

أثر الأرباح المحاسبية على العوائد السوقية للأسهم دراسة ميدانية في العراق

مؤيد محمد علي الفاضل
جامعة القادسية

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية لمعرفة :

- ١ - قدرة الأرباح المحاسبية في تفسير العوائد السوقية لأسهم الشركات المساهمة المسجلة في سوق بغداد للاوراق المالية.
 - ٢ - فيما إذا كانت قدرة الأرباح المحاسبية في تفسير العوائد السوقية للأسهم تتأثر بنوع المتغير الممثل لمعاني مواصفة العلاقة.
 - ٣ - مدى تأثير كل متغير من المتغيرين الممثلين للأرباح «متغير التغير في حصة السهم من الأرباح ومتغير مستوى حصة السهم من الأرباح» عند أخذهما مجتمعين في مواصفة العلاقة.
 - ٤ - مدى تأثير اختلاف حجم الشركة في أثر كل متغير من المتغيرين للأرباح عند أخذهما مجتمعين في مواصفة العلاقة.
- وقد جاءت نتائج الدراسة التي أجريت على ٢٦ شركة صناعية بالآتي:
- ١ - إن قدرة كل متغير من المتغيرين الممثلين للأرباح لا يفسر أكثر من ١٠٪ من العوائد السوقية.
 - ٢ - لا يمكن تحديد متغير الأرباح الذي يفسر العوائد السوقية أفضل تفسير.
 - ٣ - إن استخدام أكثر من متغير للأرباح يقلل من التمييز الناتج من الأخطاء في القياس.
 - ٤ - أن لحجم الشركة أثر واضح في قدرة الأرباح في تفسير العوائد السوقية.

مقدمة

منذ أن بدأ البحث العلمي في موضوع العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية بدراسة (Ball and Brown)، التي أجريت على (٢٦١) شركة مدرجة في سوق نيويورك خلال الفترة ١٩٥٧ - ١٩٦٥، التي توصلت إلى وجود علاقة ارتباط موجبة بين العوائد السوقية والأرباح المحاسبية، وهذا الموضوع يعد من أكثر مواضيع نظرية السوق المالية التي خضعت للدراسة من قبل الباحثين في مجال المحاسبة والتمويل، خاصة في نهاية عقد الثمانينيات وخلال عقد التسعينيات، وذلك على أثر محاولات البعض في تأكيد أو تفسير النتيجة التي توصلت إليها كل من دراسة (Brown et al.) ودراسة (Lev) اللتان تفيضان بتدني القوة التفسيرية لمتغير الأرباح في نموذج الانحدار المستخدم في وصف العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية. إذ وجدوا أولئك الدارسين أثناء مراجعتهم للدراسات السابقة وتقييمهم لها في هذا المجال، بأن الأرباح لا تفسر بشكل عام أكثر من (١٠٪) من التغير في العوائد السوقية للأسهم.

وإزاء الأهمية التي يحظى بها لموضع من قبل المعنيين بالفكر المحاسبي في العالم الغربي، خاصة في الولايات المتحدة وبريطانيا، وامتدادا لجهود الباحثين في هذا المضمار الحيوي من نظرية الاستثمارات، تأتي الدراسة الحالية التي تهدف إلى اختبار العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية وذلك لمعرفة:

- ١ - قدرة الأرباح المحاسبية على تفسير العوائد السوقية لأسهم الشركات المساهمة المسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية.
- ٢ - مدى تأثير قدرة الأرباح المحاسبية في تفسير العوائد السوقية للأسهم بنوع المتغير الممثل لها في وصف العلاقة.
- ٣ - مدى تأثير كل متغير ضمن المتغيرين الممثلين للأرباح (متغير في حصة) الأسهم من الأرباح و متغير مستوى حصة السهم من الأرباح عند أخذهما مجتمعين في وصف العلاقة.
- ٤ - مدى تأثير اختلاف حجم الشركة على أثر كل متغير من المتغيرين الممثلين للأرباح عند أخذهما مجتمعين في وصف العلاقة.

أهمية الدراسة

تتبع أهمية هذه الدراسة من النواحي الآتية :

١ - إن اختبار العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية في الشركات المساهمة العراقية يكسب بحد ذاته أهمية خاصة للدراسة نظراً لوجود فروقات بين البيئة التي تمت فيها الدراسات السابقة وسوق بغداد للأوراق المالية، وذلك من حيث مستوى كفاءة السوق وحجم المعلومات المتاحة للمستثمرين ونوعيتها وحجم الإفصاح المحاسبي في التقارير السنوية للشركات المساهمة.

٢ - إن هذه الدراسة ستسهم في تحسين منهجية الدراسات الميدانية في هذا الخصوص، إذ ستبين بالاختبار والتحقق الإحصائي ما إذا كان اختلاف مقياس الأرباح المستخدم في وصف العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية، يؤثر على قوة الأرباح التفسيرية لعوائد الأسهم.

٣ - من المتوقع أن تخدم نتائج هذه الدراسة مستخدمي التقارير المالية، على وجه الخصوص المحللون الماليون الذين يعتمدون كثيراً على حصة السهم من الأرباح في تحديد أسعار أسهم الشركات. فمعرفة قدرة هذا المتغير في تفسير التغير في أسعار الأسهم، والوصف الأكثر تفسيراً للعلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية، سوف يمكنهم من تقليل نسبة الخطأ في تقديراتهم لأسعار أسهم الشركات.

٤ - إن هذه الدراسة ستقدم أدلة مستمدة من واقع التطبيق في البيئة العراقية عن مدى وجود المضمون المعلوماتي لحصة السهم من الأرباح.

الدراسات السابقة

لقد حفلت الدوريات الخاصة بالمحاسبة والتمويل بالعديد من الدراسات الميدانية التي بحثت في موضوع العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية، لكن يبدو أن في محاولات البعض في تفسير تدني القوة التفسيرية لمتغير الأرباح في وصف العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية خلال السنوات الأخيرة من عقد الثمانينيات، مثل تفسير (Ou and Penman) ، (Kothari and Sloan) ، (ali and Arowin) والذي يفيد أن سبب تدني القوة التفسيرية لمتغير الأرباح يعود إلى

خطأ في وصف العلاقة، إذ أن استخدام للتغير في حصة السهم من الأرباح في تفسير التغير في العائد السوقي للسهم، بوصفه أفضل ممثل للأرباح، يفترض ضرورة عدم تضمنه على عناصر غير ثابتة أو مؤقتة، لأن وجود هذه العناصر المؤقتة ضمن متغير حصة السهم من الأرباح، يجعله ممثلاً ضعيفاً في نموذج المواصفة، وبالتالي يؤدي استخدامه إلى ظهور خطأ في قياس العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية، وهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض في قوة الأرباح التفسيرية لعوائد الأسهم من جهة، واقتراح كل من دراسة (Lev and Thiagarajan) ومساهمة (Ohlson and Shroft) حول تطوير مواصفة العلاقة، وذلك باعتبار المتغير الأساسي لتفسير العائد السوقي للسهم هو مستوى حصة من الأرباح مقسوماً على السعر السوقي للسهم، وليس التغير في حصة السهم من الأرباح مقسوماً على سعر السهم، من جهة ثانية، يبدو إنها - أي تلك المحاولات - قد أثرت وبشكل ملموس على منهجية البحث في تلك العلاقة خلال عقد التسعينات ولأهمية هذه الدراسات وحدثاتها ولارتباطها المباشر بالبحث قيد الدراسة، فإن الباحث سيقوم بعرض بعضها مبتدأ بدراسة (Lipe) التي بحثت العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية في ظل توفر معلومات بديلة في السوق تساعد في التنبؤ بإيرادات الشركة المستقبلية. وتوصلت إلى نتيجة تفيد بأن ربحية السهم هي دالة لكل من درجة الثبات والاستقرار في الأرباح ومعد الفائدة المستخدمة في خصم الإيرادات المستقبلية، وإن عوائد الأسهم في نهاية الفترة ترتبط بعلاقة موجبة مع ربحية السهم.

وسعت دراسة (Eston and Harris) إلى إثبات مساهمة (Ohlson) النظرية من خلال دراسة عملية على الشركات المدرجة في سوق نيويورك. وقد توصل الباحثان في هذه الدراسة إلى إنه يمكن استخدام متغير مستوى حصة السهم من الأرباح لتفسير التغير في العائد السوقي للسهم، وإن استخدام كل من مستوى حصة السهم من الأرباح والتغير في حصة السهم من الأرباح في وصف العلاقة يؤدي إلى تحسين قوة الأرباح التفسيرية للعوائد، ومن ثم يؤدي إلى ارتفاع معامل استجابة الأرباح في النموذج.

قام (Ball and Kothari) بدراسة سلوك عائد السهم اليومي ودرجة مخاطرته في فترة الإعلان عن النتائج الربحية للشركة وتوصلاً إلى أن السهم يحقق عائداً غير

عادي في فترة الإعلان عن نتائج الأعمال، حتى بعد الأخذ بالاعتبار أثر التغيير في مخاطرة السهم في فترة إعلان النتائج، ما يعني ذلك أن حصة السهم من الأرباح ترتبط بعلاقة موجبة مع العوائد السوقية للأسهم وتفسير التغيير الحاصل فيها.

اختبرت دراسة (Easton et. Al) العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية على مدار فترات عائد طويلة نسبياً امتدت من ثلاث سنوات إلى عشرة (77 - 1986) وشملت الدراسة 1293 شركة مساهمة في الولايات المتحدة الأمريكية. وقد اعتمدت هذه الدراسة على قياس كل من العائد والأرباح على مدار الفترات المذكورة، إذ تم تجميع الأرباح وعوائد الأسهم. خلصت الدراسة إلى نتائج تشير إلى تحسن ملموس في مستوى الارتباط بين الأرباح وعوائد الأسهم على المدى الطويل، كما أن القوة التفسيرية لنموذج الاختبار تتحسن بشكل ملموس إذ بلغت 63%.

كما بينت دراسة (Kothari) التي استندت على مساهمة (Ohlson) إنه إذا كانت الأسعار تسبق الأرباح، فإن معامل استجابة الأرباح وقوة الأرباح التفسيرية للنموذج الذي يستخدم متغير مستوى حصة السهم من الأرباح سيكون أعلى مما هو عليه في حالة استخدام متغير حصة السهم من الأرباح في نموذج العوائد السوقية للأسهم بالأرباح.

طبق (Strong) دراسة (Easton and Harris) على الواقع البريطاني، وتوصل إلى نتائج معاكسة إذ وجد (Strong) إن التغيير في حصة السهم من الأرباح هو المتغير الأساس لتفسير التغيير في العوائد السوقية للأسهم.

أما الدراسات التي أجريت على هذا الموضوع في الوطن العربي، فهي محدودة جداً وتتمثل في دراسة يوسف التي تناولت العائد المحاسبي والمحتوي الإعلامي للإعلان عن التوزيعات التي أجريت على (42) شركة مساهمة كويتية. توصلت الدراسة إلى أن حديث الإعلان عن التوزيعات تتضمن محتوى إعلامي في حالة الشركات الفاشلة كبيرة وصغيرة الحجم، حين لا يظهر ذلك بوضوح في حالة الشركات الناجحة. كما جاءت الدراسة بنتائج تشير إلى أن للإعلان عن توزيعات الأرباح أثر على العوائد غير العادية لأسهم الشركات الفاشلة فقط، دون الناجحة، وأن هذا الأثر لا يرتبط بحجم الشركة.

في دراسة ثانية على الشركات المسجلة في سوق البورصة في الكويت وجد (Midani) أن حصة السهم من الأرباح هي من أكثر العوامل تحديداً لسعر السهم حيث بلغت القوة التفسيرية للنموذج (٧١٪).

أما دراسة عبد الله التي أجريت على عينة من الشركات المساهمة السعودية، خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 1986 - 1993، فقد أوضحت أن التغيير في حصة السهم من الأرباح في المدى القصير له تأثير واضح على التغيير في أسعار الأسهم أما في المدى الطويل فإن التغيير في أسعار الأسهم لا يعتمد على نصيب السهم من الأرباح وإنما يعتمد على سلوك الأسعار في الفترات السابقة. وكذلك في دراسة أخرى للباحث نفسه أجريت على الشركات المساهمة السعودية أيضاً، خلال الفترة 1987 - 1991 والتي بحثت في العوامل المحددة لأسعار الأسهم، وجد أن دخل السهم والعائد على حق الملكية والمؤشر العام للأسعار يعد من أهم العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية وبغض النظر عن طبيعة نشاط القطاع.

جاءت دراسة (السعيدة) التي أجريت علي (45) شركة مساهمة عامة أردنية مؤكدة العلاقة الإيجابية بين معدل العائد على حق الملكية وأسعار الأسهم التي أوضحتها دراسة (غرايبة وجعفر) عندما توصلت إلى أن ذلك المتغير (معدل العائد على حق الملكية) يساعد على تفسير ما يزيد عن (60%) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم الشركات.

استهدفت دراسة (الخلايلة) اختبار العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية على المدى الطويل، حيث افترضت وجود علاقة موجبة بين عوائد الأسهم والأرباح، كلما كانت فترة العائد أطول، كلما كانت هذه العلاقة أقوى. شملت الدراسة (41) شركة مساهمة أردنية موزعة على قطاعين هما الصناعة والخدمات، وغطت الدراسة الفترة 1985 - 1994. أشارت النتائج الأولية لتحليل الارتباط والانحدار إلى وجود علاقة ضعيفة، وليست ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم السوقية والأرباح المحاسبية، وبعد تحديد أثر بعض الأحداث المشوشة، لوحظ أن هنالك تحسن ملحوظ في قيم معامل الارتباط والقوة لتفسيرية لنموذج الانحدار عند إطالة فترة العائد.

أظهرت نتائج دراسة (الدبعي و ابو نصار) التي أجريت على (47) شركة مساهمة عامة أردنية، أن متغير مستوى حصة السهم من الأرباح والتغير في حصة السهم من الأرباح، متغيران ملائمان لتفسير التغير في أسعار الأسهم. كذلك أوضحت النتائج أن متغير مستوى حصة السهم من الأرباح أهم من متغير (التغير في) حصة السهم من الأرباح، في تفسير التغيرات الحاصلة في العوائد السوقية للأسهم. كما بينت الدراسة أن إدخال المتغيرين معا في نموذج العلاقة يؤدي إلى خفض خطأ قياس الأرباح غير المتوقعة، وخطأ القياس الناتج عن استخدام متغير (التغير في) حصة السهم من الأرباح.

ويظهر التحليل المقارن للدراسات السابقة، أن هذه الدراسة مشابهة للدراسات السابقة، وعلى وجهه الخصوص دراسة (Ohlson and Shroff) ودراسة (Easton and Harris) ودراسة (الدبعي و ابو نصار)، من حيث اختبارها لمدى قدرة متغيرين هما مستوى حصة الأسهم من الأرباح والتغير في حصة السهم من الأرباح في تفسير العوائد السوقية للأسهم. إلا أن هذه الدراسة تختلف عن سابقتها من ناحية سعيها إلى اختبار تأثير حجم الشركة على قدرة تلك المتغيرين معا في تفسير العوائد السوقية للأسهم، الأمر الذي يضيف على أهميتها بعدا أعمق. ناهيك عن كونها تعد الأولى من نوعها في العراق التي تبحث بشكل مفصل في العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية.

منهجية الدراسة:

مشكلة البحث:

يمكن صياغة مشكلة الدراسة بالأسئلة الآتية:

- ١ - ما هي قدرة كل من متغير (التغير في) حصة السهم من الأرباح ومتغير مستوى حصة السهم من الأرباح في تفسير العوائد السوقية لاسهم الشركات المساهمة العراقية؟
- ٢ - أيهما الأكثر تفسيراً للعوائد السوقية للأسهم هل هو متغير (التغير في) حصة السهم من الأرباح أم متغير مستوى حصة السهم من الأرباح؟
- ٣ - هل تتأثر قدرة الأرباح التفسيرية للعوائد السوقية للأسهم عند تمثيل الأرباح بكل

من متغير (التغير في) حصة السهم من الأرباح ومستوى حصة السهم من الأرباح في تمثيل متغير الأرباح في وصف العلاقة؟

٤ - هل تتأثر قدرة الأرباح التفسيرية للعوائد السوقية للأسهم عند تمثيل الأرباح بكل من متغير (التغير في) حصة السهم من الأرباح ومتغير مستوى حصة السهم من الأرباح في نموذج العلاقة، عند اختلاف حجم الشركة؟

فرضيات الدراسة:

تقوم الدراسة على اختبار الفرضيات الآتية:

H1 : يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لكل من متغير (التغير في) حصة السهم من الأرباح ومتغير مستوى حصة السهم من الأرباح على العوائد السوقية لأسهم الشركات المساهمة العراقية.

H2 : إن متغير مستوى حصة السهم من الأرباح يفسر العوائد السوقية لسهم الشركة بدرجة أفضل من تفسير متغير (التغير في) حصة السهم من الأرباح.

H3 : إن قدرة الأرباح في تفسير العوائد السوقية للأسهم لن تتأثر عند تمثيل الأرباح بأكثر من متغير في نموذج العلاقة بين الأرباح والعوائد.

H4 : لا يؤثر حجم الشركة على قدرة تفسير الأرباح للعوائد السوقية عند تمثيل الأرباح بأكثر من متغير في نموذج العلاقة بين الأرباح والعوائد.

عينة الدراسة:

تتكون عينة الدراسة من (43) شركة مساهمة مدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية عام 1998، موزعة على ثلاثة قطاعات هي الصناعية وبنسبة 39.5% والزراعية والخدمية بنسبة 30.25% لكل منهما، كما يوضح في الجدول (1).

جدول رقم (١)

الشركات عينة الدراسة

عينة الدراسة			عدد شركات القطاع في السوق	نوع القطاع
% في القطاع	% في القطاع	العدد		
39.5	50	17	34	الصناعي
30.25	44.8	13	29	الزراعي
30.25	61.9	13	21	الخدمي
100	51.2	43	84	المجموع

وقد تم اختيار هذه الشركات علي أساس المعايير الآتية: (24 ; 7 ; 6)

- ١ - إن هذه الشركات مدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية ويتم تداول اسهمها فيه منذ تاريخ 1992/1/2.
- ٢ - أن هذه الشركات عينة الدراسة لم يتم إيقاف التداول في اسهمها بقرار من مجلس إدارة السوق خلال نافذة الحدث الممتدة من 1992/6/1 ولغاية 1998/5/30.
- ٣ - إن الشركات المختارة للدراسة لم ينقطع تداول اسهمها في السوق لمدة تزيد على اثني عشر شهرا خلال نافذة الحدث.
- ٤ - إن الشركات لم يتم تحويل ملكيتها أو دمجها خلال نافذة الحدث.

متغيرات الدراسة:

أولا : العائد السوقي للأسهم

قام الباحث باحتساب العائد السوقي الشهري لكل شركة بالاعتماد على البيانات المتاحة في تقارير السوق عن حركة أسعار أسهم الشركات عينة الدراسة للفترة من 1992/6/1 ولغاية 1998/5/30، وذلك باستخدام المعادلة (1)، ثم قام بعد ذلك بتحديد العائد السوقي للسهم للمجمع لمدة اثني عشر شهرا ليمثل العائد السوقي المجمع لمدة سنة.

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad \dots\dots\dots (1)$$

حيث أن :

R_{it} = العائد السوقي لسهم الشركة i في الشهر t .

P_{it} = سعر الإغلاق لسهم الشركة i في نهاية الشهر t .

P_{it-1} = سعر الافتتاح لسهم الشركة i في بداية الشهر t .

ومقترح (Holmes) الذي يرى ان التغير في الأرباح المتوقعة يقارب الأرباح غير المتوقعة ، لأن الأرباح الحالية تقارب الأرباح المتوقعة . أي ان الأرباح تسلك سلوكا عشوائيا، وبالتالي فان الأرباح غير المتوقعة هي فقط التي ترتبط بعائد السهم خلال الفترة المتزامنة لكلا المتغيرين .

٢ - متغير مستوى حصة السهم من الأرباح: وقياس الباحث هذا المتغير بالمعادلة التالية:

$$EPS_{it} = \frac{X_{it}}{P_{it-1}} \quad \dots\dots\dots (3)$$

EPS_{it} = مستوى حصة السهم من الأرباح .

وقد اعتمد الباحث في قياس هذا المتغير على مقترحات (OHLSON AND SROFT)^(٩)

التي ترى ان قيمة السهم السوقية تعتمد على القيمة الدفترية للشركة وعلى ارباحها ، وبالتالي فان قوة علاقة مستوى حصة السهم من الأرباح بالعوائد السوقية هي اكبر من علاقة التغير في حصة السهم من الأرباح .

ثالثاً : حجم الشركة

اعتمد الباحث في التعبير عن حجم الشركة على الوسيط للقيم السوقية لاسهم الشركات للتمييز بين الشركات الكبيرة والشركات الصغيرة . فالشركات التي تكون القيمة السوقية لاسهمها اعلى من الوسيط تصنف على انها شركات كبيرة ، بينما ينظر الى الشركات التي تكون القيمة السوقية لاسهمها اقل من الوسيط ، تصنف على انها شركات صغيرة الحجم وعلى هذا الاساس بلغت الشركات الكبيرة (28) شركة بينما بلغت الشركات الصغيرة (15) شركة .

نماذج الاختبار الرئيسية في الدراسة :

استخدم الباحث لاختبار فرضيات الدراسة النماذج الرئيسة الآتية :

١ - لاختبار متغير التغير في حصة السهم من الأرباح تم استخدام النموذج التالي:

$$R_{it} = a_i + b_i \Delta EPS_{it} + e_{it} \quad \dots\dots\dots (4)$$

٢ - لاختبار متغير مستوى حصة السهم من الأرباح تم استخدام النموذج التالي:

$$R_{it} = a_i + b_i EPS_{it} + e_{it} \quad \dots\dots\dots (5)$$

٣ - لاختبار H_3 ; H_4 تم استخدام النموذج التالي :

$$R_{it} = a_i + b_{1i} \Delta EPS_{it} + b_{2i} EPS_{it} + e_{it} \quad \dots\dots\dots (6)$$

حيث ان :

e_{it} = خطأ النموذج

جدول رقم (٢)
مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

ΔEPS_{it}	R_{it}	المتغيرين
* 0.566	0.352	EPS_{it}
	0.487	ΔEPS_{it}

كذلك تجدر الإشارة الى ان الباحث قد وجد علاقة ارتباط مقبولة إحصائياً بين متغيري النموذج (6) حيث بلغت قيمة سيرمان المحسوبة للمتغيرين حوالي 68.7%.

وللتأكد من نتائج النموذج بإنها ليست ناتجة عن وجود ارتباط عال بين المتغيرين المستقلين في النموذج وهما (ΔEPS_{it}) و (EPS_{it}) ، قام الباحث باختيار علاقة الارتباط بينهما وذلك باستخدام اختبار (VIF) الذي يفسر نسبة التباين الفعلي الى التباين ومقياس (CN) الذي يقيس حساسية تقديرات الانحدار للمتغيرات البسيطة على البيانات ويعرف على انه الجذر التربيعي لنسبة اكبر قيمة الى اصغر قيمة في مصفوفة الارتباط للمتغيرين المستقلين .

الجدير بالذكر في هذا الخصوص انه لا توجد قاعدة ثابتة لتحديد أهمية (VIF) الا ان (MYERS)⁽²⁸⁾ اشار الى انه اذا كانت قيمة (VIF) اكبر من (30) فان ذلك يعني وجود ارتباط عالي بين المتغيرين ، وانه اذا كانت قيمة (VIF) تقل عن (5) نقاط ، فان ذلك يعني عدم وجود ارتباط ذو أهمية بين المتغيرات . كما أوضح انه اذا كان الجذر التربيعي لقيمة (CN) اكبر من (1000) فهذا يشير الى وجود ارتباط عالي بين المتغيرات المستقلة .

ويظهر الجدول (3) نتائج اختبار علاقة الارتباط بين المتغيرين المستقلين في النموذج رقم (6) والتي تشير إلى عدم وجود ارتباط ذو أهمية إحصائية بين المتغيرين، مما يعني ذلك إمكانية استخدامها في النموذج .

جدول رقم (٣)
نتائج اختبار (VIE) و (CN)

عدد المشاهدات	EPS_{it}		ΔEPS_{it}		السنة
	CN	VIF	CN	VIF	
237	1.00	1.985	1.652	1.985	جميع السنوات
38	1.00	1.438	1.881	1.438	1992
42	1.00	1.921	1.743	1.921	1993
38	1.00	1.905	1.983	1.905	1994
39	1.00	1.987	1.899	1.987	1995
41	1.00	2.227	2.132	2.227	1996
39	1.00	2.019	1.698	2.019	1997

جدول رقم (٥)
نتائج تحليل الانحدار للنموذجين (4 و 5) على أساس القطاعات

EPS _{it}				ΔEPS _{it}				القطاع	السنة
F	R ² %	t	bi	F	R ² %	t	bi		
** 3.345	8.66	*** 2.185	0.097	** 4.11	9.2	*** 2.034	0.184	الصناعي	لجميع السنوات
*** 6.323	8.71	** 1.873	0.121	*** 5.84	8.6	** 1.875	0.145	الزراعي	
* 3.041	8.06	* 1.387	0.118	** 4.07	7.9	** 1.962	0.097	الخدمي	
** 4.65	7.89	** 1.783	0.251	* 3.72	8.8	*** 2.232	0.246	الصناعي	1992
** 7.22	8.21	** 1.803	0.198	** 7.81	8.5	*** 2.321	0.228	الزراعي	
** 5.604	7.85	** 1.822	0.148	*** 7.32	8.6	*** 2.438	0.197	الخدمي	
** 4.56	9.3	* 1.432	0.327	* 3.98	8.65	** 1.981	0.328	الصناعي	1993
** 5.02	8.95	** 1.803	0.238	** 4.93	8.31	*** 2.304	0.241	الزراعي	
** 5.945	8.67	** 1.804	0.204	*** 7.03	8.04	* 1.653	0.153	الخدمي	
** 4.75	8.42	*** 2.145	0.253	** 4.63	8.01	* 1.483	0.288	الصناعي	1994
*** 6.85	8.55	** 1.805	0.217	** 6.14	8.12	** 2.438	0.243	الزراعي	
* 4.53	8.06	** 1.812	0.163	** 4.88	7.95	* 1.659	0.109	الخدمي	
** 6.22	8.6	** 1.793	0.421	*** 6.72	8.85	* 1.543	0.493	الصناعي	1995
*** 7.035	8.9	*** 2.203	0.372	** 4.92	8.31	** 2.485	0.421	الزراعي	

*	8.73	***	0.378	**	8.45	**	0.387	الخدمي	1996
4.81		2.281		4.89	1.898				
*	5.27	***	0.334	*	4.95	**	0.348	الصناعي	
4.32		2.171		4.12	1.942				
**	5.16	***	0.307	**	5.04	***	0.352	الزراعي	1996
5.028		2.193		4.94	2.542				
*	5.07	***	0.249	*	5.18	*	0.268	الخدمي	
4.08		2.321		3.28	1.598	***			
**	8.38	*	0.393	***	8.43	1.978	0.384	الصناعي	1996
5.803		1.392		6.43	**				
*	8.04	***	0.288	*	7.89	1.882	0.297	الزراعي	
3.84		2.241		3.32	*				
*	8.75	***	0.194	*	8.67	1.478	0.189	الخدمي	
4.25		2.239		3.48					

* مستوى دلالة 90% ** مستوى دلالة 95% *** مستوى دلالة 97.5%

نتائج اختبار H2 :

جاءت نتائج الفرضية الثانية والمدرجة في الجدول (4) على عكس ما كان متوقعا، إذ تظهر تلك النتائج أن متغير (EPS_{it}) لم يكن دائما أكثر قدرة من متغير (ΔEPS_{it}) على تفسير العوائد السوقية للأسهم، لابل أحيانا كانت قدرته أقل من قدرة (ΔEPS_{it}) وخاصة عندما استخدم النموذج لجميع السنوات، حيث كان الفرق واضحا في معامل تحديد (R^2) للنموذجين (4 و5). والحال كذلك عندما قام الباحث بإعادة اختبار الفرضية لكل قطاع من القطاعات الثلاثة وكما هو مبين في الجدول (5).

وتؤكد هذه النتيجة، دون شك، تفسير الباحث لتدني القوة التفسيرية للأرباح ولا تؤيد وأي (Ohlsen and Shroff)⁽⁹⁾ ونتائج دراسة (Easton and Harris)⁽¹¹⁾ ودراسة (الدبعي وابو نصار)⁽²³⁾ التي ترى أن (EPS_{it}) هو المتغير الأساسي لتفسير العوائد السوقية للأسهم، من جهة، كما لا تتفق مع نتائج دراسة (Strong)⁽¹⁵⁾ التي تفيد بأن (ΔEPS_{it}) هو المتغير الرئيس لتفسير العوائد السوقية، من جهة أخرى.

نتائج اختبار H3 :

يبدو من نتائج النموذج رقم (6) والمدرجة في الجدول أن قوة الأرباح التفسيرية للعوائد السوقية تزداد عند زيادة عدد المتغيرات الممثلة للأرباح في النموذج.

مما لا شك فيه أن هذه النتيجة دعمت وبشكل قوي رأي (Brown et.al) الذي يفيد بأن استخدام أكثر من ممثل للأرباح قد يؤدي إلى تخفيض التحيز الناتج من الأخطار في قياس الأرباح فضلا عن كون هذه النتيجة التي توصل إليها الباحث تتوافق تماما مع نتائج دراسة (Easton and Harris)⁽¹¹⁾ ودراسة (الدبعي وابو نصار)⁽²³⁾.

جدول رقم (٦)
نتائج اختبار الفرضية الثالثة

F	R ²	EPS _{it}		ΔEPS _{it}		السنة
		t	B2	t	B1	
** 3.94	19.8	*** (2.13)	(0.396)	* 1.549	0.415	لجميع السنوات
** 4.18	21.5	*** 2.237	0.379	*** 2.175	0.396	1992
** 4.48	21.4	** 1.894	0.319	** 1.799	0.385	1993
** 4.49	22.6	* 1.527	0.317	** (1.749)	(0.317)	1994
** 4.12	24.5	* 1.573	0.274	*** (1.843)	0.315	1995
*** 5.58	26.5	** (1.754)	(0.317)	*** 2.385	0.288	1996
** 4.28	23.8	** 1.794	0.329	* 1.529	0.352	1997

* مستوى دلالة 90% ** مستوى دلالة 95% *** مستوى دلالة 97%

وتجدر الإشارة أن هذه النتائج لم تتأثر بشكل ملموس وواضح عندما أعاده الباحث اختبار الفرضية لكل قطاع على حده، وكما هو مبين في الجدول (7).

جدول رقم (٧)
نتائج اختبار الفرضية الثالثة على أساس القطاعات

F	R ²	EPS _{it}		ΔEPS _{it}		القطاع	السنة
		t	B2	t	B1		
** 3.996	20.9	** 1.784	0.405	** 1.763	0.399	الصناعي	جميع السنوات
* 3.149	21.3	*** 1.994	0.411	** 1.768	0.402	الزراعي	
* 3.405	19.4	** 1.764	0.421	* 1.329	0.418	الخدمي	
** 4.681	22.4	* 1.376	0.375	** 1.852	0.354	الصناعي	1992
** 4.968	24.6	*** 2.321	0.349	* 1.386	0.376	الزراعي	
* 3.815	21.2	** 1.805	0.389	* 1.432	0.394	الخدمي	
* 3.405	23.9	** 1.784	0.338	* 1.459	0.344	الصناعي	1993
*** 6.542	23.4	** 1.794	0.327	*** 1.796	0.383	الزراعي	
** 5.231	22.3	* 1.394	0.349	*** 1.798	0.379	الخدمي	
* 3.375	18.85	*** 2.148	0.327	** 1.767	0.362	الصناعي	1994
** 4.812	20.40	** 1.894	0.319	** 1.872	0.347	الزراعي	
* 3.429	23.4	* 1.463	0.334	*** 2.224	0.329	الخدمي	
** 4.641	24.6	* 1.446	0.333	*** 2.213	0.407	الصناعي	1995
* 3.481	25.4	** 1.573	0.325	** 1.545	0.361	الزراعي	

*	21.7	**	0.248	**	0.375	الخدمي	1996
3.323		1.894		1.879			
**	27.3	*	0.348	**	0.227	الصناعي	
4.557		1.458		1.767			
***	24.4	*	0.314	**	0.279	الزراعي	1997
6.948		1.456		1.854			
**	20.1	**	0.294	**	0.311	الخدمي	
4.875		2.234		2.218			
**	20.1	**	0.389	**	0.431	الصناعي	1997
3.203		1.874		1.897			
*	23.7	**	0.267	***	0.242	الزراعي	
3.217		1.942		2.219			
**	24.3	*	0.234	*	0.273	الخدمي	
4.986		1.465		1.473			

* مستوى دلالة 90% ** مستوى دلالة 95% *** مستوى دلالة 97.5%

نتائج اختبار H4 :

يظهر الجدول (8) التباين الواضح في قدرة الأرباح التفسيرية للعوائد السوقية، تبعا لتباين حجم الشركة. حيث أظهر هذا المتغير تفوقا كبيرا في تفسير العوائد السوقية للأسهم في الشركات صغيرة الحجم، قياسا بقدرته في الشركات كبيرة الحجم، مما يعني ذلك أن لحجم الشركة أثر على قدرة الأرباح في تفسير العوائد.

ربط الباحث هذه النتيجة بسلوك المستثمر العراقي المتأثر بدرجة كبيرة بالحصار الاقتصادي، إذ إنه في ظل الظروف التي يمر فيها الاقتصاد العراقي، غالبا ما يلجأ الأفراد إلى الاستثمار في الشركات التي تتصف بالنشاطات الضخمة، التي لديها استثمارات ثابتة كبيرة أكثر من سعيه وراء الشركات الصغيرة، ذلك لاعتقاده أن الاستثمار في مثل تلك الشركات الكبيرة يمكن أن يضمن له المحافظة على القوة الشرائية لاستثماراته. مما يعني ذلك أن محدد أسعار أسهم الشركات الكبيرة في سوق بغداد يتمثل باستثماراتها الكبيرة أكثر من أرباحها. يعزز تفسير الباحث لنتيجة هذه الفرضية هو ما أوضحته دراسة (Fame) ⁽²⁹⁾ إنه في الظروف التضخمية يكون تأثير الأرباح على أسعار الأسهم أكثر وضوحا في الشركات الصغيرة مقارنة بالشركات الكبيرة.

جدول رقم (٨)
نتائج اختبار الفرضية (H 4)

شركات صغيرة الحجم N = 15						شركات كبيرة الحجم N = 28						السنة
F	R ²	EPS _{it}		ΔEPS _{it}		F	R ²	EPS _{it}		ΔEPS _{it}		
		t	B2	t	B1			t	B2	t	B1	
*** 5.38	27.2	*** 1.769	0.485	* 1.367	0.422	*** 3.97	19.4	*** 1.832	0.311	** 1.591	0.318	لجميع السنوات
*** 4.81	27.7	*** 1.945	0.493	* 1.477	0.541	*** 4.95	19.9	*** 1.792	0.455	*** 1.813	0.473	1992
*** 5.94	25.9	** 1.615	0.395	* 1.489	0.378	**** 5.62	20.6	*** 1.783	0.393	**** 2.109	0.399	1993
*** 9.01	31.7	* 1.354	0.393	** 1.573	0.373	*** 4.57	22.5	* 1.368	0.351	** 1.495	0.345	1994
*** 4.81	29.6	*** 1.913	0.398	*** 1.992	0.232	** 5.12	23.7	*** 1.794	0.397	* 1.357	0.437	1995
**** 6.54	33.8	**** 1.755	0.524	* 1.498	0.487	**** 6.95	24.5	** 1.527	0.319	* 1.323	0.323	1996
**** 6.92	32.3	* 1.433	0.573	*** 1.812	0.534	**** 5.91	20.4	* 1.417	0.372	** 1.495	0.329	1997

* مستوى دلالة 90%

** مستوى دلالة 92.5%

*** مستوى دلالة 95%

**** مستوى دلالة 97.5%

استنتاجات وتوصيات الدراسة :

يمكن تلخيص أهم الاستنتاجات التي توصل لها الباحث من اختبار فرضيات الدراسة في النقاط الآتية:

- ١ - إن قدرة كل من متغير حصة السهم من الأرباح ومتغير مستوى حصة السهم من الأرباح لا يفسر أكثر من (10%) من العوائد السوقية لاسهم الشركات المساهمة العراقية المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية.
 - ٢ - إن التباين الحاصل في قدرة كل من متغير حصة السهم من الأرباح ومتغير مستوى حصة السهم من الأرباح في تفسير العوائد السوقية للأسهم، من سنة لأخرى، يجعل موضوع تحديد المتغير الأكثر تفسيراً للعوائد أمراً غير ممكناً، أو على الأقل يتصف بقدر معين من الصعوبة.
 - ٣ - إن استخدام أكثر من ممثل للأرباح في نموذج العلاقة يجعل الأرباح أكثر قدرة على تفسير العوائد السوقية ويخفض التحيز الناتج من الأخطاء في قياس الأرباح.
 - ٤ - إن لحجم الشركة أثراً واضحاً على قدرة الأرباح التفسيرية للعوائد السوقية عند تمثيل الأرباح بأكثر من متغير في نموذج العلاقة، مما أضاف إلى أدبيات الموضوع جانباً غاية من الأهمية حيث لم يتم بحثه من قبل الدراسات السابقة.
- لذا في ضوء هذه النتائج يمكن استخلاص التوصيات الآتية :
- ١ - ينبغي التعامل مع نتائج هذه الدراسة بنوع من الحذر وذلك لصغر حجم السوق وما يترتب عليه من صغر حجم العينة نسبياً، إضافة إلى الظرف غير الطبيعي الذي يمر به الاقتصاد العراقي، ناهيك عن تدني كفاءة السوق مقارنة مع الأسواق المالية المتطورة.
 - ٢ - تكرار إجراء مثل هذه الدراسة على شركات أخرى للتأكد من النتائج التي توصلت لها، وخصوصاً فيما يتعلق بأثر اختلاف حجم الشركة.
 - ٣ - إن استخدام أكثر من متغير ممثل للأرباح بعد أسلوباً واحداً من عدة أساليب تحسين قدرة الأرباح التفسيرية للعوائد السوقية، لذلك يمكن للباحثين فحص أسلوب آخر مثل أسلوب مقلوب نسبة السعر إلى الربح.

المراجع الانجليزية

- Ball, R. and P. Brown, ((An Empirical Evaluation of Accounting Income Number)). Journal of Accounting Research; Autumn, 1968, 11. 159-177.
- Brown, L. D. et. al., ((An Information Interpretation of Financial Analysis Superiority in Forecasting Earnings)) Journal of Accounting Research, 1987, pp. 49, 67.
- Lev, V., ((On the Usefulness of Earnings: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research, Journal of Accounting Research, Vol. 27, 1989, pp. 153 – 192.
- Ou, J. A. and S. Penman, ((Accounting Measurement, Price - Earnings Ratio and Information Content of Security Price)). Journal of Accounting Research , Vol. 27, 1989, pp. 111-144.
- Kothari, S. P. and R. G. Sloan, ((Information in Earnings about Future Earnings: Implications for Earnings Response Coefficient)). Journal of Accounting and Economics, Vol 15, 1992, pl. 143-171.
- Ali, A. and P. A. Zarowin, ((Permanent Versus Transitory Components of Annual Earnings and the Association Between Abnormal Return and Unexpected Earnings)), Journal of Accounting and Economics, Vol. 15, 1992, pp. 249 –264.
- Lev, B. and S. R. Thiagarajan, ((Fundamental Information Analysis)), Journal of Accounting Research, Vol. 31, 1993, pp. 190 – 215.
- Ohlson, J. and P. K. Shroft, ((Changes Versus Levels in Earnings as Explanatory Variables for Return: Some Theoretical Considerations, Journal of Accounting Research, Vol. 30, 1992, pp. 210–226
- Lipe, Robert, ((The Relation Between Stock Returns and Accounting Earnings Given Alternative Information, The Accounting Review, January , 1990, pp. 49–71.
- Easton, P.D. and T. Harris, ((Earnings as an Explanatory Variables for Returns)), Journal of Accounting Research, Vol. 29, 1991, pp. 19 – 36
- Ball, R. and S. P. Kothari, ((Security Returns Around Earnings Announcements)), The Accounting Review, October, 1991, pp. 1, 718 – 738.
- Easton, P. D. et. al., ((Aggregate Accounting Earnings Can Explain Most of Security Re-

- turn: The Case of Long Run Intervals)), Journal of Accounting and Economics, 1992, pp. 119–142.
- Kothari, S. P., ((a Price – Earnings Regressions in the Presence of Prices Leading Earnings: Earnings Level Versus Change Specifications and Alternative Deflators)), Journal of Accounting and Economics, 1992, pp. 173 – 202.
- Strong, N., ((The Relations Between Returns and Earnings: Evidence for the UK,)) Accounting and Business Research, 1993, pp. 69 – 77.
17. Midani, M. Ayman, ((Determinants of Kuwaiti Stock Prices: An Empirical Investigation of Industrial, Services and Food Company Shares)), Journal of Administrative Sciences and Economics, University of Qatar, Vol. 1991, pp. 279 – 312.
- Collins, D. W. and S. P. Kothari, ((An Anlysis of the Interemporal and Cross – Sectional Determinants of the Earnings Response Coefficients)), Journal of Accounting and Economics, 1980, pp. 143 – 181.
- Beaver, W. et. al., ((The Information Content of Security Prices)), Journal of Accounting and Economics, 1980, pp. 3 – 28.
26. Holmes. Geoffrey, ((Earnings Per Share: A Measure of Sustainable Growth)), Journal of Accounting and Business Research, Spring, 1971, pp. 118 – 143.
- Atiase, R. K., “Prediclosure Information, Firm Capitalization and Security Price Behavior Around Earnings Announcements:”, Journal of Accounting Research, Vol. 33, No. 1, 1985, pp. 21 – 36.
- Myers, R. H. Classical and Modern Regression With Applications, Second Edition; Boston: PWS and Kent Publishing Company, Inc., 1990.
- Fama, E., ((Stock Returns Real Activity, Inflation and Money)), American Economic Review, Vol. 71, 1980, pp. 545 – 565.

الرجبي محمد وأسامة الحارس، (مقارنة درجة التباين والعلاقة بين الأرباح المتحققة والأرباح الموزعة ومعدل العائد على السهم في الشركات المساهمة العامة الأردنية خلال الفترة من ٨٥ – ١٩٩٤ ، دراسة ميدانية ، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد ١٤ ، العدد ٢ ، ١٩٩٨ ، ص ٧٩ – ٨٠ .

يوسف محمد محمود، (العائد المحاسبي والمحتوى الإعلامي للإعلان عن التوزيعات)،
مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، ١٩٩٤، ص ١ - ٣٥ .

عبد الله، عبد القادر، (العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح وأسعار الأسهم في سوق
الأسهم السعودية)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الإمارات العربية، ٩٤،
ديسمبر، ١٩٩٣، ص ١ - ٢٠ .

عبد الله، عبد القادر، (العوائد المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة
العربية السعودية)، مجلة أبحاث اليرموك، م ١١، ع ١، ١٩٩٥، ص ١٣٥ - ١٥٥ .

السعيدة، منصور إبراهيم، (مقدرة المعلومات المحاسبية المنشورة علي تفسير القيمة
السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية) مجلة المنارة، جامعة ال البيت،
الأردن، المجلد ١، العدد ٣، ١٩٩٦، ص ١٥٣ - ١٨٣ .

غرايبة، فوزي وداود محمد جعفر، (مضمون الأرقام المحاسبية من المعلومات في
الشركات المساهمة الأردنية)، مجلة أبحاث اليرموك، مجلد ٤، العدد ١، ١٩٨٨، ص
٢٠١ - ٢٣٣ .

الخليلية، محمود، (العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم في الأجل الطويل)، مجلة
دارسات، الجامعة الأردنية المجلد ٢٦، العدد ٢٢، ١٩٩٩، ص ٣٥٨ - ٣٦٥ .

الدبعي، مأمون ومحمد أبو نصار، (مواصفة العلاقة بين العوائد السوقية والأرباح
المحاسبية للشركات المساهمة الأردنية)، مجلة دراسات، المجلد ٢٦، العدد ٢، ١٩٩٩،
ص ٣١٢ - ٣٢٩ .

الخليله، محمود عبد الحليم وغدير استنبولي، "أثر التغير في النفقات الرأسمالية على
أسعار وحركة الأسهم: دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الأردنية" مجلة
دراسات، العدد ١، ١٩٩٧، ص ١٤٢ - ١٥١ .

الفضل، مؤيد محمد علي، "أثر الإعلان عن الإنفاق الاستثماري على العائد وحجم
التداول غير العاديين للأسهم: دراسة ميدانية في العراق" المجلة العلمية لكلية الإدارة
والاقتصاد، جامعة قطر، العدد التاسع، ١٩٩٨، ص ٢٥٩ - ٢٨٠ .