

The Effect of Firm Life Cycle on the Relationship between Market Stock Return and Accounting Earnings, Losses and Book Value per Share: Evidence from Jordan

Mamoun M. Al-Debi'e¹ and Adnan D. Shohait²

ABSTRACT

This study aims at examining whether the relationship between market stock return and earnings (losses) per share and book value per share varies according to each and both of the sign of net income and the stage the firm is going through within its life cycle. The study used a sample of 33 industrial public shareholding companies listed in Amman Stock Market (164 observations) during the period 2011-2019.

To achieve the objectives of the study, the researchers executed a number of simple -and multiple- regression models of the returns-earnings (losses) and book value to examine the relationship from various dimensions: (1) the explanatory power of earnings (losses) per share, (2) the explanatory power of book value per share, (3) the incremental explanatory power of book value per share over that of earnings (losses) per share. The models were executed for various sub-samples constructed according to the sign of net income and the stage in which the company is going through within its life cycle, separately and combined.

The results of the sub-samples which were constructed based on both the sign of net income and the stage which the company is going through revealed the following: (1) earnings per share and book value per share have no information content for profitable companies in the introduction and growth stages, (2) the main explanatory variable for market stock return for profitable companies in the maturity stage is earnings per share, (3) the only explanatory variable for market stock return for profitable companies in the shake-out and decline stages is earnings per share, (4) losses per share and book value per share separately have no information content for losing companies in the introduction and growth stages, (5) losses per share and book value per share have information content when both are entered together in the model, (6) only book value per share has information content for losing companies in the maturity stage, (7) loss per share and book value per share separately and together have no information content for losing companies in the shake-out and decline stages.

The results suggest that the reasons behind the low explanatory power of the relationship between market stock return and earnings per share are the presence of losses, the failure to take into account the stage in which the company is going through in its life cycle and the failure to consider the book value per share in the model of the relationship, which leads to an error in the specification of the relationship, especially if the result of operations is a loss. These results are expected to assist stakeholders in making rational decisions and recommendations.

Keywords: Market stock return, Level of earnings per share, Level of book value per share, Accounting losses, Firm life-cycle stages.

1 Professor, Department of Accounting, Faculty of Business, The University of Jordan, Amman, Jordan.

2 Fusteka Group, Basrah, Iraq.

Received on 26/4/2021 and Accepted for Publication on 20/10/2021.

أثر دورة حياة المنشأة على علاقة العائد السوقي للسهم بكل من الأرباح والخسائر المحاسبية والقيمة الدفترية للسهم: دليل من الأردن

لألم م لشتي¹ معتمد خنجر² سكر

ملخص

سعت هذه الدراسة إلى اختبار ما إذا كانت علاقة العائد السوقي للسهم بكل من ربحية (خسارة) السهم والقيمة الدفترية للسهم تتباين طبقاً لإشارة نتيجة أعمال الشركة والمرحلة التي تمر بها ضمن دورة حياتها مجتمعين. وقد استخدمت الدراسة عينة من الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الأعوام 2011-2019، وقد بلغ حجم العينة 33 شركة (164 مشاهدة).

ولتحقيق هدف الدراسة، قام الباحثان بتنفيذ مجموعة من نماذج الانحدار البسيطة ومتعددة المتغيرات لعلاقة العائد السوقي للسهم بربحية (خسارة) السهم والقيمة الدفترية للسهم لدراسة العلاقة من الجوانب التالية: (1) القوة التفسيرية لكل من ربحية (خسارة) السهم، (2) القوة التفسيرية للقيمة الدفترية للسهم، (3) القوة التفسيرية الإضافية للقيمة الدفترية للسهم علاوة على تلك لربحية (خسارة) السهم. وتم تنفيذ تلك النماذج لعينات فرعية متعددة تم تكوينها بناءً على كل من نتيجة أعمال الشركة (ربح أو خسارة) والمرحلة التي تمر بها ضمن دورة حياتها، منفردتين ومجتمعين.

أظهرت نتائج العينات الفرعية التي تم تكوينها بناءً على إشارة نتيجة أعمال الشركة والمرحلة التي تمر بها ضمن دورة حياتها مجتمعين ما يلي: (1) لا يوجد مضمون معلوماتي لربحية السهم أو القيمة الدفترية للسهم للشركات الرابحة في مرحلتي التأسيس والنمو، (2) إن المتغير التفسيري الرئيس للعائد السوقي للسهم للشركات الرابحة في مرحلة النضج هو ربحية السهم، ولا يمكن الاعتماد على القيمة الدفترية للسهم وحدها لتفسير العائد السوقي للسهم، (3) إن المتغير التفسيري الوحيد للعائد السوقي للسهم للشركات الرابحة في مرحلتي التراجع والهبوط هو ربحية السهم، (4) لا يوجد مضمون معلوماتي لخسارة السهم والقيمة الدفترية للسهم كل منهما منفرداً للشركات الخاسرة في مرحلتي التأسيس والنمو، (5) يوجد مضمون معلوماتي لكل من خسارة السهم والقيمة الدفترية للسهم عند إدخال كليهما معاً في النموذج، (6) يوجد مضمون معلوماتي للقيمة الدفترية للسهم فقط للشركات الخاسرة في مرحلة النضج، (7) لا يوجد مضمون معلوماتي لخسارة السهم والقيمة الدفترية للسهم كل منهما منفرداً ومجتمعين للشركات الخاسرة في مرحلتي التراجع والهبوط. يستنتج من هذه النتائج أن من أسباب تدني القوة التفسيرية لعلاقة العائد السوقي للسهم بالأرباح المحاسبية وجود مشاهدات سلبية (خسائر)، وعدم أخذ المرحلة التي تمر بها الشركة ضمن دورة حياتها بعين الاعتبار، وعدم إدخال القيمة الدفترية للشركة ضمن نموذج العلاقة، الأمر الذي يؤدي إلى خطأ في مواصفة العلاقة، خاصة إذا كانت نتيجة أعمال الشركة خسارة. ويتوقع أن تساعد هذه النتائج أصحاب المصلحة على اتخاذ قرارات وتوصيات رشيدة.

الكلمات الدالة: العائد السوقي للسهم، مستوى ربحية السهم، مستوى القيمة الدفترية للسهم، الخسائر المحاسبية، مراحل دورة حياة الشركة.

المقدمة

أحد أهم مصادر المعلومات التي يعتمد عليها أصحاب المصلحة لتقييم أداء الشركة واتخاذ القرارات المناسبة. ولكن التساؤلات المستمرة التي ما زالت تراود الباحثين المهتمين بالبحث المحاسبي القائم على السوق المالية (Market-based Accounting Research) هي: متى، وكيف، ولماذا يهتم أصحاب المصلحة بمعلومات القوائم المالية وغيرها من المعلومات؟ وما هي أسباب

تعتبر القوائم المالية الناتج الأساسي للنظام المحاسبي، وتمثل

1 أستاذ، قسم المحاسبة، كلية الأعمال، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

2 مجموعة شركات فسقة، البصرة، العراق.

تاريخ استلام البحث 2021/4/26 وتاريخ قبوله 2021/10/20.

الشركة ضمن دورة حياتها بعين الاعتبار، (3) تحديد المتغير المحاسبي ذي المضمون المعلوماتي الأكبر فيما يتعلق بالعائد السوقي للسهم للشركات الربحية والخاسرة ضمن كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة، (4) تحديد المواصفة الملائمة لعلاقة العائد السوقي للسهم بالخسائر المحاسبية.

الدراسات السابقة

تعتبر علاقة العائد السوقي للسهم بالأرباح المحاسبية من أكثر العلاقات التي تم اختبارها ضمن البحث المحاسبي القائم على السوق المالية، ولقد أثبتت هذه العلاقة منذ ستينيات القرن الماضي (Ball and Brown, 1968). إلا أن القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية فيما يتعلق بالعائد السوقي للسهم كانت ضعيفة، ولم تتجاوز في المتوسط (10%) (Lev, 1989). ومن الأسباب التي توصل إليها الباحثون لضعف تلك العلاقة أن المتغير المستخدم في العلاقة لتمثيل الأرباح غير المتوقعة، وهو التغير في الأرباح المحاسبية، لم يكن متغيراً تفسيراً ملائماً. وبالفعل أثبتت دراسات (Easton and Harris, 1991; Al-Debi'e and Walker, 1999; Cheng et al., 2013) وكذلك دراسة (الدبيعي وأبو نصار، 1999) على السوق الأردنية أن متغير مستوى الأرباح (ربحية السهم مقسومة على سعر السهم) له قوة تفسيرية أكبر من القوة التفسيرية لمتغير التغير في الأرباح (الفرق الأول في ربحية السهم مقسوماً على سعر السهم) فيما يتعلق بالعائد السوقي للسهم. ويعزى تفوق متغير مستوى الأرباح إلى أنه أكثر استقراراً من متغير التغير في الأرباح، وخاصة عندما تتضمن الأرباح المحاسبية عناصر مؤقتة (الدبيعي وأبو نصار، 2000). كذلك أثبتت دراسة (Hayn, 1995) وجود ضعف في العلاقة بين الخسائر والعائد السوقي للسهم إذا كانت الخسائر مؤقتة، أما في حالة تكرار الخسائر، فيجب الاعتماد على مؤشرات مالية أخرى لتقييم وضع الشركة، وذلك من منطلق أن المتعاملين في السوق المالية ينظرون إلى تلك الخسائر على أنها تتضمن عناصر مؤقتة لا تنعكس في قيمة الشركة، نظراً لأن لديهم خيار الاستغناء عن أسهم تلك الشركات الخاسرة. وبالفعل، بلغت القوة التفسيرية لنموذج العلاقة الذي يتضمن فقط مشاهدات الشركات الربحية ثلاثة أضعاف مثيلاتها لمشاهدات الشركات الخاسرة. وأظهرت النتائج عدم وجود علاقة بين العائد السوقي للسهم

انخفاض المضمون المعلوماتي لمعلومات القوائم المالية؟ وكيف يمكن أن نميز بين الشركات التي تعتمد على ربحيتها أو على قيمتها الدفترية لإيصال المضمون المعلوماتي المرتبط بقيمتها السوقية؟ ولا بد من التأكيد هنا على أنه لا يجوز التعامل مع معلومات القوائم المالية في معزل عن المعلومات الأخرى المتاحة لأصحاب المصلحة؛ لأن ذلك يؤدي إلى تجاهل الأثر التوكيدي الهام لمعلومات القوائم المالية على مصادر المعلومات الأخرى ذات التوقيت الملائم، كالمرحلة التي تمر بها الشركة ضمن دورة حياتها، وغيرها من مصادر المعلومات.

تشير نظرية دورة حياة المنشأة إلى اختلاف خصائص الشركة من مرحلة إلى أخرى؛ أي أن أداء الشركة يختلف حسب المرحلة التي تمر بها. وبالتالي فإن تحليل أداء الشركة ومؤشرات استثماريتها لأغراض اتخاذ قرارات الشراء والبيع والاحتفاظ بالسهم، التي تأخذ بالاعتبار مراحل دورة حياة المنشأة، ستكون أكثر دقة وفائدة لأصحاب المصلحة (عبداللطيف والدبيعي، 2019؛ أبو رمان والدبيعي، 2020).

تهدف هذه الدراسة إلى تقديم دليل تطبيقي على أثر دورة حياة المنشأة، وفقاً لمنهجية (Dickinson, 2011)، على العلاقة بين العائد السوقي للسهم وكل من الأرباح والخسائر المحاسبية والقيمة الدفترية للشركة. ولتحقيق هدف الدراسة الرئيس، قام الباحثان بتنفيذ مجموعة من نماذج علاقة العائد السوقي للسهم بربحية (خسارة) السهم والقيمة الدفترية للسهم منفردتين ومجتمعيتين لدراسة العلاقة من الجوانب التالية: (1) القوة التفسيرية لكل من ربحية (خسارة) السهم، (2) القوة التفسيرية للقيمة الدفترية للسهم، (3) القوة التفسيرية الإضافية للقيمة الدفترية للسهم علاوة على تلك لربحية (خسارة) السهم. وتم تنفيذ تلك النماذج لعينات فرعية متعددة تم تكوينها بناءً على كل من نتيجة أعمال الشركة (ربح أو خسارة) والمرحلة التي تمر بها ضمن دورة حياتها، منفردتين ومجتمعيتين.

يخدم هذا البحث أصحاب العلاقة من عدة جوانب؛ (1) التأكيد على أهمية التحليل القريني (Contextual) عند دراسة علاقة معلومات القوائم المالية مع متغيرات السوق المالية؛ كأخذ المرحلة التي تمر بها الشركة ضمن دورة حياتها بعين الاعتبار، (2) تحسين عملية التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية للشركة التي على أساسها يتم تسعير السهم إذا تم أخذ المرحلة التي تمر بها

للشَّهْم. ولقد فسّر (Fama and French, 1992) هذه النتيجة من منحنيين: الأول أن العلاقة الموجبة بين العائد السوقي للشهم ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للشهم تعكس حقيقة أن القيم العالية لهذه النسبة ترتبط بمستويات عالية من المخاطرة، وبالتالي فإن العلاقة الموجبة بينهما تعكس عقلانية وكفاءة التسعير في السوق المالية. وبالفعل، أثبت (Harris and Marston, 1994) أنه بعد ضبط متغير النمو، فإنه توجد علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين قيم بيتا العالية والقيم العالية لنسب القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للأسهم. كما أثبت أن دور النمو أكبر من دور بيتا في تفسير نسب القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للأسهم. أما المنحى الثاني، فيرجع إلى أن القيم العالية لتلك النسبة ناتجة عن تسعير الشَّهْم بأقل من قيمته الحقيقية، حيث السوق يعاقب الشركات ذات الأداء التشغيلي الضعيف المتمثل في أرباحها المنخفضة لفترة مستمرة من الزمن؛ بمعنى أن علاقة نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للشهم بربحية الشركة علاقة عكسية.

عرّف (Ohlson, 1995) القيمة السوقية للشركة بأنها دالة خطية لمعلوماتها المحاسبية (كربحياتها وقيمتها الدفترية) ومعلومات أخرى (كالمرحلة التي تمر بها ضمن دورة حياتها). فدورة حياة المنشأة تؤثر على القيمة السوقية للشركة، وبالتالي لا بد من النظر من خلالها لتحديد محددات تلك القيمة السوقية. وأضاف أن المضمون المعلوماتي للقيمة الدفترية أكبر عندما تكون نتيجة أعمال الشركة خسارة مؤقتة أو ربحاً مؤقتاً.

كذلك صاغ (Feltham and Ohlson, 1995) نموذجاً يربط بين القيمة السوقية للشركة ومعلوماتها المحاسبية المتعلقة بأنشطتها التشغيلية والمالية، حيث أشار إلى أن القيمة الدفترية تساوي القيمة السوقية للأنشطة المالية المتعلقة بالأصول والالتزامات التي يتم تداولها في أسواق كفوة نسبياً، وأنه لن تكون هناك ضرورة لاستخدام أساس الاستحقاق المحاسبي أو أن تطبيقه سيكون بسيطاً (كمحاسبة الفائدة المستحقة)، ولكن القيمة الدفترية تختلف عن القيمة السوقية للأنشطة التشغيلية المتعلقة بأصول لا يتم تداولها في أسواق كفوة بشكل إفرادي (كالذمم المدينة والمخزون وغيرها)، وبالتالي يؤدي أساس الاستحقاق المحاسبي إلى وجود مثل تلك الفروقات بين القيم الدفترية والقيم السوقية. وافترض أن القيمة السوقية للشهم تساوي صافي القيمة الحالية

والخسائر المحاسبية. ويمكن من هذه النتائج استنتاج أن دمج مشاهدات الشركات الربحية والخاسرة معاً عند قياس المضمون المعلوماتي للأرباح سيؤدي إلى تحيز نحو تخفيض معامل استجابة الأرباح. ولقد أثبتت دراسة (الدبعي وإبراهيم، 2012) ذلك على السوق الأردنية.

لقد قدّم (Collins et al., 1999) تفسيراً للعلاقة العكسية الدالة إحصائياً بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية عندما تكون نتيجة أعمال الشركة خسارة. فقد أثبتوا أن إدخال متغير القيمة الدفترية للشهم إلى نموذج العلاقة بين العوائد والأرباح، يزيل العلاقة العكسية، حيث الإشارة السالبة لمعامل متغير الأرباح ناتجة عن خطأ في مواصفة تلك العلاقة. كما بينوا أن أهمية إدخال متغير القيمة الدفترية للشهم في نموذج العلاقة تتبع من دوره كممثل للأرباح المستقبلية العادية المتوقعة للشركات الخاسرة، وكذلك من كونه ممثلاً لخيار الاستغناء عن أسهم الشركات الخاسرة، والمتوقع أن تتوقف عملياتها التشغيلية وتتم تصفيتهما. كذلك أثبتت دراسة (الدبعي وإبراهيم، 2012) على السوق الأردنية أن علاقة العائد السوقي للشهم بالأرباح تتأثر بفرض نمو الشركة، وأنه يوجد مضمون معلوماتي إضافي للقيمة الدفترية، علاوة على تلك للخسائر المحاسبية فيما يتعلق بالعائد السوقي للشهم. وأوصت الدراسة المتعاملين في السوق المالية بالتركيز على القيمة الدفترية لأسهم الشركات الخاسرة، كونها تتضمن معلومات أكثر عن السعر السوقي للشهم مقارنة بالخسائر المحاسبية.

تعكس نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للشهم الفرق بين ما تعرضه القوائم المالية (طبقاً لمعايير الإبلاغ المالي الدولية) كقيمة دفترية لحقوق الملكية وتقييم السوق المالية للقيمة الاقتصادية لحقوق الملكية. فقد أثبتت دراسة (Fama and French, 1992)، بعد قيامهما بدراسة العوائد السوقية للأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية للأعوام (1963-1990)، أن ما يفسر العائد السوقي للشهم ليس بيتا، وإنما نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للشهم وحجم الشركة، وأن نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للشهم تلعب دوراً أكبر من دور الحجم في تفسير ذلك العائد، حيث المحفظة ذات القيم العالية لنسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للشهم تتأوى منها عوائد سوقية أكبر من المحفظة ذات القيم المنخفضة لنسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية

(Order Theory)، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين دورة حياة المنشأة ودرجة الرفع المالي. كذلك قام (أبو رمان والدبعي، 2020) باختبار مدى ملائمة مقاييس الأداء المالي لتحديد القيمة السوقية للمنشأة خلال مراحل دورة حياة المنشأة باستخدام منهجية (Dickinson, 2011). وقد استخدمت الدراسة صافي الدخل والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والأنشطة الاستثمارية والأنشطة التمويلية كمتغيرات مستقلة، كما استخدمت القيمة الدفترية لصافي الأصول كمتغير ضابط، واستخدمت القيمة السوقية للسهم كمتغير تابع. وتوصلت الدراسة إلى اختلاف مدى ملائمة هذه المقاييس للقيمة السوقية للمنشأة من مرحلة إلى أخرى؛ فقد أظهرت نتائج الدراسة أن صافي الدخل ملائم لقيمة المنشأة في مرحلة النمو ومرحلة النضج، وغير ملائم في باقي مراحل دورة حياة المنشأة. كما أن التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ملائمة في مرحلة التراجع، وغير ملائمة في باقي المراحل. أما التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والأنشطة التمويلية، فهي غير ملائمة لقيمة المنشأة خلال جميع مراحل دورة حياتها.

تم تنظيم ما تبقى من الدراسة كما يلي: يعرض القسم التالي منهجية الدراسة، ومن ثم نعرض منهجية تحديد المرحلة التي تمر بها الشركة ضمن دورة حياتها، ويتبع ذلك المقاييس الإحصائية الوصفية ومصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، وفي القسم الذي يلي ذلك نعرض النتائج الرئيسية للدراسة. وفي الختام، نعرض نتائج الاختبارات الإضافية التي نفذناها متبوعة بخلاصة الدراسة.

منهجية الدراسة

يعرض هذا القسم مجتمع وعينة وفترة الدراسة، وفرضية الدراسة ومتغيراتها الرئيسية ونماذجها، والمنهجية المستخدمة في تحديد مراحل دورة حياة المنشأة، وتوزيع مشاهدات الشركات على مراحل دورة حياة المنشأة، وأسلوب تنفيذ نماذج الدراسة.

مجتمع الدراسة وعينتها

تمثل الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي مجتمع الدراسة. وقد بلغ عدد تلك الشركات في عام (2019)، طبقاً لبيانات سوق عمان المالي، (56) شركة. أما

لتوزيعات الأرباح المستقبلية في ظل محاسبة الفائض المتسق (Clean-surplus Accounting)، التي بموجبها تدخل جميع التغيرات في حقوق الملكية (ما عدا المتعلقة بالمساهمين) في احتساب صافي الدخل. وبناءً على ذلك، فقد بينا أن قيمة الشركة تساوي قيمتها الدفترية مضافاً إليها صافي القيمة الحالية لأرباحها غير العادية المستقبلية المتوقعة.

لقد أثبت (Anthony and Ramesh, 1992) أن المضمون المعلوماتي لمعلومات القوائم المالية حول قدرة الشركة على خلق أرباح مستقبلية يتباين طبقاً للمرحلة التي تمر بها الشركة ضمن دورة حياتها. وعليه فإن معامل استجابة الأرباح مرتبط بكل مرحلة من تلك المراحل. كما أشار (Basu, 1997) إلى أن التحفظ المحاسبي يؤدي إلى عدم تماثل المعالجات المحاسبية ذات العلاقة بتحديد نتيجة أعمال الشركة وقيمتها الدفترية، حيث يتم الاعتراف بالأخبار السيئة بسرعة أكبر من الاعتراف بالأخبار الجيدة. ولأن الاعتراف بالخسائر يحدث أبكر من الاعتراف بالمكاسب، فإن المضمون المعلوماتي لربحية الشركة سيكون أكبر للشركات في مراحل دورة حياتها الأقل ربحية (كمرحلة التراجع ومرحلة الهبوط).

كذلك أثبت (Burgstahler and Dichev, 1997) أن المضمون المعلوماتي لقيمة الشركة الدفترية للشركات الخاسرة أو التي تعاني من تناقص في أرباحها أكبر من المضمون المعلوماتي لأرباحها، وأن المضمون المعلوماتي للأرباح يفسر عوائد الأسهم للشركات الناضجة بدرجة أفضل. وقام (Dickinson et al., 2018) أيضاً بإثبات أن للقيمة الدفترية للشركة مضموناً معلوماتياً جوهرياً ويزيد على المضمون المعلوماتي لأرباحها في تفسير عوائد الأسهم في مرحلتي التأسيس والهبوط. وبالمقابل، يوجد مضمون معلوماتي للأرباح في مرحلة النضج. ويعني ذلك أن الأرباح تتفوق على القيمة الدفترية من حيث مضمونها المعلوماتي عندما تستطيع الشركة خلق أرباح عالية من عملياتها التشغيلية القائمة دون الحاجة إلى إضافة عمليات جديدة، وهو حال الشركات الناضجة. محلياً، استخدم (عبد اللطيف والدبعي، 2017) منهجية (Dickinson, 2011) لاختبار أثر مراحل دورة حياة المنشأة على هيكل رأسمالها. وتوصلت الدراسة إلى أن درجة الاعتماد على الدين في هيكل رأس المال كانت الأعلى في مرحلتي التأسيس والنمو، وهذا ينسجم مع نظرية ترتيب الأولويات (Pecking

أو اندمجت مع شركة أخرى أو وزعت أسهماً مجانية أو جزأت سهمها خلال فترة الدراسة، (3) أن لا تكون حقوق الملكية للشركة سالبة. وبناءً على ذلك، تم استبعاد (23) شركة تمثل ما نسبته (41%) من مجتمع الدراسة لعدم تحقيقها الشروط المذكورة أعلاه. ويعرض الجدول (1) مجتمع الدراسة، وعدد الشركات التي تم استبعادها، وسبب استبعادها، وعدد شركات عينة الدراسة.

عينة الدراسة فتمثل جميع الشركات التي حققت الشروط الآتية خلال فترة الدراسة (2011-2019): (1) توفر أسعار الأسهم الشهرية، وبيانات سنوية عن ربحية السهم سواء كانت موجبة أو سالبة، وحقوق الملكية وعدد الأسهم القائمة، وصافي التدفقات النقدية التشغيلية والاستثمارية والتمويلية للشركة لعامين متتاليين على الأقل، (2) أن لا تكون الشركة قد غيرت نهاية سنتها المالية

الجدول (1)

عدد شركات مجتمع الدراسة وعدد الشركات المستبعدة وعدد شركات عينة الدراسة

عدد شركات مجتمع الدراسة	56 شركة
الشركات المستبعدة لعدم توفر أسعار إغلاق أسهمها بشكل منتظم لعامين متتاليين، أو لتوزيعها أسهماً مجانية، أو لأن حقوق ملكيتها سالبة، أو لعدم توفر بيانات تدفقاتها النقدية، أو لعدم توفر بيانات ربحيتها.	23
عدد شركات عينة الدراسة	33 شركة

متغيرات الدراسة

تتضمن هذه الدراسة ثلاثة متغيرات رئيسية هي: العائد السوقي السنوي للسهم ويمثل المتغير التابع في نماذج الدراسة، ومتغير مستوى الأرباح (سواء كانت نتيجة أعمال الشركة ربحاً أو خسارة) ويمثل المتغير المستقل الأول، ومتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم ويمثل المتغير المستقل الثاني. وفيما يلي طريقة احتساب تلك المتغيرات.

المتغير التابع: العائد السوقي السنوي للسهم

تم احتساب العائد السوقي السنوي للسهم، من خلال احتساب العائد السوقي الشهري للسهم، ومن ثم تجميع تلك العوائد الشهرية خلال نافذة الدراسة الممتدة لاثني عشر شهراً، كما يلي:

احتساب العائد السوقي الشهري للسهم

تم الحصول على أسعار الاغلاقات الشهرية لكل شركة (i) لكل سنة (t) ضمن شركات عينة الدراسة من شهر أيار من السنة (t) وحتى شهر نيسان من السنة (t+1)، وتمثل هذه الفترة نافذة القياس في هذه الدراسة وطولها (12 شهراً)، ثم تم احتساب العائد السوقي الشهري للسهم من خلال قسمة حاصل طرح سعر

الفرضية الرئيسية

لا يختلف المضمون المعلوماتي لربحية (خسارة) السهم والقيمة الدفترية للسهم فيما يتعلق بالعائد السوقي للسهم نتيجة اختلاف إشارة رقم صافي الدخل ولكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة عند مستوى دلالة إحصائية مقداره 5%.

الفرضيات الفرعية

الفرضية الأولى: لا يختلف المضمون المعلوماتي للأرباح عن المضمون المعلوماتي للخسائر فيما يتعلق بالعائد السوقي للسهم عند مستوى دلالة إحصائية مقداره 5%.

الفرضية الثانية: لا يوجد مضمون معلوماتي إضافي للقيمة الدفترية للسهم علاوة على المضمون المعلوماتي للأرباح أو الخسائر فيما يتعلق بالعائد السوقي للسهم عند مستوى دلالة إحصائية مقداره 5%.

الفرضية الثالثة: لا يختلف المضمون المعلوماتي للأرباح أو الخسائر أو القيمة الدفترية للسهم فيما يتعلق بالعائد السوقي للسهم من مرحلة إلى مرحلة أخرى ضمن دورة حياة المنشأة عند مستوى دلالة إحصائية مقداره 5%.

قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم القائمة للشركة في نهاية السنة t ، ومن ثم القسمة على سعر إغلاق السهم P_{it-1} في بداية نافذة القياس، باستخدام المعادلة الآتية:

$$LBV_{it} = BV_{it} / P_{it-1}$$

حيث يمثل LBV_{it} متغير مستوى القيمة الدفترية لسهم الشركة i للسنة t ، و BV_{it} القيمة الدفترية لسهم الشركة i للسنة t . وتستند مواصفة مستوى القيمة الدفترية للسهم المستخدمة في هذه الدراسة إلى اقتراح (Ohlson, 1995) المتمثل في أن قيمة الشركة تعتمد على قيمتها الدفترية وعلى الأرباح المتحققة.

نماذج الدراسة

تتضمن هذه الدراسة ثلاثة نماذج انحدار: الأول نموذج انحدار بسيط لعلاقة العائد السوقي للسهم بمتغير مستوى الأرباح (سواء كانت نتيجة أعمال الشركة ربحاً أو خسارة)، والثاني نموذج انحدار بسيط لعلاقة العائد السوقي للسهم بمتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم، والثالث نموذج انحدار متعدد المتغيرات لمتغير مستوى الأرباح (سواء كانت نتيجة أعمال الشركة ربحاً أو خسارة) ومتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم معاً.

النموذج الأول: نموذج مستوى الأرباح

يمكن التعبير عن نموذج مستوى الأرباح (الخسائر) بالمعادلة الآتية:

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LE_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث α_0 المعامل الثابت للنموذج، و α_1 معامل الميل للنموذج، ε_{it} الخطأ العشوائي للنموذج.

النموذج الثاني: نموذج مستوى القيمة الدفترية للسهم

يمكن التعبير عن نموذج مستوى القيمة الدفترية للسهم بالمعادلة الآتية:

$$RET_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 LBV_{it} + \varepsilon_{1it}$$

حيث γ_0 المعامل الثابت للنموذج، و γ_1 معامل الميل للنموذج، ε_{1it} الخطأ العشوائي للنموذج.

النموذج الثالث: نموذج مستوى الأرباح (الخسائر) ومستوى

القيمة الدفترية للسهم معاً

يمكن التعبير عن هذه العلاقة بالنموذج الآتي:

إغلاق الشهر (τ) من سعر إغلاق الشهر $(\tau-1)$ على سعر إغلاق الشهر $(\tau-1)$ باستخدام المعادلة الآتية:

$$R_{it} = (p_{it} - p_{it-1}) / p_{it-1}$$

حيث يمثل R_{it} العائد السوقي للسهم للشهر τ والشركة i ، و P_{it-1} سعر إغلاق السهم للشهر $\tau-1$ والشركة i .

احتساب العائد السوقي السنوي للسهم

تم احتساب العائد السوقي السنوي للسهم من خلال مضروب العائد السوقي الشهري للسهم ثم طرح (1) من ناتج المضروب لاثنتي عشر شهراً، كما يلي:

$$RET_{it} = \prod_{t=1}^{12} (1 + r_{it}) - 1$$

حيث يمثل RET_{it} العائد السوقي السنوي لسهم الشركة i للسنة t المجمع لاثنتي عشر شهراً، و \prod المضروب. ولم يتم إدخال توزيعات الأرباح في احتساب العائد السوقي السنوي للسهم، وذلك استناداً إلى دراسة (Brown, 1994) ودراسة (Ohlson, 1995) اللتين أشارتا إلى أن إدخال توزيعات الأرباح في احتساب العائد السوقي للسهم أو استبعادها لن يؤثر على عملية الاحتساب.

المتغير المستقل الأول: مستوى الأرباح أو مستوى الخسائر

تم احتساب متغير مستوى الأرباح (الخسائر) من خلال قسمة ربحية (خسارة) السهم للشركة (i) للسنة (t) على سعر إغلاق السهم الشهري (P_{it-1}) في بداية نافذة القياس، باستخدام المعادلة الآتية:

$$LE_{it} = EPS_{it} / P_{it-1}$$

حيث يمثل LE_{it} متغير مستوى الأرباح (الخسائر) للشركة i للسنة t ، و EPS_{it} ربحية (خسارة) السهم الواحد للشركة i للسنة t ، و P_{it-1} سعر إغلاق السهم للشركة i في بداية نافذة القياس للسنة $t-1$. وتستند مواصفة مستوى الأرباح المستخدمة في هذه الدراسة إلى اقتراح (Ohlson, 1995) المتمثل في أن قيمة الشركة تعتمد على قيمتها الدفترية وعلى الأرباح المتحققة، وكذلك تستند إلى دراسة الدبعي وأبو نصار (1999) على السوق الأردنية.

المتغير المستقل الثاني: مستوى القيمة الدفترية للسهم

تم احتساب متغير مستوى القيمة الدفترية للسهم من خلال

$$RET_{it} = \delta_0 + \delta_1 LE_{it} + \delta_2 LBV_{it} + \varepsilon_{2it}$$

حيث δ_0 المعامل الثابت للنموذج، و δ_1, δ_2 معاملا الميل للنموذج، و ε_{2it} الخطأ العشوائي للنموذج.

منهجية تحديد المرحلة التي تمر بها الشركة خلال دورة حياتها
تستخدم الدراسة منهجية (Dickinson, 2011) لتحديد المرحلة التي تمر بها الشركة خلال دورة حياتها. فقد بينت (Dickinson, 2011) أنه يمكن تقسيم دورة حياة المنشأة إلى خمس مراحل، عن طريق استخدام الإشارات المتوقعة (+، -) لصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والأنشطة الاستثمارية والأنشطة التمويلية. وتصنف مشاهدات الشركة ضمن مرحلة التأسيس إذا كان صافي تدفقاتها النقدية من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية سالباً، وصافي تدفقاتها النقدية من الأنشطة التمويلية موجباً > وتصنف مشاهدات الشركة ضمن مرحلة النمو إذا كان صافي تدفقاتها النقدية من الأنشطة التشغيلية موجباً، وكان صافي

تدفقاتها النقدية من الأنشطة الاستثمارية سالباً، وكان صافي تدفقاتها النقدية من الأنشطة التشغيلية موجباً، وكان صافي تدفقاتها النقدية من الأنشطة الاستثمارية سالباً. وتصنف مشاهدات الشركة ضمن مرحلة التراجع إذا كان جميع صافي تدفقاتها النقدية من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية يحمل إشارات لم يتم استخدامها في تصنيف مشاهدات الشركات في المراحل الأخرى. وتصنف مشاهدات الشركة ضمن مرحلة الهبوط إذا كان صافي تدفقاتها النقدية من الأنشطة التشغيلية سالباً، وكان صافي تدفقاتها النقدية من الأنشطة الاستثمارية موجباً، وكان صافي تدفقاتها النقدية من الأنشطة التمويلية موجباً أو سالباً. ويعرض الجدول (2) طريقة تصنيف مراحل دورة حياة المنشأة تبعاً لمنهجية (Dickinson, 2011).

الجدول (2)

تصنيف مراحل دورة حياة المنشأة تبعاً لمنهجية (Dickinson, 2011) القائمة على إشارات صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية

	التأسيس	النمو	النضج	التراجع	الهبوط	
CFO	-	+	+	+	-	-
CFI	-	-	-	+	+	+
CFF	+	+	-	+	-	-
CFO: التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، CFI: التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، CFF: التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية، (+): صافي التدفقات النقدية موجب (-): صافي التدفقات النقدية سالب.						

الباحثين يتوقعان أن يكون أكبر (أقل) تكرار لعدد المشاهدات في مرحلة النضج (الهبوط). وهذا يؤكد العمود الأخير من الجدول (3)، حيث تبلغ نسبة تكرار عدد مشاهدات مرحلة النضج (الهبوط) 54.5% (5.0%)، على التوالي.

ويعرض الجدول (3) توزيع مشاهدات عينة الدراسة (شركة- سنة) حسب مراحل دورة حياة المنشأة طبقاً لمنهجية (Dickinson, 2011). ولأن الشركات الناضجة تتصف بالاستقرار، وأن مرحلة الهبوط تتصف بعدم الديمومة، فإن

الجدول (3)

توزيع مشاهدات شركات عينة الدراسة خلال فترة الدراسة 2011-2019 حسب المرحلة التي تمر بها
ضمن دورة حياتها وطبقاً لمنهجية (Dickinson, 2011)

المرحلة	عدد المشاهدات	الأهمية النسبية لعدد المشاهدات
التأسيس	36	18.0%
النمو	26	13.0%
النضج	109	54.5%
التراجع	19	9.5%
الهبوط	10	5.0%
جميع المراحل	200 مشاهدة	100%

بين جميع النسب، لأن الشركات الرابحة تتصف بالاستقرار في هذه المرحلة، كما تستفيد من تحسن كفاءتها التشغيلية واستقرار أرباحها، وتستمر في هذه المرحلة لفترة زمنية طويلة نسبياً مقارنة بالمرحل الأخرى. لذلك نجد أيضاً أن عدد مشاهدات الشركات الخاسرة هو الأعلى في مرحلة النضج. كذلك نلاحظ أن نسبة عدد مشاهدات الشركات الرابحة والخاسرة في مرحلة الهبوط هي الأدنى مقارنة بجميع المراحل، لأنها تشير إلى خروج الشركات من السوق، أو تعثر الشركات حديثة التأسيس.

ويعرض الجدول (4) توزيع مشاهدات شركات عينة الدراسة اعتماداً على إشارة نتيجة أعمال الشركة والمرحلة التي تمر بها ضمن دورة حياتها طبقاً لمنهجية (Dickinson, 2011). ونلاحظ انسجام الأهمية النسبية لعدد مشاهدات الشركات الرابحة والخاسرة مع ما تقترضه النظرية الاقتصادية، حيث نجد أن نسبة عدد مشاهدات الربح أعلى من نسبة عدد مشاهدات الخسارة؛ فديمومة الخسارة ستؤدي إلى خروج الشركة من السوق. كذلك فإن نسبة عدد مشاهدات الشركات الرابحة ضمن مرحلة النضج هي الأعلى

الجدول (4)

توزيع مشاهدات شركات عينة الدراسة خلال فترة الدراسة 2011-2019 اعتماداً على إشارة نتيجة
أعمال الشركة والمرحلة التي تمر بها ضمن دورة حياتها طبقاً لمنهجية (Dickinson, 2011)

الشركات الرابحة		
المرحلة	عدد المشاهدات	الأهمية النسبية لعدد المشاهدات
التأسيس	20	10.00%
النمو	18	9.00%
النضج	81	40.50%
التراجع	14	7.00%
الهبوط	4	2.00%
جميع المراحل	137 مشاهدة	68.50%
الشركات الخاسرة		
التأسيس	16	8.00%

النمو	8	4.00%
النضج	28	14.00%
التراجع	5	2.50%
الهبوط	6	3.00%
جميع المراحل	63 مشاهدة	31.50%

المقاييس الإحصائية الوصفية

الملاحظات المتطرفة باستخدام (Range Interquartile)، حيث بلغ عدد الملاحظات قبل الاستبعاد (200) مشاهدة وبعد الاستبعاد (164) مشاهدة.

يعرض الجدول (5) المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة الرئيسية (متغير العائد السوقي للسهم، ومتغير مستوى الأرباح، ومتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم) قبل وبعد استبعاد

الجدول (5)

المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة الرئيسية لكامل العينة

قبل استبعاد الملاحظات المتطرفة						
اسم المتغير	أدنى مشاهدة	أعلى مشاهدة	الوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري	عدد الملاحظات
RET	-0.940	6.160	0.097	-0.083	0.652	200
LE	-1.150	0.290	-0.010	0.034	0.175	200
LBV	0.170	5.760	1.480	1.253	0.946	200
بعد استبعاد الملاحظات المتطرفة						
RET	-0.640	0.540	-0.090	-0.098	0.226	164
LE	-0.220	0.270	0.021	0.035	0.094	164
LBV	0.170	3.50	1.385	1.190	0.772	164

يعرض الجدول نتائج المقاييس الإحصائية الوصفية للمتغيرات الرئيسية للدراسة لكامل العينة، دون أخذ مراحل دورة حياة المنشأة بعين الاعتبار، أو نتيجة أعمالها من دخل أو خسارة خلال فترة الدراسة (2011-2019)، وذلك قبل وبعد استبعاد الملاحظات المتطرفة، التي تم تحديدها من خلال استخدام (Range Interquartile). ويشير (RET_{it}) إلى العائد السوقي السنوي للسهم للشركة i للسنة t المجمع لاثني عشر شهراً، وتم احتسابه من خلال مضروب العائد السوقي الشهري للسهم لاثني عشر شهراً ثم طرح (1) من ناتج المضروب. ويشير (LE_{it}) إلى متغير مستوى الأرباح للشركة i للسنة t ، وتم احتسابه من خلال قسمة ربحية السهم للشركة i للسنة t على سعر إغلاق السهم الشهري (P_{it-1}) في بداية نافذة القياس. ويشير (LBV_{it}) إلى متغير مستوى القيمة الدفترية لسهم الشركة i للسنة t ، وتم احتسابه من خلال قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم القائمة للشركة i في نهاية السنة t ومن ثم القسمة على سعر إغلاق السهم (P_{it-1}) في بداية نافذة القياس.

الدراسة، والسبب الثاني هو لضمان اقتراب توزيع ملاحظات المتغيرات من التوزيع الطبيعي الذي يعد متطلباً لاستخدام نماذج الانحدار. وبالفعل، انخفض الانحراف المعياري كلما اقتربت قيم

وعادة ما يتم استبعاد الملاحظات المتطرفة لسببين: الأول لتجنب أن تكون النتائج التي تم التوصل إليها ناتجة عن تلك الملاحظات المتطرفة وليست ممثلة للعلاقة الفعلية بين متغيرات

وهذه النتيجة تؤكد ما خلصت إليه دراسة (Fama and French, 1992) على السوق الأمريكية. وأخيراً، تشير نتائج مصفوفة الارتباط إلى وجود ارتباط عكسي ذي دلالة إحصائية بين متغير مستوى الأرباح ومتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم، وهذه النتيجة تتسجم مع نتائج دراسة (Harris and Marston, 1994)، حيث يعاقب السوق الشركات ذات الأداء التشغيلي الضعيف المتمثل في أرباحها المنخفضة لفترة مستمرة من الزمن. وقد قام الباحثان بإجراء اختبار لحالة الارتباط العالي باستخدام (Variance Inflation Factor)، وقد أظهرت نتائج الاختبار عدم وجود أي مؤشرات على وجود مشكلة الارتباط العالي.

الوسط من قيم الوسيط لجميع المتغيرات بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة. كذلك نلاحظ أن القيم الدفترية للسهم كانت أعلى من تلك لربحية للسهم، ولم تكن هناك قيم سالبة لمتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم لخلو عينة الدراسة من المشاهدات السالبة لحقوق الملكية.

يعرض الجدول (6) نتائج ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة الرئيسة لكامل العينة، حيث تشير النتائج إلى وجود ارتباط ذي دلالة إحصائية بين متغير مستوى الأرباح والعائد السوقي للسهم، وهي نتيجة تتسجم مع جميع الدراسات السابقة محلياً وعالمياً. كذلك تشير النتائج إلى وجود ارتباط ذي دلالة إحصائية بين متغير مستوى القيمة الدفترية للسهم والعائد السوقي للسهم،

الجدول (6)

نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة الرئيسة لكامل العينة

اسم المتغير	LBV	RET
LE	** -0.300 ** (-7.217)	** 0.242 ** (5.196)
LBV	-	** 0.278 ** (4.824)

يعرض الجدول معاملات ارتباط بيرسون بين المتغيرات الرئيسة للدراسة لكامل العينة، دون أخذ مراحل دورة حياة المنشأة بعين الاعتبار، أو نتيجة أعمالها من دخل أو خسارة خلال فترة الدراسة (2011-2019)، وبعد استبعاد المشاهدات المتطرفة التي تم تحديدها من خلال استخدام (Range Interquartile). ويشير (RET_{it}) إلى العائد السوقي السنوي للسهم للشركة (i) للسنة (t) المجمع لاثني عشر شهراً، وتم احتسابه من خلال مضروب العائد السوقي الشهري للسهم لاثني عشر شهراً، ثم طرح (1) من ناتج المضروب. ويشير (LE_{it}) إلى متغير مستوى الأرباح للشركة (i) للسنة (t)، وتم احتسابه من خلال قسمة ربحية السهم للشركة i للسنة t على سعر إغلاق السهم الشهري (P_{it-1}) في بداية نافذة القياس. ويشير (LBV_{it}) إلى متغير مستوى القيمة الدفترية لسهم الشركة (i) للسنة (t)، وتم احتسابه من خلال قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم القائمة للشركة (i) في نهاية السنة (t) ومن ثم القسمة على سعر إغلاق السهم (P_{it-1}) في بداية نافذة القياس. وتشير الأرقام داخل الأقواس إلى قيم (t).
** ذو دلالة إحصائية عند مستوى (1%).

الرابحة ولجميع مراحل دورة حياة الشركة، وكان أدنى لجميع الشركات الخاسرة ولجميع مراحل دورة حياة الشركة، وذلك مقارنة مع الوسط الحسابي لكل منهما للعينة الكاملة. أما الوسط الحسابي لمتغير القيمة الدفترية للسهم فقد كان أعلى للشركات الخاسرة ولجميع مراحل دورة حياة الشركة ولمرحلتي التأسيس

يعرض الجدول (7) المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة الرئيسة لست عينات فرعية تم تكوينها بناءً على إشارة رقم صافي الدخل والمرحلة التي تمر بها الشركة ضمن دورة حياتها. ويلاحظ من الجدول أن الوسط الحسابي لكل من العائد السوقي للسهم ومتغير مستوى الأرباح قد كان أعلى للشركات

الذي قدمه (Harris and Marston, 1994)؛ إذ إن القيم العالية لمتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم ناتجة عن تسعير السهم بأقل من قيمته الحقيقية، حيث يعاقب السوق الشركات ذات الأداء التشغيلي الضعيف المتمثل في خسائرها أو أرباحها المنخفضة لفترة من الزمن.

والنمو للشركات الرباحة مقارنة مع الوسط الحسابي لذلك المتغير للعيينة الكاملة. كذلك فإنه عند مقارنة الوسط الحسابي لمتغير القيمة الدفترية للسهم للشركات الخاسرة مع ذلك للشركات الرباحة ولكل مرحلة من المراحل ولجميع مراحل دورة حياة الشركة، نجد أنه دائماً أعلى للشركات الخاسرة. وتتسجم هذه النتائج مع التفسير

الجدول (7)

المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة الرئيسية لست عينات فرعية تم تكوينها بناءً على إشارة رقم صافي الدخل والمرحلة التي تمر بها الشركة ضمن دورة حياتها

عينة مشاهدات الشركات الرباحة					
مرجلتا التأسيس والنمو (عدد المشاهدات 30 مشاهدة)					
المتغير	أدنى مشاهدة	أعلى مشاهدة	الوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري
RET	-0.64	0.420	-0.084	-0.089	0.241
LE	0	0.270	0.030	0.058	0.070
LBV	0.400	2.950	1.490	1.490	0.704
مرحلة النضج (عدد المشاهدات 72 مشاهدة)					
المتغير	أدنى مشاهدة	أعلى مشاهدة	الوسط	الوسيط	الانحراف المعياري
RET	-0.53	0.470	-0.064	-0.050	0.210
LE	0	0.210	0.065	0.068	0.046
LBV	0.170	3.320	0.977	1.149	0.676
مرجلتا التراجع والهبوط (عدد المشاهدات 17 مشاهدة)					
المتغير	أدنى مشاهدة	أعلى مشاهدة	الوسط	الوسيط	الانحراف المعياري
RET	-0.560	0.430	-0.045	-0.073	0.245
LE	0	0.160	0.065	0.073	0.042
LBV	0.230	3.500	1.159	1.290	0.790
عينة مشاهدات الشركات الخاسرة					
مرجلتا التأسيس والنمو (عدد المشاهدات 17 مشاهدة)					
المتغير	أدنى مشاهدة	أعلى مشاهدة	الوسط	الوسيط	الانحراف المعياري
RET	-0.450	0.510	-0.115	-0.093	0.222
LE	-0.220	-0.01	-0.052	-0.094	0.078
LBV	0.480	3.190	1.554	1.743	0.875
مرحلة النضج (عدد المشاهدات 22 مشاهدة)					
المتغير	أدنى مشاهدة	أعلى مشاهدة	الوسط	الوسيط	الانحراف المعياري
RET	-0.440	0.540	-0.222	-0.162	0.224
LE	-0.220	-0.020	-0.087	-0.087	0.070
LBV	0.550	3.130	1.746	1.811	0.830

مرحلتا التراجع والهبوط (عدد المشاهدات 6 مشاهدات)					
المتغير	أدنى مشاهدة	أعلى مشاهدة	الوسط	الوسيط	الانحراف المعياري
RET	-0.590	-0.170	-0.342	-0.348	0.163
LE	-0.210	-0.010	-0.045	-0.778	0.076
LBV	0.370	1.95	1.837	1.396	0.764

يعرض الجدول ملخص المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة الرئيسة للعيّنة الكاملة، ولعينتين فرعيتين: تتضمن الأولى مشاهدات الشركات الربحية، وتتضمن الثانية مشاهدات الشركات الخاسرة، ولكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة خلال فترة الدراسة 2011-2019، وذلك بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة التي تم تحديدها من خلال استخدام (Range Interquartile). ويشير (RET_{it}) إلى العائد السوقي السنوي للسهم للشركة i للسنة t المجمع لاثني عشر شهراً، وتم احتسابه من خلال مضروب العائد السوقي الشهري للسهم للاثني عشر شهراً ثم طرح 1 من ناتج المضروب. ويشير (LE_{it}) إلى متغير مستوى الأرباح للشركة i للسنة t ، وتم احتسابه من خلال قسمة ربحية السهم للشركة i للسنة t على سعر إغلاق السهم الشهري (P_{it-1}) في بداية نافذة القياس. ويشير (LBV_{it}) إلى متغير مستوى القيمة الدفترية لسهم الشركة i للسنة t ، وتم احتسابه من خلال قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم القائمة للشركة i في نهاية السنة t ومن ثم القسمة على سعر إغلاق السهم (P_{it-1}) في بداية نافذة القياس.

مستوى الخسارة يرتبط ارتباطاً طردياً مع العائد السوقي للسهم في مرحلة التأسيس ومرحلة النمو فقط، بينما يرتبط متغير مستوى القيمة الدفترية للسهم مع العائد السوقي للسهم ارتباطاً طردياً في مرحلة التأسيس ومرحلة النمو ومرحلة النضج. كذلك يلاحظ أن متغير مستوى الأرباح يرتبط ارتباطاً عكسياً مع مستوى القيمة الدفترية للسهم للشركات الربحية والشركات الخاسرة وفي جميع المراحل.

يعرض الجدول (8) نتائج ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة لست عينات فرعية تم تكوينها بناءً على إشارة رقم صافي الدخل والمرحلة التي تمر بها الشركة ضمن مراحل دورة حياتها. ويلاحظ من الجدول أن متغير مستوى الأرباح يرتبط ارتباطاً طردياً مع العائد السوقي للسهم للشركات الربحية في مرحلة النضج ومرحلتا التراجع والهبوط، بينما يرتبط متغير القيمة السوقية للسهم ارتباطاً طردياً مع العائد السوقي للسهم في مرحلة النضج فقط. أما بالنسبة للشركات الخاسرة فيلاحظ أن متغير

الجدول (8)

نتائج مصفوفة ارتباط (بيرسون) لمتغيرات الدراسة الرئيسة لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة، بعد تقسيم عينة كل مرحلة إلى عينتين فرعيتين: الأولى تتضمن مشاهدات الشركات الربحية، والثانية تتضمن مشاهدات الشركات الخاسرة

مشاهدات الشركات الربحية						
مراحل دورة حياة المنشأة						
مرحلتا التراجع والهبوط		مرحلة النضج		مرحلتا التأسيس والنمو		المتغير
RET	LBV	RET	LBV	RET	LBV	
0.494 (1.871)*	0.390 (-2.332)**	0.439 (4.432)***	-0.039 (-5.603)***	0.090 (0.490)	0.000 (-2.229)**	LE
0.241 (0.230)		0.288 (3.007)**		0.272 (1.474)		LBV
مشاهدات الشركات الخاسرة						
مراحل دورة حياة المنشأة						
مرحلتا التراجع والهبوط		مرحلة النضج		مرحلتا التأسيس والنمو		

المتغير	LBV	RET	LBV	RET	LBV	RET
LE	-0.211 (-1.898)	0.354 (2.207)	-0.504 (-3.184)	-0.067 (0.650)	-0.459 (-3.346)	-0.593 (-0.955)
LBV		0.438 (2.532)		0.361 (2.117)		0.464 (0.482)

يعرض الجدول معاملات ارتباط بيرسون بين المتغيرات الرئيسة للدراسة لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة وبعد تقسيم عينة الدراسة إلى عينتين فرعيتين تتضمن الأولى مشاهدات الشركات الربحية وتتضمن الثانية مشاهدات الشركات الخاسرة خلال فترة الدراسة 2011-2019، وذلك بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة التي تم تحديدها من خلال استخدام (Range Interquartile). ويشير (RET_{it}) إلى العائد السوقي السنوي للسهم للشركة i للسنة t المجمع لاثني عشر شهراً، وتم احتسابه من خلال مضروب العائد السوقي الشهري للسهم لاثني عشر شهراً ثم طرح 1 من ناتج المضروب. ويشير (LE_{it}) إلى متغير مستوى الأرباح للشركة i للسنة t، وتم احتسابه من خلال قسمة ربحية السهم للشركة i للسنة t على سعر إغلاق السهم الشهري (Pit-1) في بداية نافذة القياس. ويشير (LBV_{it}) إلى متغير مستوى القيمة الدفترية لسهم الشركة i للسنة t، وتم احتسابه من خلال قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم القائمة للشركة i في نهاية السنة t ومن ثم القسمة على سعر إغلاق السهم (Pit-1) في بداية نافذة القياس. وتشير الأرقام داخل الأقواس إلى قيم t.

*** ذو دلالة إحصائية عند مستوى 1%، ** ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5%، * ذو دلالة إحصائية عند مستوى 10%.

نتائج الدراسة

وتظهر نتائج تنفيذ نموذج مستوى الأرباح وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين العائد السوقي للسهم ومتغير مستوى الأرباح، وهي نتيجة مؤكدة محلياً وعالمياً. كذلك تظهر نتائج تنفيذ نموذج مستوى القيمة الدفترية للسهم وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية مع العائد السوقي للسهم، وهي نتيجة أكدتها الدراسات العالمية. أما فيما يتعلق بتنفيذ النموذج متعدد المتغيرات، فقد أظهرت النتائج وجود مضمون معلوماتي لمتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم، وتبين أن المضمون المعلوماتي الإضافي لهذا المتغير يبلغ (0.112) علاوة على المضمون المعلوماتي لمتغير مستوى الأرباح؛ إذ إن القوة التفسيرية للنموذج الذي يتضمن المتغيرين معاً أعلى من القوة التفسيرية للنموذج الذي يتضمن فقط متغير مستوى الأرباح بتلك القيمة.

سيتم عرض نتائج الدراسة للعينة الكاملة أولاً وقبل تقسيمها إلى عينات فرعية تبعاً لنتيجة أعمال الشركة من ربح أو خسارة وللمرحلة التي تمر بها ضمن دورة حياتها. ويهدف الباحثان من تنفيذ النماذج الثلاثة لكامل عينة الدراسة، إلى تأسيس مرجعية للمقارنة عند تنفيذ النماذج ذاتها للعينات الفرعية، وذلك من خلال مقارنة القوة التفسيرية لكل نموذج من النماذج الثلاثة للعينة الكاملة مع مثيلاتها من العينات الفرعية.

نتائج العينة الكاملة

يعرض الجدول (9) النتائج الخاصة بنموذج مستوى الأرباح، ونموذج مستوى القيمة الدفترية للسهم، ونموذج مستوى الأرباح ومستوى القيمة الدفترية للسهم معاً للعينة الكاملة.

الجدول (9)

نتائج تنفيذ نماذج الانحدار البسيط ومتعدد المتغيرات لعلاقة العائد السوقي للسهم بمتغير مستوى الأرباح ومتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم كل على حدة و كليهما معاً لكامل العينة

$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LE_{it} + \varepsilon_{it}$					
العينة	المعامل α_0	المعامل α_1	المعامل α_2	القوة التفسيرية المعدلة R^2	عدد المشاهدات
الكاملة	- 0.104 (-5.948)	0.667 (3.638)	-	0.072	164
$RET_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 LBV_{it} + \varepsilon_{1it}$					
الكاملة	-0.188	0.071	-	0.053	164

			**(3.176)	**-(-5.312)	
$RET_{it} = \delta_0 + \delta_1 LE_{it} + \delta_2 LBV_{it} + \varepsilon_{2it}$					
164	0.184	0.105 **(4.824)	0.995 **(5.196)	-0.255 **-(-7.217)	الكاملة
<p>يعرض الجدول نتائج تنفيذ نموذج الانحدار البسيط لعلاقة العائد السوقي للسهم بمتغير مستوى الأرباح، ونموذج الانحدار البسيط لعلاقة العائد السوقي للسهم بمتغير مستوى الأرباح ومتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم لكامل العينة (جميع الشركات وجميع السنوات Pooled) دون أخذ مراحل دورة حياة المنشأة أو نتيجة أعمالها من دخل أو خسارة بعين الاعتبار خلال فترة الدراسة 2011-2019، وبعد استبعاد المشاهدات المتطرفة التي تم تحديدها من خلال استخدام (Interquartile Range). ويشير (RET_{it}) إلى العائد السوقي السنوي للسهم للشركة i للسنة t المجمع لاثني عشر شهراً، وتم احتسابه من خلال مضروب العائد السوقي الشهري للسهم لاثني عشر شهراً ثم طرح 1 من ناتج المضروب. ويشير (LE_{it}) إلى متغير مستوى الأرباح للشركة i للسنة t، وتم احتسابه من خلال قسمة ربحية السهم للشركة i للسنة t على سعر إغلاق السهم الشهري (Pit-1) في بداية نافذة القياس. ويشير (LBV_{it}) إلى متغير مستوى القيمة الدفترية لسهم الشركة i للسنة t، وتم احتسابه من خلال قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم القائمة للشركة i في نهاية السنة t ومن ثم القسمة على سعر إغلاق السهم (Pit-1) في بداية نافذة القياس. وتشير الأرقام داخل الأقواس إلى قيم t.</p> <p>** ذو دلالة إحصائية عند مستوى 1%، * ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5%.</p>					

نتائج العينات الفرعية

تضمن متغير مستوى الأرباح فقط. وفي مرحلة التراجع ومرحلة الهبوط، كان لمتغير مستوى الأرباح مضمون معلوماتي، ولم يكن لمتغير القيمة الدفترية مضمون معلوماتي فيما يتعلق بالعائد السوقي للسهم.

يظهر الجدول (10) نتائج تنفيذ نموذج مستوى الأرباح، ونموذج مستوى القيمة الدفترية للسهم، ونموذج مستوى الأرباح ومستوى القيمة الدفترية للسهم معاً، وذلك لست عينات فرعية، حيث قام الباحثان أولاً بتقسيم مشاهدات عينة الدراسة إلى عينتين: الأولى تتضمن مشاهدات الشركات الربحية، والثانية تتضمن مشاهدات الشركات الخاسرة. ومن ثم قام الباحثان بتحديد المرحلة التي تمر بها الشركة ضمن دورة حياتها ولكل عينة على حدة طبقاً لمنهجية (Dickinson, 2011).

نتائج الشركات الخاسرة لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة

أظهرت النتائج عدم وجود مضمون معلوماتي لكل من متغير مستوى "الخسائر" ومتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم منفردين فيما يتعلق بالعائد السوقي للسهم في مرحلة التأسيس ومرحلة النمو. ولكن عندما أدخل كلاهما إلى النموذج معاً، أصبح كل منهما ذا دلالة إحصائية ولكل منهما علاقة طردية مع العائد السوقي للسهم، وبلغت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج 0.314. وتتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه دراسة (Collins et al., 1999) التي أثبتت أن إدخال متغير القيمة الدفترية للسهم إلى النموذج يزيل العلاقة السلبية بين الخسائر والعائد السوقي للسهم؛ إذ إن الإشارة السالبة ناتجة عن خطأ في مواصفة العلاقة، كما أكدوا على أن متغير القيمة الدفترية للسهم يعتبر مثلاً للأرباح المستقبلية العادية المتوقعة للشركات الخاسرة ويعكس خيار الاستغناء عن أسهم تلك الشركات. أما في مرحلة النضج، فإن المتغير الوحيد الذي له مضمون معلوماتي فيما يتعلق بالعائد السوقي للسهم فهو متغير القيمة الدفترية للسهم، ولا يوجد

نتائج الشركات الربحية لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة

أظهرت النتائج عدم وجود مضمون معلوماتي لكل من متغير مستوى الأرباح ومتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم منفردين ومجتمعين فيما يتعلق بالعائد السوقي للسهم في مرحلة التأسيس ومرحلة النمو. وبالمقابل، في مرحلة النضج، كان لكل منهما منفرداً مضمون معلوماتي فيما يتعلق بالعائد السوقي للسهم. وكان المضمون المعلوماتي لمتغير مستوى الأرباح أكبر من المضمون المعلوماتي لمتغير القيمة الدفترية للسهم. وعندما أدخل كلاهما معاً إلى النموذج، كان لمتغير القيمة الدفترية للسهم مضمون معلوماتي إضافي علاوة على المضمون المعلوماتي لمتغير مستوى الأرباح؛ فقد بلغت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج الذي يتضمن كليهما 0.266 مقارنة مع 0.181 للنموذج الذي

مضمون معلوماتي لمتغير مستوى "الخسائر" وحده. ويلاحظ أن إشارة معامل مستوى "الخسائر" في النموذج الذي يتضمن المتغيرين كليهما كانت موجبة ولم يكن دالاً إحصائياً، بينما كان معامل متغير القيمة الدفترية للسهم دالاً إحصائياً. وبلغت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج 0.117. وأخيراً لم يكن لأي من المتغيرين منفرداً أو لهما مجتمعين مضمون معلوماتي في مرحلة التراجع ومرحلة الهبوط. وقد تعزى النتائج في هذه المرحلة الأخيرة إلى محدودية عدد المشاهدات¹.

الجدول (10)

نتائج تنفيذ نماذج الانحدار البسيط والمتعدد لعلاقة العائد السوقي للسهم بمتغير مستوى الأرباح، و متغير مستوى القيمة الدفترية للسهم كل على حدة وكليهما معاً لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة، وبعد تقسيم عينة كل مرحلة إلى عيتين فرعيتين: الأولى تتضمن مشاهدات الشركات الربحية والثانية تتضمن مشاهدات الشركات الخاسرة

عينة مشاهدات الشركات الربحية					
مرحلتا التأسيس والنمو					
النموذج	المعامل الثابت $\delta_0, \gamma_0, \alpha_0$	معامل الميل δ_1, γ_1	معامل الميل δ_2	القوة التفسيرية المعدلة- R^2	عدد المشاهدات
مستوى الأرباح	-0.107 (-1.825)	0.312 (0.480)	-	-0.027	30
مستوى القيمة الدفترية للسهم	-0.227 *(-2.223)	0.093 (1.494)	-	0.041	30
مستوى الأرباح ومستوى القيمة الدفترية للسهم	-0.245 *(-2.229)	0.312 (0.490)	0.093 (1.474)	0.014	30
مرحلة النضج					
النموذج	المعامل الثابت $\delta_0, \gamma_0, \alpha_0$	معامل الميل δ_1, γ_1	معامل الميل δ_2	القوة التفسيرية المعدلة- R^2	عدد المشاهدات
مستوى الأرباح	-0.186 **(-4.649)	1.985 **(4.090)	-	0.181	72
مستوى القيمة الدفترية للسهم	-0.153 **(-3.242)	0.090 *(2.521)	-	0.07	72
مستوى الأرباح ومستوى القيمة الدفترية للسهم	-0.299 **(-5.603)	2.039 **(4.432)	0.095 **(3.007)	0.266	72
مرحلتا التراجع والهبوط					
النموذج	المعامل الثابت $\delta_0, \gamma_0, \alpha_0$	معامل الميل δ_1, γ_1	معامل الميل δ_2	القوة التفسيرية المعدلة- R^2	عدد المشاهدات
مستوى الأرباح	-0.285 *(-2.580)	2.908 *(2.200)	-	0.193	17
مستوى القيمة الدفترية للسهم	-0.168	0.963	-	-0.005	17

			(0.963)	(-1.451)	
17	0.139	0.018 (0.230)	2.775 (1.871)	-0.298 *(-2.332)	مستوى الأرباح ومستوى القيمة الدفترية للسهم
عينة مشاهدات الشركات الخاسرة					
مرحلتا التأسيس والنمو					
النموذج	المعامل الثابت $\delta_0, \gamma_0, \alpha_0$	معامل الميل δ_1, γ_1	معامل الميل δ_2	القوة التفسيرية المعدلة- R^2	عدد المشاهدات
مستوى الأرباح	0.001 (0.017)	1.010 (1.467)	-	0.067	17
مستوى القيمة الدفترية للسهم	-0.287 *(-2.510)	0.111 (1.885)	-	0.138	17
مستوى الأرباح ومستوى القيمة الدفترية للسهم	-0.206 (-1.898)	1.332 *(2.207)	0.136 *(2.532)	0.314	17
مرحلة النضج					
النموذج	المعامل الثابت $\delta_0, \gamma_0, \alpha_0$	معامل الميل δ_1, γ_1	معامل الميل δ_2	القوة التفسيرية المعدلة- R^2	عدد المشاهدات
مستوى الأرباح	-0.213 (-1.912)	-0.225 (-0.318)	-	-0.290	22
مستوى القيمة الدفترية للسهم	-0.371 **(-3.431)	0.116 *(2.120)	-	0.143	22
مستوى الأرباح ومستوى القيمة الدفترية للسهم	-0.357 **(-3.184)	0.503 (0.650)	0.138 *(2.117)	0.117	22
عينة الشركات الخاسرة					
مرحلتا التراجع والهبوط					
النموذج	المعامل الثابت $\delta_0, \gamma_0, \alpha_0$	معامل الميل δ_1, γ_1	معامل الميل δ_2	القوة التفسيرية المعدلة- R^2	عدد المشاهدات
مستوى الأرباح	-0.447 **(-4.968)	-1.273 (-1.473)	-	0.189	6
مستوى القيمة الدفترية للسهم	-0.486 **(-3.301)	0.099 (1.047)	-	0.019	6
مستوى الأرباح ومستوى القيمة الدفترية للسهم	-0.501 **(-3.346)	-1.033 (-0.955)	0.052 (0.482)	-0.003	6

يعرض الجدول نتائج تنفيذ نموذج الانحدار البسيط لعلاقة العائد السوقي للسهم بمتغير مستوى الأرباح ($RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LE_{it} + \varepsilon_{it}$)، ونموذج الانحدار البسيط لعلاقة العائد السوقي للسهم بمتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم ($RET_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 LBV_{it} + \varepsilon_{1it}$)، ونموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العائد السوقي للسهم بكل من متغير مستوى الأرباح ومتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم ($RET_{it} = \delta_0 + \delta_1 LE_{it} + \delta_2 LBV_{it} + \varepsilon_{2it}$) لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة وبعد تقسيم عينة الدراسة إلى عيّنتين فرعيتين تتضمن الأولى مشاهدات الشركات الربحية وتتضمن الثانية مشاهدات الشركات الخاسرة (جميع الشركات وجميع السنوات Pooled) خلال فترة الدراسة 2011-2019، وذلك بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة التي تم تحديدها من خلال استخدام (Range Interquartile)، ويشير (RET_{it}) إلى العائد السوقي السنوي للسهم للشركة i للسنة t المجمع لاثني عشر شهراً، وتم احتسابه من خلال مضروب العائد السوقي الشهري للسهم لاثني عشر شهراً ثم طرح I من ناتج المضروب. ويشير (LE_{it}) إلى متغير مستوى الأرباح للشركة i للسنة t ، وتم احتسابه من خلال قسمة ربحية السهم للشركة i للسنة t على سعر إغلاق السهم الشهري ($Pit-1$) في بداية نافذة القياس. ويشير (LBV_{it}) إلى متغير مستوى القيمة الدفترية لسهم الشركة i للسنة t ، وتم احتسابه من خلال قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم القائمة للشركة i في نهاية السنة t ومن ثم القسمة على سعر إغلاق السهم ($Pit-1$) في بداية نافذة القياس. وتشير الأرقام داخل الأقواس إلى قيم t .

** ذو دلالة إحصائية عند مستوى 1%، * ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5%.

ويعرض الجدول (11) ملخصاً للقوة التفسيرية لنموذج مستوى الأرباح، ونموذج مستوى القيمة الدفترية للسهم، ونموذج مستوى الأرباح ومستوى القيمة الدفترية للسهم معاً لكامل العينة ولست عينات فرعية تم تكوينها بناءً على إشارة رقم صافي الدخل والمرحلة التي تمر بها الشركة ضمن دورة حياتها.

الجدول (11)

ملخص القوة التفسيرية لنموذج مستوى الأرباح، ونموذج مستوى القيمة الدفترية للسهم، ونموذج مستوى الأرباح ومستوى القيمة الدفترية للسهم معاً لكامل العينة، ولعينة مشاهدات الشركات الربحية وعينة مشاهدات الشركات الخاسرة ولكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة

$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LE_{it} + \varepsilon_{it}$				
القوة التفسيرية المعدلة للنموذج - R^2				
العينة/المرحلة	جميع المراحل	مرحلتا التأسيس والنمو	مرحلة النضوج	مرحلتا التراجع و الهبوط
العينة كاملة	0.072	-0.003	0.095	0.195
مشاهدات الربح	0.093	-0.027	0.181	0.193
مشاهدات الخسارة	-0.023	0.067	-0.290	0.189
$RET_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 LBV_{it} + \varepsilon_{1it}$				
العينة كاملة	0.053	0.087	0.236	-0.001
مشاهدات الربح	0.056	0.041	0.07	-0.005
مشاهدات الخسارة	0.181	0.138	0.143	0.019
$RET_{it} = \delta_0 + \delta_1 LE_{it} + \delta_2 LBV_{it} + \varepsilon_{2it}$				
العينة كاملة	0.184	0.107	0.236	0.203
مشاهدات الربح	0.148	0.014	0.266	0.139
مشاهدات الخسارة	0.206	0.314	0.117	-0.003
يعرض الجدول ملخصاً للقوة التفسيرية لنموذج مستوى الأرباح ونموذج مستوى القيمة الدفترية للسهم ونموذج مستوى الأرباح ومستوى القيمة الدفترية للسهم معاً للعينة كاملة، ولعينتين فرعيتين: تتضمن الأولى مشاهدات الشركات الربحية وتتضمن الثانية مشاهدات الشركات الخاسرة، ولكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة خلال فترة الدراسة (2011-2019)، وبعد استبعاد المشاهدات المتطرفة التي تم تحديدها من خلال استخدام (Range Interquartile).				

الشركات الرباحة ومرحلتى التراجع والهبوط لعينة الشركات الخاسرة.

ويعرض الجدول (12) القوة التفسيرية الإضافية لمتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم علاوة على القوة التفسيرية لمتغير مستوى الأرباح. وتم احتساب تلك القوة التفسيرية الإضافية من خلال مقارنة القوة التفسيرية للنموذج الذي يتضمن المتغيرين (مستوى الأرباح ومستوى القيمة الدفترية للسهم) مع القوة التفسيرية للنموذج الذي يتضمن متغير مستوى الأرباح فقط. ويلاحظ من الجدول أن لمتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم مضموناً معلوماتياً إضافياً علاوة على ذلك لمتغير مستوى الأرباح للعينة الكاملة ولعينة الشركات الرباحة ولعينة الشركات الخاسرة في مرحلتى التأسيس والنمو ومرحلة النضج فقط.

نلاحظ من الجدول (11) أن القوة التفسيرية لنموذج مستوى الأرباح قد كانت الأعلى في مرحلتى التراجع والهبوط للعينة الكاملة ولعينة الشركات الرباحة ولعينة الشركات الخاسرة، كما أن له قوة تفسيرية جوهرية في مرحلة النضج للشركات الرباحة. أما نموذج مستوى القيمة الدفترية للسهم فكانت قوته التفسيرية الأعلى في مرحلة النضج للعينة الكاملة، كما كانت قوته التفسيرية جوهرية لعينة الشركات الخاسرة دون أخذ مراحل دورة حياة الشركة بعين الاعتبار، كما كانت جوهرية للشركات الخاسرة في مرحلتى التأسيس والنمو ومرحلة النضج فقط. وأخيراً يلاحظ أن القوة التفسيرية للنموذج متعدد المتغيرات قد كانت جوهرية للعينة الكاملة ولعينة الشركات الرباحة ولعينة الشركات الخاسرة ولكل مرحلة من المراحل ما عدا مرحلتى التأسيس والنمو لعينة

الجدول (12)

القوة التفسيرية الإضافية لمتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم علاوة على القوة التفسيرية لمتغير مستوى الأرباح لكامل العينة ولعينة مشاهدات الشركات الرباحة وعينة مشاهدات الشركات الخاسرة ولكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة

القوة التفسيرية الإضافية لمتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم	القوة التفسيرية المعدلة - R^2 لنموذج مستوى الأرباح ومستوى القيمة الدفترية للسهم	القوة التفسيرية المعدلة - R^2 لنموذج مستوى الأرباح	
مرحلتا التأسيس والنمو			
0.110	0.107	-0.003	العينة كاملة
0.041	0.014	-0.027	المشاهدات الرباحة
0.176	0.314	0.067	المشاهدات الخاسرة
مرحلة النضج			
0.141	0.236	0.095	العينة كاملة
0.085	0.266	0.181	المشاهدات الرباحة
0.407	0.117	-0.290	المشاهدات الخاسرة
مرحلتا التراجع والهبوط			
0.008	0.203	0.195	العينة كاملة
-0.054	0.139	0.193	المشاهدات الرباحة
-0.192	-0.003	0.189	المشاهدات الخاسرة
يعرض الجدول القوة التفسيرية المعدلة لنموذج الانحدار البسيط لعلاقة العائد السوقي للسهم بمتغير مستوى الأرباح، والقوة التفسيرية المعدلة لنموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العائد السوقي للسهم، لكل من متغير مستوى الأرباح ومتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم، والقوة التفسيرية الإضافية لمتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم، علاوة على القوة التفسيرية لمتغير مستوى الأرباح، وذلك للعينة كاملة، وبعد تقسيم عينة الدراسة إلى عيّنتين فرعيتين تتضمن الأولى مشاهدات الشركات الرباحة، وتتضمن الثانية مشاهدات الشركات الخاسرة ولكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة خلال فترة الدراسة (2011-2019)، وبعد استبعاد المشاهدات المتطرفة التي تم تحديدها من خلال استخدام (Range Interquartile).			

نتائج إضافية²

أولاً: النتائج لعينة الشركات الرباحة وعينة الشركات الخاسرة³

قام الباحثان بتقسيم عينة الدراسة الكاملة إلى عينتين فرعيتين؛ الأولى تضمنت مشاهدات الشركات الرباحة والثانية تضمنت مشاهدات الشركات الخاسرة، ومن ثم قاما بتنفيذ نماذج الدراسة الثلاثة.

نتائج النماذج للشركات الرباحة

أظهرت نتائج تنفيذ نموذج مستوى الأرباح وجود علاقة طردية وذات دلالة إحصائية بين متغير مستوى الأرباح والعوائد السوقية للسهم. وقد بلغت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج 0.093، وهي أعلى من تلك للعينة الكاملة التي بلغت 0.072، الأمر الذي يؤكد أن أحد أسباب انخفاض المضمون المعلوماتي لرقم صافي الدخل هو وجود مشاهدات سالبة لذلك الرقم؛ إذ لا يوجد مضمون معلوماتي للخسائر. وهذا يتفق وما توصلت إليه دراسة (الدبعي وإبراهيم، 2012) ودراسة (Hayn, 1995).

وأظهرت نتائج تنفيذ نموذج القيمة الدفترية للسهم وجود علاقة طردية وذات دلالة إحصائية بين متغير مستوى القيمة الدفترية للسهم والعائد السوقى للسهم. وقد بلغت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج 0.056 وهي أعلى من تلك للعينة الكاملة التي بلغت 0.053. وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسة (Fama and French, 1992) من حيث الإشارة إلى عقلانية وكفاءة التسعير في السوق المالية، لأن المستويات المرتفعة لمتغير القيمة الدفترية للسهم تشير إلى مستويات مرتفعة من المخاطرة. وأخيراً، أظهرت نتائج تنفيذ النموذج الذي يتضمن المتغيرين معاً أن كلاً من المتغيرين له علاقة طردية وذات دلالة إحصائية مع العائد السوقى للسهم، وأن لمتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم مضموناً معلوماتياً إضافياً علاوة على المضمون المعلوماتي لمتغير مستوى الأرباح، حيث ارتفعت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج إلى 0.148، مقارنة مع 0.093 عندما تضمن النموذج متغير مستوى الأرباح فقط. وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسة (الدبعي وإبراهيم، 2012). كذلك تتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Feltham and Ohlson, 1995) من حيث كون قيمة الشركة تساوي قيمتها الدفترية مضافاً إليها صافي

القيمة الحالية لأرباحها غير العادية المستقبلية المتوقعة.

نتائج النماذج للشركات الخاسرة

أظهرت نتائج تنفيذ نموذج مستوى "الخسائر" عدم وجود مضمون معلوماتي للخسارة، بينما أظهرت نتائج تنفيذ نموذج مستوى القيمة الدفترية للسهم وجود علاقة طردية وذات دلالة إحصائية بين متغير مستوى القيمة الدفترية للسهم والعائد السوقى للسهم. وقد بلغت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج 0.181، وهي أعلى من تلك للعينة الكاملة التي بلغت 0.053. وأخيراً، أظهرت نتائج تنفيذ النموذج الذي يتضمن المتغيرين معاً إشارة موجبة لمعامل الميل لمتغير مستوى "الخسائر" رغم أنه لم يكن دالاً إحصائياً، كما أظهرت النتائج وجود علاقة طردية وذات دلالة إحصائية بين متغير القيمة الدفترية للسهم والعائد السوقى للسهم، وبينت أن لمتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم مضموناً معلوماتياً إضافياً؛ فقد ارتفعت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج إلى 0.206، مقارنة مع (-0.023) عندما تضمن النموذج متغير مستوى "الخسائر" فقط. وتتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه دراسة (Collins et al., 1999) التي أثبتت أن إدخال متغير القيمة الدفترية للسهم إلى النموذج يزيل العلاقة السلبية بين الخسائر والعائد السوقى للسهم؛ إذ إن الإشارة السالبة ناتجة عن خطأ في مواصفة العلاقة، كما أكدوا على أن متغير القيمة الدفترية للسهم يعتبر مثلاً للأرباح المستقبلية العادية المتوقعة للشركات الخاسرة ويعكس خيار الاستغناء عن أسهم تلك الشركات.

ثانياً: النتائج لعينات مراحل دورة حياة المنشأة

قام الباحثان بتقسيم عينة الدراسة الكاملة إلى ثلاث عينات فرعية حسب المرحلة التي تمر بها الشركة ضمن دورة حياتها، طبقاً لمنهجية (Dickinson, 2011)⁴.

نتائج النماذج لمرحلتى التأسيس والنمو

أظهرت نتائج تنفيذ نموذج مستوى الأرباح عدم وجود مضمون معلوماتي لمتغير مستوى الأرباح، حيث غالباً ما تحقق الشركة خسارة في مرحلة التأسيس أو تكون أرباحها منخفضة في مرحلة النمو، وفي الحالتين ينظر السوق إلى نتائج أعمال الشركة

المعدلة للنموذج إلى 0.236 مقارنة مع 0.095 عندما تضمن النموذج متغير مستوى الأرباح فقط.

نتائج النماذج لمرحلتى التراجع والهبوط

أظهرت نتائج تنفيذ نموذج مستوى الأرباح وجود علاقة طردية وذات دلالة إحصائية بين متغير مستوى الأرباح والعائد السوقي للسهم. وقد بلغت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج (0.195)، وهي أعلى من تلك للعينة الكاملة التي بلغت 0.072. وبالمقابل أظهرت نتائج تنفيذ نموذج القيمة الدفترية للسهم عدم وجود مضمون معلوماتي لمتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم. وأخيراً، أظهرت نتائج تنفيذ النموذج الذي يتضمن المتغيرين معاً أن متغير مستوى الأرباح هو المتغير التفسيري الوحيد للعائد السوقي للسهم، وأنه لا يوجد مضمون معلوماتي لمتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم في هذه المرحلة. فقد بلغت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج 0.203 مقارنة مع 0.195 عندما تضمن النموذج متغير مستوى الأرباح فقط.

الخلاصة

قدمت هذه الدراسة دليلاً تطبيقياً على أثر دورة حياة المنشأة، وفقاً لمنهجية (Dickinson, 2011)، وإشارة نتيجة أعمالها على العلاقة بين العائد السوقي للسهم وكل من الأرباح والخسائر المحاسبية والقيمة الدفترية للشركة.

أظهرت نتائج الدراسة لعينتي الشركات الربحية والشركات الخاسرة ما يلي: (1) القوة التفسيرية لربحية السهم لعينة الشركات الربحية أعلى من تلك للعينة الكاملة، مما يثبت عدم وجود مضمون معلوماتي للخسائر فيما يتعلق بالعائد السوقي للسهم، (2) للقيمة الدفترية للسهم مضمون معلوماتي فيما يتعلق بالعائد السوقي للسهم لعينة الشركات الربحية، كما أن لها مضموناً معلوماتياً إضافياً علاوة على ذلك لربحية السهم؛ فالقوة التفسيرية للنموذج الذي تضمن المتغيرين معاً كانت أعلى من تلك للنموذج الذي تضمن ربحية السهم فقط، مما يؤكد أن القيمة السوقية للشركة تعتمد على ربحيتها وقيمتها الدفترية بالإضافة إلى معلومات أخرى، (3) القوة التفسيرية للقيمة الدفترية للسهم لعينة الشركات الخاسرة تبلغ ضعف القوة التفسيرية لربحية السهم لعينة الشركات الربحية وأكثر من ذلك للعينة الكاملة، حيث ينظر

على أنها مؤقتة، وبالتالي لا تعكس قيمة الشركة السوقية. وهذا يتفق وما توصلت إليه دراسة (الدبيعي وأبو نصار، 2000) من حيث عدم وجود مضمون معلوماتي للأرباح المؤقتة التي يمكن الاستدلال عليها من خلال قيم نسبة السعر إلى الربح سواء كانت مرتفعة أو منخفضة.

وأظهرت نتائج تنفيذ نموذج القيمة السوقية للسهم وجود علاقة طردية وذات دلالة إحصائية بين متغير مستوى القيمة الدفترية للسهم والعائد السوقي للسهم. وقد بلغت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج 0.087، وهي أعلى من تلك للعينة الكاملة التي بلغت 0.053. وأخيراً، أظهرت نتائج تنفيذ النموذج الذي يتضمن المتغيرين معاً أن متغير مستوى القيمة الدفترية للسهم هو المتغير التفسيري الوحيد للعائد السوقي للسهم وأنه لا يوجد مضمون معلوماتي لمتغير مستوى الأرباح في هذه المرحلة، وأن لمتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم مضموناً معلوماتياً إضافياً؛ فقد بلغت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج 0.107 مقارنة مع (-0.003) عندما تضمن النموذج متغير مستوى الأرباح فقط.

نتائج النماذج لمرحلة النضج

أظهرت نتائج تنفيذ نموذج مستوى الأرباح وجود علاقة طردية وذات دلالة إحصائية بين متغير مستوى الأرباح والعائد السوقي للسهم. وقد بلغت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج 0.095، وهي أعلى من تلك للعينة الكاملة التي بلغت 0.072. وتتفق هذه النتيجة مع ما تقترضه النظرية الاقتصادية؛ فالشركات الربحية تستمر في هذه المرحلة لفترة زمنية طويلة نسبياً مقارنة بالمراحل الأخرى؛ فهي تستفيد من تحسن كفاءتها التشغيلية واستقرار أرباحها⁵.

وأظهرت نتائج تنفيذ نموذج القيمة السوقية للسهم وجود علاقة طردية وذات دلالة إحصائية بين متغير مستوى القيمة الدفترية للسهم والعائد السوقي للسهم. وقد بلغت القوة التفسيرية المعدلة للنموذج 0.236، وهي أعلى من تلك للعينة الكاملة التي بلغت 0.053. وأخيراً، أظهرت نتائج تنفيذ النموذج الذي يتضمن المتغيرين معاً أن لكل من المتغيرين علاقة طردية وذات دلالة إحصائية مع العائد السوقي للسهم، وأن لمتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم مضموناً معلوماتياً إضافياً علاوة على المضمون المعلوماتي لمتغير مستوى الأرباح، حيث ارتفعت القوة التفسيرية

للخسارة على أنها مؤقتة، كما أن للمتعاملين في السوق المالية خيار الاستغناء عن السهم، (4) يؤدي إدخال القيمة الدفترية للسهم إلى نموذج علاقة العائد السوقي للسهم بخسارة السهم إلى إزالة العلاقة السلبية بين خسارة السهم والعائد السوقي للسهم؛ إذ إن الإشارة السالبة ناتجة عن خطأ في مواصفة العلاقة؛ فالقيمة الدفترية للسهم تعتبر ممثلاً للأرباح المستقبلية العادية المتوقعة للشركات الخاسرة.

أما نتائج الدراسة لعينات مراحل دورة حياة المنشأة، فقد أظهرت ما يلي: (1) لا يوجد مضمون معلوماتي لربحية (خسارة) السهم فيما يتعلق بالعائد السوقي للسهم في مرحلة التأسيس ومرحلة النمو؛ حيث غالباً ما تحقق الشركة خسارة في هاتين المرحلتين أو تكون أرباحها منخفضة، وفي كلتا الحالتين ينظر السوق إلى نتيجة الأعمال تلك على أنها مؤقتة ولا تعكس القيمة السوقية للشركة، (2) المتغير التفسيري الوحيد للعائد السوقي للسهم في مرحلة التأسيس ومرحلة النمو هو القيمة الدفترية للسهم، (3) لكل من متغيري ربحية السهم والقيمة الدفترية للسهم منفردين مضمون معلوماتي فيما يتعلق بالعائد السوقي للسهم في مرحلة النضج. وهذا يتفق مع ما تفترضه النظرية الاقتصادية؛ فالشركات تستمر في هذه المرحلة لفترة زمنية طويلة نسبياً مقارنة بالمرحل الأخرى، وذلك لاستفادتها من تحسن كفاءتها التشغيلية واستقرار أرباحها، (4) بالرغم من أن المضمون المعلوماتي لربحية السهم يزيد على المضمون المعلوماتي للقيمة الدفترية للسهم في مرحلة النضج، فإن النتائج أظهرت وجود مضمون معلوماتي إضافي للقيمة الدفترية للسهم عندما أدخل المتغيران معاً إلى نموذج العلاقة. ويرجع ذلك إلى أنه لم يتم فصل الشركات الرابحة عن الشركات الخاسرة عند تنفيذ النموذج؛ فالقيمة الدفترية للسهم لها مضمون معلوماتي أكبر للشركات الخاسرة أو التي تعاني من تناقص ربحيتها مقارنة بربحية السهم، (5) المتغير التفسيري الوحيد للعائد السوقي للسهم في مرحلتي التراجع والهبوط هو ربحية السهم، لأنهما الأقل ربحية للشركة مقارنة بالمرحل الأخرى.

وأخيراً، أظهرت نتائج العينات الفرعية الست التي تم تشكيلها بناءً على إشارة نتيجة أعمال الشركة والمرحلة التي تمر بها ضمن دورة حياتها مجتمعين ما يلي: (1) لا يوجد مضمون معلوماتي لربحية السهم أو القيمة الدفترية للسهم للشركات الرابحة في مرحلة

التأسيس ومرحلة النمو، لأن السوق ينظر إلى تلك الأرباح على أنها مؤقتة، (2) المتغير التفسيري الرئيس للعائد السوقي للسهم للشركات الرابحة في مرحلة النضج هو ربحية السهم، ولا يمكن الاعتماد على القيمة الدفترية للسهم وحدها لتفسير العائد السوقي للسهم. فالشركات الرابحة في هذه المرحلة قادرة على خلق أرباح عالية من أنشطتها التشغيلية القائمة دون الحاجة إلى عمليات إضافية أو جديدة، (3) المتغير التفسيري الوحيد للعائد السوقي للسهم للشركات الرابحة في مرحلة التراجع ومرحلة الهبوط هو ربحية السهم، لأن ربحية الشركة تكون هي الأقل مقارنة بالمرحل الأخرى، (4) لا يوجد مضمون معلوماتي لخسارة السهم والقيمة الدفترية للسهم كل منهما منفرداً للشركات الخاسرة في مرحلة التأسيس ومرحلة النمو، لأن السوق ينظر إلى الخسائر على أنها مؤقتة، ولوجود خيار الاستغناء عن السهم. هذا بالإضافة إلى أن المواصفة الصحيحة لعلاقة العوائد بالخسائر يجب أن تتضمن إلى جانب الخسائر القيمة الدفترية للسهم. وبالفعل، فإن نتائج النموذج الذي تضمن المتغيرين معاً أظهرت وجود مضمون معلوماتي لكل من خسارة السهم والقيمة الدفترية للسهم، وكان لكليهما علاقة طردية مع العائد السوقي للسهم، وكانت القوة التفسيرية للنموذج هي الأعلى مقارنة بالقوة التفسيرية للنموذج ذاته للمراحل الأخرى للشركات الخاسرة، (5) يوجد مضمون معلوماتي للقيمة الدفترية للسهم فقط للشركات الخاسرة في مرحلة النضج؛ فخيار الاستغناء عن السهم ما زال قائماً، (6) لا يوجد مضمون معلوماتي لخسارة السهم والقيمة الدفترية للسهم كل منهما على أفراد ومجتمعتين للشركات الخاسرة في مرحلتي التراجع والهبوط؛ إذ تتجه الشركة لتصفية أعمالها كونها شركة خاسرة وفي مرحلة حياتها الأخيرة.

وتتسم نتائج الدراسة مع نظرية دورة حياة المنشأة التي أكدت على اختلاف خصائص الشركة من مرحلة إلى أخرى، وعلى اختلاف المضمون المعلوماتي للخسائر مقارنة بالأرباح، وعلى ضرورة إدخال متغير القيمة الدفترية للسهم في نموذج العلاقة الذي يتضمن مشاهدات سالبة لرقم صافي الدخل حتى تكون مواصفة العلاقة صحيحة.

وعليه، ندعو المهتمين بتحليل أداء الشركات إلى أن يأخذوا مراحل دورة حياة المنشأة وإشارة نتيجة أعمالها بعين الاعتبار، لأن ذلك سيؤدي إلى تحليل أكثر دقة وفائدة لأصحاب المصلحة.

منفردين لم يكن لهما مضمون معلوماتي فيما يتعلق بالعائد السوقي للسهم، سواء لعينة الشركات الربحية أو عينة الشركات الخاسرة.

- لمتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم ناتجة عن تسعير السهم بأقل من قيمته الحقيقية؛ إذ إن السوق يعاقب الشركات ذات الأداء التشغيلي الضعيف المتمثل في أرباحها المنخفضة لفترة من الزمن.
- 4 نظراً لمحدودية عدد المشاهدات لكل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة المتاحة في هذه الدراسة، ولأغراض الحصول على الحد الأدنى من المشاهدات المطلوبة لتنفيذ نماذج الدراسة، تم دمج مرحلتي التأسيس والنمو في مرحلة واحدة، ومرحلتي التراجع والهبوط في مرحلة واحدة. وقد بلغ عدد المشاهدات في مرحلة التأسيس والنمو 47 مشاهدة، وفي مرحلة النضج 94 مشاهدة، وفي مرحلة التراجع والهبوط 23 مشاهدة. وتجدر الإشارة إلى أن مصفوفة ارتباط بيرسون أظهرت علاقة عكسية بين متغير مستوى القيمة الدفترية للسهم ومتغير مستوى الأرباح في كل مرحلة من تلك المراحل.
- 5 بلغ عدد مشاهدات الشركات الربحية ضمن مرحلة النضج 72 مشاهدة. وبالمقابل بلغ عدد مشاهدات الشركات الخاسرة ضمن المرحلة نفسها 22 مشاهدة.

كذلك ندعو الباحثين إلى تطوير نماذج تتنبؤ خاصة بالشركات التي تمر بمرحلتي التأسيس والنمو؛ فقد أثبتت النتائج أن كلاً من متغير مستوى الأرباح ومتغير مستوى القيمة الدفترية للسهم

الهوامش

- 1 تظهر الاختبارات الإضافية في نهاية البحث أنه عندما تم تنفيذ نماذج الدراسة الثلاثة لمرحلة التراجع ومرحلة الهبوط دون تقسم العينة إلى شركات رابحة وأخرى خاسرة، كان لمتغير مستوى الأرباح مضمون معلوماتي في المرحلتين المذكورتين، ولا يوجد مضمون معلوماتي لمتغير القيمة الدفترية للسهم منفرداً أو عند إدخاله مع متغير مستوى الأرباح في نموذج واحد، علماً بأن عدد المشاهدات المستخدمة في تنفيذ النماذج بلغ 23 مشاهدة.
- 2 يمكن طلب الإحصاءات الوصفية ومصفوفات الارتباط ونتائج تنفيذ جميع النماذج من الباحثين.
- 3 بلغ عدد مشاهدات الشركات الربحية 119 مشاهدة، وبلغ عدد مشاهدات الشركات الخاسرة 45 مشاهدة. وتجدر الإشارة إلى أن مصفوفة ارتباط بيرسون أظهرت علاقة عكسية بين متغير مستوى القيمة الدفترية للسهم ومتغير مستوى الأرباح، سواء لعينة الشركات الربحية أو لعينة الشركات الخاسرة، وهذا ينسجم مع التفسير الذي قدمه (Harris and Marston, 1994) من حيث كون القيم العالية

المراجع

المراجع العربية

- الشركات المساهمة العامة الأردنية. **مخفزة: طبع لم يلاحظ ندر،** المجلد 27، العدد 4، ص 410 - 431.
- الدبي، مأمون، وإبراهيم، داليا، 2012، المضمون المعلوماتي للخسائر المحاسبية في التقارير المالية للشركات المساهمة العامة في الأردن **لجنة بنك ثمت طبع مخفزة: طبع لم يلاحظ ندر،** المجلد 27، العدد 4، ص 62-102.
- عبد اللطيف، يزيد، والدبي، مأمون، 2019، أثر دورة حياة المنشأة على هيكل رأس المال: دليل من الأردن **طبع ندر،** المجلد 15، العدد 4، ص 445-465.

- أبو رمان، زيد، والدبي، مأمون، 2020، مدى ملائمة مقاييس الأداء المالي للقيمة السوقية خلال مراحل دورة حياة المنشأة. **المجلة الأردنية في إدارة الأعمال،** المجلد 16، العدد 4، ص 813-833.
- الدبي، مأمون، وأبو نصار، محمد، 1999، مواصفة العلاقة بين العوائد السوقية والأرباح المحاسبية للشركات المساهمة الأردنية. **مخفزة: طبع لم يلاحظ ندر،** المجلد 26، العدد 2، ص 312 - 329.
- الدبي، مأمون، وأبو نصار، محمد، 2000، دور نسبة الربح إلى السعر في تحسين علاقة العوائد بالأرباح: دراسة تطبيقية على

المراجع العربية باللغة الإنجليزية

- Abd Al-Lateif, Yazied and Al-Debi'e, Mamoun. 2019. Life Cycle Effect on Firm Capital Structure: Evidence from Jordan. *Jordan Journal of Business Administration*, 15 (4): 445-465.
- Abu Rumman, Zaid and Al-Debi'e, Mamoun. 2020. The Value Relevance of Financial-performance Measures during Firm Life-cycle Stages. *Jordan Journal of Business Administration*, 16 (4): 813-833.
- Al-Debi'e, Mamoun and Abu-Nassar, Mohammad. 1999. Specification of the Relation between Stock Returns and Accounting Earnings of Jordanian Companies. *Dirast: Administrative Sciences*, 26 (2): 312-329.
- Al-Debi'e, Mamoun and Abu-Nassar, Mohammad. 2000. The Role of Earnings-to-price Ratio in Improving the Returns-Earnings Relation: Applied Study on Jordanian Shareholding Companies. *Dirasat: Administrative Sciences*, 27 (4): 410-431.
- Al-Debi'e, Mamoun and Ibrahim, Dalia. 2012. The Information Content of Accounting Losses in the Financial Reports of Jordanian Shareholding Companies. *Mu'tah Lil-Buhuth wad-Dirasat*, 27 (4): 62-102.

المراجع الأجنبية

- Al-Debi'e, Mamoun and Walker, M. 1999. Fundamental Information Analysis: An Extension and UK Evidence. *British Accounting Review*, 31: 261-280.
- Anthony, J.H. and Ramesh, K. 1992. Association between Accounting-performance Measures and Stock Prices: A Test of the Life Cycle Hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15 (2-3): 203-227.
- Ball, R. and Brown, P. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6: 159-178.
- Basu, Sudipta. 1997. The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24 (1): 3-37.
- Brown, P. 1994. *Capital Market-based Research in Accounting: An Introduction*. Cooper and Lybrand and Accounting Association of Australia and New Zealand, Australia.
- Burgstahler, David and Dichev, Ilia. 1997. Earnings Management to Avoid Earning Decreases and Losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24 (1): 99-126.
- Collins, D. W., Picus, M. and Xie, H. 1999. Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity. *The Accounting Review*, 54 (5): 65-79.
- Chen, S. K., Chang, Y.-L. and Fu, C.-J. 2010. The Impact of Life Cycle on the Value-relevance of Financial-performance Measures. *Advances in Business and Management Forecasting*, 7: 37-58.
- Cheng, C.S.A., Johnston, J and Liu, C. 2013. The Supplemental Role of Operating Cash Flows in Explaining Share Returns: Effect of Various Measures of Earnings Quality. *International Journal of Accounting and Management Research*, 21: 53-71.
- Dickinson, V. 2011. Cash-flow Patterns As a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review*, 86 (6): 1969-1994.
- Dickinson, V., Kassa, H. and Schaberl, P.D. 2018. What Information Matters to Investors at Different Stages of a Firm's Life Cycle? *Advances in Accounting*, 42: 22-33.
- Easton and Harris, T.S. 1991. Earnings As an Explanatory Variable for Returns. *Journal of Accounting Research*, 29: 19-36.
- Fama, E.F. and French, K.R. 1992. The Cross-section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47: 427-465.
- Feltham, G.A. and Ohlson, J.A. 1995. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2): 689-731.
- Harris, R. and Marston, F. 1994. Value versus Growth Stocks:

- Book-to-Market, Growth and Beta. *Financial Analysts Journal*, 50 (5): 18-24.
- Hayn, C. 1995. The Information Content of Losses. *Journal of Accounting and Economics*, 20 (2): 125-153.
- Lev, B. 1989. On the Usefulness of Earnings and Earning Research: Lessons and Directions from a Two-decades of Empirical Research. *Journal of Accounting Research*, 27: 153-192.
- Ohlson, J.A. 1995. Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2): 661-687.