاندال كما يوضحها جدول (٥) - (١١) أن المتغيرات غير المحاسبية المقترحة تؤدى دورا هاما فى تفسير حركة حجم تداول الأسهم فى سوق الأوراق المالية حيث أتى ترتيب خمس من هذه العوامل خمسة متغيرات محاسبية منها متغير واحد من المتغيرات الأساسية التى ظهرت فى تحليل الإنحدار المرحلى، فى حين أن المتغير السادس من المتغيرات غير المحاسبية قد حل محل أحد المتغيرات المحاسبية الأخرى ولكن فى ترتيب متأخر. وهذه المتغيرات المحاسبية التى تلت فى ترتيبها للمتغيرات غير المحاسبية هى نسبة الإقتراض، نسبة السيولة على الأصول، نسبة العائد على الأصول، نسبة الرفع المالى، التدفقات النقدية، مضاعف السعر للقيمة الدفترية، مضاعف سعر السهم للعائد، نسبة العائد إلى حقوق المساهمين. ومن الملاحظ أن معظم المتغيرات التى تأخرت فى الترتيب بالنسبة لأهميتها لتفسير تغيرات أحجام التداول قد تأثر ترتيبها أيضا فى تفسير تغيرات أسعار الأسهم.

■ بإختبار علاقة الارتباط بين المتغيرات المحاسبية وغير المحاسبية من حيث أهميتها النسبية فى تفسير حركة أحجام تداول الأسهم فى سوق الأوراق المالية أكدت نتائج التحليل على مصداقية عمليات الإحلال للمتغيرات غير المحاسبية فى ترتيب سابق للمتغيرات المحاسبية. وقد ظهرت علاقة ارتباط أقوى بين المتغيرات المحاسبية الأساسية من ناحية والمتغيرات غير المحاسبية من ناحية أخرى، فى حين ظهرت علاقة ارتباط أضعف بين المتغيرات المحاسبية غير الأساسية والمتغيرات غير المحاسبية. وأظهرت نتائج التحليل قيمة معامل توافق كاندال ٠,١٤ بقيمة إحتمالية صفر % مما يعنى معنوية تلك النتائج.

■ النتائج السابقة تدعو إلى قبول الفرض الثامن بأن المعلومات غير المحاسبية يمكن أن تؤدى إلى زيادة المحتوى الإعلامى والمقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية فى تفسير حركة التغيرات فى التغيرات فى أحجام تداول الأسهم فى سوق الأوراق المالية.

ثالثاً: بالنسبة لدور المعلومات غير المحاسبية في دعم مقدرة المعلومات المحاسبية في تفسير حركة التغيرات في عوائد الأسهم من سوق الأوراق المالية، أمكن استخلاص الإستنتاجات التالية:

■ أوضح التحليل أن ترتيب المؤشرات المحاسبية من حيث أهميتها في تفسير حركة التغيرات في عوائد الأسهم من سوق الأوراق المالية قد اختلف عن الترتيب المتحصل عليه من بيانات القوائم المالية، مما يعنى أن هناك عوامل ومتغيرات أخرى أفرزها واقع التعامل في السوق أثرت على المحتوى الإعلامى للمعلومات المحاسبية في تفسير تغيرات عوائد الأسهم من السوق. وهذا يدل على الدور الذى تؤديه العوامل غير المحاسبية في مرحلة التداول الفعلى وبالتالي تأثيرها على العوائد المتوقعة من السوق.

■ من واقع نتائج التحليل طبقاً لمعامل كاندل الموضحة في جدول (٥ - ١١) أن المتغيرات غير المحاسبية المقترحة تؤدي دوراً هاماً في تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من سوق الأوراق المالية حيث أتى ترتيب خمس من هذه العوامل في ترتيب متقدم عن بعض المتغيرات المحاسبية منها إثنان من المتغيرات الأساسية التى ظهرت في تحليل الإنحدار المرحلى، وهذه المتغيرات المحاسبية التى تلت في ترتيبها للمتغيرات غير المحاسبية هى نسبة العائد على الأصول، التدفقات النقدية، مضاعف سعر السهم للعائد، نسبة السيولة إلى الأصول، نسبة الإقتراض، نسبة الرفع المالى، نسبة التداول، مضاعف السعر للقيمة الدفترية. ويلاحظ أيضاً أن معظم المتغيرات التى تأخرت في الترتيب بالنسبة لأهميتها لتفسير تغيرات أسعار الأسهم وأحجام التداول قد تأثر ترتيبها أيضاً في تفسير تغيرات عوائد الأسهم.

■ بإختبار علاقة الارتباط بين المتغيرات المحاسبية وغير المحاسبية من حيث أهميتها النسبية في تفسير حركة عوائد الأسهم من سوق الأوراق المالية أكدت نتائج التحليل على مصداقية عمليات الإحلال للمتغيرات غير المحاسبية في ترتيب سابق للمتغيرات غير المحاسبية. وقد ظهرت علاقة ارتباط أقوى بين المتغيرات المحاسبية الأساسية من ناحية والمتغيرات غير المحاسبية من ناحية أخرى، فى حين ظهرت علاقة ارتباط أضعف بين المتغيرات المحاسبية غير الأساسية والمتغيرات غير المحاسبية. وكانت قيمة معامل توافق كاندال ٠,١٢٩ بقيمة إحصائية صفر % مما يعنى معنوية مقبولة للإختبار.

■ النتائج السابقة تدعو إلى قبول الفرض التاسع بأن المعلومات غير المحاسبية يمكن أن تؤدي إلى زيادة المحتوى الإعلامى والمقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في تفسير حركة عوائد الأسهم من سوق الأوراق المالية.



## المبحث الخامس: خلاصة ونتائج البحث وتوصياته

إشتمل الفكر المحاسبي على العديد من الدراسات التي تتقصى العلاقة بين المعلومات المحاسبية ومؤشرات سوق الأوراق المالية، حيث قامت كل دراسة بتحليل العلاقة بين أحد أو بعض متغيرات سوق الأوراق المالية مثال سعر السهم في السوق، عائد السهم من السوق، حجم تداول الأسهم في السوق والمعلومات المحاسبية أو بعض المؤشرات المستخرجة منها. كما أن بعض هذه الدراسات حاولت تقصى المحتوى الإعلامى للمعلومات المحاسبية فى تفسير حركة متغيرات السوق سالفة الذكر. والقاسم المشترك بين أغلب هذه الدراسات التى تمت فى بيئات مختلفة هو إستنتاج ضعف المقدرة التفسيرية أو المحتوى الإعلامى للمعلومات المحاسبية فى كثير من أسواق الأوراق المالية. وهنا تم طرح تساؤل هام حول العوامل أو المتغيرات أو المعلومات الأخرى التى يمكن الإفصاح عنها جنبا إلى جنب مع المعلومات المحاسبية وتؤدى إلى زيادة مقدرتها التفسيرية. فى ضوء ذلك تمثلت مشكلة هذا البحث فى محاولة الوصول إلى إجابة على التساؤلات التالية: هل تفسر المعلومات المحاسبية كل التغيرات فى مؤشرات الأسهم بسوق الأوراق المالية (الأسعار، أحجام التداول، العوائد من السوق)؟ وإذا كانت الإجابة عن هذا التساؤل بالنفى فما هى المعلومات الأخرى التى يمكن أن تؤدى دورا ملموسا فى زيادة هذه المقدرة التفسيرية. وللإجابة عن ذلك التساؤل فقد قام هذا البحث بإستعراض الدراسات ذات الصلة التى أكدت على ضعف المحتوى الإعلامى أو المقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية. وإستعرضت الدراسة إطارا نظريا عن مشكلة البحث مستخلصة منه نموذج مقترح للإجابة عن التساؤلات السابقة. وبمنهج إستقرائى إقترحت الدراسة إضافة بعض المعلومات غير المحاسبية متمثلة فى مجموعتين هما المعلومات الإجتماعية والمعلومات التنبؤية جنبا إلى جنب مع المعلومات المحاسبية.

ولقد تم التطبيق الميدانى على سوق الأوراق المالية السعودية من خلال منهجين متوازيين أولهما لدراسة العلاقة بين المعلومات المحاسبية وثلاثة متغيرات أساسية عن أسهم الشركات فى سوق الأوراق المالية السعودى وهى أسعار الأسهم، أحجام تداول الأسهم، عوائد الأسهم من السوق. وذلك من أجل إستنتاج طبيعة المحتوى الإعلامى والمقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية فى هذا السوق. وثانيهما دراسة مدى تأثير المعلومات غير المحاسبية المضافة على تلك المقدرة التفسيرية أو المحتوى الإعلامى.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين المعلومات المحاسبية من جهة وكل من أسعار الأسهم فى السوق وعوائد الأسهم من السوق من ناحية أخرى، ومع ذلك فمقدرتها التفسيرية أو محتواها الإعلامى ليس كافيا. فى حين أثبتت

الدراسة عدم وجود علاقة بين المعلومات المحاسبية وحركة أحجام تداول الأسهم فى السوق. كما توصلت الدراسة إلى إستنتاج مؤداه إمكانية أن تؤدى المعلومات غير المحاسبية المقترحة إلى زيادة المقدرة التفسيرية أو المحتوى الإعلامى للمعلومات المحاسبية. وتبنت الدراسة فكرة تكوين نموذج يأخذ فى الحسبان كلا النوعين من المعلومات فى تفسير والتنبؤ بسلوك المتغيرات التابعة المختارة. وإستنتجت الدراسة من كل ما سبق أن المعلومات غير المحاسبية يمكن أن تؤدى إلى زيادة المحتوى الإعلامى والمقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية.

وإستنادا إلى ما توصلت إليه هذه الدراسة فإنه يمكن تقديم مقترحات بتوصيات لدراسات وبحوث مستقبلية فى هذا الصدد وهى:

١. إجراء نفس الدراسة بإستخدام معلومات غير محاسبية أخرى مستمدة إشتقاقيا من البيئة الفعلية وليست مستبطة من الدراسات النظرية.

٢. إجراء نفس الدراسة بإستخدام نفس المعلومات غير المحاسبية المقترحة فى هذه الدراسة أو أخرى مستمدة إشتقاقيا من البيئة الفعلية ولكن بين قطاعات مختلفة لبيان مدى إختلاف نوعية المعلومات غير المحاسبية المرغوبة نتيجة لإختلاف طبيعة النشاط داخل كل قطاع.

٣. إجراء نفس الدراسة ولكن بين بيانات مختلفة ( أسواق أوراق مالية مختلفة ) بإستخدام معلومات غير محاسبية أخرى مستمدة إشتقاقيا من البيئات الفعلية لبيان مدى تأثير إختلاف العوامل البيئية على طبيعة المتغيرات المقترحة.



جدول رقم (٥-٢) نتائج تحليل أسلوب الإنحدار المرحلي للعلاقة بين سعر السهم وبين المقاييس المحاسبية المختارة لشركات العينة عن عام ٢٠٠٠ م، ١٤٢٠ هـ

النموذج	المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع R	معامل التحديد R <sup>2</sup>	القيمة الاحتمالية P-Value لاختبار F
الأول	نسبة التداول - التدفقات النقدية - مضاعف سعر السهم للعائد	٠,٤٦٢	٠,٢١٣	٠,٠٠٤
الثاني	إذا أضيفت نسبة العائد على حقوق المساهمين	٠,٤٧١	٠,٢٢٢	٠,٠٠٩
الثالث	إذا أضيفت نسبة السيولة على الأصول	٠,٤٨٦	٠,٢٣٦	٠,٠١٣
الرابع	إذا أضيفت القيمة الدفترية للسهم	٠,٤٩٩	٠,٢٤٩	٠,٠١٩
الخامس	إذا أضيفت نسبة التوزيع	٠,٥٠٩	٠,٢٥٩	٠,٠٢٨
السادس	إذا أضيف مضاعف السعر للقيمة الدفترية	٠,٥١٦	٠,٢٦٦	٠,٠٤٢
السابع	إذا أضيفت نسبة العائد على الأصول	٠,٥١٨	٠,٢٦٩	٠,٠٦٥
الثامن	إذا أضيفت نسبة الرفع المالي	٠,٥٢٣	٠,٢٧٤	٠,٠٩٢
التاسع	إذا أضيف الربح الموزع للسهم	٠,٥٢٥	٠,٢٧٦	٠,١٣٣
العاشر	إذا أضيفت نسبة الإقتراض	٠,٥٢٦	٠,٢٧٧	٠,١٨٥
الحادي عشر	إذا أضيف العائد على السهم	٠,٥٢٧	٠,٢٧٨	٠,٢٤٩
الثاني عشر	إذا أضيفت نسبة نمو النشاط	٠,٥٢٧	٠,٢٧٨	٠,٣٢٣

جدول رقم ( ٥-٣ ) نتائج تحليل أسلوب الإنحدار المرحلي للعلاقة بين سعر السهم وبين المقاييس المحاسبية المختارة لشركات العينة عن عام ٢٠٠١ م، ١٤٢١ هـ

النموذج	المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع R	معامل التحديد R <sup>2</sup>	القيمة الاحتمالية P-Value لاختبار F
الأول	نسبة التداول - التدفقات النقدية - مضاعف سعر السهم للعائد - نسبة العائد على الأصول - مضاعف سعر السهم للقيمة الدفترية - نسبة نمو النشاط	٠,٨٦١	٠,٧٤٢	٠,٠٠٠
الثاني	إذا أضيفت نسبة العائد على حقوق المساهمين	٠,٨٦٤	٠,٧٤٦	٠,٠٠٠
الثالث	إذا أضيفت القيمة الدفترية للسهم	٠,٨٦٦	٠,٧٥٠	٠,٠٠٠
الرابع	إذا أضيف العائد على السهم	٠,٨٦٨	٠,٧٥٣	٠,٠٠٠
الخامس	إذا أضيفت نسبة الإقتراض	٠,٨٦٩	٠,٧٥٦	٠,٠٠٠
السادس	إذا أضيف الربح الموزع للسهم	٠,٨٧١	٠,٧٥٩	٠,٠٠٠
السابع	إذا أضيفت نسبة السيولة على الأصول	٠,٨٧١	٠,٧٦٠	٠,٠٠٠
الثامن	إذا أضيفت نسبة الرفع المالي	٠,٨٧٢	٠,٧٦٠	٠,٠٠٠
التاسع	إذا أضيفت نسبة العائد على حقوق المساهمين	٠,٨٧٢	٠,٧٦٠	٠,٠٠٠

جدول رقم ( ٥-٤ ) نتائج تحليل أسلوب الإنحدار المرحلي للعلاقة بين سعر السهم وبين المقاييس المحاسبية المختارة لشركات العينة عن العامين معا

النموذج	المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع R	R <sup>2</sup> معامل التحديد	القيمة الاحتمالية P-Value لاختبار F
الأول	نسبة التداول - مضاعف سعر السهم للعائد	٠,٥٨٧	٠,٢٤٥	٠,٠٠٠
الثاني	إذا أضيفت التدفقات النقدية	٠,٥٩٦	٠,٢٥٥	٠,٠٠٠
الثالث	إذا أضيفت القيمة الدفترية للسهم	٠,٦٠٦	٠,٢٦٨	٠,٠٠٠
الرابع	إذا أضيفت نسبة الرفع المالي	٠,٦١٢	٠,٢٧٥	٠,٠٠٠
الخامس	إذا أضيفت نسبة العائد على حقوق المساهمين	٠,٦١٤	٠,٢٧٨	٠,٠٠٠
السادس	إذا أضيف العائد على السهم	٠,٦١٧	٠,٢٨١	٠,٠٠٠
السابع	إذا أضيفت نسبة السيولة على الأصول	٠,٦١٨	٠,٢٨٢	٠,٠٠٠
الثامن	إذا أضيف مضاعف السعر للقيمة الدفترية	٠,٦٢٠	٠,٢٨٤	٠,٠٠٠
التاسع	إذا أضيفت نسبة العائد على حقوق المساهمين	٠,٦٢١	٠,٢٨٦	٠,٠٠٠
العاشر	إذا أضيف الربح الموزع للسهم	٠,٦٢١	٠,٢٨٦	٠,٠٠٠
الحادي عشر	إذا أضيفت نسبة نمو النشاط	٠,٦٢١	٠,٢٨٦	٠,٠٠٠
الثاني عشر	إذا أضيفت نسبة الإقتراض	٠,٦٢١	٠,٢٨٦	٠,٠٠٠
الثالث عشر	إذا أضيفت نسبة العائد على الأصول	٠,٦٢١	٠,٢٨٦	٠,٠٠٠

جدول رقم (٥-٥) نتائج تحليل أسلوب الإنحدار المرحلي للعلاقة بين حجم التداول وبين المقاييس المحاسبية المختارة لشركات العينة عن عام ٢٠٠٠ م، ١٤٢٠ هـ

النموذج	المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع R	معامل التحديد R <sup>2</sup>	القيمة الاحتمالية P-Value لاختبار F
الأول	التدفقات النقدية - نسبة السيولة على الأصول	٠,٣٢١	٠,١٠٣	٠,٠٥٠
الثاني	إذا أضيفت القيمة الدفترية للسهم	٠,٣٨١	٠,١٤٦	٠,٠٢٩
الثالث	إذا أضيفت نسبة الرفع المالي	٠,٤٢٦	٠,١٨١	٠,٠٢٥
الرابع	إذا أضيف العائد على السهم	٠,٤٤٨	٠,٢٠١	٠,٠٢٦
الخامس	إذا أضيف مضاعف سعر السهم	٠,٤٦٦	٠,٢١٨	٠,٠٤٣
السادس	إذا أضيف الربح الموزع للسهم	٠,٤٧١	٠,٢٢١	٠,٠٦٩
السابع	إذا أضيفت نسبة التوزيع	٠,٤٧٨	٠,٢٢٩	٠,٠٩٦
الثامن	إذا أضيفت نسبة التداول	٠,٤٨٥	٠,٢٣٥	٠,١٣٢
التاسع	إذا أضيفت نسبة العائد على الأصول	٠,٤٨٦	٠,٢٣٦	٠,١٨٦
العاشر	إذا أضيفت نسبة العائد على حقوق المساهمين	٠,٤٨٨	٠,٢٣٨	٠,٢٥١
الحادي عشر	إذا أضيفت نسبة الإقتراض	٠,٤٨٩	٠,٢٣٩	٠,٣٢٦
الثاني عشر	إذا أضيف مضاعف السعر للقيمة الدفترية	٠,٤٩٠	٠,٢٤٠	٠,٤١١
الثالث عشر	إذا أضيفت نسبة نمو النشاط	٠,٤٩٠	٠,٢٤٠	٠,٤٩٨

جدول رقم (٥ - ٦) نتائج تحليل أسلوب الإنحدار المرحلي للعلاقة بين حجم التداول وبين المقاييس المحاسبية المختارة لشركات العينة عن عام ٢٠٠١ م، ١٤٢١ هـ

النموذج	المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع R	معامل التحديد R <sup>2</sup>	القيمة الاحتمالية P-Value اختبار F
الأول	نسبة الرفع المالي - نسبة العائد على حقوق المساهمين - نسبة العائد على الأصول - نسبة نمو النشاط	٠,٤٠٤	٠,١٦٣	٠,٠٤٨
الثاني	إذا أضيف العائد على السهم	٠,٤٢٤	٠,١٨٠	٠,٠٢٠
الثالث	إذا أضيفت القيمة الدفترية للسهم	٠,٤٧٢	٠,٢٢٢	٠,٠٣٨
الرابع	إذا أضيفت التدفقات التقديرية	٠,٤٨٨	٠,٢٣٨	٠,٠٤٧
الخامس	إذا أضيف مضاعف سعر السهم	٠,٤٩٨	٠,٢٤٨	٠,٠٦٤
السادس	إذا أضيف مضاعف السعر للقيمة الدفترية	٠,٥٠٤	٠,٢٥٤	٠,٠٩٠
السابع	إذا أضيف الربح الموزع للسهم	٠,٥١٢	٠,٢٦٢	٠,١١٦
الثامن	إذا أضيفت نسبة السيولة على الأصول	٠,٥١٩	٠,٢٦٩	٠,١٤٩
التاسع	إذا أضيفت نسبة الإقتراض	٠,٥٢٥	٠,٢٧٦	٠,١٨٨
العاشر	إذا أضيفت نسبة التداول	٠,٥٢٨	٠,٢٧٩	٠,٢٤٦
الحادي عشر	إذا أضيفت نسبة التوزيع	٠,٥٢٨	٠,٢٧٩	٠,٣٢٠



جدول رقم (٥-٧) نتائج تحليل أسلوب الإحتدار المرحلي للعلاقة بين حجم التداول وبين المقاييس المحاسبية المختارة لشركات العينة عن العامين معا

النموذج	المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع R	معامل التحديد R <sup>2</sup>	القيمة الاحتمالية P-Value اختبار F
الأول	نسبة الإقتراض - التدفقات النقدية	٠,٢٠٣	٠,٠٤١	٠,٠٩٢
الثاني	إذا أضيفت القيمة الدفترية للسهم	٠,٢٢١	٠,٠٤٩	٠,١٣١
الثالث	إذا أضيفت نسبة التداول	٠,٢٣٧	٠,٠٥٦	٠,١٦٧
الرابع	إذا أضيف العائد على السهم	٠,٢٥٢	٠,٠٦٣	٠,١٩٩
الخامس	إذا أضيفت نسبة العائد على حقوق المساهمين	٠,٢٦٨	٠,٠٧٢	٠,٢١٨
السادس	إذا أضيفت نسبة التوزيع	٠,٢٧٩	٠,٠٧٨	٠,٢٥٧
السابع	إذا أضيف مضاعف السعر للقيمة الدفترية	٠,٢٨٧	٠,٠٨٢	٠,٣٠٨
الثامن	إذا أضيفت نسبة العائد على الأصول	٠,٢٩٠	٠,٠٨٤	٠,٣٨٤
التاسع	إذا أضيفت نسبة الرفع المالي	٠,٢٩٦	٠,٠٨٨	٠,٤٤٣
العاشر	إذا أضيفت نسبة نمو النشاط	٠,٣٠٠	٠,٠٩٠	٠,٥٠٧
الحادى عشر	إذا أضيفت نسبة السيولة على الأصول	٠,٣٠١	٠,٠٩٠	٠,٥٩٦
الثانى عشر	إذا أضيف الربح الموزع للسهم	٠,٣٠١	٠,٠٩٠	٠,٦٧٩
الثالث عشر	إذا أضيف مضاعف سعر السهم	٠,٣٠١	٠,٠٩٠	٠,٧٥٢

جدول رقم (٥ - ٨) نتائج تحليل أسلوب الإنحدار المرحلي للعلاقة بين العائد من السوق وبين المقاييس المحاسبية المختارة لشركات العينة عن عام ٢٠٠٠ م، ١٤٢٠ هـ

النموذج	المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع R	معامل التحديد R <sup>2</sup>	القيمة الاحتمالية P-Value اختبار F
الأول	نسبة التداول - نسبة العائد على حقوق المساهمين - الربح الموزع للسهم - مضاعف سعر السهم للعائد - العائد على السهم	٠,٦٢١	٠,٣٨٦	٠,٠٠٠
الثاني	إذا أضيفت نسبة نمو النشاط	٠,٦٤٣	٠,٤١٣	٠,٠٠٠
الثالث	إذا أضيف مضاعف السعر للقيمة الدفترية	٠,٦٥٠	٠,٤٢٣	٠,٠٠٠
الرابع	إذا أضيفت نسبة الرفع المالي	٠,٦٥٨	٠,٤٣٤	٠,٠٠٠
الخامس	إذا أضيفت نسبة الإقراض	٠,٦٦٦	٠,٤٤٣	٠,٠٠٠
السادس	إذا أضيفت القيمة الدفترية للسهم	٠,٦٦٨	٠,٤٤٦	٠,٠٠٠
السابع	إذا أضيفت التدفقات النقدية	٠,٦٧٠	٠,٤٥٠	٠,٠٠٠
الثامن	إذا أضيفت نسبة التوزيع	٠,٦٧٤	٠,٤٥٤	٠,٠٠٠
التاسع	إذا أضيفت نسبة العائد على الأصول	٠,٦٧٥	٠,٤٥٦	٠,٠٠٠
العاشر	إذا أضيفت نسبة السيولة على الأصول	٠,٦٧٦	٠,٤٥٧	٠,٠٠٠

جدول رقم (٥ - ٩) نتائج تحليل أسلوب الإنحدار المرحلي للعلاقة بين العائد من السوق وبين المقاييس المحاسبية المختارة لشركات العينة عن عام ٢٠٠١ م، ١٤٢١ هـ

النموذج	المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع R	معامل التحديد R <sup>2</sup>	القيمة الإحصائية الإختبارية P-Value لاختبار F
الأول	نسبة التداول - نسبة العائد على حقوق المساهمين - نسبة الرفع المالي - القيمة الدفترية للسهم - التدفقات النقدية - مضاعف سعر السهم للعائد	٠,٩٢٨	٠,٨٦٢	٠,٠٠٠
الثاني	إذا أضيفت نسبة الإقتراض	٠,٩٣٢	٠,٨٦٨	٠,٠٠٠
الثالث	إذا أضيفت نسبة السيولة على الأصول	٠,٩٣٤	٠,٨٧٢	٠,٠٠٠
الرابع	العائد على السهم	٠,٩٣٥	٠,٨٧٤	٠,٠٠٠
الخامس	إذا أضيفت نسبة العائد على الأصول	٠,٩٣٥	٠,٨٧٥	٠,٠٠٠
السادس	إذا أضيفت نسبة نمو النشاط	٠,٩٣٦	٠,٨٧٥	٠,٠٠٠
السابع	إذا أضيف مضاعف السعر للقيمة الدفترية	٠,٩٣٦	٠,٨٧٦	٠,٠٠٠
الثامن	إذا أضيفت نسبة التوزيع	٠,٩٣٦	٠,٨٧٦	٠,٠٠٠
التاسع	الربح الموزع للسهم	٠,٩٣٦	٠,٨٧٦	٠,٠٠٠

جدول رقم (٥ - ١٠) نتائج تحليل أسلوب الإنحدار المرحلي للعلاقة بين العائد من السوق وبين المقاييس المحاسبية المختارة لشركات العينة عن العامين معا

النموذج	المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع R	معامل التحديد R <sup>2</sup>	القيمة الاحتمالية P-Value واختبار F
الأول	نسبة التداول - نسبة العائد على حقوق المساهمين - نسبة الرفع المالي - القيمة الدفترية للسهم - العائد على السهم - مضاعف سعر السهم للعائد	٠,٨٤٧	٠,٧١٧	٠,٠٠٠
الثاني	إذا أضيفت التدفقات النقدية	٠,٨٥٠	٠,٧٢٣	٠,٠٠٠
الثالث	إذا أضيفت نسبة نمو النشاط	٠,٨٥١	٠,٧٢٥	٠,٠٠٠
الرابع	الربح الموزع للسهم	٠,٨٥٢	٠,٧٢٧	٠,٠٠٠
الخامس	إذا أضيفت نسبة العائد على الأصول	٠,٨٥٣	٠,٧٢٨	٠,٠٠٠
السادس	إذا أضيفت نسبة الإقتراض	٠,٨٥٤	٠,٧٢٩	٠,٠٠٠
السابع	إذا أضيفت نسبة السيولة على الأصول	٠,٨٥٥	٠,٧٣١	٠,٠٠٠
الثامن	إذا أضيف مضاعف السعر للقيمة الدفترية	٠,٨٥٥	٠,٧٣١	٠,٠٠٠
التاسع	إذا أضيفت نسبة التوزيع	٠,٨٥٥	٠,٧٣١	٠,٠٠٠

جدول رقم ( ٥ - ١١ ) ترتيب الأهمية النسبية للعوامل المحاسبية وغير المحاسبية في تفسير التغيرات في أسعار الأسهم، أحجام التداول، العوائد من السوق

الأهمية النسبية للعوامل المحاسبية		الأهمية النسبية للعوامل غير المحاسبية		الأهمية النسبية بالتساوي		مؤشر	
الترتيب	معامل ترتيب كاندال	الترتيب	معامل ترتيب كاندال	الترتيب	معامل ترتيب كاندال	الترتيب	معامل ترتيب كاندال
٧	١٠,٨٩	٩	١٠,٣٥	١٠	١٠,٥٨	١	نسبة العائدية للسهم
٢	١٣,١٥	٢	١٣,٨٤	٢	١٤,٣٣	٢	العائد على السهم
١	١٤,٩٩	١	١٤,٣٧	١	١٤,٧٤	٣	الربح الموزع للسهم
٤	١٤,١٤	٤	١٢,٥٦	٥	١٢,٣٦	٤	نسبة التوزيع
١٥	٩,١٩	١٦	٨,٨٦	١٢	٩,٦٢	٥	مضاعف السعر للعائد
١٩	٧,٨٠	٢٠	٧,٥١	٢٠	٦,٥٩	٦	مضاعف السعر للعائدية
١٨	٨,٣٣	١٠	١٠,٢٠	١٥	٩,٠٣	٧	نسبة التداول
١٧	٨,٧٥	١٧	٨,٣٠	١٧	٨,٣٦	٨	نسبة الرفع المالي
١٢	٩,٦٥	١٥	٨,٨٩	١٨	٨,١٦	٩	نسبة السيولة إلى الأصول
١٦	٨,٧٨	١٤	٨,٩٠	١٤	٩,٢٣	١٠	نسبة الاقتراض
١٠	١٠,٢٤	١٩	٨,٢٥	١٦	٨,٦٠	١١	نسبة العائد إلى الأصول
١٤	٩,٦١	١٣	٩,٦٣	٩	١٠,٧٨	١٢	نسبة العائد إلى حقوق المساهمين
١٢	٩,٨٥	١١	٩,٩٤	١٩	٨,٠٣	١٣	التكاليف التقديرية
٣	١٢,١٢	٣	١٢,٧٣	٤	١٢,٤٠	١٤	نسبة نمو النشاط
٢٠	٧,٨٧	١٨	٨,٣٥	١١	١٠,٠٠	١٥	معلومات عن المخاطر والعلاقات المتحصلة المديون مع الأطراف الخارجية
٦	١٢,٢٣	٧	١١,٨٥	٧	١١,٩١	١٦	معلومات عن البيئة القانونية التي تؤثر على أعمال المنشأة وإدارتها
١١	٩,٨٧	١٢	٩,٧٠	١٣	٩,٥٥	١٧	معلومات عن عوامل عدم التاكيد التي تواجهها إدارة المنشأة
٥	١٢,٢٤	٦	١١,٩٩	٣	١٢,٥١	١٨	معلومات عن الفرص والتحديات التي تواجه المنشأة
٩	١٠,٧٤	٥	١٢,٤٤	٦	١٢,٢٠	١٩	معلومات عن استراتيجيات المنشأة لإحتتام هذه الفرص ومواجهة التحديات.
٨	١٠,٧٦	٨	١١,٣٢	٨	١٠,٨٨	٢٠	معلومات عن نتائج عمليات المراجعة وتقييم الأداء الإستراتيجي.

## مراجع البحث

### أولاً: مراجع باللغة العربية

- أحمد السيد أحمد حمدالله " مدى أهمية المعلومات المحاسبية للمستثمرين " ، مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق ، العدد الثالث ١٩٩٣ .
- تحسين بهجت الشاذلي " دور المعلومات المحاسبية في تدعيم فاعلية الأسواق المالية " المجلة السعودية للدراسات التجارية ، العدد الرابع ، ١٩٩١ .
- سعيد مفيد دويان " أهمية المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية " ، مجلة البحوث الإدارية ، العدد الرابع ، ١٩٨٥ .
- صلاح الدين إبراهيم مصطفى " السوق النشطة للأوراق المالية وعلاقتها بالمحاسبة وأثرها في التوزيع الأمثل لمصادر الثروة على مستوى الاقتصاد القومي " مجلة البحوث التجارية - تجارة الزقازيق - العدد الخامس - ١٩٨٣ ، ص ٢١٧-٢٤٢ .
- كمال الدين مصطفى الدهراوي " العلاقة بين المعلومات المحاسبية وعائد ودرجة المخاطرة السوقية للأسهم : دراسة تجريبية على سوق الأسهم لدولة الإمارات العربية المتحدة " ، المجلة السعودية للدراسات التجارية ، العدد الرابع ، ١٩٩٥ .
- كمال الدين مصطفى الدهراوي " دراسة تجريبية للمحتوى المعلوماتي لمؤشرات التدفقات النقدية " ، المجلة العلمية للتجارة والتمويل - تجارة طنطا - العدد الأول ١٩٩٦ .
- محمد السيد منصور " أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية " ، مجلة البحوث الإدارية ، العدد الأول ، يناير ١٩٩٥ .
- محمد حسين أحمد " أثر السياسات المحاسبية البديلة على تقييم المنشآت بالتطبيق على الشركات المساهمة السعودية " ، المجلة العلمية للتجارة والتمويل - تجارة طنطا العدد الثاني - ١٩٩٨ .
- محمد عبد الحميد طاحون " دور الأرباح والقيمة النفطية للسهم في تحديد أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية " - البحوث المحاسبية - العدد الثاني - المجلد الرابع - ٢٠٠٠ .

محمد نشأت فؤاد " دراسة اختبارية لقياس مدى فاعلية المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية " المجلة العلمية لكلية التجارة جامعة أسيوط ، العدد العشرون ، ١٩٩٤ .

منير إبراهيم هندی " أساسيات الإستثمار فى الأوراق المالية " - منشأة المعارف بالإسكندرية - ١٩٩٩ .

### ثانيا مراجع باللغة الأجنبية

- *Ajinka, B., " An Empirical Evaluation of Line of Business Reporting ", Journal of Accounting Research, Vol 18, No 2, Autumn, 1980, PP 343-361.*
- *Amir, E., & B. Lev, " Value Relevance Of Nonfinancial Information: The Wireless Communications Industry", Journal of Accounting and Economics, August- December, 1996, PP 3- 30.*
- *Ball, S., " Changes in Accounting Techniques and Stock Prices ", Journal of Accounting Research, Supplement Vol 10, 1972, P 38*
- *Barth, E., & W. Beaver, " Supplemental Data and the Structure of Thrift Share Prices ", The Accounting Review, Vol 66, No 1, January 1991, PP. 56-65.*
- *Brennan, J., " A Perspective on Accounting and Stock Prices ", The Accounting Review, Vol 66, January 1991, PP. 67-80.*
- *Dimaggio, P., & W. Powell, " The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields ", American Sociological Review, April 1983, PP. 147-160.*
- *El-Mihy, A., " Business Reporting Model For the Development of Disclosure in Accounting Systems", Ph.D Dissertation, Faculty of Commerce, Tanta University, Egypt, 2000.*
- *Foster, G., " Stock Market Reaction to Estimates Earning Per Share by Company Officials ", Journal of Accounting Research, Vol 11, No 1, spring 1973, pp. 25-37.*
- *Hagerman, L., & M. Zmijewski, " Some Economic Determinants of Accounting Policy Choice ", Journal of Accounting and Economics, Vol 1, No 2, August 1979, PP. 141-161.*
- *Hand, M., " A test of the Extended Functional Fixation Hypothesis ", The Accounting Review, October 1990, PP. 740,763.*

- Haris, T., S. Yang, & H. Moller, " The Value Relevance of German Accounting Measures: An Empirical Analysis ", *Journal of Accounting Research* , Autumn 1995, PP. 187-209.
- Ingram, W., & E. Chewing, " The Effect of Financial Disclosure Regulation on Security Market Behavior ", *The Accounting Review*, Vol 58, No 3, July 1983, PP. 562-580.
- Jensen, M., & W. Meckling, " Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. ", *Journal of financial Economics* " , October 1976, PP 305-360.
- Jensen, M., " Organization Theory and Methodology ", *The Accounting Review*, Vol 58, No 2, April 1983, PP. 319-339.
- John, K., & A. Kaley, " Costly Contracting and Optimal Payout Constraints ", *Journal of Finance*, Vol 37, 1982, PP. 457-470.
- King, D., J. C. Longile, " Accounting Diversity and Firm Valuation ", *The international Journal of Accounting*, Vol 33, No 5, 1998, PP. 529-567.
- Koreto, R., " Bresford Looks Forward ", *Journal of Accountancy* , July 1997, PP 67- 69.
- Leftwich, R., " Evidence of the Impact of Mandatory Changes in Accounting Principles on Corporate Loan Agreements ", *Journal of Accounting and Economics*, Vol 3, No 1, March 1981, PP 3- 36.
- Lev, B., & S. Panman, " Voluntary Forecast Disclosure, Non Disclosure, and Stock Prices ", *Journal of Accounting Research*, Spring, 1990, Vol 28, No 1, PP. 49-76.
- Macintosh, N., & R. Scapens., " Structuration Theory in Management Accounting" , *Accounting , Organization and Society*, Vol 15, No 5, 1990, PP. 455-478.
- Neu, D., " New Stock Issues and the Institutional Production of Trust", *Accounting, Organization, and Society*, Vol 16, No 2, 1991, PP. 185-200.
- Neu, D., " The Social Construction of Positive Choices ", *Accounting, Organization and Society*, Vol 17, No 3/4, 1992. PP. 323:237.
- Ou, A., " The Information Content of Non- Earnings Accounting Numbers as Earnings Predictors ", *Journal of Accounting Research*, Vol 28, No 1, spring 1990, pp. 144- 163.
- Scott, R., " The Adolescence of Institutional Theory " *Administrative Science Quarterly*, December 1987, PP. 493-511.



- Stice, E., " *The Market Reaction to 10-K and 10-Q Filing and to Subsequent the Wall Street Journal Earnings Announcements* ", **The Accounting Review**, Vol 66, 1991.
- Teets, W., " *The Association Between Stock Market Responses to Earnings Announcements and Regulation of Electric Utilities*", **Journal of Accounting Research**, Vol 30, No 2, 1992, pp. 274- 285.
- Tinic, M., " *A Perspective on the Stock Market's Fixation on Accounting numbers* ", **The Accounting Review**, October 1990, PP. 471,496.
- Vergoossen, A., " *Changes in Accounting Policies and Investment Analysts' Fixation on Accounting Figures* ", **Accounting Organization and Society**, Vol 22, No 6, 1997, PP. 589-607.
- Walts, R., & J. Zimmerman., " *Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective* ", **The Accounting Review**, January 1990, PP. 131-156.
- Waymire, G., " *Additional Evidence on the Information Content of Management Earnings Forecasts*", **Journal of Accounting Research**, Vol 22, No 2, Autumn, 1984, PP. 703-718.
- Woolridge, J., & C. Ghosh., " *Dividend Cuts : Do they always signal bad news?*", in Stern and Chew, eds., *The Revolution in corporate Finance*, Basil Backwell, 1984, PP. 327-339.
- Wilner, N., & J. Birnberg, " *Methodological Problems in functional fixation research: criticism and suggestions* ", **Accounting Organization and Society**, Vol 11, No 1, 1986, PP. 71-82.