

المجلة العربية للمحاسبة
المجلد العاشر - العدد الأول
مايو ٢٠٠٧
ص ص ٤٢ - ٦٥

العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للتقارير السنوية للشركات والعوائد السوقية غير العادية على أسهمها ومدى تأثير هذه العلاقة بمتغير الحجم: دراسة اختبارية على العراق والأردن

مؤيد محمد علي الفضل
جامعة القادسية

الملخص

استهدفت هذه الدراسة البحث في محتوى العلاقة بين المؤشرات المالية المستمدة من التقارير السنوية للشركات، والعوائد السوقية غير العادية لأسهم هذه الشركة، ومدى أهمية متغير الحجم في تلك العلاقة، وذلك من خلال اختبار فرضيتين هما:

١. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية المستمدة من التقارير السنوية للشركات في تاريخ نشرها في السوق المالي والعوائد السوقية غير العادية للأسهم.
٢. يختلف أثر المؤشرات المالية المستمدة من التقارير السنوية للشركات في تاريخ نشرها في السوق المالي على العوائد السوقية غير العادية للأسهم تبعاً لاختلاف حجم الشركة.

وقد جرى اختبار تلك الفرضيتين على عينة مؤلفة (٨٥) شركة موزعة بين سوق بغداد للأوراق المالية وسوق عمّان المالي بنسبة ٣٥ : ٥٠، وجاءت النتائج على العموم داعمة للفرضيتين.

المقدمة

تعد التقارير المالية، عموماً، والقوائم المالية، خصوصاً، الوسيلة الفاعلة في تحقيق وظيفة الاتصال في المحاسبة، فعن طريقها يمكن إشباع حاجات مستخدميها من المعلومات المحاسبية التي تصور وبدقة الأحداث الاقتصادية التي أثرت بالشركة خلال فترة النشاط، إلى جانب دورها في عرض المعلومات التي تعلن عن خطط وتوقعات الإدارة المستقبلية، ناهيك عن كونها أصبحت بمثابة نظام للإنذار المبكر الذي يسعى إلى تنبيه المستثمرين باحتمالات فشل الشركة أو قربها من حافة الفشل أو استمرار نجاحها ودرجة هذا النجاح.

وقد أبرزت الكثير من الدراسات أهمية التقارير المالية في توفير المعلومات المفيدة عن الأداء في الفترة التي تغطيها تلك التقارير ، فعلى سبيل المثال أوضحت دراسة [Altman, 1968 ; Beaver , 1968] كلا على حدة الفوائد التي من الممكن أن تجنى كنتيجة لتحليل البيانات المحاسبية التي توفرها التقارير المالية ، فمن خلال النسب المالية المستمدة من التقارير المالية للشركات يمكن التنبؤ بأدائها المستقبلي .

وجاءت دراسة [Ou and Penman , 1989] تؤكد ما توصلت إليه دراستا Beaver , 1968 و Altman , 1968 ، حينما أوضحتا بأن التقارير المالية تحتوي على معلومات ذات قوة تنبؤية عالية ، وان بعض المؤشرات المالية المستمدة منها تمكن المستثمرين من التنبؤ بكل من العائد المحاسبي المستقبلي والعائد السوقي ، وبما يؤدي إلى قيام المستثمرين بتبديل توقعاتهم الخاصة بالمنافع المستقبلية وبما ينعكس على الأسعار الحالية للأسهم.

كما تتفق العديد من البحوث التي أجريت في مجال الكشف عن مصادر معلومات المستثمرين ودرجة أهميتها في ترشيد قرارات الاستثمار بالأسهم في السوق المالية على أهمية المعلومات المحاسبية التي توفرها التقارير المالية في صنع قرارات الاستثمار في الأسهم، فعلى سبيل المثال بينت دراسة [Chang and Most, 1981] أن المستثمرين في كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة ونيوزلندا يعتقدون أن التقارير المالية توفر لهم المعلومات ذات القيمة العالية والمفيدة لقراراتهم الخاصة بالاستثمار في الأسهم وبالتالي فهم يرون أن هذه التقارير تقع في المرتبة الأولى ضمن قائمة مصادر معلوماتهم. أما دراسة [Anderson, 1981] ودراسة [Day, 1986] التي قام الباحثان فيهما باستطلاع آراء عينة من المستثمرين والمحللين الماليين في المملكة المتحدة، فقد أوضحتا أن عينة الدراسة تجد في المعلومات المحاسبية التي تحتويها التقارير المالية وخصوصاً القوائم المالية، المصدر الرئيس الذي يُعتمد عليه في اتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم. كما توصل إلى نتائج مشابهة كل من [Deitrich and Stamps , 1981] في دراستهما التي أجريت على بورصة نيويورك، ودراسة [Chenhall and Juchau , 1977] التي أجريت على بورصة استراليا، و[Gaa , 1996] في دراسته التي أجراها على بورصة نيجيريا.

أما في الوطن العربي، وخاصة منطقة الخليج العربي والعراق والأردن، فقد وجد الباحثون أن المستثمرين يولون أهمية خاصة للمعلومات التي يتم الحصول عليها من التقارير المالية للشركات. بل أنهم ينظرون إليها على أنها المصدر الرئيس الذي يساعدهم في الحكم على أداء الشركة الحالي والتنبؤ بأدائها المستقبلي [انظر على سبيل المثال Abdelsalam, 1990؛ عبد الله ، ١٩٩٠ ؛ Al-Khouri, 1997 ؛ الطحان ، ١٩٩٥ ؛ الراشد، ١٩٩٩؛ جاسم ، ١٩٩٥ ؛ العيسى ، ١٩٩١

إزاء هذه الأهمية التي تحظى بها المعلومات المحاسبية المستمدة من التقارير المالية عند المستثمرين، فمن المتوقع أن ينعكس أثرها وبشكل واضح على أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية، وخاصة حول تاريخ الإعلان عن نتائج أعمال الشركات ونشر تقاريرها المالية. وعليه فإن الدراسة الحالية ستحاول بالاختبار والتحقق الإحصائي تقديم أدلة مستمدة من واقع التطبيق في بيئتين مختلفتين من حيث الطبيعة الايديولوجية والظرف الاقتصادي، وهما البيئة العراقية والبيئة الأردنية عن المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية ومدى تأثير المحتوى بمحدد حجم الشركة وذلك بهدف معرفة:

١. فيما إذا كان هناك أثر ذو دلالة إحصائية للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية للشركات على العوائد السوقية غير العادية لأسهم هذه الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية، وفيما إذا كان هذا الأثر يختلف تبعاً لاختلاف البلد الذي ينتمي إليه السوق.
٢. أي مؤشرات في التقارير المالية أكثر ارتباطاً بالعوائد غير العادية السوقية للأسهم، وهل مقدار هذا الارتباط يختلف من سوق إلى آخر؟
٣. ما إذا كان لحجم الشركة دور في تحديد أثر المؤشرات المالية على العوائد السوقية غير العادية للأسهم من جهة، وما إذا كان ذلك الدور يختلف من سوق إلى آخر.

مشكلة الدراسة

يشير أدب الإدارة المالية إلى أن المستثمر يعتمد في توقع القيمة السوقية للسهم المتداول في السوق المالي، أما أسلوب التحليل الأساسي أو أسلوب التحليل الفني. أما الأسلوب الأول فيعتمد على البيانات التاريخية للعائد من الأدوات الاستثمارية البديلة وعلى القيمة الحالية للنقود، بينما يعتمد الأسلوب الثاني على ذات البيانات التاريخية بالإضافة إلى إهتمامه بمتابعة الدورات الاقتصاد وتأثيرها على العائد والمخاطرة، وتوضح الدراسات أن التحليل الأساسي هو الأسلوب الأفضل بالنسبة للمستثمر المخاطر والذي يفضل توجيه استثماراته نحو الأوراق المالية طويلة الأجل، في حين يمثل التحليل الفني الأسلوب الأكثر ملائمة بالنسبة إلى المستثمر الذي يتصف سيكولوجياً بالرغبة بدرجة أقل في تحمل المخاطر ويفضل الشراء والبيع في الأجل القصير بهدف تحقيق الأرباح. فأيما كان الأسلوب المتبع من قبل المستثمر في توقع أسعار الأسهم فإن احتمال تحقيقه لعوائد غير متوقعة سيكون ضعيفاً جداً إذ لم يكن متعذراً طالما لا تتوفر في السوق معلومات جديدة تغير من معتقدات وتوقعات المستثمرين. وعليه فإن نشر التقارير السنوية للشركات التي تتضمن معلومات جديدة عن أدائها، يمكن أن يساعد المستثمرين في تحقيق عوائد غير متوقعة وفقاً لمفهوم المضمون المعلوماتي للتقارير المالية في ظل السوق غير الكفوء مثل سوق بغداد للأوراق المالية [الفضل والزبيدي، ٢٠٠٣] والذي يفيد بأنه إذا أدت المعلومات التي تحتويها التقارير المالية المنشورة إلى تغير في عوائد أسهم محفظة المستثمر، توصف تلك التقارير بأنها ذات قيمة في ترشيد قرارات بيع وشراء الأسهم في السوق المالية [شاكر، ١٩٩٧] لذا ترى تلك الدراسات بان العوائد غير العادية للأسهم التي تتحقق في تاريخ نشر التقارير المالية هي، في الغالب، نتيجة تأثر قرارات المستثمرين بالمؤشرات المالية المستمدة من التقارير المالية المنشورة للشركات وعليه يمكن صياغة مشكلة الدراسة في السؤالين الآتيين:

١. هل توجد علاقة بين المؤشرات المستمدة من التقارير المالية المنشورة للشركات عينة الدراسة و الأسعار السوقية للأسهم حول تاريخ نشر تلك التقارير، وبشكل يشرح تحقق عائد غير عادي لتلك الأسهم؟ وهل أن طبيعة العائد غير العادي يختلف ما بين السوقين الأردني والعراقي.
٢. هل تتباين العلاقة بين المؤشرات المستمدة من التقارير المالية للشركات في تاريخ نشرها، والعوائد السوقية للأسهم تبعاً لاختلاف حجم الشركة.

أهمية الدراسة

تبرز أهمية الدراسة الحالية من الناحيتين الآتيتين:

١. إن لنتائج هذه الدراسة أهمية كبيرة في دعم أو دحض ما توصلت إليه الدراسات الاستطلاعية التي أجريت في كل من الأردن والعراق والتي أجمعت بأهمية المعلومات المحاسبية المنشورة في ترشيد قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية.
٢. إن إجراء مقارنة لأثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية الخارجية على العوائد السوقية غير العادية للأسهم في بلدين مختلفين في الأيدلوجية السياسية والظرف الاقتصادي، يضي بحد ذاته أهمية خاصة للدراسة ذلك لمحدودية مثل هذه الدراسات في هذين البلدين، إلى جانب أهمية ما يمكن استنتاجه من تلك المقارنة عن مدى تأثير المحتوى المعلوماتي بالاتجاهات السياسية والظروف الاقتصادية.

الدراسات السابقة

منذ أن بدأ البحث العلمي في علاقة المضمون المعلوماتي للقوائم المالية بالعوائد السوقية للأسهم بدراسة [Ball and Brown, 1968] وهذا الموضوع يعد من أكثر مواضيع نظرية السوق المالية التي خضعت للدراسة من قبل الباحثين في مجال المحاسبة والتمويل، خاصة في نهاية عقد الثمانينات وخلال عقد التسعينات من القرن الماضي، وذلك على اثر تأكيد وتفسير النتيجة التي توصلت إليها دراسة [Brown et al., 1987] ودراسة [Lev, 1989] اللتان تفيدان بتدني القوة التفسيرية لمتغير الأرباح في نموذج الانحدار المستخدم في وصف العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية، إذ وجد 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، مما يعني أن الأرباح المحاسبية ليس المتغير الوحيد أو الأساس في تفسير التغير في العوائد السوقية للأسهم، وعليه لابد من فحص أثر متغيرات أخرى إلى جانب الأرباح، الأمر الذي أدى إلى تحول في منهجية الدراسات المعاصرة لبحث اثر المضمون المعلوماتي للتقارير المالية، مستحضرة في ذلك دراسة [Gonedes, 1973] التي قدمت دليلاً تجريبياً على وجود مضمون من المعلومات لسبع نسب مالية تؤثر على أسعار الأسهم في السوق المالية ومن ثم على العوائد السوقية لها، وهذه النسب هي: نسبة رأس المال العامل إلى مجموع الموجودات، ونسبة حقوق الملكية إلى مجموع الموجودات، ونسبة الربح التشغيلي إلى مجموع الموجودات، وحصصة السهم من الأرباح بعد الضرائب، ونسبة صافي الربح إلى مجموع الموجودات، وعدد مرات دوران الموجودات، ونسبة مجموع صافي الربح والاندثار والإطفاء إلى مجموع الأسهم الممتازة والديون طويلة وقصيرة الأجل.

ومن أمثلة هذه الدراسات التي بحثت في مضمون المعلومات للتقارير المالية، والتي إتسمت باختبار للمتغيرات بناءً على تقارير المحللين الماليين، دراسة [Lev and Thiagaraj, 1993] التي أجريت على السوق الأمريكية، والتي حدد الباحثان فيها إثني عشر مؤشراً أساسياً مستمداً من تقارير المحللين الماليين، افترضوا إن لها مضموناً معلوماتياً إضافياً مرتبطاً بقيمة الشركة وهذه المؤشرات هي المخزون السلعي، ومجموع الربح والمصاريف الإدارية والبيعية، والنفقات الرأسمالية، ومصاريف البحث والتطوير، والذمم المدينة، والمبيعات ورأي المدقق، وطريقة تقييم المخزون.

أما دراسة [Barbee et al., 1996] فقد إختبرت ما إذا كانت كل من نسبة حصة السهم من المبيعات السنوية إلى سعر السهم ونسبة المديونية إلى حقوق الملكية تفسر العوائد السوقية للأسهم بدرجة أكبر من تلك التي تفسرها كل من نسبة القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة السوقية وحجم الشركة، ولقد أثبتت هذه الدراسة ، والتي أجريت في أمريكا أن نسبة حصة السهم من المبيعات السنوية إلى سعر السهم ونسبة المديونية إلى حقوق الملكية أفضل من النسبتين الأخيرتين في تفسيرهما للعوائد السوقية للأسهم. كذلك أكدت الدراسة أن نسبة حصة السهم من المبيعات السنوية إلى سعر السهم هي النسبة الوحيدة التي لها دلالة إحصائية بشكل منسق وذلك عند ربطها بالعوائد السوقية للأسهم في نماذج تضمنت أكثر من متغير تفسيري واحد بالمقارنة مع النسب الأخرى المستخدمة في دراستهم.

أما جهود الباحثين على صعيد الوطن العربي فقد كانت محدودة وعلى النحو الآتي:

١. الدراسات التي أجريت على السوق المصري ومن أمثلتها وحسب تسلسلها التاريخي:

- أ- دراسة [إسماعيل، ١٩٩٠] وحاولت هذه الدراسة بحث العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وبعض المؤشرات المحاسبية مثل (القيمة الدفترية للسهم ونصيبه من الأرباح والمخاطرة المالية) وذلك بهدف الحكم على مدى كفاءة سوق الأوراق المالية، وقد اعتمدت هذه الدراسة على بيانات ٢٤ شركة تداول أسهمها في سوق الإسكندرية خلال الفترة ١٩٨٧-١٩٨٨، وتوصلت الدراسة إلى أن القيمة الدفترية للسهم ونصيب السهم من صافي الربح تؤثران على القيمة السوقية للأسهم مما يعني ذلك أن لها محتوى معلوماتي في السوق.
- ب- دراسة [شاكر، ١٩٩٧] أجريت هذه الدراسة على عينة مؤلفة من ٣٢ شركة تم تداول أسهمها في بورصة الأوراق المالية المصرية للفترة ١٩٩٥-١٩٩٦، وقد إختبرت أربعة مؤشرات مالية هي معدل الرقع المالي، ومعدل العائد على الموجودات، ومعدل العائد على حق الملكية، وعدد مرات دوران الموجودات. وجاءت نتائج الدراسة موضحة عدم ارتباط السعر السوقي للسهم بأي من تلك المتغيرات الخاصة بالأداء الاقتصادي للشركة.
- ج- دراسة [نداء، ١٩٩٧] واستهدفت هذه الدراسة تحديد نواحي القصور في المعلومات المحاسبية، حيث أن أسعار الأسهم الفعلية لا تمثل في أغلب الأحوال الأسعار الحقيقية والسبب الرئيسي في ذلك هو عدم توافر المعلومات المحاسبية الكافية التي يمكن أن يعتمد عليها المستثمرون في تقييم أداء الشركات، فالنقص في المعلومات يؤدي إلى عدم قدرة المستثمر على التقييم الدقيق لمستوى الأداء، مما يترتب عليه تقييم غير دقيق للأسعار في السوق المالي. وقد قامت الدراسة ببناء نموذج كمي يشتمل على مجموعة من المتغيرات المستقلة هي القيمة الاسمية للسهم، ونسبة صافي الربح إلى مجموع الموجودات، ونسبة حقوق الملكية إلى مجموع الموجودات، ونسبة الفائدة إلى مجموع المصاريف. وقد توصلت الدراسة إلى وجود ارتباط ذو دلالة إحصائية بين كل من المتغيرات المذكورة والأسعار السوقية للأسهم.

٢. الدراسات التي أجريت على السوق الكويتي ومن أمثلتها :

أ- دراسة [Midani , 1991] حاولت هذه الدراسة التعرف على محددات أسعار الأسهم في السوق الكويتي لـ ١٩ شركة صناعية تم تداول أسهمها بصورة منتظمة للفترة من ١٩٨٢-١٩٨٧ ، وقد بلغ عدد المتغيرات المستقلة التي تم فحص علاقتها بالأسعار السوقية للأسهم أربع متغيرات هي ربحية السهم، وحصة السهم من مقسوم الأرباح ، ونسبة توزيعات الأرباح إلى عدد الأسهم ونسبة الديون إلى مجموع الموجودات ، ونسبة الموجودات الثابتة إلى مجموع الموجودات، وقد توصلت الدراسة إلى وجود آثار ذات دلالة إحصائية لهذه المتغيرات على الأسعار السوقية للأسهم.

ب- دراسة [قايد، ١٩٩٥] وتناولت هذه الدراسة تحليل العلاقة بين محتويات التقارير المالية المنشورة من المعلومات ومستويات الأسعار السوقية للأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية الكويتية وذلك للتعرف على المعلومات التي تؤثر في الطلب على الأسهم، وقد أبرزت الدراسة إن المحتوى الإعلامي للتقارير المالية له منفعة اقتصادية لدى المستثمر الكويتي حيث تُستخدم هذه المعلومات كمدخلات لعملية اتخاذ القرارات المتعلقة ببيع وشراء الأسهم، كما بينت الدراسة اهتمام المستثمر الكويتي بالمعلومات المحاسبية الخاصة بالربحية وضآلة اهتمامه بالمعلومات المحاسبية الخاصة بالمخاطر المالية، هذا وقد اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين الأسعار السوقية للأسهم كمتغير تابع وبين كل من القيمة الدفترية للسهم، ونصيب السهم من توزيعات الأرباح، ونسبة المديونية، ونسبة السيولة، والمؤشر العام لأسعار الأسهم، كمتغيرات مستقلة وقد تبين من نتائج الدراسة أن المتغيرات المستقلة الأكثر تأثيراً على القيمة السوقية للأسهم هي القيمة الدفترية للأسهم والأرباح الموزعة والرافعة المالية.

ج- دراسة [الراشد، ١٩٩٩] : والتي اختبرت تأثير كل من نصيب السهم من توزيعات الأرباح، ونصيب السهم من الأرباح الصافية ، والقيمة الدفترية للسهم، والعائد على حق الملكية، والعائد على القيمة السوقية للأسهم، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن القيمة السوقية للسهم تعتمد على عوامل أخرى غير تلك المحددة في الدراسة وذلك بدلالة الاختلاف الكبير بين نتائج الدراسة في عام ١٩٩٦ عنها في عام ١٩٩٧.

٣. أما في المملكة العربية السعودية فقد بحث [عبد الله، ١٩٨٨] في العوامل المحددة لأسعار الأسهم في السوق المالي السعودي وأوضحت نتائج بحثه أن كل من ربحية السهم، والعائد على حق الملكية، والمؤشر العام لأسعار الأسهم، هي عوامل مؤثرة في تحديد الأسعار السوقية للأسهم.

أما الدراسات السابقة التي أجريت في البلدين عينة الدراسة حول الموضوع، فقد وجد الباحث ثلاث دراسات ميدانية فقط في الأردن تمثلت بـ:

أ- دراسة [غرايبة وداوود، ١٩٨٨]: التي فحصت مضمون الأرقام المحاسبية من المعلومات في (٤٠) شركة مساهمة عامة أردنية للفترة ١٩٧٨-١٩٨٥، وبينت الدراسة أن للنسب المالية مضامين تؤثر على أسعار وعوائد الأسهم وان أعظم هذه النسب تأثيراً هي نسب العائد على راس المال، والعائد على حق الملكية، ونسبة الربح الموزع، وقد وجد الباحثان أن اثر مضمون الأرقام المحاسبية قد ظهر في أسعار وعوائد الأسهم قبل

ثلاثة اشهر من تاريخ الإعلان عنها وانخفض بعد شهر من الإعلان واستمر لمدة شهرين أو ثلاثة بعده في الشركات التي تناقصت أرباحها، علماً أن النسب التي تم فحصها بُوتت في أربع مجاميع هي مجموعة صافي الربح ومجموعة الأرباح الموزعة ومجموعة الربح المعدل، وأخيراً مجموعة النسب الأخرى التي تضمنت نسبة الملكية ونسبة المديونية ومعدل دوران الموجودات ومعدل دوران حق الملكية.

ب- دراسة [السعيدة، ١٩٩٦]: واستهدفت هذه الدراسة اختبار قدرة كل من (القيمة الدفترية لحقوق المالكين، وحجم الشركة، والعائد على حق الملكية، والنمو في العائد على حق الملكية) في تفسير القيمة السوقية لأسهم عينة من الشركات بلغ عددها (٧٢) شركة للفترة من ١٩٩٢-١٩٩٤. وقد دلت نتائج الدراسة على أهمية متغير القيمة الدفترية لحقوق المالكين، ومتغير الحجم في كافة سنوات الدراسة، وأهمية متغير النمو في العائد إلى حق الملكية في سنتين فقط من سنوات الدراسة الثلاثة، أما متغير العائد إلى حق الملكية فلم يكن مهماً في أي سنة من سنوات الدراسة وعلى مستوى العينة الكاملة.

ج- دراسة [أبو نصار والدبي، ٢٠٠٢]: تهدف هذه الدراسة إلى اختبار ما إذا كان لعناصر قائمة الدخل الرئيسية مضمون من المعلومات، وما إذا كان مضمونها من المعلومات أكبر من المضمون المعلوماتي لرقم الربح. استخدمت الدراسة عينة من الشركات المساهمة العامة الصناعية المُدرجة في بورصة عمان بلغ عددها ٣٠ شركة خلال الفترة الممتدة من عام ١٩٨٧-١٩٩٨. تم تنفيذ ثلاثة نماذج انحياز في هذه الدراسة كان المتغير التابع فيها وهو العائد السوقي للسهم بينما شملت المتغيرات المستقلة: حصة السهم من الأرباح، والمبيعات، وكلفة المبيعات، والمصاريف الإدارية والبيعة، والفوائد المدينة، وضريبة الدخل ولقد تضمن النموذج الأول حصة السهم من الأرباح، بينما تضمن النموذج الثاني عناصر قائمة الدخل عدا حصة السهم من الأرباح أما النموذج الثالث فقد تضمن جميع عناصر قائمة الدخل بما فيها حصة السهم من الأرباح. وبلغت القوة التفسيرية لكل من النموذج الأول والثاني والثالث ٤٥٪، ٢٤٪، ٤٥٪ على التوالي ولقد أظهرت الاختبارات المتعددة التي تضمنتها الدراسة وجود مضمون معلوماتي لعناصر قائمة الدخل، وعدم وجود مضمون معلوماتي إضافي لتلك العناصر علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح. وعلى العكس وجد أن لرقم الربح مضموناً معلوماتياً إضافياً علاوة على المضمون المعلوماتي لعناصر قائمة الدخل.

أما في العراق فلم يجد الباحث أي دراسة تناولت المفهوم المعلوماتي للتقارير المالية وأهميته في تفسير التغير في العوائد السوقية للأسهم.

لاشك أن العرض السابق للدراسات السابقة يُظهرُ بوضوح أن هذه الدراسة ستساهم في إثراء المكتبة العراقية والأردنية التي تعاني الندرة الواضحة بالدراسات الخاصة في هذا المجال، فضلاً على أنها ستحاول دراسة متغيرات أخرى لم تتناولها الدراسات السابقة مثل المخاطرة اللانظامية للشركة ومتغير كثافة راس المال ونسبة النمو في الأرباح المحتجزة إلى جانب اهتمامها بفحص مدى تأثير محدد حجم الشركة على طبيعة العلاقة بين المؤشرات المالية للتقارير المحاسبية والعوائد السوقية غير العادية الأمر الذي سيميزها عن غيرها ويضفي على أهميتها عمقاً أكثر.

منهجية الدراسة

فرضيات الدراسة

- في ضوء السؤالين المتعلقين بمشكلة الدراسة ، تم وضع الفرضيتين التاليتين :
- H1 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية المستمدة من التقارير السنوية للشركات في تاريخ نشرها في السوق المالي في كل من البلدين عينة الدراسة والعوائد غير العادية للأسهم.
- H2 : تختلف العلاقة بين المؤشرات المالية المستمدة من التقارير السنوية للشركات في تاريخ نشرها في السوق المالي والعوائد غير العادية للأسهم تبعاً لاختلاف حجم الشركة.

عينة الدراسة

- يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المسجلة في كل من سوق بغداد للأوراق المالية وبورصة عمان للسنتين الماليين ٢٠٠٠ و ٢٠٠١. وبلغت العينة التي سحبت من تلكما المجتمعين (٨٥) شركة موزعة على السوقين بنسبة ٣٥:٥٠. والجدير بالذكر أن الباحث قد قام بالتأكد من توفر الشروط الآتية في الشركات المختارة للعينة:
١. إن هذه الشركات مدرجة في السوق المالي كلاً حسب جنسيته ويتم تداول أسهمها فيه منذ ١٢٥ أسبوعاً على الأقل قبل أسبوع من نشر التقارير السنوية وذلك للتقليل من أخطاء قياس متغيرات الدراسة التي تعتمد في تقديرها على نموذج السوق. علماً بأن الباحث اعتمد تاريخ توقيع المراجع الخارجي على رأيه المحايد في مضمون التقرير السنوي للشركة، على أنه التاريخ الحقيقي لنشر التقارير السنوية.
 ٢. إن الشركات عينة الدراسة لم يتم إيقاف التداول في أسهمها بقرار من مجلس إدارة السوق خلال فترة الدراسة ٢٠٠٠-٢٠٠١.
 ٣. إن هذه الشركات لم يتم تحويل ملكيتها او دمجها خلال نافذة الحدث.
- ويبين الجدول رقم (١) توزيع العينة حسب القطاعات في كلاً من السوقين.

جدول رقم (١)

عينة الدراسة

بورصة عمان		سوق بغداد للأوراق المالية		القطاع
السنة	السنة	السنة	السنة	
٢٠٠١	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٠	
٣٢	٢٩	٢٢	٢٠	صناعي
٥	٩	٥	٦	مالي ومصرفي
١٣	١٢	٨	٩	خدمي
٥٠	٥٠	٣٥	٣٥	المجموع

متغيرات الدراسة وقياسها

يتطلب الاختبار الإحصائي لفرضيتي الدراسة، قياس المتغيرات التي تتضمنها هاتين الفرضيتين من بيانات عينة الدراسة، وهذه المتغيرات تتمثل بالآتي:

أولاً: متوسط العائد غير العادي المجمع [CAR [Cumulative Abnormal Return]

لحساب متوسط العائد غير العادي المجمع لحدث نشر التقارير المالية يتبع الباحث المنهج الذي سلكه [Pamela, 1989] والمتمثل بالخطوات الآتية:

١. حساب العائد الكلي على السهم لكل شركة، ويستخدم لهذا الغرض المعادلة رقم (١).

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

حيث أن:

$$R_{it} = \text{العائد الكلي لسهم الشركة } i \text{ في الأسبوع } t$$

$$P_{it} = \text{سعر الافتتاح لسهم الشركة } i \text{ في بداية الأسبوع } t$$

$$P_{it-1} = \text{سعر الإغلاق لسهم الشركة } i \text{ في نهاية الأسبوع } t$$

٢. تقدير العائد المتوقع على سهم كل شركة: ويستخدم لهذا الغرض نموذج السوق المبين في

المعادلة رقم (٢).

$$\bar{R}_{it} = a_j + b_i R_{mt} + e_{it} \quad \dots\dots\dots (2)$$

حيث أن:

$$\bar{R}_{it} = \text{العائد المتوقع لسهم الشركة } i \text{ في الأسبوع } t$$

$$a_j = \text{الحد الثابت للمعادلة وهو يمثل الجزء من العائد الذي يتحقق بغض النظر عن العلاقة بين}$$

عائد على محفظة السوق والعائد على سهم الشركة.

$$b_i = \text{معدل ميل العلاقة الخطية بين العائد على السهم } R_{it} \text{ والعائد على محفظة السوق.}$$

$$e_{it} = \text{الخطأ العشوائي وهو ذلك الجزء من العائد الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل أخرى لا يتضمنها النموذج.}$$

$$R_{mt} = \text{معدل العائد على محفظة السوق للأسبوع } t.$$

٣. **تقدير العائد غير العادي على السهم لكل شركة** : تم تقدير العائد غير العادي على سهم كل شركة خلال ثمانية أسابيع المحيطة بأسبوع نشر التقارير المالية وذلك على أساس النموذج المبين في المعادلة رقم (٣):

$$AR_{it} = R_{it} - \bar{R}_{it} \dots\dots\dots (3)$$

AR_{it} = العائد غير العادي لسهم الشركة i في الأسبوع t

٤. **متوسط العائد غير العادي المجمع** CAR_{it} : تم قياس متوسط العائد غير العادي المجمع لكل شركة خلال فترة ٤ أسابيع محيطة بتاريخ نشر التقارير المالية وذلك عن طريق قسمة مجموع العائد غير العادي للشركة AR_{it} خلال نافذة الحدث على عدد الأسابيع المحيطة بتاريخ نشر التقارير المالية والبالغة تسعة أسابيع.

ثانياً: المؤشرات المالية المختارة للدراسة

في ضوء أدبيات الدراسة، تم تحديد المؤشرات المالية الآتية:

١. **حصة السهم من الأرباح**: يعد مؤشر حصة السهم من الأرباح من المؤشرات المالية المهمة في ترشيد قرارات الاستثمار في الأسواق المالية وذلك للاعتبارات الآتية: [عبد الله، ١٩٩٣ .

■ إن حصة السهم من الأرباح يعد من المعايير الهامة في تقييم أداء الشركات وأن تحقيق معدل عالٍ من هذا المعيار يمكن الاستدلال منه على كفاءة الإدارة في الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة لديها وسلامة القرارات المتعلقة بالاستثمار والتمويل.

■ إن تحقيق مستوى عالٍ من حصة السهم من الأرباح يحقق كثير من أهداف المهتمين بالشركة ويتيح لها عدة بدائل تصب كلها في تحسين القيمة السوقية للسهم. إذا ما ارتبط بمستوى مقبول من مخاطر الأعمال، فالمعدل المرتفع لنصيب السهم من الأرباح قد يُمكن الشركة من توزيع أرباح على المساهمين أو إحتجاز جزء من الأرباح لرفع القيمة الدفترية أو تمويل الاستثمار التوسعية أو إستخدامها في تسديد الديون.

■ إن حصة السهم من الأرباح يمكن أن يستخدم للتنبؤ بالتدفقات النقدية أو العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمرين مستقبلاً، كما إنه يَسْتَعْدَمُ ضِمْنَ معايير الربحية الأخرى في سوق رأس المال للتنبؤ بالمخاطرة المنتظمة للأسهم ومخاطرة الإفلاس.

وتقاس حصة السهم من الأرباح بقسمة صافي الربح على عدد الأسهم المدفوعة خلال السنة المعنية للشركة .

٢. **نسبة المديونية** : يستند المبرر العلمي للباحث في فحص أثر مؤشر نسبة المديونية على متوسط العائد غير

العادي للسهم على دراسة [March 1979] حينما وجد أن المستثمرين يرون في نسبة المديونية العالية للشركة مؤشراً على مقدرة الشركة على توليد التدفقات النقدية، في حين يفسرون لجوء الشركة إلى إصدار أسهم جديدة لتمويل احتياجاتها من الأموال، بضعف قدرتها على الاقتراض ومحدوديتها في توليد التدفقات اللازمة بالوفاء بذلك الدين، لذا فإن ردود فعلهم الأولية تجاه الإصدار الجديد للأسهم تكون سلبية على

القيمة السوقية لأسهم الشركة المصدرة، كذلك يستند الباحث في هذا المجال على دراسة [Masulis, 1980] التي جاءت لتؤكد نتائج دراسة March حينما أوضحت أن زيادة رأس المال لا يعني، فقط، انخفاض الرافعة المالية ومن ثم حرمان الشركة من الوفرة الضريبي الذي ينعكس أثره ايجابياً على معدل العائد على حق الملكية، مما يساعد على تعظيم ثروة المالكين، وإنما يعطي مؤشراً سلبياً على أن إدارة الشركة غير متأكدة من التدفقات النقدية المستقبلية التي تمكنها من الالتزام بعبء الدين، لذلك من الطبيعي أن تكون ردود فعل المتعاملين في السوق إتجاه الإصدار الجديد للأسهم هي محاولة تخفيض أسعار الأسهم المتداولة.

وتتضمن أدبيات الإدارة المالية العديد من المقاييس التي تقيس نسبة المديونية في الشركة منها نسبة مجموع الديون إلى مجموع الموجودات، ونسبة إجمالي الديون إلى حق الملكية بالقيمة الدفترية، ونسبة الديون الطويلة الأجل إلى حق الملكية بالقيمة السوقية. ولأغراض هذه الدراسة سوف تُستخدَم نسبة مجموع الديون إلى مجموع الموجودات لكونها النسبة الأكثر تعبيراً عن القدرة الافتراضية للشركة [الخلايلة، ١٩٩٨].

٣. **نصيب السهم من توزيعات الأرباح:** يقاس نصيب السهم من توزيعات الأرباح بنسبة ما يستلمه المستثمر من أرباح موزعة عن كل سهم من أسهم محفظته، وهو بذلك يمثل قيمة التدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر من استثماراته. وقد وجد الباحثون أن هذا المؤشر يرتبط بالقيمة السوقية للأسهم، وبالتالي بعوائدها السوقية المحققة، فمنذ أن وضع [Miller and Modigliani, 1966] نموذجيهما الذي يشرح القيمة السوقية لأسهم الشركة، بأنها تحدد في ضوء القيمة الحالية للتدفقات النقدية ودرجة المخاطرة المُصاحبة لتلك التدفقات، وأدبيات نظرية التمويل تسلّم بأن منحى الطلب على أسهم الشركة هو دالة أفقية، وأن سعر السهم في السوق المالي لا يتأثر بكمية الأسهم المعروضة، وإنما يتحدد على أساس مخاطر التدفقات النقدية المستقبلية وعوائد الأسهم التي تبني على تلك التدفقات (الفضل، ١٩٩٩). ولاشك أن ما ورد أعلاه يعد مبرراً لأهمية اختيار الباحث لهذا المؤشر لاسيما وأن الدراسات التي أجريت حوله في كلا البلدين عينة الدراسة تؤكد أهميته ودوره في قرارات الاستثمار [الفضل، ١٩٩٩]، (الرجبي ويونس، ١٩٩٧).

٤. **نسبة النمو في الأرباح المحتجزة:** تعد نسبة النمو في الأرباح المحتجزة من مؤشرات الأداء المهمة التي يسترشد بها المستثمر في السوق المالية للحكم على كفاءة إدارة الشركة في خلق التراكم الرأسمالي اللازم للتوسع في نشاطات الشركة ونموها. حيث توضح الدراسات أن على الشركة أن تلجأ أولاً لتمويل مشروعاتها ما أمكن عن طريق الأرباح المحتجزة ومن ثم عن طريق التمويل الخارجي ابتداءً بالافتراض وآخر ملاذها هو عملية إصدار أسهم جديدة. وذلك لما لهذه العملية (إصدار أسهم جديدة) من آثار غير حميدة على القيمة السوقية للسهم (Myers, 1984).

والجدير بالذكر أن استخدام هذا المؤشر يتم لأول مرة في مثل هذه الدراسات. إذ غالباً ما تستخدم القيمة الدفترية للسهم. ولقد استبعد الباحث استخدام المؤشر الأخير وذلك لرغبته في تجنّب تداخل تأثير النمو في الأرباح المحتجزة وزيادة رأس المال (عن طريق الإصدار الجديد للأسهم الجديدة) على العوائد غير العادية السوقية للأسهم، وخاصة أن الدراسات التي أجريت في تأثير إصدار الأسهم بكلا البلدين تشير إلى وجود

علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإصدار الجديد للأسهم والعوائد غير العادية للأسهم [الفضل، ١٩٩٩]، (الرجبي ويونس، ١٩٩٧).

٥. **المخاطرة اللانظامية:** ويقصد بالمخاطرة اللانظامية تلك المخاطرة التي تنفرد بها شركة معينة دون غيرها من الشركات الأخرى. فالتقلب في أرباحها يعود إلى أسباب تتعلق بها ذاتها. وهذه المخاطرة مستقلة عن محفظة السوق. أي أن ارتباطها مع محفظة السوق يساوي صفرًا. وهي تتكون من نوعين هما: مخاطرة الأعمال والمخاطرة المالية. أما الأولى والتي تعرف بالمخاطرة التشغيلية فهي تشير إلى التقلب في الإيرادات التشغيلية الناجمة من العوامل التشغيلية الخاصة بالشركة والتي يمكن التحكم بها مثل كفاءة العاملين ونوعية الموجودات. أما المخاطرة المالية فهي المخاطرة الناجمة عن الرافعة المالية التي سبق ذكرها. وتقاس المخاطرة اللانظامية للأعمال بمعامل التباين في معدل العائد على الاستثمار وعلى النحو المبين في المعادلة رقم (٤):

$$CV_R = \frac{\sigma R}{R} \dots\dots\dots (4)$$

حيث أن:

$$CV_R = \text{المخاطرة اللانظامية}$$

$$\sigma R = \text{الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار.}$$

$$R = \text{متوسط العائد على الاستثمار.}$$

والجدير بالذكر أن استخدام هذا المؤشر يعد الاستخدام الأول في مثل هذه الدراسات، كما هو الحال مع مؤشر نسبة النمو في الأرباح المحتجزة. والمبرر العلمي لفحص تأثيره على طبيعة العلاقة بين المؤشرات المالية والعوائد غير العادية للأسهم يستند على إمكانية قيام المستثمر بتجنب مثل هذه المخاطرة عن طريق التنوع، ولاشك أن لجوء المستثمر إلى التنوع في الاستثمار لتخفيض مخاطرة عوائده المستقبلية سيؤدي إلى تحقيق نوع من التوازن على طلب أسهم الشركات في السوق المالية الذي بدوره سيخلق حالة من الاستقرار في الأسعار، مما يعد من أهمية المؤشرات المالية على أسعار الأسهم وبالتالي الحد من احتمالية تحقيق المستثمر عوائد غير عادية بسبب تلك المؤشرات. ولأغراض هذه الدراسة استخدم الباحث البيانات المالية للشركات عينة الدراسة للفترة من ١٩٩٧-٢٠٠١ لاحتساب المؤشرين السابقين.

٦. **كثافة راس المال:** ويقاس هذا المؤشر بقسمة مجموع الموجودات الثابتة على مجموع الموجودات. ويعتقد الباحث أن هذا المؤشر من الأهمية بمكان في ترشيد قرارات الاستثمار في كل من البلدين. إذ تبين أدبيات الاستثمار أنه في حالة ضعف البنية الاقتصادية للبلد، مثل حالة العراق خصوصاً، والأردن عموماً، يبحث المستثمر عن الشركات التي تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى مجموع موجوداتها كبيرة نسبياً، وذلك لكي يستطيع ضمان أكبر قدر ممكن من المحافظة على القوة الشرائية لاستثماراته وتجنب تأثير هزات الدورات الاقتصادية [الفضل، ١٩٩٩]، وهذا المؤشر لم يُحْتَبَر سابقاً، كما هو الحال مع المؤشرين السابقين.

ثالثاً: محدد حجم الشركة

اعتمد الباحث في التعبير عن حجم الشركة على الوسيط للقيمة الدفترية لأسهم الشركات للتمييز بين الشركات الكبيرة والشركات الصغيرة. فالشركات التي تكون القيمة الدفترية لأسهمها أعلى من الوسيط تصنف على أنها شركات كبيرة، بينما تُصنف الشركات التي تكون القيمة الدفترية لأسهمها أقل من الوسيط، على أنها شركات صغيرة الحجم، وعلى هذا الأساس، بلغت الشركات الكبيرة في العراق (٢١) شركة، بينما الشركات الصغيرة (١٤) شركة. أما في الأردن، فقد بلغت الشركات الكبيرة (٢٩) شركة، والشركات الصغيرة (٢١) شركة.

الأسلوب الإحصائي المستخدم في اختيار فرضيّي الدراسة

قبل اختيار الأسلوب الإحصائي المناسب لاختبار فرضيّي الدراسة، فإنه ينبغي اختبار ما إذا كان توزيع المجتمع الأصلي الذي سحبت منه العينة طبيعياً. ولهذا الغرض يستخدم الباحث اختبار Lillefors test for normality الذي يعتمد على المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لمفردة مجموع الموجودات لعينة الدراسة حيث تم اختبار الفرضية الآتية:

HO : إن بيانات عينة الدراسة المسحوبة من المجتمع الأصلي ذات توزيع طبيعي عند مستوى معنوية ٥٪.

وقد تم إجراء الاختبار على أساس النموذج الآتي:

$$T = \text{Sup}_x | F^*(x) - S(x) | \dots\dots\dots (5)$$

حيث أنه:

Sup = أكبر فرق أو مسافة عمودية بين $F^*(x)$ ؛ $S(x)$

$F^*(x)$ = دالة التوزيع الطبيعي المعياري

$S(x)$ = دالة التوزيع الاختبارية للعينة.

ولما كانت T المسحوبة اقل من القيمة الجدولية عند مستوى معنوية ٥٪، حيث كانت القيمة المسحوبة ١٢٨ ، ٠ ، بينما الجدولية ١٦٧ ، ٠ ، فهذا يعني أن بيانات عينة الدراسة موزعة توزيعاً طبيعياً وبالتالي ينبغي استخدام الاختبارات الإحصائية المَعْلَمية ، وعليه فقد اختار الباحث معادلة الانحدار المتعددة لهذا الغرض وعلى النحو المبين في المعادلة رقم (٦):

$$Y = a_i + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + b_6x_6 + e_i. \dots\dots\dots (6)$$

حيث أن:

ACAR = y متوسط العائد غير العادي المجمع

X1 = حصة السهم من الأرباح

X2 = نسبة المديونية

X3 = حصة السهم من توزيعات الأرباح

$$X4 = \text{نسبة النمو في الأرباح المحتجزة}$$

$$X5 = \text{المخاطرة الانظامية للأعمال}$$

$$X6 = \text{كثافة رأس المال}$$

وللتحقق من عدم وجود علاقات ارتباط قوية ومعنوية بين المتغيرات الستة المستقلة للدراسة قام الباحث بفحص هذا الجانب وكانت النتائج تشير إلى عدم وجود ارتباط ذو دلالة إحصائية بين المتغيرات وكما موضح في الجدول (٢)، مما يعني إمكانية تشغيل المعادلة رقم (٦) لاختبار فرضيات الدراسة.

الجدول رقم (٢)

مصفوفة الارتباط الذاتي بين المتغيرات المستقلة

المتغيرات	x1	x2	x3	x4	x5	x6
x1	1	0.251	0.346	0.337	0.106	0.112
x2	0.251	1	0.182	0.227	0.113	0.135
x3	0.346	0.182	1	0.312	0.122	0.185
x4	0.337	0.227	0.312	1	0.124	0.231
x5	0.106	0.113	0.124	0.124	1	0.224
x6	0.112	0.135	0.185	0.231	0.224	1

نتائج الدراسة

أولاً: نتائج اختبار IH

يتضح من نتائج التحليل الإحصائي للفرضية الأولى والمدرجة في الجدول رقم (٣) ما يلي:

١. انخفاض معامل التحديد R2 لنموذج الاختبار في كلا السوقين وللسنتين نافذة الدراسة، إذ بلغ في سنة ٢٠٠٠ لسوق بغداد ٢,١٨٪ بينما لبورصة عمان ٤,٢٧٪. أما في سنة ٢٠٠١ فقد بلغ في سوق بغداد ٢,٢١٪ في حين بلغ في بورصة عمان ٦,٢٧٪، مما يعني أن هناك معلومات أخرى غير المعلومات المستمدة من التقارير السنوية يعتمد عليها المستثمرون في كل من السوقين موضوع الدراسة، وبالتالي يمكن الاستنتاج بان معلومات التقارير المالية لا تُعدّ المصدر الوحيد للمستثمر العراقي والأردني وذلك كما أوضحتها العديد من الدراسات السابقة.
٢. عدم معنوية قيمة t لبعض المتغيرات مما يشير إلى عدم تأثيرها على العوائد السوقية غير العادية للأسهم، وبالتالي عدم أهميتها للمستثمر. ففي سوق بغداد يظهر الجدول رقم (٣) عدم معنوية كل من x2 و x4 وهذا يعني أن المستثمر العراقي لا يهتم بكل من نسبة المديونية ونسبة النمو في الأرباح المحجوزة. في الحقيقة أن هذه النتيجة فيما يخص نسبة المديونية كانت متوقعة من قبل الباحث ذلك لأن ديون جميع الشركات العراقية، هي في الأغلب، قصيرة الأجل ومصدرها الأساس يتمثل في الائتمان التجاري ومستحقات ضريبة الدخل، وذلك لمحدودية المنافذ التمويلية أمام تلك الشركات للحصول على القروض طويلة الأجل من ناحية. وتحفظ إدارة الشركات من التمويل بالقروض طويلة الأجل تجنباً لاحتمال تعرضها للهزات المالية التي قد تؤدي إلى إشهار إفلاس هذه الشركات.

الجدول رقم (٣) نتائج اختبار الفرضية الأولى

المتغيرات	بورصة عمان				سوق بغداد للأوراق المالية				اللمبة		
	معام	قيمة t	معام	الاختلاف	الاحتراف	المتوسط	معام	الاختلاف		الاحتراف	المتوسط
X1	معام	قيمة t	معام	الاختلاف	الاحتراف	المتوسط	معام	الاختلاف	الاحتراف	المتوسط	
X2	معام	قيمة t	معام	الاختلاف	الاحتراف	المتوسط	معام	الاختلاف	الاحتراف	المتوسط	
X3	معام	قيمة t	معام	الاختلاف	الاحتراف	المتوسط	معام	الاختلاف	الاحتراف	المتوسط	
X4	معام	قيمة t	معام	الاختلاف	الاحتراف	المتوسط	معام	الاختلاف	الاحتراف	المتوسط	
X5	معام	قيمة t	معام	الاختلاف	الاحتراف	المتوسط	معام	الاختلاف	الاحتراف	المتوسط	
X6	معام	قيمة t	معام	الاختلاف	الاحتراف	المتوسط	معام	الاختلاف	الاحتراف	المتوسط	
R ²											
Y											
F											
X1	٠,٣٣٨	*١,٣١٢	٠,١٦٥٧	٠,٣٤٥٢	٠,٢٤٤٧	٠,٤٢١١	*١,٣٤٢	٠,٣٢٠٥	٠,٣٨٤٤	٠,٣٤٥	X1
X2	(٠,٦١)	**١,٦٧٢	(٠,٤٤٩٨)	٠,٣٧١٢	٠,٥١٤	-	١,٢٢٢	(٠,٤٨١)	٠,٤١٣٩	٠,٥٢٢	X2
X3	٠,٣٢٣	**١,٧٢١	٠,٤٥٨٩	٠,٤٤٥٣	0,30	٠,٥٥٣٣	***١,٦٨٩	٠,٤٣٣٥	٠,٤٢٢٤	٠,٣٥١	X3
X4	(٠,٤١١٨)	*١,٣٧١	(٠,٣٧٨٨)	٠,٤٣٠٤	٠,٤١٢	-	١,٠٨٢	٠,٣٨٢٢	٠,٤٣٢٥	٠,٥٤	X4
X5	-	١,٠١٨	٠,٣٢٢٧	٠,٣٩٨٣	٠,١٥٣	(٠,٥٤٠٨)	*١,٤٣٩	(٠,٣٩٨٧)	٠,٤١٢٢	٠,٣٧٣	X5
X6	٠,٨٢٤	***١,٧٤٩	٠,٥٩٤٧	٠,٣٧٧٦	٠,٥١٢	٠,٦٤٠٦	**١,٥١٢	٠,٢٨٦٩	٠,٤٦٥١	٠,٦١٤	X6
R ²		%٢٧,٦					%٢١,٢				R ²
Y		٠,٣٧٩					٠,٢٧٥				Y
F		***٢,٦٨					***٢,٦٨				F

عند زوال الأسباب المؤدية إلى التضخم الجامح الذي يعيشه الاقتصاد العراقي وذلك كما حدث في عام ١٩٩٦ عندما قبلت الحكومة العراقية التعامل مع قرار هيئة الأمم المتحدة رقم ٩٥٨ المتضمن الغذاء مقابل النفط من ناحية ثانية.

وبلاشك إن اعتماد جميع الشركات على الديون قصيرة الأجل يعني انعدام أهمية متغير الديون في المفاضلة في الاستثمار بأسهمها، لأن الديون قصيرة الأجل ليس لها أثر في معدل العائد على حق الملكية كما هو الحال في الديون طويلة الأجل، وذلك بسبب محدودية دورها في تحقيق الوفر الضريبي بفعل كونها بدون مقابل (فوائد) أو انخفاض معدل الفائدة المدفوع عنها. أما فيما يخص نسبة النمو في الأرباح المحتجزة فقد كانت نتيجة غير متوقعة من قبل الباحث لأن من المفروض أن يكون لهذه النسبة أثر في العوائد السوقية غير العادية لأن هذه النسبة تعكس قدرة الشركة في خلق التراكم الرأسمالي اللازم للتوسع في النشاطات الهادفة إلى زيادة الأرباح، ولكن يبدو أن المستثمر العراقي لا يرغب في احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في نفس الشركة، وإنما يفضل توزيعها بشكل مقسوم أرباح لأن في هذه الحالة ستتاح له الفرصة في استثمار التوزيعات في أسهم شركات أخرى تحقق له التنوع في محافظته الاستثمارية الذي سيؤدي إلى خفض درجة المخاطرة التي بأمس الحاجة لها في ظل الظروف الاقتصادية الحالي للبلد. كما أن إعادة استثمار الأرباح في نشاط ذات الشركة، رغم أنه سيساهم في احتمال نمو الأرباح المستقبلية للشركة، إلا أن منفعة ذلك النمو في الأرباح قد لا تعود لحملة الأسهم لأن نسبة مساهمتهم في رأس المال لم تتغير، ومن ثم فإن حصتهم في توزيعات الأرباح المستقبلية قد لا تتأثر هي الأخرى. لأن غالباً ما يكون توزيع الأرباح على أساس نسبة من رأس المال، وعليه فإن منفعة النمو في الأرباح المستقبلية الناتجة من إعادة استثمار الأرباح المحتجزة ستعود إلى الإدارة حيث ستزداد مكافئتهم التي تحسب على أساس نسبة من الأرباح إلى جانب مساهمتها في زيادة شهرة الإدارة، ومما يعزز رأي الباحث في تفسيره لهذه النتيجة هو ارتفاع أهمية (معامل المرونة) متغير حصة السهم من توزيعات الأرباح.

ويلاحظ في هذا الخصوص أن أهمية هذين المتغيرين في بورصة عمان جاءت على عكس ما هي عليه في سوق بغداد وذلك بسبب ثقة المستثمرين في التعامل مع سندات الاقتراض التي تصدرها الشركات لتمويل احتياجاتها المالية والناشئة من القيد الزمني لهذا التعامل، فمنذ عقد الثمانينيات من القرن الماضي والقانون التجاري الأردني يسمح للشركات بالتمويل عن طريق إصدار سندات الاقتراض وهو على عكس ما هو عليه الحال في القانون العراقي الذي لم يسمح لمثل هذا التعامل إلا حديثاً وعلى اثر تعديل قانون الشركات رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧. ويعزز صحة هذا التفسير ما توصلت إليه دراسة [الرجبي ويونس، ١٩٩٧] التي أوضحت بان عملية الإصدار الجديد تعطي إشارة سلبية عن قدرة الشركة المصدرة للأسهم في الحصول على التمويل اللازم من سوق المال أي من الاقتراض.

أما في بورصة عمان فإن المتغيرات التي أظهر الاختبار الإحصائي عدم معنويتها تتمثل فقط في متغير المخاطرة اللانظامية للشركة، وهذا يعني عدم وجود أثر لهذا المتغير على قرارات المستثمرين في سوق عمان المالي. ولا شك أن هذه النتيجة جاءت على عكس ما هي عليه في سوق بغداد، حيث أظهرت النتائج اهتمام المستثمر العراقي بهذا المتغير (أي متغير المخاطرة اللانظامية). ويعتقد الباحث أن هذا الاهتمام ربما يعود إلى أهميته في قياس مدى كفاءة الشركة في إدارة مواردها المالية بالشكل الذي يوفر أقصى درجات الاستقرار في أرباحها وخاصة في ظل حالة الحصار المفروض على القطر خلال نافذة الحدث.

والجدير بالذكر أن عدم معنوية تلك المتغيرات سواء الخاصة بسوق بغداد أم سوق عمّان بقيت في سنة ٢٠٠١ على حالها دون تغيير عمّا كانت عليه في سنة ٢٠٠٠ الأمر الذي يشير بشكل واضح إلى عدم أهمية هذه المتغيرات للمستثمرين.

٣. تحتل نسبة كثافة رأس المال المرتبة الأولى في التأثير على العوائد السوقية غير العادية للأسهم وفي كلا السوقين في السنتين نافذة الدراسة وذلك كما هو واضح من معاملات المرونة في الجدول رقم (٢)، مما يعني أن المستثمر في كلا البلدين يهتم بشكل واضح في هذه النسبة. ويعتقد الباحث أن السبب وراء تلك الأهمية التي تحظى بها هذه النسبة عند المستثمرين في كل من العراق والأردن قد يعود إلى رغبتهم في توجيه مدخراتهم نحو الاستثمار في الشركات التي تشكل فيها الموجودات الثابتة نسبة كبيرة من مواردها المالية، وذلك لان الاستثمار في الموجودات الثابتة يعد الأكثر ضماناً للمحافظة على القيمة الشرائية لرأس المال [Myers and Majluf, 1984]، ناهيك عن ارتفاع نسبة كثافة رأس المال يعد مؤشراً إيجابياً على القدرة الإنتاجية والإيرادية للشركة.

يتضح من العرض السابق انه في سوق بغداد للأوراق المالية تقبل الفرضية الأولى لجميع متغيرات الدراسة باستثناء نسبة المديونية ونسبة النمو في الأرباح المحتجزة، أما في بورصة عمّان فترفض الفرضية فيما يخص متغير المخاطرة اللانظامية فقط وقبول لبقية المتغيرات، وهذا لا شك يؤكد بشكل قطعي نتائج الدراسات السابقة التي استطلعت آراء المستثمرين حول الأهمية النسبية للمعلومات المستمدة من التقارير المالية في ترشيد قرارات المستثمرين مثلما تؤكد بان تلك المعلومات ليست المصدر الوحيد الذي يعتمد عليه المستثمرين في صنع قراراتهم الاستثمارية في الأسهم (العيسى، ١٩٩١؛ جاسم ١٩٩٥).

ثانياً: نتائج اختبار H2

يبين من الجدول رقم (٤) أن حجم الشركة يعد محدداً لما يأتي:

١. القدرة التفسيرية للنموذج، إذ يلاحظ أن معامل التحديد للشركات كبيرة الحجم في كلا السوقين ولسنتي الدراسة، هو أعلى من نظيره للشركات صغيرة الحجم، مما يعني أن استخدام المستثمر لمعلومات التقارير المالية السنوية للشركات في ترشيد قراراته الاستثمارية يكون في الشركات كبيرة الحجم أفضل من استخدام معلومات التقارير السنوية للشركات صغيرة الحجم.
٢. ترتيب تسلسل أهمية تأثير المتغيرات موضع الدراسة على العوائد السوقية غير العادية، ففي سوق بغداد للأوراق المالية، يلاحظ أنه في الشركات صغيرة الحجم تقل أهمية تأثير متغير نصيب السهم من توزيعات الأرباح، في مقابل زيادة أهمية تأثير متغير المخاطرة اللانظامية، كما أن هذا الأخير يأتي من حيث أهمية تأثيره على العوائد غير العادية للأسهم في المرتبة الثانية بعد متغير كثافة رأس المال، وهو تماماً على عكس الشركات كبيرة الحجم التي يحتل فيها ذلك المتغير المرتبة الأخيرة. أما في سوق عمّان المالي، فيلاحظ أنه في حالة الشركات الصغيرة الحجم زادت أهمية متغير نسبة النمو في الأرباح المحتجزة في مقابل انخفاض أهمية حصة السهم من توزيعات الأرباح، وهو تماماً على عكس الشركات كبيرة الحجم.

ويرى الباحث أن تأثير متغير الحجم على ترتيب تسلسل أهمية المتغيرات موضع الدراسة على العوائد السوقية غير العادية، إنما يعكس مدى خبرة المستثمر العراقي والأردني في الاستفادة من المعلومات المالية في ترشيد قراراته الاستثمارية، إذ من الحكمة أن يهتم المستثمر العراقي بالمخاطرة اللانظامية عند عقد النية للاستثمار في أسهم الشركات صغيرة الحجم، وذلك لأن عدم استقرار أرباح هذه الشركات يُعدّ من الصفات الملازمة لها خاصة في ظل ظروف اقتصادية غير مؤكدة مثل حالة العراق. كما أن من الرشد أن ينظر المستثمر الأردني إلى نسبة النمو في الأرباح المحتجزة بعين الاعتبار إلى جانب كثافة رأس المال ونسبة المديونية عندما يقرر الاستثمار في أسهم الشركات صغيرة الحجم ذلك لأن النمو في الأرباح المحتجزة سيتيح لإدارة الشركة فرصة لتمويل توسعاتها الاستثمارية دونما الحاجة إلى الاقتراض من ثم زيادة درجة مخاطرتها المالية أو إلى الإصدار الجديد للأسهم وبالتالي خفض أسعار أسهمها في السوق المالية.

وهكذا يتضح من العرض السابق قبول الفرضية إذ أن العلاقة بين المؤشرات المالية للشركات والعوائد السوقية غير العادية للأسهم تختلف تبعاً لاختلاف حجم الشركة لسنتي الدراسة.

الاستنتاجات والتوصيات

الاستنتاجات:

لقد أسفر تحليل نتائج اختبار فرضيّي الدراسة عن جملةٍ من الاستنتاجات يمكن تلخيصها بالنقاط الآتية:

١. يبدو أن استخدام المستثمر الأردني للمؤشرات المالية في ترشيد قراراته الاستثمارية يبدو أكثر من استخدام المستثمر العراقي لتلك المؤشرات وذلك بدلالة معامل التحديد لنموذج الاختبار لكلا السوقين، ويعزو الباحث ذلك إلى عدم استقرار الاقتصاد العراقي بفعل التهديدات الأمريكية المستمرة والحصار المفروض عليه - آنذاك - اللذان يحدان من قيمة المعلومات المالية عند المستثمر.
٢. إن الاختبار الإحصائي لأثر تلك المؤشرات على العوائد السوقية غير العادية للأسهم يظهر اختلاف الوضع في سوق بغداد عن الوضع في بورصة عمّان من حيث أهمية وأثر تلك المتغيرات، بمعنى أنه لا يوجد توافق بين السوقين إلا على نسبة نصيب السهم من الأرباح ونسبة حصة السهم من توزيعات الأرباح ونسبة كثافة رأس المال، ولكن ينبغي أن لا يُفهم من ذلك بأنه ليس هناك أثر ذا دلالة إحصائية لبقية المتغيرات.
٣. تتفق نتائج التحليل الإحصائي للسوقين على مستوى أهمية متغير كثافة رأس المال وتختلف فيما عدا ذلك.
٤. إن حجم الشركة يُعدّ محدداً لمستوى العلاقة بين متغيرات الدراسة والعوائد السوقية غير العادية للأسهم في كلا السوقين وكذلك محدداً للقدرة التفسيرية لنموذج الاختبار.

الجدول رقم (٤) نتائج اختبار الفرضية الثانية

الشركات صغيرة الحجم				الشركات كبيرة الحجم				المعلمات	السوق			
معامل المرونة	قيمة t	معامل الانحدار	الإحتراف المعياري	الوسط الحسابي	معامل المرونة	قيمة t	معامل الانحدار			الإحتراف المعياري	الوسط الحسابي	
٠,٣٢٨٤	١,٥١٣	٠,١٤٧٥	٠,٤١٢٣	٠,٣٢١	٠,٥٥١٤	١,٧٠٣	٠,٤٨٩١	٠,٤٨٣٢	٠,٣٥٤	X1	سوق بغداد للأوراق المالية	
-	١,١٤٢	(٠,٣٢٨)	٠,٣٤٥١	٠,٥٠١	-	١,٢٢٥	(٠,٣٢٥٤)	٠,٣٧٩٧	٠,٤٧٢	X2		
٠,٣٨٢٩	١,٧١١	٠,٦٧٨٩	٠,٣٧٥٩	٠,٣٥٧	٠,٥٥٧٩	٢,١١٤	٠,٥٨٩٨	٠,٤٢١٣	٠,٢٩٧	X3		
-	١,٠٣٤	٠,٤٠١٢	٠,٣٩٤٨	٠,٥٩٦	-	١,٠٣٥	٠,٥١٣٢	٠,٤٠٩١	٠,٥١٦	X4		
(٠,٤٢٧٣)	٢,١٢١	(٠,٥٦٩٤)	٠,٤٠٤٦	٠,٤٧٥	(٠,٣٧٨٣)	١,٤٠٤	(٠,٣٥١٤)	٠,٣٨٦٦	٠,٣٣٨	X5		
(٠,١١٨٥)	٢,١٢١	(٠,٦٩٤٢)	٠,٤٠٤٦	٠,٥٦٤	(٠,٨١٤)	١,٤٧٧	٠,٤١٣٦	٠,٤٥١٩	٠,١١٨	X6		
%٦١,٤				%٦٣,٦						R ²		
١,٦٣٣				٠,٣١٤						Ȳ		
***٢,٨٣				***١,٣٥						F		
٧٨				٤٢						N		
٠,٣٠٦٦	**١,٧٣٤	٠,٥٤٣٣	٠,٤٠٠٤	٠,٢٧٨	٠,٤٢٢٩	١,٤٧٣	٠,٥٧١٩	٠,٣٧١٢	٠,٢٤٢	X1		
(٠,٥٤٢١)	١,٥٠٢	(٠,٤٧٥١)	٠,٣٣١٥	٠,٤٦١	(٠,٦٩٠٦)	١,٧٠٣	(٠,٣٨٨٧)	٠,٣٢٣٤	٠,٥٨١	X2		
٠,٤١٠٧	**١,٧٤٤	٠,٤٨٩٥	٠,٣٢٠٤	٠,٣٣٩	٠,٤٩٣٧	١,٤٨٥	٠,٥٦٨٥	٠,٣٢٧٩	٠,٢٨٤	X3		
(٠,٤٨٤١)	**٢,١٦٩	(٠,٣٩٥١)	٠,٣٨١٥	٠,٤٩٥	(٠,٤٣٨٣)	٢,٠١٩	(٠,٣٣٤٩)	٠,٤٠٢٤	٠,٤٧٨	X4		
-	١,٠٧١	(٠,٤٠١١)	٠,٣١١٣	٠,٢٥٤	-	١,١٧١	(٠,٣٩٢٣)	٠,٤١٣٨	٠,٧٩	X5		
٠,٦٠٨٦	**١,٧٦٥	٠,٥٢٢٢	٠,٣٧٨٤	٠,٤٦٢	٠,٧٣١٨	١,٤٩٦	٠,٤٤٦٥	٠,٣٩٩٧	٠,٥٣٦	X6		
%٧١,٦				%٣١,٤						R ²	بورصة عمان	
١,٤٠٤				٠,٣٢٧						Ȳ		
***٢,٧١				***٢,٧١						F		
٤٢				٥٨						F		

التوصيات:

في ضوء الاستنتاجات التي توصلَ إليها الباحث يوصي بما يلي:

- ١- خفض مدة تأخير إصدار القوائم المالية لما لذلك من أهمية كبيرة في زيادة منفعة المعلومات التي تحتويها تلك القوائم في ترشيد قرارات المستثمرين في السوق وتقليل اعتمادهم على نصائح الوكلاء والأقرباء أو على الإشاعات التي من الممكن إن تصدر عن إدارة الشركة للتأثير على أسعار أسهمها في السوق.
- ٢- ضرورة اعتماد مبدأ الإفصاح الشامل والمتعدد، وذلك لصعوبة إيجاد مقاييس بديلة أفضل من المقياس التقليدي وخاصة في العراق وذلك لعدم الاستقرار الاقتصادي بسبب الحصار المفروض عليه، إلى جانب ما يوفره هذا المبدأ في الإفصاح من قاعدة واسعة من البيانات للمستثمرين.
- ٣- إعادة إجراء هذه الدراسة على عينة أخرى للتحقق من صحة نتائجها تغطي فترة زمنية أوسع أو تهتم باختبار تأثير متغيرات أخرى لم تتناولها هذه الدراسة على العوائد السوقية غير العادية للأسهم أو الاهتمام بكليهما.

المراجع**أولاً: المراجع العربية**

- أبونصار، محمد ومأمون الدبيعي، المضمون المعلوماتي للعناصر الرئيسة لقائمة الدخل، مجلة دراسات سلسلة العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، المجلد ٢٩، العدد الثاني، ١٩٩٠، ص ص ٢٧٨-٢٩٦.
- إسماعيل، زكريا محمد صادق، تحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار أسهم الوحدات الاقتصادية المتداولة في البورصة: دراسة تطبيقية على بورصة الأوراق المالية بالإسكندرية، مجلة التجارة والتمويل، جامعة طنطا، العدد الثاني، ١٩٩٠، ص ص ١١١-١٣٥.
- جاسم، كامل عامر، أثر المعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم، رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة لمجلس كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، ١٩٩٥.
- الخليلية، محمود، درجة الارتباط بين مقاييس المخاطرة التمويلية وعلاقتها ببيتا السوق والمخاطرة الكلية، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة اليرموك، المجلد ١٤، العدد الأول، ١٩٩٨.
- الراشد، وائل إبراهيم، أهمية المعلومات المحاسبية ومدى كفايتها لخدمة قرارات الاستثمار في الأوراق المالية: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية بدولة الكويت، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد الثالث، العدد الأول، ١٩٩٩، ص ص ٢٧-٦٧.
- الرجبي، محمد وبهجت يونس، أثر إصدار الأسهم الجديدة على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة اليرموك، العدد الرابع، ١٩٩٧، ص ص ٢٧-٤٠.

السعيدة، منصور إبراهيم، مقدرة المعلومات المحاسبية المنشورة على تفسير القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية، مجلة المنارة، جامعة آل البيت، الأردن، المجلد الأول، العدد الثالث، ١٩٩٦، ص ص ١٥٣-١٨٣.

شاكر، نبيل عبد السلام، دور الأداء الاقتصادي للشركات في تحديد الأسعار السوقية لأسهمها العادية المتداولة في سوق رأس المال المصري، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، ١٩٩٧، ص ص ١٦١-٢١٨.

الطحان، محمد أبو العلا، دراسة درجة أهمية المعلومات المالية في ترشيد قرارات الاستثمار في الأسهم بالتطبيق على سوق الأوراق المالية بدولة الإمارات العربية المتحدة، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، ١٩٩٥.

عبد الله، عبد القادر، العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد ١٤، العدد الأول، ١٩٨٨، ص ص ٩-٥١.

—، العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح وأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر، ١٩٩٣.

عبد الله، جاسم يوسف علي، خصائص وسلوك واتجاهات المستثمرين في سوق البحرين للأوراق المالية، المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد، جامعة قطر، العدد السادس، ١٩٩٠، ص ص ١٢-٣٠.

العيسى، ياسين أحمد، أهمية المعلومات المحاسبية ومدى توفرها في التقارير المالية المنشورة للشركات المساهمة في قرارات المستثمرين في سوق عمان المالي، مجلة مؤتة للبحوث والدراسات، جامعة مؤتة، المجلد السادس، العدد الثاني، ١٩٩١.

غرايبة، فوزي وداوود محمد جعفر، مضمون الأرقام المحاسبية من المعلومات في الشركات المساهمة الأردنية، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة اليرموك، الأردن، المجلد ٤، العدد الأول، ١٩٨٨، ص ص ٢٠٢-٢٢٦.

قايد، متولي أحمد السيد، تحليل العلاقة بين محتويات التقارير المالية المنشورة والأسعار السوقية للأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية الكويتية، مجلة آفاق جديدة، كلية التجارة، جامعة المنوفية، العدد الثاني، ١٩٩٥.

الفضل، مؤيد، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم: دراسة ميدانية في سوق بغداد للأوراق المالية، بحث مقبول للنشر في مجلة آفاق اقتصادية، دولة الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٠٢.

الفضل، مؤيد، أثر الإعلان عن إصدار الأسهم الجديدة على عوائد الأسهم: دراسة ميدانية في العراق، المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد، جامعة قطر، العدد العاشر، ١٩٩٩، ص ص ١٥٥-١٨١.

الفضل، مؤيد، وفراس خضير، تقييم العلاقة بين العائد والمخاطرة في الأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية، وقائع المؤتمر العلمي الأول لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية بجامعة العلوم التطبيقية، الأردن، ٢٠٠٣.

نداء، محمد صبري إبراهيم، أثر القوائم المالية المنشورة على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية: دراسة تطبيقية، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، ١٩٩٧، ص ص ١٥٨-١٨٨.

Abdelsalam, M., "The Use of Corporate Financial Reports by Investors in Saudi Arabia", Advances in International Accounting, Vol.3, 1990, PP. 25-39.

Altman, E.L., "Financial Ratios, Discriminates Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", Journal of Finance, September 1968, P. 589.

Anderson, R. "The Usefulness of Accounting and other information Disclosed in Corporate Annual Reports to institutional investors in Australia", Accounting and Business Research, Autumn, 1981, PP. 259-265.

Ball, R. and Brown, P., "An Empirical Evaluation of Accounting Number", Journal Accounting Research, 1968, PP. 159-177.

Barbee, W.C, Mukherji, Jr. S., and Raines, G.A, "Do Sales-Price and Debt-Equity Explain stock Returns Better than Book-Market and Firm size?", Financial Analysis Journal, March-April, 1996 , PP. 56-60.

Beaver, W.H., "Alternative Accounting Measures as Predicators of Failure", The Accounting Review, January, 1968, PP. 113-122.

Brown, L.D., et al., "An Information Interpretation of Financial Analysis Superiority in Forecasting Earnings", Journal of Accounting Research, 1987, PP.49-67.

Chang, L.S. and Most, K.S., "An International Comparison of investor uses of Financial statements", The International Journal of Accounting Education and Research, Fall, 1981, PP. 43-46.

Chenhall, R.H. and Juchau, R., "Investor Information: Australian study", Accounting and Business Research, Spring, 1977, PP. 111-119.

Day, J.F.S., "The use of Annual Reports by UK investment Analysis", Accounting and Business Research, Autumn, 1986, PP. 295-307.

Deitrich, J.W. and Stamps, J.L., "The Use of Accounting Information by Bank Officer", The Journal of Commercial Bank Lending, 1981, PP. 51-63.

El-Khoury, Ritabe, "The Investors use of Regular and Irregular Information Issued by Amman Financial Market and its Relation to Market Efficiency", Mu'TAH Lil-Buhoth Wa Al-Dirasat, Mutah University, Vol.12, No.,4, 1997.

Gaa, James, "User Privacy in Corporate Financial Reports: Segmentation of Nigerian Stock Market Exchange", The Accounting Review, Vol.67, 1996, PP. 435-454.

Gonedes, N.J., "Evidence of the Information Content of Accounting Numbers: Accounting Based and Market Based Estimates of systematic Risk", Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1973, PP. 407-444.

Lev, V., "On the usefulness of Earning: Lessons and Directions from two Decades of Empirical Research", Journal of Accounting Research, Vol.27, 1989, PP. 153-192.

Lev, B. and Thiagarajn, S.R., "Fundamental Information Analysis", Journal of Accounting Research, 1993, PP. 190-215.

Marsh, PR "Equity Rights issues and Efficiency of the UK Stock", Journal of Finance, Vol.34, 1979, 839-862.

Mauslis, R.W., "The Effects of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers", Journal of Financial Economics, Vol.8, 1980, PP. 139-178.

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.1, 1991, PP. 279-312.

Miller, M. and F. Modigliani, "Some Estimated of Cost of Capital to the Electric Utility Industry: 1954 - 1957", The American Review, June, 1966.

Myers, S.C. and Majluf, N., "Corporate Financial and Investment Decision When Firms have Information That Investor Do not have", Journal of Financial Economic, Vol. 13, 1984, PP. 187-190.

Ou, J.A. and penman, S.H. "Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns", Journal of Accounting and Economics, Vol.11, No. 4, 1989 , PP. 295-329.

Pamela, P.P., Event Studies: A review of Issues and Methodology, Florida state University, USA, 1989.

الشركات عينة الدراسة في سوق بغداد للأوراق المالية وبورصة عمان

بورصة عمان		سوق بغداد للأوراق المالية	
العربية الدولية للفنادق	البنك العربي	مصرف الاستثمار العراقي	المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية و مواد التجميل
البترام للمشاريع وتلجير المعدات	بنك الإسكان	المصرف التجاري العراقي	العراقية للسجاد والمفروشات
الأردنية للصحافة والنشر / الدستور	بنك الأردن	المصرف الأهلي العراقي	الخياطة الحديثة
الدباعة الأردنية	البنك الإسلامي للتمويل والاستثمار	مصرف البصرة	المشروبات الغازية والمعدنية للمنطقة الشمالية
مصانع الخزف الأردنية	المتحدة للتأمين	الرافدين للخدمات العامة والتنظيف	نيوى للمشروبات الكحولية
مصانع الورق والكرتون الأردنية	الفنادق والسياحة الأردنية	العراقية للنقل البري	بغداد للمشروبات الغازية
مصانع المنظفات الكيماوية العربية	إتحاد أصحاب السيارات الشاحنة	الوطنية للاستثمارات السياحية	الهلال الصناعية
الصناعات الوطنية	الأردن والخليج للاستثمار العقارية	بغداد لنقل الركاب	العراقية للتصنيع وتسويق التمور
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	المؤسسة الصحفية الأردنية / الرأي	فندق آشور	الصناعات الخفيفة
الصناعات والكرتيد الأردنية	مناجم الفوسفات الأردنية	بغداد لخدمات السيارات	بغداد للصناعات الكحولية
السلفوكيماويات الأردنية	مصفاة البترول الأردنية		الصناعات الالكترونية
العالمية الحديثة لصناعة الزيوت النباتية	الأردنية للطباعة والتغليف		الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية
العربي للصناعات الدوائية والكيماوية	الأردنية لصناعة الأنابيب		الفلوجة لإنتاج المواد الإنشائية
الأردنية للصناعات الخشبية	رافيا الصناعية للاكياس البلاستيكية		الوطنية للصناعات الغذائية
العالمية للصناعات الكيماوية	العربية لصناعة الامنيوم		العراقية للصناعات الهندسية
الصناعات البتروكيماوية الوسيطة	الوطنية لصناعة الصلب		صناعات الاصباغ الحديثة
العربية لتصنيع وتجارة الورق	الصناعات الكيماوية الأردنية		صناعة الدراجات والأدبيبات المعدنية
الغزل والنسيج الأردنية	صناعات علاء الدين		إنتاج الألبسة الجاهزة
العامه للتعبدين	الوطنية لصناعة الكرايل والاسلاك		العراقية لصناعات الكارتون
الألبان الأردنية	التتقيب للصناعات الامشائية		صناعة المواد الإنتاجية الحديثة
الصناعات الصوفية	الأردنية لصناعة المنظفات		الوطنية لصناعة الاتات المنزلية
البوسنات العربية	العربية لصناعة الادوية		بابل لإنتاج السينمائي والتلفزيوني
مصانع الإسمنت الأردنية	البنك الأهلي الأردني		الحضر للإنتاج السينمائي
فنادق الشرق الأوسط الكومودور المتحدة	بنك الشرق الأوسط		الرواد للصناعات السمعية والبصرية
	التأمين الأردنية		مصرف بغداد
	كهرباء محافظة إربد		مصرف الشرق الأوسط للعراقي