



موقع ومنتدى المحاسبين العرب

www.acc4arab.com

موقع ومنتدى المحاسبين العرب

WWW.ACC4ARAB.COM

والذي سوف يشمل بإذن الله تعالى على المواد العلمية والأبحاث والدراسات والآراء والخبرات الخاصة بالعلوم المحاسبية والمالية وعلوم تكنولوجيا المعلومات والحاجة لمثل هذا المشروع تنبع من أن أسواق العمل حالياً أصبحت تتسم بالمنافسة الشديدة وهناك عجز واضح في تجهيز خريجي كليات التجارة بالأدوات التي تتصل بتكنولوجيا المعلومات ولقد آن الأوان لكي نحاول بمشاركاتنا جميعاً أن نكون قاعدة بيانات ضخمة للعاملين في هذا المجال نرجوا من الله التوفيق والسداد

الرؤية :

- بناء وتطوير نموذج أول شبكة للمحاسبين والمراجعين على المواقع العربية قادرة على منافسة المواقع العالمية الكبرى التي تعمل في مجال تقديم الحلول والاستشارات المحاسبية والضريبية والمالية والمراجعة بصفة أساسية مع إلقاء الضوء على المجالات المرتبطة بها كإدارة الأعمال والتسويق والتجارة والبورصة والتحليل المالي والخدمات المتعلقة بذلك بما يؤهلها لتكون أكبر بوابة إلكترونية عربية من نوعها
- وتقوم بدور في المجتمع الإنساني عموماً من خلال توجيه المهنة لخدمة المبادئ النبيلة المستمدة من الدين الإسلامي الحنيف .

الرسالة :

- تقديم وتطوير حلول فعالة و ذات اعتمادية عالية للأعمال التجارية لزوارنا من شريحة التجار ورجال الأعمال في الوطن العربي وتوفير الخدمات المتعلقة بهذا المجال من استشارات وتوظيف وبيع خدمات بتكاليف مناسبة لخدمة قطاعات الأعمال العامة و الخاصة.
- تسهيل وصول هذه الخدمات إلى أوسع شريحة تحتاجها.
- التواجد في أكثر من مكان في العالم العربي و الإسلامي بالصورة المناسبة و الخدمة الملائمة.
- تكوين و تطوير فريق عمل محترف من محاسبون قانونيون وخبراء ومستشارون يتمتعون بروح الانتماء للشركة.
- تقديم الخدمات بطريقة احترافية و مناسبة لحاجات العملاء.
- إيجاد منافذ غير ربحية لخدمة المجتمع والارتقاء بمهنة المحاسبة والمراجعة بالوطن العربي.
- ولرغبتنا في التكامل أخذنا في الاعتبار باقة متنوعة من الأقسام منها : الإسلامية - المشاريع الخيرية بالوطن العربي - الأدب العربي واللغات - المرأه والأسرة والمجتمع- الصحة و الطب وتطوير الذات - تكنولوجيا المعلومات والبرامج - الرياضة - وكذلك الألعاب والفكاهة العربية .

الأهداف :

- لقد التزمنا بسبعة أهداف إستراتيجية سوف تقودنا لنجاح أعظم بالسنوات القادمة:
- (1) تطوير وتسهيل نشر المعلومات العلمية والمهنية وتبادلها بين المحاسبين والمهنيين في أرجاء الوطن العربي واستخدامها في الخدمات المهنية المتنوعة
- (2) تكوين قاعدة بيانات ضخمة للعاملين في المجال التجاري (خصوصاً المحاسبين).
- (3) تقديم خدمات التوظيف للعاملين في المجال التجاري.
- (4) أن يكون الموقع مرجعاً متميزاً للباحثين والأكاديميين والمتخصصين في مجال التجارة.
- (5) الإسهام الفعال في تحقيق النجاح في اقتصاد الوطن العربي.
- (6) القيام بدور إيجابي و فعال في خدمة المجتمع .
- (7) عمل علاقات دولية للراعي الرسمي في الدول العربية.. وبيع خدماته وعمل سمعة طيبة له من خلال الشبكة العنكبوتية.
- هذه الأهداف نسعى لتحقيقها من خلال خطط محددة ، تضع الأهداف السنوية و نسعى لتحقيقها في الفترات المطلوبة و وفق مقاييس جودة عالية

Web site : www.acc4arab.com
Forum : www.acc4arab.com/acc
Mail : Info@acc4arab.com
Acc4arab@yahoo.com

WWW.ACC4ARAB.COM



دراسة تحليلية مقارنة للعلاقة بين البيانات المحاسبية وأسعار الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي (د. احمد سباعي قطب *)

ملخص:

يثار تساؤل باستمرار حول مدى تأثير البيانات المحاسبية على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية. ورغم أن هذا التساؤل ليس بالجديد في الدراسات المحاسبية إلا أن له أهمية في الدول النامية التي اتجهت حديثاً إلى إنشاء أسواق للأوراق المالية. من هذا المنطلق تم القيام بهذا البحث بهدف تحليل ومقارنة العلاقة بين البيانات المحاسبية وأسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي، وذلك باستخدام أسلوب تحليل الارتباط وأسلوب الانحدار المتعدد. وقد تم تقسيم متغيرات الدراسة إلى مجموعتين؛ تشمل المجموعة الأولى المتغيرات ذات العلاقة بالسهم، والثانية تتضمن المتغيرات ذات العلاقة بالمنشأة المصدرة للسهم.

تتمثل أهم نتائج الدراسة في أنه رغم الحدثة النسبية لأسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي إلا أن هناك تأثير واضح للبيانات المحاسبية على أسعار الأسهم في تلك الأسواق، وإن اختلف هذا التأثير من دولة لأخرى. فقد أشار تحليل الارتباط إلى وجود علاقات ارتباط موجبة قوية بين أسعار الأسهم وكل من القيمة الدفترية للسهم، وعائد السهم، والربح الموزع على السهم، وعلاقة ارتباط موجبة متوسطة بين أسعار الأسهم ومعدل العائد على حقوق الملكية. من زاوية أخرى أشارت نتائج تحليل الانحدار المتعدد إلى اختلاف تأثير البيانات المحاسبية مجتمعة على أسعار الأسهم من دولة لأخرى. ففي حين تضمنت دالة الانحدار في مملكة البحرين أربعة متغيرات معنوية فان ذات الدالة تضمنت ثمانية متغيرات معنوية في دولة قطر.

١. مقدمة:

تشتمل هذه المقدمة على طبيعة المشكلة محل الدراسة وأهداف ومنهج وخطة الدراسة.

١/١. طبيعة المشكلة محل الدراسة:

منذ دراسة Ball and Brown 1968 حول علاقة أرباح الشركة بعوائد الأسهم ، أصبح من الجوانب الملحوظة في الأدب المحاسبي دراسة وتحليل العلاقة بين البيانات المحاسبية وما يشتق عنهما من نسب ومعدلات ومؤشرات وبين أسعار وعوائد الأسهم في أسواق الأوراق المالية. ومنذ ذلك الوقت ظهرت العديد من الدراسات التي تتناول بالتحليل الجوانب والزوايا المختلفة للعلاقة بين البيانات والمؤشرات والمتغيرات المحاسبية للشركات المسجلة بأسواق الأوراق المالية وبين أسعار وعوائد أسهم تلك الشركات.

وعلى الرغم من أن القوائم المالية المنشورة تعتبر المصدر الرسمي الوحيد الصادر عن الشركة، إلا أن الدراسات والأبحاث التطبيقية في هذا المجال أشارت إلى عدم وجود اتجاه محدد أو نتائج متشابهة فيما يختص بالعلاقة بين البيانات المحاسبية التي تتضمنها تلك القوائم من جهة والأسعار والعوائد السوقية للأسهم من جهة أخرى.

* عضو هيئة التدريس بكلية التجارة - جامعة القاهرة، ومعار حالياً إلى كلية الإدارة والاقتصاد بجامعة قطر.

والجدير بالإشارة أن الدراسات المحاسبية حتى منتصف الستينات تركزت حول مدى وجود علاقة بين الأرباح المحاسبية للمنشأة وأسعار أسهمها، بافتراض أن سعر السهم يتحدد بناء على الأرباح المعلنة بالقوائم المالية المنشورة للشركة. ولكن تشير نتائج عديد من الدراسات التي تمت حول هذا الأمر إلى أنه لم تتأكد صحة اعتماد سعر السهم على الأرباح المعلنة، وأن من المحتمل وجود مصادر أخرى للمعلومات من داخل وخارج المنشأة تؤثر على عملية تحديد سعر السهم (شرقاوي، ١٩٩٤). لذلك اهتم الكثير من الباحثين سواء في الدول المتقدمة أو النامية بهذا الموضوع وتناولوه بالدراسة والتحليل.

وعلى هذا الأساس ظهرت أهمية إجراء دراسة لمدى تأثير أسعار اسهم الشركات المسجلة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي بالبيانات والمؤشرات المحاسبية الخاصة بتلك الشركات. ونظرا لأن دول مجلس التعاون الخليجي ليس فقط أنها تعد من تعد من الاقتصاديات التي تمر بمرحلة نمو وتطور ملحوظ، بل وتتميز أسواقها المالية – رغم حداثة النسبية لها – بالنشاط والنمو المستمر، فاصبح من الضرورة بمكان تناول أسواقها المالية بالدراسة والتحليل خاصة فيما يتعلق بما يؤثر على أسعار الأسهم، والتي بدورها قد تؤثر على النشاط الاقتصادي ونموه واستقراره. وقد أكد Schadewitz, et al, 2002 على أن هناك حاجة إلى بحوث ودراسات في هذا المجال في الأسواق المالية الناشئة. كما أشار Lee 1987 إلى أن تطوير بنية تحتية محاسبية فعالة يعد أمرا ضروريا حتى تصبح أسواق رأس المال الناشئة ذات كفاءة في عملياتها.

٢/١. أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين أسعار أسهم الشركات المساهمة المقيدة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي وبين البيانات المحاسبية سواء التي وردت بالقوائم المالية المنشورة أو النسب والمؤشرات المشتقة عنها. مع إجراء دراسة تحليلية مقارنة للعلاقة بين البيانات المحاسبية وأسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية لتلك الدول. ولتحقيق هذا الهدف يتعين تحقيق الأهداف التالية:

- قياس مدى وجود ارتباط بين أسعار الأسهم ومتغيرات مالية تشتق من البيانات المحاسبية المنشورة.
- قياس مدى وجود تأثير للمتغيرات المشتقة من البيانات المحاسبية على أسعار الأسهم.
- تحليل مقارن بين دول مجلس التعاون الخليجي.

٣/١. منهج الدراسة:

تعتمد الدراسة على المنهج التحليلي التطبيقي. حيث يتم اشتقاق متغيرات الدراسة من خلال تناول الأبحاث والدراسات السابقة في هذا المجال، يلي ذلك دراسة تطبيقية تعتمد على استخدام أساليب التحليل الإحصائي ممثلة في الارتباط والانحدار باستخدام القوائم المالية المنشورة للشركات المقيدة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي والبيانات التي تعلنها الأسواق المالية والخاصة بأسعار الأسهم في تلك الأسواق.

٤/١. محددات الدراسة:

تقتصر الدراسة على اشتقاق المتغيرات اعتمادا على قائمة المركز المالي وقائمة الدخل دون الاعتماد على قائمة التدفقات النقدية، وذلك لعدم التمكن من الحصول على البيانات الخاصة بتلك القائمة في عدد من الشركات محل الدراسة. كما تعتمد الدراسة على البيانات المحاسبية للشركات التي ينتهي عامها المالي في ٣١ ديسمبر من كل عام ولذلك تم استبعاد بعض الشركات التي لا ينتهي عامها المالي في هذا التاريخ والشركات التي تستخدم التوقيت الهجري وهي تمثل نسبة قليلة من الشركات المقيدة بالمملكة السعودية.

٥/١. خطة الدراسة:

تشتمل الدراسة على ما يلي:

١. مقدمة
٢. الدراسات السابقة.
٣. تحديد المتغيرات التي تؤثر على أسعار الأسهم.
٤. الدراسة التطبيقية.
٥. النتائج والتوصيات.

٢. الدراسات السابقة:

منذ الدراسة التي قام بها Ball and Brown 1968 - والتي استخدمت بيانات ٢٦١ شركة من الشركات المسجلة بسوق نيويورك للأوراق المالية عن الفترة ١٩٥٧-١٩٦٥ وكان من أهم نتائجها وجود علاقة ارتباطية موجبة بين الأرباح المحاسبية للشركات والعوائد السوقية للأسهم - ظهرت العديد من الدراسات التي تتناول بالدراسة والتحليل الجوانب المختلفة للعلاقة بين البيانات والمعلومات والمؤشرات والمتغيرات المحاسبية للشركات المسجلة بأسواق الأوراق المالية وبين أسعار وعوائد أسهم تلك الشركات. وأصبحت دراسة العلاقة بين المعلومات المحاسبية المالية وأسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية أحد الاتجاهات الرئيسية في الفكر المحاسبي.

وقد أشارت نتائج تلك الدراسة أيضا إلى أن مؤشرات الربحية وتقارير المنشأة لها محتوى إعلامي إضافي بما يجعل هناك رد فعل لأسعار الأسهم عند الإفصاح عنها. كما بين Mear and Firth 1988 أن أحد الأبعاد المهمة للتقارير المالية للشركات يتمثل في فائدتها لقرارات الاستثمار في أسواق الأسهم. إذ يتمثل المكونين الرئيسيين لقرار الاستثمار في تقدير كل من العائد المتوقع والخطر المتوقع، وقد تساعد الحسابات المالية في التنبؤ بهما.

تجدر الإشارة إلى أن الدراسات المحاسبية حتى منتصف الستينات ركزت حول مدى وجود علاقة بين الأرباح المحاسبية للمنشأة وأسعار أسهمها، بافتراض أن سعر السهم يتحدد بناء على الأرباح المعلنة بالقوائم المالية المنشورة للمنشأة. وتشير نتائج عديد من الدراسات تناولت هذا الأمر أنه لم تتأكد صحة اعتماد سعر السهم على الأرباح المعلنة وأن هناك مصادر أخرى للمعلومات من داخل وخارج المنشأة تؤثر على عملية تحديد سعر السهم. وعلى الرغم من أن القوائم المالية المنشورة تعتبر المصدر الرسمي الوحيد الصادر عن المنشأة إلا أن الدراسات العملية قد أظهرت نتائج متضاربة عن علاقة المعلومات المحاسبية بأسعار الأسهم، ومقدار الأهمية النسبية المعطاة لهذه المعلومات بالمقارنة بمصادر المعلومات الأخرى المتاحة لأسواق الأوراق المالية (مثل تنبؤات المحللين الماليين ، النشرات الدورية للصناعة، التحليلات الاقتصادية في وسائل الإعلام والتقارير المطلوب الإفصاح عنها دوريا لأسواق الأوراق المالية).

وبصورة عامة فإن العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأسهم يتم قياسها إما عن طريق تحليل مستوى أداء السهم حول تاريخ الإفصاح أو الإعلان عن المعلومات المحاسبية Event or Announcement Date Study أو عن طريق دراسة العلاقة بين واحد أو أكثر من المتغيرات المحاسبية وبين أسعار الأسهم أو عوائدها على مدار فترة زمنية معينة Association Study .

وفي دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري (نداء، ١٩٩٧) استهدفت تحديد أوجه القصور في المعلومات المحاسبية التي يتم نشرها في سوق الأوراق المالية وكيفية التغلب عليها، اعتمد البحث على دراسة مدى الارتباط بين بعض البيانات المحاسبية وأسعار الأسهم، واستخدام تحليل الانحدار للتنبؤ بأسعار الأسهم. وقد اشتملت الدراسة على عشرين فرضا لاختبار العلاقات الارتباطية بين أسعار السهم والبيانات المحاسبية المختلفة. وقد اتضح أنه من بين ستة عشر

متغيرا تم استخدامها في إجراء تحليل الارتباط توجد أربعة متغيرات فقط ذات تأثير معنوي إحصائيا، وهي تتمثل في القيمة الاسمية للسهم، ونسبة الفوائد إلى إجمالي المصروفات، ونسبة حقوق الملكية إلى إجمالي مصادر الأموال، وصافي الربح إلى إجمالي الأصول. وجميع تلك المتغيرات ذات ارتباط موجب أي أن العلاقة بينها وبين أسعار الأسهم علاقة طردية. كما اتضح أن معادلة الانحدار التي تحتوي على الستة عشرة متغيرا لم تكن معنوية. لذا تمت إعادة صياغة معادلة انحدار تعتمد فقط على المتغيرات الأربعة التي كان هناك ارتباط معنوي بينها وبين أسعار الأسهم، وقد اتضح أن هذه المعادلة ذات معنوية مرتفعة بمعدل ٩٩%.

وفي دراسة على سوق بغداد للأوراق المالية (الفضل، ٢٠٠١) استهدفت تلك الدراسة اختبار العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية للتعرف على مدى قدرة الأرباح المحاسبية في تفسير العوائد السوقية لأسهم الشركات المسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية. وقد تم التعبير عن الأرباح المحاسبية من خلال متغيرين هما حصة السهم من الأرباح EPS والتغير في حصة السهم من الأرباح. وتم تطبيق الدراسة على ٢٦ شركة من الشركات المسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية وتم وضع أربعة فروض لاختبارها، وقد أوضحت نتائج الدراسة أن قدرة كل متغير من المتغيرين المعبرين عن الأرباح لا تفسر أكثر من ١٠% من العوائد السوقية لأسهم الشركات المساهمة العراقية المسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية، ولا يمكن تحديد متغير الأرباح الذي يفسر العوائد السوقية أفضل تفسير، وأن لحجم الشركة أثر واضح في قدرة الأرباح على تفسير العوائد السوقية.

وحول ردود أفعال المستثمرين تجاه المعلومات الجديدة التي تنشر في الأسواق المالية أو التي يعرفها المستثمر بشكل خاص، توصلت بعض الدراسات إلى نتائج متضاربة، ففي حين يرى DeBondt & Thaler 1985 أن رد فعل المستثمرين يكون أقوى للمعلومات العامة الجديدة، فإنه في المقابل قدم Daniel, et al, 1998 نظرية تتركز على أن رد فعل المستثمرين قوي بالنسبة للمعلومات الخاصة وضعيف بالنسبة للمعلومات العامة الجديدة. من جانب آخر يرجع Barberis, et al, 1998 التقييم الأعلى أو الأقل للسوق من قبل المستثمرين إلى أسباب سيكولوجية حيث يبالغ الأفراد في الاهتمام بالأدلة الخاصة أو الشخصية مقابل اهتمام أقل بالوزن الإحصائي لتلك الأدلة. وقد أقر Hong & Stein 1999 بأن اتخاذ القرار من قبل المستثمر يقود غالبا إلى رد فعل أكبر أو أقل من اللازم بالنسبة للمعلومات الجديدة. وفي هذا الصدد يرى Schadewitz, et al, 2002 أنه (١) ليس جميع المعلومات التي تكون مفيدة لتقييم أسعار الأسهم تقدم من خلال الأرباح المحاسبية التي تم التقرير عنها، (٢) حتى المعلومات التي يتم توصيلها من خلال الأرباح تأخذ بعض الوقت حتى يتم استيعابها في السوق، (٣) يحدث سوء فهم لمعلومات الأرباح بشكل مؤقت في الأسواق.

وعن تأثير الأرباح المحاسبية المعلنة على سلوك أسعار الأسهم يرى Schadewitz, et al, 2002 أنه منذ دراسة Ball & Brown 1968 هناك أدلة متزايدة على أن الأرباح التي يتم الإعلان عنها تحتوي معلومات مفيدة لأسواق الأسهم. ورغم ذلك فإنه على مستوى أسواق الأسهم الرئيسية وجد أن الأرباح المعلنة لها قدرة محدودة على تفسير سلوك الأسعار. وهناك ثلاثة أنواع من الأدلة توضح عدم قدرة تلك الأرباح على توصيل كل المعلومات الضرورية لتحديد قيمة الأسهم؛ أول تلك الأدلة يتمثل في أن الأرباح الحالية ليست بديلا للتدفقات النقدية المستقبلية، وكنتيجة لذلك فإن القوة التفسيرية للأرباح - وحدها - منخفضة نسبيا (كما ذكر كل من Collins & Kothari 1989; Lev 1989; lev & Thiagarajan 1993; Brayan 1997; Collins, et al, 1997; Abarbanell & Bushee 1998) والدليل الثاني يتمثل في أن القيمة التي تحدد المعلومات المتضمنة في الأرباح لا تكون واضحة بشكل كامل للمشاركين في السوق (كما أشار كل من Bernard & Thomas 1989, 1990; Ball 1992; Ball & Bartov 1996)، ويتمثل الدليل الثالث في أنه قد يساء تفسير بيانات الأرباح من قبل المستثمرين.

من جهة أخرى تناولت دراسة Geoffrey, et al, 1994 فحص الأرباح وأسعار الأسهم في الأسواق المالية لكل من الولايات المتحدة الأمريكية وفنلندا، وتشير الدراسة إلى أنه رغم أن النسب (المؤشرات المالية) التي تعتمد فقط على البيانات المحاسبية نالت اهتماما ملحوظا، إلا أن مكونات الربح وأسعار الأسهم لم تنل الدراسة والفحص الكافيين. لذا يعد هذا الفحص مهما بسبب الاستخدام الشائع لنسبة العائد إلى الربح Earnings - to - Profit و تشير نتائج الدراسة التطبيقية للبحث إلى أن العلاقة النسبية بين العائد وأسعار الأسهم مرفوضة في كلتا الدولتين. والملاحظ أن بعض الأبحاث على الأسواق الناشئة توصلت إلى نتائج مشابهة لنتائج الدراسات في الأسواق الرئيسية كما أشار بذلك Barry & Lockwood 1995. فقد توصل Martikainen 1990 إلى أن درجة الاستجابة للأرباح كانت منخفضة بالنسبة للتقارير المالية السنوية. ونفس النتيجة توصل إليها Schadewitz 1996 بالنسبة للتقارير المالية المرحلية. كما تبين بطء حركة تعديلات السوق لقيمة الأسهم عند الإعلان عن الأرباح Martikainen, et al, 1991 وذلك بالنسبة للتقارير السنوية و Schadewitz & Blevins 1998a بالنسبة للتقارير المرحلية، وأخيرا أوضح Schadewitz, et al, 1999 وجود تفسير غير سليم بشكل مؤقت للأرباح المرحلية التي يتم الإعلان عنها، بما يعني عدم وجود استجابة سليمة لتلك الأرباح بالنسبة لأسعار الأسهم.

ويلخص Schadewitz, et al, 2002 الجدول حول علاقة أسعار الأسهم بالأرباح المعلنة في القوائم المالية في أنه يمكن التمييز بين ثلاث اتجاهات؛ يتمثل أول تلك الاتجاهات في أن الأرباح المعلنة تقدم فقط معلومات ملائمة جزئيا في تحديد أسعار الأسهم، وثاني الاتجاهات ينصب على أنه حتى التأثير المنخفض أو الجزئي للأرباح يتأخر Delayed ولا يكون بشكل عاجل، ويتمثل الاتجاه الثالث في أنه يحدث سوء تفسير مؤقت من قبل الأسواق في قياس الإشارات الناتجة عن قيمة تلك الأرباح. ويعتقد نفس الكاتب أن التقارير المرحلية تساعد في تخفيض عدم تناسق المعلومات الذي يعد السبب الرئيسي في تلك المشاكل الثلاثة. بالإضافة إلى أن الإفصاح غير المرتبط بالأرباح Non-earnings disclosure يدعم أيضا قدرة الأسواق على التقييم الجيد للأسهم.

تجدر الإشارة إلى أن المحتوى الإعلامي للأرباح المعلن عنها يعد ركنا أساسيا في الأبحاث المحاسبية منذ نهاية الستينيات في الدول الغربية كما أشار بذلك كل من Ball and Brown 1968; Beaver et al, 1979; Bowen 1981; Daley 1984; Lipe 1986; Fairfield et al, 1996 توصلت تلك الدراسات إلى أن هناك ارتباط إيجابي بين عوائد الأسهم والأرباح المعلنة أو مكونات تلك الأرباح. بينما لم تجذب العلاقة بين القيمة الدفترية وتقييم حقوق الملكية (الأسهم) اهتمام الكثير من الباحثين حتى دراسة Ohlson 1995 الذي توصل من خلالها إلى أن كل من الأرباح والقيمة الدفترية يمثلان محددات رئيسية في تقييم حقوق الملكية (تقييم الأسهم). كذلك اختبر Bernard 1993, في 1995 دراساته التطبيقية دوال تقييم مختلفة باستخدام كل من الأرباح والقيمة الدفترية كمحددات، وقد توصل إلى أنه - في المتوسط - تفسر القيمة الدفترية ٥٥% من التغير في أسعار الأسهم.

وامتدادا لتلك الدراسات قام Bao & Chow, 1999 بدراسة في الأسواق المالية الناشئة في دولة الصين وهما سوق شنغهاي المالي التي بدأت عام ١٩٩٠ وسوق شينزهين التي بدأت عام ١٩٩٢. ونظرا لأن الشركات التي يسمح للأجانب بتملك أسهمها مطالبة بإعداد نوعين من القوائم المالية؛ إحدهما طبقا لمعايير المحاسبة المحلية والثانية طبقا لمعايير المحاسبة الدولية، فإن تلك الدراسة استهدفت دراسة أمرين؛ أولهما أي مجموعة من المؤشرات المحاسبية المتمثلة في كل من الأرباح المعلنة والقيمة الدفترية - المعدة وفقا للقواعد المحاسبية المحلية و المعدة وفقا للمعايير المحاسبية الدولية - أكثر ارتباطا بأسعار الأسهم، والأمر الثاني ما إذا كانت قيمة تلك المعلومات - الخاصة بالأرباح والقيمة الدفترية - تزداد بمرور الزمن، بما يعني مدى وجود ارتفاع مستمر لجودة المعلومات المالية المعلنة من قبل الشركات المسجلة في الأسواق المالية. ولمقارنة المحتوى النسبي للمعلومات عن الأرباح والقيمة الدفترية المعلنة على أساس قواعد محاسبية مختلفة تم إجراء

اختبارات بين أسعار الأسهم ومجموعتين من البيانات الخاصة بالأرباح والقيم الدفترية المعلنة بواسطة الشركات الصينية التي تصدر اسهم للمستثمرين الأجانب. وتعتمد الدراسة على استخدام نموذج سبق وأن قدمه Ohlson 1995، وهو يتماثل أيضا مع النموذج الذي استخدم في الدراسة التي قام بها Collins et al, 1997 والذي توصل من خلاله إلى أن أسعار الأسهم ترتبط إيجابيا مع كل الأرباح والقيمة الدفترية. وتتمثل الصياغة الرياضية للنموذج المطبق في دراسة Bao & Chow, 1999 في:

$$P_{jt} = Y_0 + Y_1 E_{JT} + Y_2 BV_{JT} + \theta$$

حيث:

P_{jt} : سعر السهم في ٣٠ أبريل

E_{JT} : عائد السهم EPS بناء على المعايير المحلية والمعايير الدولية

BV_{JT} : القيمة الدفترية للسهم وفقا للمعايير المحلية والمعايير الدولية

وقد تم استخدام بيانات فترة زمنية تبلغ خمس سنوات (١٩٩٢-١٩٩٦)، كما تم استخدام سعر السهم في ٣٠ أبريل من كل عام، أي بعد أربعة اشهر من نهاية العام المالي، حيث تكون جميع الشركات قد أعلنت قوائمها المالية السنوية. وتشير نتائج الدراسة إلى أن كل من الأرباح والقيمة الدفترية التي تعتمد على القواعد المحاسبية المحلية ذات ارتباط معنوي مع أسعار الأسهم، وهما يفسران ٢١% من التغيرات في أسعار الأسهم، كما أن الأرباح المعلنة طبقا للمعايير الدولية ذات ارتباط معنوي مع أسعار الأسهم ولكن القيمة الدفترية طبقا للمعايير الدولية ليست ذات ارتباط معنوي عند مستوى معنوية ٥%، وكل من الأرباح والقيمة الدفترية وفقا للمعايير الدولية يفسران ٢٤% من التغيرات في أسعار الأسهم. وقد تم استخدام J-test لتقدير أي المجموعتين من المعلومات المحاسبية أكثر ارتباطا بأسعار الأسهم، وتبين النتائج أن تلك المعلومات المعدة وفقا للمعايير الدولية لها قوة تفسيرية أكبر من تلك المعدة وفقا للمعايير المحلية. وهذا يشير إلى أن الأرباح والقيمة الدفترية المعدة وفقا للمعايير الدولية لهما معا محتوى معلوماتي أكبر من تلك المعدة وفقا للمعايير المحلية. كما تشير نتائج تحليل الانحدار لعدة سنوات أن القوة التفسيرية للأرباح والقيمة الدفترية تزداد سنة بعد أخرى سواء للبيانات المعدة وفقا للمعايير الدولية أو وفقا للمعايير المحلية.

وفي دراسة على السوق الأردني اختبر الخلايلة (١٩٩٨) العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الأجل الطويل. وذلك في ٣١ شركة مدرجة في سوق عمان المالي، واستخدم في ذلك بيانات تغطي فترة عشر سنوات. وقد أشارت النتائج إلى وجود علاقة ضعيفة وليست ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم. وفي دراسة أخرى على نفس السوق قام خريوش (٢٠٠٣) بدراسة للتعرف على علاقة التدفقات النقدية بالقيمة السوقية لسهم البنوك والشركات المالية المساهمة بالأردن، وبيان اثر سلوك التدفقات النقدية على الوضع المالي لهذه الشركات وإنجازاتها. وباستخدام بيانات ١٦ مؤسسة وشركة مالية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية لعام ٢٠٠٢ وباستخدام نموذج الانحدار المتعدد توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين كل من صافي التدفقات النقدية، ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات طويلة الأجل، ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل، ونسبة صافي التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية من جهة أخرى.

وقد تناولت بعض الدراسات الحديثة جوانب أخرى لأسعار الأسهم. فقد استهدفت دراسة Al- Khazali & Pyun (2004) تحديد علاقة أسعار الأسهم والتضخم في تسع من دول حوض المحيط الهندي عن طريق تحليل انحدار أسواقها المالية. وقد أشارت النتائج إلى أن هناك علاقة سلبية بين عائد الأسهم والتضخم في الأجل القصير، بينما أظهرت اختبارات التكامل المشترك Co-integration على نفس الأسواق باستخدام أسعار المستهلكين وجود علاقة موجبة بين نفس المتغيرات في الأجل الطويل. مما يعني انه في الأجل الطويل تمثل محفظة الأوراق المالية حاجزا

جيدا ضد التضخم. كما تناولت دراسة (Ahmed et al, (2003) تأثير التجارة الإلكترونية على أسعار الأسهم، وتأثير الإعلان الربع سنوي عن البيانات المحاسبية الخاصة بالأرباح على حجم التجارة. حيث اختبرت الدراسة الفروق في أسعار الأسهم ورد فعل الحجم بالنسبة للإعلانات الربع سنوية عن الأرباح، وذلك خلال فترة شهدت حجم تجارة إلكترونية معنوي (١٩٩٦-١٩٩٩) وفترة لم تشهد حجم تجارة إلكترونية معنوي (١٩٩٢-١٩٩٥). وقد اتضح أن التجارة الإلكترونية أدت إلى زيادة في نسبة المستثمرين قليلي الخبرة.

كما تناولت دراسة (Olson, et al, (2003) التنبؤ بعوائد الأسهم الكندية لفترة عام باستخدام أسلوب الشبكات العصبية Neural Network مقارنة بأسلوبي المربعات الصغرى والانحدار اللوجستيكي. وتمثلت بيانات المدخلات في ٦١ من المعدلات والنسب المحاسبية لعدد ٢٣٥٢ شركة كندية على مدار الفترة ١٩٧٦-١٩٩٣. وأشارت النتائج إلى أن نماذج الشبكات العصبية - التي تعتمد على العلاقات غير الخطية بين المدخلات والمخرجات - تتفوق على نماذج الانحدار من حيث دقة التنبؤ ودقة تصنيف الشركات المتوقع أن تحقق عوائد منخفضة أو مرتفعة.

مما سبق يمكن القول أن الدراسات حول البيانات المحاسبية المختلفة وعلاقتها أو تأثيرها على أسعار وعوائد السهم تمثل اتجاها ذو أهمية متزايدة سواء في الأسواق المالية الرئيسية أو الأسواق المالية الناشئة. إلا أن هناك تباينا واضحا في نتائجها. مما يظهر أن هناك حاجة متزايدة لدراسة الأسواق الناشئة حتى يمكن التعرف على مدى تأثير البيانات المحاسبية على أسعار الأسهم، وتحديد أكثرها تأثيرا، وتحديد مدى وجود علاقة ارتباطية بين أسعار الأسهم وبيانات محاسبية معينة واتجاه تلك العلاقة (سلبا أو إيجابا). وهذا ما سيتم تناوله في الجزء التالي من البحث، من خلال تحديد المتغيرات التي تعبر عن البيانات المحاسبية والتعرف على علاقتها بأسعار السهم في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

٣. تحديد المتغيرات التي تؤثر على أسعار الأسهم:

تعبر متغيرات الدراسة عن معظم البيانات المحاسبية التي يمكن الحصول عليها من القوائم المالية المنشورة. وتؤثر على تقييم المنشأة من قبل السوق أو المستثمرين والمحللين الماليين. واستنادا على ما ورد من متغيرات في الدراسات السابقة في هذا المجال فإن المتغيرات تتضمن ربحية المنشأة وربحية السهم وهيكل التمويل (من حيث حقوق المساهمين والالتزامات) والقيمة الدفترية للسهم وعلاقتها بالربح وبالقيمة السوقية للسهم. وعلى هذا فإن المتغيرات المستخدمة في الدراسة تتضمن خمسة عشرة متغيرا - بالإضافة إلى سعر السهم في سوق الأوراق المالية - مقسمة إلى مجموعتين؛ تشتمل المجموعة الأولى على المتغيرات المرتبطة بالأسهم وأسعارها بسوق الأوراق المالية، في حين تشتمل المجموعة الثانية على المتغيرات ذات الصلة بالمركز المالي للمنشأة ونتيجة أعمالها. ويوضح الجزء التالي محتويات تلك المتغيرات وكيفية قياسها.

١/٣. المتغيرات الخاصة بالأسهم :

تشتمل هذه المتغيرات على سعر السهم في سوق الأوراق المالية بعد نشر القوائم المالية وتعرف المستثمرين على البيانات المحاسبية للمنشأة، والقيمة الدفترية للسهم، ونسبة النمو في تلك القيمة على مدار سنة مالية، والعائد على السهم (نصيب السهم في أرباح المنشأة)، ونصيب السهم من الأرباح الموزعة، ونسبة الأرباح الموزعة إلى الأرباح المحققة، ونسبة الربح الموزع على السهم إلى سعر السهم، ومضاعف سعر السهم إلى عائد السهم، ومضاعف سعر السهم إلى القيمة الدفترية للسهم. ويتضمن الجدول رقم (١/٣) المتغيرات المرتبطة بالأسهم والرمز الدال على كل متغير وطريقة قياس المتغير.

جدول رقم (١/٣) المتغيرات المرتبطة بالسهم

رمز المتغير	المتغير	طريقة قياس المتغير
ص	سعر السوق للسهم	سعر السهم في سوق الأوراق المالية بعد نشر القوائم المالية
س١	القيمة الدفترية للسهم	القيمة الدفترية للسهم في نهاية العام (حقوق المساهمين ÷ عدد الأسهم)
س٢	نمو القيمة الدفترية	{ (القيمة الدفترية نهاية العام - القيمة الدفترية بداية العام) ÷ القيمة الدفترية بداية العام } × ١٠٠
س٣	العائد على السهم	صافي الربح ÷ عدد الأسهم
س٤	الربح الموزع للسهم	الأرباح الموزعة ÷ عدد السهم
س٥	نسبة التوزيع	(الأرباح الموزعة ÷ صافي الربح) × ١٠٠ أو = (الربح الموزع للسهم/عائد السهم) × ١٠٠
س٦	نسبة الربح الموزع إلى سعر السهم	(الربح الموزع على السهم ÷ سعر السهم في نهاية الفترة) × ١٠٠
س٧	مضاعف السعر للعائد	سعر السهم في نهاية العام ÷ عائد السهم
س٨	مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية	سعر السهم في نهاية العام ÷ القيمة الدفترية في نهاية العام

٢/٣. المتغيرات الخاصة بنتيجة أعمال المنشأة ومركزها المالي:

تعتمد هذه المتغيرات على البيانات الواردة بكل من قائمة الدخل وقائمة المركز المالي للمنشأة. ويستخدم في قياس هذه المتغيرات صافي الربح وإجمالي قيمة الأصول (الموجودات) وحقوق المساهمين والتزامات المنشأة تجاه الغير. وتشتمل تلك المتغيرات على نسبة النمو في صافي الربح على مدار سنة مالية، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق المساهمين (حقوق الملكية)، ونسبة النمو في حقوق المساهمين، ونسبة النمو في قيمة إجمالي الأصول، ونسبة حقوق المساهمين إلى الأصول، ونسبة حقوق المساهمين إلى الالتزامات (المطلوبات). ويوضح الجدول رقم (٢/٣) تلك المتغيرات والرمز الدال على كل متغير وطريقة قياسه.

جدول رقم (٢/٣) المتغيرات الخاصة بنتيجة الأعمال والمركز المالي

رمز المتغير	المتغير	طريقة قياس المتغير
س٩	نسبة النمو في الربح	(صافي ربح العام - ربح العام السابق) ÷ [١٠٠ × ربح العام السابق]
س١٠	معدل العائد على الأصول	(صافي الربح ÷ إجمالي الأصول) × ١٠٠
س١١	معدل العائد على حقوق المساهمين	(صافي الربح ÷ حقوق المساهمين) × ١٠٠
س١٢	نسبة النمو في حقوق المساهمين	(حقوق المساهمين هذا العام - حقوق المساهمين في العام السابق) ÷ حقوق المساهمين في العام السابق × ١٠٠
س١٣	نسبة النمو في الأصول	(إجمالي الأصول هذا العام - إجمالي الأصول العام السابق) ÷ إجمالي الأصول العام السابق × ١٠٠
س١٤	نسبة حقوق المساهمين إلى الأصول	(حقوق المساهمين ÷ إجمالي الأصول) × ١٠٠
س١٥	نسبة حقوق المساهمين إلى الالتزامات	(حقوق المساهمين ÷ الالتزامات)

ولتحقيق أهداف البحث فانه سيتم إجراء تحليل إحصائي يشتمل على تحليل الارتباط بين أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بعد إعلان الشركات عن القوائم المالية وبين المتغيرات الواردة في الجدولين (١/٣) و(٢/٣) والتي تعتمد في اشتقاقها على بيانات القوائم المالية المنشورة، لتحديد مدى وجود علاقات ارتباطية بين تلك المتغيرات وأسعار الأسهم وكذا اتجاه تلك العلاقات (سلبا أو إيجابيا). ثم استخدام تحليل الانحدار المتعدد للتوصل إلى مدى تأثير تلك المتغيرات مجتمعة على أسعار الأسهم، وتحديد المتغيرات ذات التأثير المعنوي في كل سوق من الأسواق المالية محل الدراسة وهي أسواق دول مجلس التعاون الخليجي الستة. ويعتمد تحليل الانحدار المتعدد على افتراض أن أسعار الأسهم هي دالة في مجموعة من المتغيرات التي تشتق من القوائم المالية المنشورة. وتتمثل الصياغة الرمزية لدالة الانحدار على النحو التالي:

ص = د (س١، س٢، س٣، ، س١٥)

حيث:

- ص : سعر السهم في سوق الأوراق المالية
- س١ : القيمة الدفترية للسهم
- س٢ : نسبة النمو في القيمة الدفترية للسهم
- س٣ : العائد على السهم
- س٤ : الربح الموزع للسهم
- س٥ : نسبة الربح الموزع للسهم إلى عائد السهم
- س٦ : نسبة الربح الموزع للسهم إلى سعر السهم
- س٧ : مضاعف سعر السهم إلى عائد السهم
- س٨ : مضاعف سعر السهم للقيمة الدفترية للسهم
- س٩ : معدل العائد على الأصول
- س١٠ : معدل العائد على حقوق الملكية
- س١١ : نسبة النمو في صافي الربح
- س١٢ : نسبة النمو في الأصول
- س١٣ : نسبة النمو في حقوق الملكية
- س١٤ : نسبة حقوق المساهمين إلى الأصول
- س١٥ : حقوق المساهمين إلى إجمالي الالتزامات

٤. الدراسة التطبيقية:

تنصب الدراسة التطبيقية على تحليل العلاقة بين أسعار الأسهم والبيانات المحاسبية في دول مجلس التعاون الخليجي باستخدام البيانات المحاسبية المستخرجة من القوائم المالية المنشورة الخاصة بالعام المالي المنتهي في ٢٠٠٢/١٢/٣١. وتتمثل مصادر الحصول على تلك البيانات في الإصدار الأول لـ "دليل الاستثمار الخليجي" الذي يتضمن البيانات المالية للشركات الخليجية، وفي مواقع الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي على شبكة الإنترنت. كما تم الاستناد إلى أسعار الأسهم في الأسواق المالية في نهاية شهر سبتمبر ٢٠٠٣ (أي بعد حوالي فترة ستة اشهر من تاريخ نشر القوائم المالية)، وذلك لسببين؛ الأول أنها تمكن من دراسة رد فعل السوق والمستثمرين بعد فترة كافية من صدور القوائم المالية، وليس بعد إصدار القوائم المالية مباشرة لما قد يصاحب ذلك من ردود فعل سريعة أو طارئة في السوق، وعادة ما تتخذ الأسعار حركات تصحيحية تالية، وبالتالي فان التوقيت المستخدم يفترض تجنب التغيرات الطارئة. والسبب الثاني هو أن معظم القوائم المالية للشركات المساهمة المسجلة بالبورصة تصدر في شهر مارس ومن المعروف أنه في ذلك الوقت من عام ٢٠٠٣ حدثت أمور غير عادية بمنطقة الخليج (الحرب في دولة العراق) مما قد يكون لها تأثير

غير عادي على نشاط الأسواق المالية وأسعار الأسهم في تلك الفترة. مما حدا بالباحث إلى الابتعاد عن استخدام أسعار الأسهم في تلك الفترة، واستخدام أسعار الأسهم بعد فترة كافية من انتهاء تلك الأحداث غير العادية.

١/٤. مجتمع الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الدول العربية الست المكونة لمجلس التعاون الخليجي، وهي المملكة العربية السعودية ودولة الكويت ومملكة البحرين ودولة قطر وسلطنة عمان ودولة الإمارات العربية المتحدة. ورغم أن هذه الدول تمتلك ما يعادل ٥٣% من احتياطي النفط في العالم بالإضافة إلى امتلاكها نحو ١٤% من المخزون العالمي للغاز الطبيعي^(*) إلا أنها تبذل جهوداً حثيثة لتحقيق التنوع الاقتصادي. ولذا اهتمت تلك الدول بإنشاء الشركات المساهمة في مختلف المجالات، وفتح أسواق مالية لتشجيع تداول الأوراق المالية، وتشجيع ظهور شركات مساهمة جديدة. وبالرغم من أن الأسواق المالية لدول الخليج حديثة النشأة إلى حد ما إلا أنها تتطور وتتنمو بشكل مستمر فقد زاد عدد المستثمرين النشطين كنسبة مئوية من عدد السكان في السنوات الأخيرة، كما يتوقع أن يزيد حجم تلك الاستثمارات بدرجة كبيرة مستقبلاً نتيجة للإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها حكومات تلك الدول. ويتضمن الجزء التالي نبذة مختصرة عن أسواق المال بدول الخليج العربية والشركات التي تضمنتها الدراسة التطبيقية وتوزيعها بين القطاعات المختلفة.

١/١/٤. سوق الأوراق المالية السعودي:

تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة السعودية في عام ١٩٣٤. ثم بدأ سوق المال في نهاية السبعينيات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ. وقد تم إدراج سوق الأسهم السعودي ضمن مؤشر الأسواق الناشئة تحت إشراف مؤسسة التمويل الدولية LFC مما يعتبر اعترافاً بأهمية هذا السوق لاسيما انه يحتل مركزاً متقدماً ضمن قائمة الأسواق الناشئة المدرجة بقاعدة بيانات المؤسسة. وتجدر الإشارة إلى أن سوق الأسهم السعودي يتضمن ٦٩ شركة مقسمة إلى ٧ قطاعات. ولكن الدراسة التطبيقية للبحث اشتملت على ٦٥ شركة بسبب عدم توافر بعض البيانات للشركات الأربعة الأخرى. وهذه الشركات موزعة على القطاعات على النحو الموضح بالجدول رقم (١/٤).

جدول (١/٤) توزيع الشركات السعودية بين القطاعات المختلفة

عدد الشركات	القطاع
٩	البنوك والاستثمار
٢٤	الصناعة
٨	الأسمنت
١٥	الخدمات
٩	الزراعة
٦٥	الإجمالي

* دليل الاستثمار الخليجي، ٢٠٠٣، الإصدار الأول، جدة.

٢/١/٤. سوق الأوراق المالية الكويتي:

تأسست أول شركة مساهمة كويتية عام ١٩٥٢ ، وتم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية عام ١٩٧٧ أطلق عليها سوق الكويت للأوراق المالية ثم أعيد تنظيمها كهيئة مستقلة عام ١٩٨٣. وفي عام ١٩٩٦ تم توقيع اتفاقية إدراج متبادل مع كل من سوق البحرين وسلطنة عمان بما يعد خطوة نحو إنشاء سوق اسهم موحدة في الخليج. وتتضمن سوق الأوراق المالية الكويتي ١١٣ شركة منها ١١ شركة غير كويتية و٤ صناديق استثمار وشركة واحدة بالسوق الموازي. وتتضمن الدراسة التطبيقية ٧٦ شركة من الشركات الكويتية المقيدة بالسوق موزعة على القطاعات على النحو الموضح بالجدول رقم (٢/٤).

جدول (٢/٤) توزيع الشركات الكويتية بين القطاعات المختلفة

القطاع	عدد الشركات
البنوك	٨
الاستثمار	١٩
التأمين	٤
العقار	١١
الصناعة	١٦
الخدمات	١٤
المواد الغذائية	٤
الإجمالي	٧٦

٣/١/٤. سوق الأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة:

بدأ تأسيس أول شركة مساهمة في دولة الإمارات العربية المتحدة في أوائل الستينات من القرن الماضي. وفي عام ٢٠٠٠ صدر القانون الاتحادي لإنشاء سوق الإمارات للأوراق المالية ، وبعد ذلك تم تأسيس سوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية في نفس العام. وتعد دولة الإمارات حالياً واحدة من أهم المراكز التجارية بالخليج مما قد يؤهلها لأن تصبح واحدة من أكثر أسواق الأسهم نشاطاً في المنطقة. وتشتمل سوق أبو ظبي للأوراق المالية على ٢٩ شركة موزعة على خمسة قطاعات، في حين تشتمل سوق دبي المالي على ١٣ شركة موزعة على ثلاثة قطاعات، بما يعني أن إجمالي الشركات المقيدة في دولة الإمارات تبلغ ٤٢ شركة. وتتضمن الدراسة التطبيقية للبحث على ٤٠ شركة من تلك الشركات موزعة على القطاعات المختلفة على النحو الموضح بالجدول رقم (٣/٤).

جدول (٣/٤) توزيع شركات الإمارات العربية بين القطاعات المختلفة

القطاع	عدد الشركات
البنوك	١١
التأمين	٩
الخدمات	٩
الفنادق	٢
الصناعة	٩
الإجمالي	٤٠

٤/١/٤. سوق الأوراق المالية في مملكة البحرين:

تعتبر البحرين من أهم المراكز التجارية والمصرفية في منطقة الخليج. ويرجع تاريخ سوق الأسهم في البحرين إلى عام ١٩٥٧. وقد تأسست سوق البحرين للأوراق المالية عام ١٩٨٧. ويبلغ عدد الشركات المقيدة بالسوق ٣٣ شركة موزعة على ستة قطاعات، وقد تضمنت الدراسة التطبيقية

للبحث ٣٢ شركة - لعدم توفر بعض بيانات إحدى الشركات - موزعة على النحو الموضح بالجدول رقم (٤/٤).

جدول (٤/٤) توزيع الشركات البحرينية بين القطاعات المختلفة

عدد الشركات	القطاع
٥	البنوك
٩	الاستثمار
٥	التأمين
٨	الخدمات
٢	الصناعة
٤	الفنادق والسياحة
٣٢	الإجمالي

٥/١/٤. سوق الأوراق المالية في سلطنة عمان:

تم إنشاء سوق مسقط للأوراق المالية عام ١٩٨٩. وقد بدأ نشاط التداول بعدد ٦٨ شركة منها ١٩ شركة مغلقة. وقدر رأس المال المدفوع بحوالي ٦٦٣ مليون دولار. وقد زاد رأس المال السوقي ليصبح أربعة أضعاف القيمة وقت إنشاء السوق. وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة حوالي ٢٣ مرة. وتسمح بورصة مسقط بالمشاركة الأجنبية شريطة ألا يزيد حجم الاستثمار الأجنبي عن ٤٩%، ولكن في بعض الحالات يمكن رفع سقف المشاركة الأجنبية لما يزيد عن ذلك. وفي عام ١٩٩٦ تم تثبيت القيمة الاسمية لجميع الأسهم على ريال عماني واحد. ويبلغ عدد الشركات المقيدة حالياً بالسوق ١٢٨ شركة، موزعة بين ثلاثة أنواع من الأسواق؛ تشمل السوق النظامي ويضم ٣٦ شركة لا يقل رأسمال الواحدة منها عن ٢ مليون ريال عماني ولا تقل قيمة حقوق المساهمين عن ١٠٠% من رأس المال المدفوع، والسوق الموازي ويضم ٦٠ شركة وتدرج فيه الشركات المؤسسة حديثاً والتي لا تقل حقوق مساهميها عن ٥٠% من رأس المال المدفوع، والسوق الثالثة تضم ٣٢ شركة مساهمة مغلقة والتي تقل فيها حقوق مساهميها عن ٥٠% من رأسمالها المدفوع. وقد تضمنت الدراسة التطبيقية للبحث ٩٧ شركة فقط من الشركات المقيدة بسوق مسقط للأوراق المالية بسبب عدم توفر بيانات باقي الشركات، ويوضح الجدول رقم (٥/٤) توزيع تلك الشركات بين القطاعات المختلفة.

جدول (٥/٤) توزيع الشركات العمانية بين القطاعات المختلفة

عدد الشركات	القطاع
٢٨	البنوك والاستثمار
١	التأمين
٤٩	الصناعة
١٩	الخدمات
٩٧	الإجمالي

٦/١/٤. سوق الأوراق المالية في دولة قطر:

صدر قرار تأسيس سوق الدوحة للأوراق المالية في عام ١٩٩٥ وبدأ النشاط الفعلي للسوق في عام ١٩٩٧. حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق في تلك الفترة ١٧ شركة. وتنتج الدولة للخصخصة وتأسيس شركات مساهمة جديدة ت طرح أسهمها للاكتتاب العام. وقد بلغ عدد الشركات

المقيد في السوق ٢٣ شركة في نهاية عام ٢٠٠٢. وتتضمن الدراسة التطبيقية تلك الشركات موزعة بين القطاعات المختلفة على النحو الموضح بالجدول رقم (٦/٤).

جدول (٦/٤) توزيع الشركات القطرية بين القطاعات المختلفة

عدد الشركات	القطاع
٦	البنوك
٥	التأمين
٤	الصناعة
٨	الخدمات
٢٣	الإجمالي

٢/٤. التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة التطبيقية:

يتناول التحليل الإحصائي للدراسة إجراء تحليل للعلاقات الارتباطية بين أسعار الأسهم وكل متغير من المتغيرات المشتقة من البيانات المحاسبية على حدة، ثم إجراء تحليل انحدار متعدد لبيان مدى تأثير البيانات المحاسبية مجتمعة على أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

١/٢/٤. تحليل العلاقات الارتباطية بين أسعار الأسهم والبيانات المحاسبية:

باستخدام أسلوب تحليل الارتباط عن طريق برنامج التحليل الإحصائي SPSS أمكن التوصل إلى العلاقات الارتباطية بين أسعار الأسهم وبين المتغيرات التي تم اشتقاقها من البيانات المحاسبية. ويتضمن الجدول رقم (٧/٤) معاملات ارتباط "بيرسون" Pearson لأسعار الأسهم والمتغيرات في دول مجلس التعاون الخليجي الستة. ويتبين من هذا الجدول أن العلاقات الارتباطية تختلف من سوق لأخرى في دول مجلس التعاون الخليجي. ويمكن استخلاص النتائج التالية من الجدول المذكور:

(أ) المملكة العربية السعودية :

- هناك ارتباط إيجابي معنوي قوي بين سعر السهم وكل من الربح الموزع على السهم (٠.٩٣٠)، ومضاعف سعر السهم إلى القيمة الدفترية للسهم (٠.٨٥٨)، وعائد السهم (٠.٩٢٤)، والقيمة الدفترية للسهم (٠.٧٢٧)، وذلك بمستوى معنوية ١%. مما يعني أن هناك علاقة طردية بين تلك المتغيرات وسعر السهم، أي أن البيانات المحاسبية الخاصة بعائد السهم، والربح الموزع، والقيمة الدفترية للسهم تؤثر على سعر السهم في سوق الأوراق المالية السعودي.
- هناك علاقة ارتباطيه موجبة متوسطة بين سعر السهم وكل من معدل العائد على حقوق الملكية (٠.٥٣١)، ومعدل العائد على الأصول (٠.٤٦٤) بمستوى معنوية ١%. وهناك ارتباط موجب ضعيف بين سعر السهم ونسبة الربح الموزع إلى عائد السهم (٠.٢٥٦) بمستوى معنوية ٥%.

WWW.ACC4ARAB.COM

جدول (٧/٤) العلاقات الارتباطية بين أسعار الأسهم والبيانات المحاسبية في دول الخليج العربية

معاملات الارتباط						المتغيرات
سلطنة عمان	مملكة البحرين	دولة قطر	دولة الإمارات العربية	دولة الكويت	المملكة السعودية	
٠.٢٥٥*	٠.٧٣٣**	٠.٦٤٩**	٠.٩٧١**	٠.٧٦٧**	٠.٧٢٧**	القيمة الدفترية للسهم
٠.١٨٨	٠.٢١٠	-٠.٣١٣	-٠.٠٢٥	٠.٢٣٩*	-٠.١٣	نسبة النمو في القيمة الدفترية للسهم
٠.٧٠١**	٠.٩٠٣**	٠.٨٩٥**	٠.٧٤٤**	٠.٨٢٩**	٠.٩٢٤**	العائد على السهم
٠.٧١٨**	٠.٩١٨**	٠.٥٧٣**	٠.٨٥٢**	٠.٨٣٩**	٠.٩٣٠**	الربح الموزع للسهم
٠.٤٥٧**	٠.٣٤٤	٠.٢٠٦	-٠.٠٥٥	-٠.٠٥٤	٠.٢٥٦*	نسبة الربح الموزع للسهم إلى عائد السهم
٠.٣٨٩**	٠.٤١٦*	٠.٢٦١	٠.٢٨٦	-٠.٠٥٣	٠.٥٦٩**	نسبة الربح الموزع للسهم إلى سعر السهم
-٠.٠٥٤	٠.٠٠٥	-٠.١٦٨	-٠.١٤٧	-٠.١٧٨	-٠.٠٧٦	مضاعف سعر السهم إلى عائد السهم
٠.٣٧٦**	٠.٣٢٠	٠.٤٣٢*	-٠.٠٦٣	٠.٥١٣**	٠.٨٥٨**	مضاعف سعر السهم للقيمة الدفترية للسهم
٠.٥٠٣**	٠.٦٢٨**	٠.٣٧٣	٠.٢٢٢	٠.٥٩٦**	٠.٤٦٤**	معدل العائد على الأصول
٠.٣٢٨**	٠.٦٠٦**	٠.٥٠٨*	٠.١٣٤	٠.٦١٣**	٠.٥٣١**	معدل العائد على حقوق الملكية
٠.٠١٢	٠.٢٨٧	-٠.٣١٢	-٠.١٣٢	-٠.٠٦٦	٠.٠٧٦	نسبة النمو في صافي الربح
-٠.٠٠٧	٠.٢٣١	-٠.٣٧١	-٠.١٠٣	٠.٢١٦	٠.٠٤٤	نسبة النمو في الأصول
٠.٢١٥*	٠.٢٠٦	-٠.٣٠٠	-٠.٠٢٠	٠.٢٣٩*	٠.٠٤١	نسبة النمو في حقوق الملكية
٠.١٨٥	٠.٣٥٦*	-٠.١٦٢	٠.١٢٥	٠.٠١٦	-٠.٤٠٨**	نسبة حقوق المساهمين إلى الأصول
-٠.١١٣	٠.٠٧١	-٠.٢١٤	٠.٠٠٦	-٠.٠٠١	٠.١٥٧-	حقوق المساهمين إلى إجمالي الالتزامات

** ارتباط معنوي عند مستوى ١ % ، * ارتباط معنوي عند مستوى ٥ %

المصدر: الباحث

- هناك علاقة ارتباط سلبية بين سعر السهم ونسبة حقوق الملكية إلى إجمالي قيمة الأصول، مما يعني أن هناك علاقة عكسية بين نسبة حقوق المساهمين إلى قيمة الأصول وسعر السهم .

(ب) دولة الكويت:

- هناك ارتباط إيجابي معنوي قوي بين سعر السهم وكل من الربح الموزع على السهم (٠.٨٣٩)، وعائد السهم (٠.٨٢٩)، والقيمة الدفترية للسهم (٠.٧٦٧) بمستوى معنوية ١ % . مما يشير إلى أن البيانات المحاسبية الخاصة بعائد السهم، والربح الموزع، والقيمة الدفترية للسهم تؤثر على سعر السهم تأثيراً طردياً في سوق الأوراق المالية الكويتية.

- هناك علاقة ارتباط موجبة متوسطة بين سعر السهم وكل من معدل العائد على حقوق الملكية (٠.٦١٣)، ومعدل العائد على الأصول (٠.٥٩٦)، ومضاعف سعر السهم إلى القيمة الدفترية للسهم (٠.٥١٣) بمستوى معنوية ١ % .

- هناك ارتباط موجب ضعيف بين سعر السهم ونسبة النمو في القيمة الدفترية للسهم (٠.٢٣٩)، ونسبة النمو في حقوق الملكية (٠.٢٣٩) بمستوى معنوية ٥ % .

- لا توجد علاقات ارتباط سلبية بين سعر السهم وأية متغيرات.

(ج) دولة الإمارات العربية المتحدة:

- هناك ارتباط إيجابي معنوي قوي بين سعر السهم وكل من والقيمة الدفترية للسهم (٠.٩٧١)، والربح الموزع على السهم (٠.٨٥٢)، وعائد السهم (٠.٧٤٤) بمستوى معنوية ١ % . مما يعني أن هناك علاقة طردية بين تلك المتغيرات وسعر السهم. أي أن البيانات المحاسبية الخاصة بعائد السهم والربح الموزع والقيمة الدفترية للسهم لها تأثير معنوي إحصائياً على أسعار الأسهم.

- لا توجد علاقات ارتباطية أخرى بين أسعار الأسهم وباقي المتغيرات.

(د) دولة قطر:

- هناك ارتباط إيجابي معنوي قوي بين سعر السهم وعائد السهم (٠.٨٩٥).

- يوجد ارتباط معنوي إيجابي متوسط بين سعر السهم وكل من القيمة الدفترية للسهم (٠.٦٤٩)، والربح الموزع على السهم (٠.٥٧٣) - بمستوى معنوية ١ % - ومعدل العائد على حقوق الملكية (٠.٥٠٨)، ومضاعف سعر السهم إلى القيمة الدفترية للسهم (٠.٤٣٢) بمستوى معنوية ٥ % .

- تشير تلك العلاقات الارتباطية إلى أن هناك علاقة طردية بين تلك المتغيرات وسعر السهم بما يشير إلى أن البيانات المحاسبية الخاصة بعوائد السهم والقيمة الدفترية للسهم تؤثر على سعر السهم في سوق الأوراق المالية القطري.

(هـ) مملكة البحرين:

- هناك ارتباط إيجابي معنوي قوي بين سعر السهم وكل من الربح الموزع على السهم (٠.٩١٨)، وعائد السهم (٠.٩٠٣)، والقيمة الدفترية للسهم (٠.٧٣٣) بمستوى معنوية ١ % . مما يعني أن هناك علاقة طردية بين تلك المتغيرات وسعر السهم. أي أن البيانات المحاسبية الخاصة بعائد السهم والربح الموزع والقيمة الدفترية للسهم تؤثر على سعر السهم في سوق الأوراق المالية البحرينية.

- هناك علاقة ارتباطية موجبة متوسطة بين سعر السهم وكل من معدل العائد على الأصول (٠.٦٢٨)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (٠.٦٠٦) بمستوى معنوية ١ %، ونسبة الربح الموزع إلى سعر السهم (٠.٤١٦) بمستوى معنوية ٥ % .

- هناك ارتباط موجب ضعيف بين سعر السهم ونسبة حقوق المساهمين إلى الأصول (٠.٣٥٦) بمستوى معنوية ٥ % .

(و) سلطنة عمان:

- هناك ارتباط إيجابي معنوي قوي بين سعر السهم وكل من الربح الموزع على السهم (٠.٧١٨)، وعائد السهم (٠.٧٠١) بمستوى معنوية ١ %.
- هناك علاقة ارتباطيه موجبة متوسطة بين سعر السهم وكل من معدل العائد على الأصول (٠.٥٠٣)، ونسبة الربح الموزع إلى عائد السهم (٠.٤٥٧)، ونسبة الربح الموزع إلى سعر السهم (٠.٣٨٩)، ومضاعف سعر السهم إلى القيمة الدفترية للسهم (٠.٣٧٦) بمستوى معنوية ١ %.
- هناك ارتباط معنوي موجب ضعيف بين سعر السهم ومعدل العائد على حقوق الملكية (٠.٣٢٨) بمستوى معنوية ١ % والقيمة الدفترية للسهم (٠.٢٥٥)، ونسبة النمو في حقوق الملكية (٠.٢١٥) بمستوى معنوية ٥ %.
- تشير تلك العلاقات الارتباطية إلى وجود تأثير معنوي إحصائي للكثير من البيانات المحاسبية على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية لسلطنة عمان.

٢/٢/٤. مقارنة العلاقات الارتباطية في دول مجلس التعاون الخليجي:

عند مقارنة العلاقات الارتباطية بين أسعار الأسهم والمتغيرات المستخدمة في الدراسة في دول مجلس التعاون الخليجي يتضح ما يلي:

- هناك اتفاق بين الأسواق المالية لجميع هذه الدول من حيث وجود ارتباط إيجابي معنوي في كل دول الخليج بين أسعار الأسهم وثلاثة متغيرات هي القيمة الدفترية للسهم، وعائد السهم، والربح الموزع على السهم. هذا الارتباط أقوى ما يكون في دولة قطر وأقل ما يكون في سلطنة عمان.
- هناك اتفاق بين جميع أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي حول عدم وجود ارتباط معنوي إحصائي بين أسعار الأسهم وخمسة متغيرات هي التغير في القيمة الدفترية للسهم، ومضاعف سعر السهم إلى عائد السهم، ونسبة التغير في صافي الربح، ونسبة التغير في قيمة الأصول، ونسبة حقوق المساهمين إلى إجمالي الالتزامات. أما فيما يتعلق بباقي المتغيرات فقد اختلفت علاقة الأسهم بتلك المتغيرات. فهناك علاقة ارتباط معنوية موجبة بين أسعار الأسهم ومعدل العائد على حقوق الملكية في كل الدول ما عدا دولة الإمارات العربية المتحدة. أما بالنسبة لمعدل العائد على الأصول فقد كانت هناك علاقة ارتباط معنوية موجبة في كل الدول ما عدا دولتي قطر والإمارات العربية المتحدة، وكذلك الحال بالنسبة لمضاعف السعر إلى القيمة الدفترية حيث كانت هناك علاقة ارتباط معنوية موجبة في كل الدول ما عدا دولة الإمارات العربية المتحدة ومملكة البحرين.
- لا توجد علاقة ارتباط سلبية معنوية بين أسعار الأسهم ونسبة حقوق المساهمين إلى الأصول إلا في المملكة العربية السعودية.

- تتميز سلطنة عمان بوجود أكبر عدد من العلاقات الارتباطية المعنوية بين أسعار الأسهم والبيانات المحاسبية. حيث توجد علاقات ارتباط معنوية موجبة بين أسعار الأسهم وتسعة متغيرات. أما أقل الدول التي يوجد بها علاقات ارتباطيه معنوية بين أسعار الأسهم والبيانات المحاسبية فكانت دولة الإمارات العربية المتحدة حيث لا توجد سوى ثلاثة علاقات ارتباطيه معنوية بين أسعار الأسهم والمتغيرات.

٣/٢/٤. تحليل الانحدار المتعدد لأسعار الأسهم والبيانات المحاسبية:

بعد صياغة دالة الانحدار المتعدد - الموضحة في ٢/٣ - على أساس أن المتغير التابع يتمثل في سعر السهم في سوق الأوراق المالية، والمتغيرات المستقلة تتضمن ١٥ عشرة متغيراً تعكس البيانات المحاسبية، تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد بطريقة الارتداد Backward والتي تقوم باستبعاد المتغيرات التي لا يوجد لها دلالة إحصائية أولاً بأول بما يمكن من الوصول إلى معادلة يعتمد عليها وقابلة للتنبؤ. ومن خلال البرنامج الإحصائي SPSS أمكن التوصل إلى دوال الانحدار التي توضح تأثير المتغيرات مجتمعة على أسعار الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي. ويوضح الجدول رقم (٨/٤) معاملات المتغيرات المستقلة والمتغيرات المعنوية - أي ذات التأثير المعنوي

إحصائيا - في دالة الانحدار المتعدد لكل دولة من تلك الدول على حدة. كما يوضح الجدول رقم (٩/٤) بعض نتائج تحليل الانحدار المتعدد. وبالاستناد إلى بيانات هذين الجدولين يمكن استخلاص النتائج التالية :

- في سوق الأوراق المالية السعودي هناك ستة متغيرات ذات تأثير معنوي إحصائيا هي القيمة الدفترية للسهم، ونسبة النمو في القيمة الدفترية للسهم، وعائد السهم، والربح الموزع للسهم، ونسبة الربح الموزع للسهم إلى سعر السهم، ومضاعف سعر السهم للقيمة الدفترية للسهم. ويلاحظ أن ثلاثة من المتغيرات المعنوية ذات علاقة بعوائد السهم ، الأمر الذي يشير إلى تلك العوائد لها تأثير واضح على سعر السهم في سوق الأوراق المالية .

جدول (٨/٤) معاملات متغيرات دوال الانحدار المتعدد باستخدام طريقة الارتداد Backward لأسعار الأسهم والبيانات المحاسبية

المتغيرات المستقلة	رمز المتغير	المملكة السعودية	دولة الكويت	دولة الإمارات العربية	دولة قطر	مملكة البحرين	سلطنة عمان
المتغير الثابت Constant	أ	19.114	-301.606	-17.108	-78.007	139.286	1.152
القيمة الدفترية للسهم	س١	1.209*	2.220*	.052*	2.109*		.346*
نسبة النمو في القيمة الدفترية للسهم	س٢	-.455*			.364*		
العائد على السهم	س٣	3.900*	-3.839*			4.433*	2.063*
الربح الموزع للسهم	س٤	-6.432*	14.667*	3.068*	-4.931*	12.421*	7.974*
نسبة الربح الموزع للسهم إلى عائد السهم	س٥		-.879*				
نسبة الربح الموزع للسهم إلى سعر السهم	س٦	9.425*			4.988*	-21.368*	-.117*
مضاعف سعر السهم إلى عائد السهم	س٧				1.202*		
مضاعف سعر السهم للقيمة الدفترية للسهم	س٨	26.182*	180.908*	18.750*	39.875*		
معدل العائد على الأصول	س٩			2.375*			
معدل العائد على حقوق الملكية	س١٠					3.195*	
نسبة النمو في صافي الربح	س١١				-5.003E-02*		
نسبة النمو في الأصول	س١٢		2.137*				
نسبة النمو في حقوق الملكية	س١٣						
نسبة حقوق المساهمين إلى الأصول	س١٤	-.431			-.320*		-6.038E-03*
حقوق المساهمين إلى إجمالي الالتزامات	س١٥						

* معنوي عند مستوى ٥% - المتغير التابع : سعر السهم في سوق الأوراق المالية

المصدر: الباحث

جدول (٩/٤) بعض النتائج الإحصائية لتحليل الانحدار المتعدد لأسعار الأسهم والبيانات المحاسبية

سلطنة عمان	مملكة البحرين	دولة قطر	دولة الإمارات العربية	دولة الكويت	المملكة السعودية	النتائج الإحصائية
٠.٨٧٠	٠.٩٧١	٠.٩٨٩	٠.٩٨٤	٠.٩٤٢	٠.٩٦٣	معامل الارتباط المتعدد R
٠.٧٥٨	٠.٩٤٢	٠.٩٧٧	٠.٩٦٨	٠.٨٨٨	٠.٩٢٨	معامل التحديد R square
٠.٧٤٤	٠.٩٣٣	٠.٩٦٥	٠.٩٦٤	٠.٨٧٨	٠.٩١٩	معامل التحديد المعدل Adjusted R ²
٥٦.٢٩٠	١٠٥.٥٧١	٧٥.٩٥٠	٢٦١.٣١١	٩١.٢١٩	١٠٤.٧٢٦	اختبار F
٥	٤	٨	٤	٦	٧	درجات الحرية df
٠.٠٠٠	٠.٠٠٠	٠.٠٠٠	٠.٠٠٠	٠.٠٠٠	٠.٠٠٠	معنوية دالة الانحدار Sig.

المصدر: الباحث

- في سوق الأوراق المالية الكويتي توجد ستة متغيرات ذات تأثير معنوي إحصائي هي القيمة الدفترية للسهم، وعائد السهم، والربح الموزع للسهم، ونسبة الربح الموزع للسهم إلى عائد السهم، ومضاعف سعر السهم للقيمة الدفترية للسهم، ونسبة النمو في قيمة الأصول. ويلاحظ أن التركيز في هذه السوق على عائد السهم والربح الموزع للسهم والقيمة الدفترية للسهم ومقدار النمو في الأصول.

- في أسواق الأوراق المالية لدولة الإمارات لا توجد سوى أربعة متغيرات ذات تأثير معنوي إحصائي هي القيمة الدفترية للسهم، ومضاعف سعر السهم للقيمة الدفترية للسهم، ومعدل العائد على الأصول. يتضح من انخفاض عدد المتغيرات المعنوية أن تأثير البيانات المحاسبية ضعيف على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية لدولة الإمارات العربية.

- في سوق الأوراق المالية القطري توجد ثمانية متغيرات ذات تأثير معنوي إحصائي هي القيمة الدفترية للسهم، ونسبة النمو في القيمة الدفترية للسهم، والربح الموزع للسهم، ونسبة الربح الموزع للسهم إلى سعر السهم، ومضاعف سعر السهم للقيمة الدفترية للسهم، ونسبة النمو في صافي الربح، ونسبة حقوق المساهمين إلى الأصول. يلاحظ أنه رغم حداثة سوق الأوراق المالية القطري إلا أن هناك علاقة معنوية بين كثير من البيانات المحاسبية والأسعار السوقية للسهم.

- في سوق الأوراق المالية البحريني اقتصرت المتغيرات ذات التأثير المعنوي الإحصائي على أربعة متغيرات هي عائد السهم، والربح الموزع على السهم، ونسبة الربح الموزع للسهم إلى سعر السهم، ومعدل العائد على حقوق الملكية. وهذا يعكس تركيز العلاقة بين أسعار الأسهم والبيانات المحاسبية على البيانات الخاصة بالعائد فقط.

- في سوق الأوراق المالية العماني اقتصرت المتغيرات ذات التأثير المعنوي الإحصائي على خمسة متغيرات هي القيمة الدفترية للسهم، وعائد السهم، والربح الموزع للسهم، ونسبة الربح الموزع

للسهم إلى سعر السهم، ونسبة حقوق المساهمين إلى الأصول. يلاحظ أن ثلاثة من المتغيرات ذات علاقة بعوائد الأسهم.

- بمقارنة المتغيرات المعنوية لدول مجلس التعاون الخليجي يتضح أن متغير الربح الموزع للسهم يمثل متغيراً معنوياً في جميع تلك الدول. أما متغير القيمة الدفترية للسهم فهو يمثل متغيراً معنوياً في جميع دول مجلس التعاون الخليجي ما عدا مملكة البحرين. كما أن المتغيرات: عائد السهم، ونسبة الربح الموزع للسهم إلى سعر السهم، ومضاعف سعر السهم إلى القيمة الدفترية للسهم، معنوية في أربعة من دول مجلس التعاون الخليجي، في حين أن باقي المتغيرات كانت معنوية في واحدة أو اثنتين فقط من تلك الدول.

- من الجدول رقم ٩/٤ يتبين أن جميع دوال الانحدار كانت معنوية لجميع دول مجلس التعاون الخليجي (مستوى المعنوية ٠.٠٠). واكبر معامل تحديد كان في دولة قطر (٠.٩٨٩) وأصغره كان في سلطنة عمان (٠.٨٧٠) مما يشير إلى أن تأثير البيانات المحاسبية مجتمعة على أسعار الأسهم كان في دولة قطر أقوى من باقي الدول وفي سلطنة عمان أقل من باقي الدول.

من ناحية أخرى يتبين من الجدول رقم (٩/٤) أن معاملات الارتباط المتعدد R ومعاملات التحديد R² ومعاملات التحديد المعدل Adjusted R² مرتفعة بشكل عام في جميع دول مجلس التعاون الخليجي. حيث تتراوح معاملات الارتباط المتعدد بين ٠.٩٨٩ و ٠.٨٧٠، وتتراوح معاملات التحديد بين ٠.٩٧٧ و ٠.٧٥٨، كما تتراوح معاملات التحديد المعدل بين ٠.٩٦٥ و ٠.٧٤٤. والجدير بالذكر أن تلك المعاملات اكبر ما تكون في دولة قطر واصغر ما تكون في سلطنة عمان. بالإضافة إلى ذلك فإن دوال الانحدار لجميع الدول ذات مستوى معنوية ٠.٠٠. واستناداً على هذه المؤشرات يمكن القول بوجود تأثير قوي للبيانات المحاسبية مجتمعة على أسعار الأسهم في أسواق تلك الدول. وبالإضافة إلى ذلك فإنه يمكن استخدام دوال الانحدار للتنبؤ بأسعار الأسهم في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

٥. النتائج والتوصيات:

خلص البحث إلى النتائج والتوصيات التالية:

١/٥. نتائج البحث:

تتمثل أهم نتائج الدراسة في أنه رغم الحداثة النسبية لأسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي إلا أن هناك تأثيراً واضحاً للبيانات المحاسبية على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية. حيث أشار تحليل الارتباط في دول مجلس التعاون الستة بشكل عام إلى وجود علاقات ارتباط موجبة قوية بين أسعار الأسهم وكل من القيمة الدفترية للسهم، وعائد السهم، والربح الموزع على السهم، وعلاقة ارتباط موجبة متوسطة بين أسعار الأسهم ومعامل العائد على حقوق الملكية. ومن زاوية أخرى أشارت نتائج تحليل الانحدار المتعدد إلى اختلاف تأثير البيانات المحاسبية مجتمعة على أسعار الأسهم من دولة لأخرى. ففي حين تضمنت دالة الانحدار في مملكة البحرين أربعة متغيرات معنوية فقط فإن ذات الدالة تضمنت ثمانية متغيرات معنوية في دولة قطر.

والنتيجة التي يخلص إليها الباحث أن للبيانات المحاسبية تأثير واضح على أسعار الأسهم في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي وإن اختلف هذا التأثير من دولة لأخرى. وهذا يعني أنه رغم أن الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تعد من الأسواق الناشئة إلا أنها تتميز بالفعالية والاستجابة للمؤشرات والبيانات المالية المنشورة. مما قد يشير إلى أن إمكانية نمو وتطور تلك الأسواق بما يفيد النمو الاقتصادي لمنطقة الخليج.

من زاوية أخرى يمكن استخدام دوال الانحدار المستخدمة في الدراسة للتنبؤ بأسعار الأسهم بعد الإعلان عن القوائم المالية، كي يسترشد بها المستثمرون في تحديد قيمة السهم. بالإضافة إلى ما

سبق من الممكن أن تقدم نتائج هذا البحث مساهمات في دراسات أخرى تتناول مدى كفاءة أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي.

٢/٥. التوصيات:

تتمثل أهم التوصيات التي خلص إليها الباحث في:

- ضرورة توحيد المعايير المحاسبية المطبقة في دول مجلس التعاون الخليجي بما يفيد في زيادة التعاون والتنسيق بين أسواقها المالية ويفيد في المقارنة بين بيانات الشركات المدرجة فيها.
- دعم إجراء أبحاث ودراسات محاسبية ومالية ذات علاقة بالأسواق المالية، للاستفادة من نتائجها في زيادة كفاءة وفعالية تلك الأسواق.
- دعم المواقع الإلكترونية للأسواق المالية وللشركات المقيدة بها وتوفير المعلومات الكافية بما يفيد الدراسات والأبحاث عن تلك الأسواق.
- توفير مزيد من الشفافية في التعاملات الاقتصادية بما يؤدي إلى زيادة درجة الثقة والمصادقية في الأسواق المالية والنشاط الاقتصادي بما يوفر الاستقرار والنمو لتلك الأسواق.
- تشجيع إنشاء الشركات المساهمة في دول مجلس التعاون الخليجي لما لها من دور مهم في نمو النشاط الاقتصادي وفي دعم الأسواق المالية.
- يمكن إجراء أبحاث مستقبلية في الموضوعات التالية:
 - تأثير التقارير المالية المرحلية **Interim Financial Statements** (القوائم المالية المنشورة كل ثلاثة أشهر) على أسعار وعوائد الأسهم في الدول الخليجية.
 - تأثير البيانات المحاسبية على مدار عدة فترات زمنية على أسعار وعوائد الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي.
 - تأثير اختلاف المعايير المحاسبية المتبعة في دول مجلس التعاون الخليجي على أسعار وعوائد الأسهم.
 - مدى تأثير التدفقات النقدية والمتغيرات المرتبطة بها على عوائد وأسعار الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي.

مراجع البحث:

- الخلايلة، محمود، ١٩٩٨، العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الأجل الطويل، مجلة دراسات، مجلد ٢٥ ، العدد الأول، ص ١٢٤-١٣٢.
- الفضل، مؤيد محمد علي: ٢٠٠١، اثر الأرباح المحاسبية على العوائد السوقية للأسهم - دراسة ميدانية في العراق، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد الرابع، العدد الأول، مايو: ٧٨-١٠١.
- خريوش، حسني علي، ٢٠٠٣، تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم البنوك والشركات المساهمة الأردنية، المجلة العربية للعلوم الإدارية، مجلد ١٠، العدد ١، ص ٣٧-٥٢.
- دليل الاستثمار الخليجي، ٢٠٠٣، الإصدار الأول، جدة.
- شرفاوي، اشرف محمود قدرى، ١٩٩٤، دراسة تحليلية للعلاقة بين المعلومات المحاسبية المالية وأسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة.
- ندا، محمد صبري إبراهيم: ١٩٩٧، أثر القوائم المالية المنشورة على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية - دراسة تطبيقية، الفكر المحاسبي، جامعة عين شمس، العدد الأول: ١-٩٤.
- Abarbanell, J., and Bushee, B., 1998, Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy, *The Accounting Review*, January: 19-45.
- Ahmed, A. S., Schneible, R. A. Jr, and Stevens, D. E., 2003, An Empirical Analysis of the Effects of Online Trading on Stock Price and Trading Volume Reactions to Earnings Announcements, *Contemporary Accounting Research*, Fall 20(3): 413.
- Al-Khazali O. M., And Pyun, C. S., 2004, Stock Prices and Inflation: New Evidence from the Pacific-Basin Countries, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Boston, Mar. 22(2): 123.
- Ball, R. and Brown, B., 1968, An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, No. 6, Autumn: 159-178.

- Ball, R., 1992, The Earning Price Anomaly, *Journal of Accounting and Economics*, No. 15, June/September: 319-346.
- Ball, R., and Bartov, E., 1996, How Naive is the Stock Markets Use of Earnings Information?, *Journal of Accounting and Economics*, No. 21, June: 319-337.
- Bao, Ben-Hsien, and Chow, L., 1999, The Usefulness of Earnings and Book Value for Equity Valuation in Emerging Capital Markets: Evidence from Listed Companies in the People's Republic of China, *Journal of International Management and Accounting*, 10(2): 85-104.
- Barberis, N., Shleifer, A. and Vishny, R., 1998, A Model of Investor Sentiment, *Journal of Financial Economics*, No. 49, September: 307-343.
- Barry, C., and Lockwood, L., 1995, New Directions in research on Emerging Markets, *Financial Markets, Institutions and Instruments*, No. 4: 15-36.
- Beaver, W. H., Clark, R., and Wright, W., 1979, The Association between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors, *Journal of Accounting Research*, Autumn: 316-340.
- Bernard, V., 1993, Earnings Quality, Book Value, and the State of Financial Statement Analysis, as cited by Bao, Ben-Hsien, and Chow, L., 1999.
- Bernard, V., 1995, The Feltham-ohlson Framework: Implications for Empiricists, *Contemporary Accounting Research*, Spring: 733-747.
- Bernard, V. L. and Thomas, J., 1989, Post – Earning Announcements Drift: Delayed Price Response or Risk Premium, *Journal of Accounting Research*, No. 27, Supplement: 1-36.
- Bernard, V. L. and Thomas, J., 1990, Evidence That Stock Prices Do Not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings, *Journal of Accounting and Economics*, No. 13, December: 305-340.
- Bowen, R. E., 1981, Valuation of Earnings Components in the Electric Industry, *The Accounting Review*, January: 1-22.
- Brayon, S., 1997, Incremental Information Content of required Disclosures Contained in management discussion and analysis, *The Accounting Review*, April: 285-301.
- Collins, D., and Kothari, S., 1989, An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients, *Journal of Accounting and Economics*, No. 11, July: 143-181.
- Collins, D., Maydew, E. and Weiss, I., 1997, Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Value over the Past Forty Years, *Journal of Accounting and Economics*, No. 24, December: 39-67.
- Daley, L. A., 1984, The Evaluation of Reported Pension Measures for firms Sponsoring Defined Benefits plans, *The Accounting Review*, April: 177-198.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., and Subrahmanyam, A., 1998, Investor Psychology and Security Market Under and Overreactions, *The Journal of Finance*, No. 53, December: 1839-1885.
- DeBondt, W., and Thaler, R., 1985, Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, No. 40, July: 793-808.
- Fairfield, P. M., Sweeney, R. J., and T. L., 1996, Accounting Classification and the Predictive Content of Earnings, *The Accounting Review*, July: 337-355.
- Geoffrey, B. G., Martikainen, T., Perttunen, J., and Yli-Olli, P., 1994, On the Functional Form of earnings and Stock Prices: International Evidence and Implications for the E/P Anomaly, *Journal of Business Finance and Accounting*, April, 21(3): 395-408.
- Graham, C. M., Cannice, M. V. and Sayre T. L. 2002, Analyzing Financial Analysts, *Journal of Management Research*, Aug. 2(2): 63-72.
- Hong, H., and Stein, J., 1999, A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading and Overreaction in Asset Markets, *The Journal of Finance*, No. 54, December: 2143-2184.
- Lee, C. Jevons, 1987, Fundamental Analysis and the Stock Market, *Journal of Business Finance & Accounting*, Spring, Vol. 14, No. 1.
- Lev, B., 1989, On the Usefulness of Earnings Research: Lesson and Directions from Tow decades of Empirical Research, *Journal of Accounting Research*, No. 27, Supplement: 153-192.
- Lev, B., and Thiagarajan, S. R., 1993, Fundamental Information Analysis, *Journal of Accounting Research*, No. 31, Autumn: 190-215.

- Lipe, R. C., 1986, The Information Contained in the Components of Earnings, *Journal of Accounting Research*, No. 24, Supplement: 36-64.
- Martikainen, T., 1990, The Individual and Incremental Significance of the Economic Determinants of stock Returns and Systematic Risk, Ph. D. Dissertation, University of Vaasa, as cited by Schadewitz, H. J., Kanto, A. J., Kahra, H. and Blevins, R., 2002.
- Martikainen, T., Yli-Olli, P., and Gunasekaran, A., 1991, The Finnish stock Market: an Investigation for Empirical Research and Future Research Directions, *The Finnish Journal of Business Economics*, No. 40: 253-284.
- Mear, R. and Firth, M. 1988, Risk Perceptions of Financial Analysts and the Use of Market and Accounting Data, *Accounting and Business Research*, Vol. 18, No. 72: 335-340.
- Ohlson, J. A., 1995, Earnings, Book Value, and dividends in Equity Valuation, *Contemporary Accounting Research*, Spring: 661-687.
- Olson, Dennis, and Mossman, Charles, 2003, Neural Network Forecasts of Canadian Stock Returns Using Accounting Ratios, *International Journal of Forecasting*, Amsterdam, Jul-Sep. 19(3): 453.
- Schadewitz, H. J., 1996, Information Content of Interim Earnings components - Evidence from Finland, *Journal of Business, Finance, and Accounting*, No. 23, December: 1397-1414.
- Schadewitz, H. J., and Blevins, R., 1998a, Major Determinants of Interim Disclosures in an Emerging Market, *American Business Review*, No. 16, January: 41-55.
- Schadewitz, H. J., Kanto, A. J., Kahra, H. and Blevins, R., 1999, On the effects of Various Degrees of Voluntary Disclosures on share Returns, *Business Quest*, <http://www.westage.edu/>.
- Schadewitz, H. J., Kanto, A. J., Kahra, H. and Blevins, R., 2002. An Analysis of the Impact of Varying Levels of Interim Disclosure on Finnish Share prices within Five Days of the Announcement, *American Business Review*, June: 33-45.

فقد أشارت دراسة Benston 1967 إلى وجود علاقة غير دالة إحصائياً بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأسهم.

وحول أهمية البيانات المحاسبية الواردة بالقوائم المالية ومدى اعتماد المحللين الماليين عليها توصلت دراسة Graham, et al, 2002 - بعد فحص عناصر التقارير المالية التي غالباً ما يستخدمها المحلل المالي عن طريق استبيان تم توزيعه على المحللين الماليين وتم الحصول على ٣٤ استجابة من محللين ماليين يمثلون ١٨ صناعة - إلى أن المحللين الماليين يعتمدون بشكل أساسي على تحليل القوائم المالية في تقييم النتائج المالية التي تم التقرير عنها للشركات، في حين تعد أساليب التحليل الفنية مثل نموذج تسعير الأصل الرأسمالي وغيرها أقل استخداماً.