

القيمة الملائمة لمحتويات التقارير المالية وتقييم حقوق الملكية:

دراسة إختبارية علي سوق الأوراق المالية الكويتية

دكتور| متولى أحمد قايد

قسم المحاسبة- كلية العلوم الادارية-جامعة الكويت

دكتور/ صادق محمد

الدكتور/ علي محمد هويدي

البسام

قسم المحاسبة
كلية العلوم الإدارية - جامعة الكويت

قسم المحاسبة
كلية العلوم الإدارية-جامعة الكويت

ملخص البحث

تهدف هذه الدراسة إلي تحديد القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية الواردة في القوائم المالية من خلال قياس العلاقة بين أسعار الأسهم والقيمة الدفترية والأرباح المحاسبية وتغيراتها والتدفقات النقدية وتغيراتها. ولقد تم دراسة هذه العلاقة من خلال تطبيق نموذج (1995) and Feltham and Ohlson (1995) علي عينة تتكون من 174 شركة عاملة في سوق الأوراق المالية الكويتية خلال الفترة من ٢٠١١-٢٠١٦. ولقد أكدت الدراسة علي أن القيمة الملائمة لمستوي الأرباح وتغيراتها هي الأعلى بين المتغيرات، يليها التدفقات النقدية التشغيلية ثم القيمة الدفترية وذلك خلال سنوات الدراسة وعلي مستوي العينة ككل. كذلك أظهرت الدراسة بأن التدفقات النقدية وتغيراتها لها محتوى معلوماتي اضافي وقوة تفسيرية عالية وبالتالي فإنها ليست مصدرا بديلا وإنما متغير أساسي في نموذج تقييم الشركات.

كذلك أظهرت الدراسة بان القيمة الملائمة لجميع المتغيرات مجتمعة عالية في كل النماذج وفي حدود نتائج الدراسات السابقة. كما بينت الدراسة أن القيمة الملائمة لجميع المتغيرات تختلف باختلاف الحجم ونتيجة النشاط ودرجة النمو وعبر الزمن. وعليه يمكن لمستخدمي التقارير المالية في السوق الكويتي الاعتماد بدرجة كبيرة علي المتغيرات المحاسبية في تفسير سلوك أسعار الأسهم.

Abstract

The purpose of this study is to investigate the relative and incremental value relevance of book value, earning and operating cash flows in share prices. The study basically uses Ohlson (1995) and Feltham and Ohlson (1995) valuation model and performs analyses for all samples categorized based upon performance (profit/Loss firms), growth (high/low firms), and size (small and large) to observe changes in value relevance over the periods of 2011-216 in Kuwait stock markets (1,044 firm-year observations). The empirical results indicate that earning is the most value relevant variable and cash flows have more value relevance than book value in all samples, subsamples and periods. The results also show that combined value relevance of book value and earning is more value relevant than that of book value and cash flows, and earnings and cash flows, suggesting that no single variable can be a substitute for others in equity valuation model but all together are important variables. The important contribution of the study is documenting the deteriorated value relevance of book value and the increased value relevance of cash flows in equity valuation. This may be just limited to the period of 2011-2016 in Kuwait stock markets, or this could be the true pattern in which earnings play significant role in shares prices.

Keywords: Kuwait, Cash flows, Book value, Earnings, Value relevance, equity valuation.

مقدمة

إن دراسة العلاقة بين محتويات التقارير المالية والقيمة السوقية للمنشأة قد نالت اهتماما كبيرا بين الباحثين خلال فترة الخمسون عاما الماضية وعلى وجه التحديد منذ الدراسة الرائدة التي قدمها كل من Ball and Brown في عام ١٩٦٨. ولقد أجريت منذ ذلك التاريخ العديد من الدراسات العملية لاختبار تلك العلاقة من منظورات واتجاهات مختلفة في كثير من أسواق رأس المال المتقدمة والنامية -خصوصا خلال فترة التسعينيات- كان من نتائجها ظهور ما يعرف بأدب القيمة الملائمة في الفكر المحاسبي المعاصر Value Relevance Approach. ومنذ ذلك الحين استقر الأمر في أدبيات الفكر المحاسبي علي أن مدخل القيمة الملائمة يمثل تنظيرا مقبولا لدراسة علاقة الارتباط بين القيمة السوقية للمنشأة (أسعار/عوائد) ومحتويات التقارير المالية. ويتوقف مدي ملائمة المتغيرات التي تشملها التقارير المالية علي قدرة كل منها في تفسير درجة التباين أو التأثير في علاقة الارتباط المقدر في نموذج التقييم المستخدم في تحديد القيمة السوقية للمنشأة. ويستدل احصائيا على القيمة الملائمة لهذه المتغيرات من خلال محددتين أساسيين هما: معامل الميل β 's ومحدد القوة التفسيرية R^2 أو $adjusted R^2$ ويلقي هذين المعاملين اهتماما كبيرا من الباحثين نظرا لأهمية الدلالة التي يقدمها كل منهما في تقدير المحتوي المعلوماتي الإضافي incremental information ومستوي القوة التفسيرية explanatory power للمتغيرات الواردة في نموذج التقييم المستخدم في تحديد القيمة السوقية لأسعار

الأسهم وعوائدها (Barth, 2000; Barth et al 2001; Holthausen and Watts 2000; Kothari 2001).

وفي ظل مدخل القيمة الملائمة لم تعد الدراسات المحاسبية التطبيقية تهدف فقط لإثبات أو التقرير بأن للمتغيرات المحاسبية محتوى معلوماتي في علاقتها بتحديد اسعار الاسهم وعوائدها وانما عن كيفية قياس وتطوير قدرة تلك المتغيرات في زيادة درجة الارتباط أو المحتوى المعلوماتي الإضافي incremental information أو القوة التفسيرية explanatory power للعلاقة المقدره في نموذج التقييم المستخدم (Jianwei&Chunjiao, 2007) وبالتالي تقرير أيا من هذه المتغيرات يمكن إدخاله مباشرة إلى نموذج التقييم من عدمه. ومع ذلك فان هذه الدراسات العملية لم تستطع التوصل الي نتائج محددة بشأن التقرير عن أي من المتغيرات المحاسبية يعتبر أكثر ملائمة أو أكثر ارتباطا أو أكثر تفسيريا لسلوك أسعار الأسهم وعوائدها؟ أو بعبارة أخرى عن مدى أفضلية أو ملائمة أيا من هذه المتغيرات لأطراف السوق من منظور التأثير على توقعاتهم بخصوص المكاسب المستقبلية. ومع ذلك يري البعض بان مدخل القيمة الملائمة يقدم أدلة عملية تطبيقية عن الخصائص التقييمية للمعلومات التي تتضمنها التقارير المالية (Barth M. 2000; Ali et al 1995). ويعتبر النموذج الذي قدمه Ohlson في عام ١٩٩٥ أول نموذج محاسبي يقدم إطارا منطقيا لتقدير القيمة السوقية اعتمادا علي المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية التي تحتويها القوائم المالية في ضوء مدخل القيمة الملائمة. ومن جهة أخرى فلقد دفعت نتائج تلك الدراسات بالهيئات التنظيمية لأسواق رأس المال ومجالس اعداد وإصدار المعايير المحاسبية -المحلية أو الدولية- لأن تسعى حثيثا من أجل تحسين جودة محتويات التقارير المالية بغية تعظيم درجة ملائمتها

وتحسين مستوى الشفافية والمنفعة للعديد من الأطراف المستخدمة لتلك المعلومات وبصفة خاصة المستثمرون (Vishnani and Shah, 2008). وتعتبر متغيرات القيمة الدفترية للسهم، الأرباح المحاسبية للسهم، والتدفقات النقدية للسهم من أهم المتغيرات التي حازت علي حظ وافر من الاهتمام والبحث والتحليل والتأصيل من قبل الباحثين في تلك الدراسات العملية. وتأتي هذه الدراسة لاستكمال ما توصلت اليه الدراسات السابقة في الأسواق المتقدمة والنامية وذلك من خلال إعادة إختبار وتحليل ومقارنة العلاقة بين هذه المتغيرات الهامة في علاقتها مع القيمة السوقية لأسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية الكويتية باعتباره أحد الأسواق المالية النامية والواعدة في منطقة الخليج العربي.

هدف البحث

يهدف هذا البحث بصفة أساسية إلي تقديم دليل عملي من سوق الأوراق المالية الكويتية عن مدى ملائمة محتويات التقارير المالية المنشورة وذلك من خلال بيان أثر كل من درجة النمو والحجم والأداء المالي وطبيعة النشاط علي القيمة الملائمة لكل من القيمة الدفترية ، الأرباح المحاسبية وتغيراتها، والتدفقات النقدية وتغيراتها وذلك بتطبيق نموذج الأسعار. وتحديدًا فان هذه الدراسة تسعى للإجابة علي الأسئلة التالية:

- ما مدى وطبيعة العلاقة -إن وجدت- بين متغيرات الدراسة وأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكويتية.
- أي من هذه المتغيرات اكثر ارتباطا أو تفسيريا للعلاقة المفترضة بينها وبين أسعار الأسهم.

- ما نسبة ما يفسره كل مؤشر من التغيرات الحادته في أسعار الأسهم
- ما مدي التباين بين متغيرات الدراسة من حيث قدرتها التفسيرية أو المحتوي الإضافي الذي تقدمه أو درجة ارتباطها بالتغيرات في اسعار الأسهم لقطاعات السوق المختلفة. وبعبارة أخرى هل تختلف أو تتباين المتغيرات المحاسبية من حيث قدرتها التفسيرية أو ارتباطها بالتغيرات في اسعار الأسهم باختلاف طبيعة النشاط .
- ما مدي التباين بين متغيرات الدراسة من حيث قدرتها التفسيرية أو ارتباطها بالتغيرات في اسعار الأسهم علي أساس التباين في حجم الشركات.
- ما مدي التباين بين متغيرات الدراسة من حيث قدرتها التفسيرية أو ارتباطها بالتغيرات في اسعار الأسهم باختلاف نتائج الأداء المالي من ربح أوخسارة.
- ما مدي التباين بين متغيرات الدراسة من حيث قدرتها التفسيرية أو ارتباطها بالتغيرات في اسعار الأسهم باختلاف درجة نمو الشركات.

إطار البحث

بعد عرض المقدمة والهدف من البحث نستعرض بالدراسة والتحليل أدبيات القيمة الملائمة لمحتويات التقارير المالية، ثم نتناول منهج البحث متضمنا طريقة اختيار العينة، مصادر جمع المعلومات، فروض البحث ونماذج اختبارها، تعريف المتغيرات المستقلة والمحددة وكيفية قياسها، ثم عرض نتائج الدراسة الميدانية. أما الجزء الأخير من البحث فانه يتضمن خلاصة ودلالات البحث.

أدبيات القيمة الملائمة

إنمفهوم القيمة الملائمة له تاريخ بعيد في الفكر المحاسبي يعود إلى بداية عقد الستينيات: وخلال هذا التاريخ الطويل يمكننا التمييز بين فترتين أساسيتين: الأولى

تبدأ مع بداية الستينيات وحتى عام ١٩٩٥ -والثانية من ١٩٩٥ وحتى وقتنا الحاضر. وأهم ما يميز الفترة الأولى غالبا هي الدراسات الرائدة التي قدمها كل من (1968) Ball & Brown و (1968) Beaver. وتستمد هذه الدراسات تفردا من كونها تمثل أولى الدراسات المحاسبية التي قدمت دليلا عمليا يؤكد أهمية دور المحتوى المعلوماتي للبيانات المحاسبية المنشورة في الأسواق المالية.

أما فترة التسعينيات من القرن العشرين فقد شهدت تطورات وتحولات جوهرية في البحوث المحاسبية المتعلقة بالأسواق المالية كان من أبرزها وأهمها دراسة كل من (1995) Ohlson و (1995) Ohlson and Felham. وعلي الرغم من أن Lev هو أول من استخدم مصطلح القيمة الملائمة في عام ١٩٨٩ إلا أن النموذج الذي توصل إليه (Ohlson and Felham) يعد من أهم المساهمات التي اضافت كثيرا للفكر المحاسبي المعاصر في مجال أدبيات القيمة الملائمة لمحتويات التقارير المالية. ويلقي هذا النموذج قبولا عاما بين الباحثين ويعد من أكثر النماذج انتشارا واستخداما حيث أنه أعاد صياغة دالة نموذج الدخل المتبقي الذي قدمه -Edwards Bell عام ١٩٦١ بمتغيرات محاسبية يتم الافصاح عنها في القوائم المالية بدلا من فكرة القياس الاقتصادي للارباح غير العادية والتي لا تعتبر مكونا من مكونات البيانات المحاسبية المنشورة. ويعرف هذا النموذج في أدب القيمة الملائمة بنموذج *EBO* نسبة الي كل من Edwards-Bell-Ohlson.

ومنذ ذلك الحين ودراسة القيمة الملائمة لمحتويات التقارير المالية ومدى ارتباطها بتقدير القيمة السوقية في نماذج تقييم حقوق ملكية المنشأة تستحوذ علي اهتمام غير مسبوق من الباحثين (e.g., Beaver, 1989; Biddle et al 1995; Ohlson 1995; Feltham and Ohlson 1995; Hayn 1995; Amir and Lev 1996; Burgstahler and Dichev 1997; Collins et al 1997; Magdew

and Weiss 1997; Frankel and Lee 1998; Hand and Lansman 1999; Yee 2000; Jang et al 2002; Choi et al 2006; Bramble and Hodgson, 2007; Pathirawasam C., 2010 & 2013; Elshamy et al 2005, 2014, 2016 and among others)

ولقد أجريت العديد من هذه الدراسات في كثير من أسواق رأس المال المتقدمة والنامية وفي ضوء اتجاهات وافتراضات مختلفة، ومع ذلك لم تتوصل الي نتائج قاطعة على مدي أفضلية أو ملائمة أيا من المتغيرات المحاسبية لأطراف السوق بشأن التأثير على توقعاتهم بخصوص المكاسب المستقبلية.

ومع ذلك فان الكثير من الدراسات التي أجريت لاختبار تلك العلاقة أكدت علي وجود قيمة ملائمة معنوية لكل من القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية في نماذج تقييم حقوق الملكية (أسعار/عوائد) (Lev 1989; Ou and Penman 1989; Barth 1991; Easton and Harris 1991; Penman 1991; Easton, Harris and Ohlson,1992; Ou and Penman 1993; Dechow,1994; Ohlson,1995; Feltham and Ohlson,1995; Penman 1996; Barth and Kallapur,1996; Easton et.al. 1999).

الدراسة التي قدمها (Collins et al (1997) خلصت الي ان كل من متغير القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية في سوق الأوراق المالية الأمريكية خلال فترة أربعون عاما (1953-1993) كان له قيمة ملائمة وأن القيمة الملائمة المجمعة لهما كانت تزداد نسبيا على مدار الزمن. كما اثبتت الدراسة أن القوة التفسيرية للقيمة الدفترية في تفسير سلوك أسعار الأسهم كانت أعلى من الأرباح المحاسبية، بل إن القوة التفسيرية

للأرباح كانت في تناقص خلال فترة الدراسة. وقد توصل الي نفس النتيجة (Renato C. et.al, 2014) في دراساتهم التي أجريت علي السوق البريطاني

والأيطالي: وقد أرجعوا ذلك الي أسباب عدة من أهمها الخسائر لبعض الشركات، متغير الحجم، والجزء المؤقت من الأرباح المحاسبية. ولقد أثبت Francis and Schipper (1999) أن القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية كانت في تناقص مستمر لبيانات العينة خلال فترة الدراسة وعلي العكس من ذلك فان القيمة الملائمة للقيمة الدفترية كانت في تزايد مستمر. كما أثبت (Jang et al (2002) في دراسته علي سوق الأوراق المالية الكورية بأن القيمة الملائمة الكلية لكل من القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية كانت في تزايد إلا أن القوة التفسيرية للأرباح كانت في تناقص. كذلك فان (Lev (1989) تبين له وجود علاقة ارتباط ضعيفة جدا بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم وأن هذه العلاقة كانت متذبذبة عبر الزمن. كذلك فان (Hayn (1995) وجد علاقة ارتباط ضعيفة للغاية بين الأرباح وعوائد الأسهم للشركات الخاسرة عنها بالنسبة للشركات المربحة بسبب تصفية الخيارات (options liquidation). أضاف الي ذلك فان (Basu (1997) توصل الي أن الأرباح السالبة أقل استمرارية من الأرباح الموجبة وأن معامل الاستجابة ERC's للأرباح الموجبة أعلى بكثير من نظيره في الأرباح السالبة. واستنتج آخرون (Collins et al (1997) أن هناك تصاعدا في اتجاهات الباحثين للتركيز علي دراسة متغير القيمة الدفترية في علاقات الارتباط أكثر من الأرباح المحاسبية بسبب الخسائر الكبيرة للشركات وكثرة العناصر غير العادية التي تشملها الأرباح المحاسبية والتباين في حجم الشركات وكذلك كبر حجم الأصول غير الملموسة. وأضاف آخرون بأن رغبة الإدارة في تمهيد الدخل لتفادي الخسائر وانخفاض الايرادات أدي الي التشويش علي القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية (DegorgePatael, Zeckhauser 1999; Burgstahler and Dichev 1997; Marquardt and wiedman 2004).

ومن ناحية أخرى حاولت بعض الدراسات الأخرى (Harris et al 1994; Joes and Lang 1994; King and Langli 1998; Bartov, Goldberg and Kim, 2001; Charitou, Clubb and Andreou, 2000; Elshamy and Kayed 2005, Elshamy and Al-Qenae 2005, Elshamy, Al-Hajri and Al-Bassam 2014) اختبار ومقارنة القيمة الملائمة لكل من القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية في عدة أسواق مالية مختلفة وتوصلت الي ان القيمة الملائمة الكلية لهذه المتغيرات متقاربة نسبيا إلا أن معاملات الميل والقوة التفسيرية لكل منها تتفاوت من دولة لأخرى. لذلك حاولت بعض الدراسات الأخرى (Bao and Chow, 1999) فحص واختبار القيمة الملائمة لبعض المتغيرات المحاسبية الهامة على مستوى الدولة المعينة single country وذلك من خلال مقارنة القيمة الملائمة لهذه المتغيرات وفقا لمعايير المحاسبة الدولية (IFRS) مع القيمة الملائمة لنفس المتغيرات طبقا لمعايير المحاسبة المقبولة قبولا عاما في نفس البلد (GAAP) وخلصت الي أن القيمة الملائمة للمتغيرات المحاسبية طبقا للمعايير الدولية أعلي قليلا من نظيرتها وفقا للمعايير المحلية. كما توصلت دراسات أخرى إلي انه في حالة الشركات التي تعاني من أزمات مالية تكون القيمة الملائمة للقيمة الدفترية أعلي من نظيرتها للأرباح المحاسبية وأن القيمة الملائمة لكل منهما تختلف باختلاف طبيعة النشاط أو الصناعة (Barth, Beaver, and landsman, 1998)

ومن ناحية أخرى فان نتائج بعض الدراسات التي ركزت على دراسة العلاقة بين أسعار الأسهم أو عوائدها مع الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية أثبتت أن للأرباح المحاسبية قيمة ملائمة ومحتوي معلوماتي أكبر بكثير من التدفقات النقدية من منظور ان سلاسل الأرباح المحاسبية طبقا لأساس الأستحقاق تكون في الغالب أكثر

تمهيدا من سلاسل التدفقات النقدية وبالتالي فان الارباح المحاسبية تفضل التدفقات النقدية عند تقدير التدفقات النقدية المستقبلية، كما أن الأرباح المحاسبية لها مقدرة كبيرة علي قياس الأداء من التدفقات النقدية (Rayburn,1986; Bernard and Stober,1989; Bowen et al.,1986, 1987; Livnat and Zarowin,1990; Wilson,1986, 1987; Dechow,1994; Biddle et al., 1995; Sloan, 1996; Dechow et al., 1998 and Landsman and Maydew 2002). وبالرغم من أن (Bowen et al 1987) قد أثبتوا أن للتدفقات النقدية محتوى معلوماتي إضافي لنظيره من الأرباح المحاسبية في سوق الأوراق المالية الأمريكية، فان (Board and Day 1989) لم يتمكنوا من إثبات تلك النتيجة في سوق الأوراق المالية البريطانية. كذلك فان (Wilson (1986 أثبت أن للتدفقات النقدية والتسويات المحاسبية معا لهما محتوى معلوماتي اضافي أكثر من الأرباح المحاسبية وأن التسويات المحاسبية لها محتوى معلوماتي اضافي أكثر من التدفقات النقدية.

وعلي العكس من ذلك فان هناك دراسات أخرى أكدت ان التدفقات النقدية أكثر ملائمة من الارباح عند التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية بسبب تاثيرات سياسة التحفظ في المحاسبة (Wilson 1986; Bowen and Burgstahler 1986, 1987; Cheng, Liu, and Schaefer, 1997; Barth et al. 1999). من هذا الاتجاه (Das and Lev 1994)حيث أكدوا أن التدفقات النقدية بصفة عامة تعتبر أقل تأثرا من الأرباح المحاسبية بالعناصر غير العادية. كما توصل آخرون (Cheng, Liu, and Schaefer (1997) إلي ان التدفقات النقدية المتوقعة لها قيمة ملائمة أكثر من الارباح، كما أن (Barth et al (1999 اثبتوا أن التدفقات النقدية والتسويات المحاسبية معا يقدمان أساسا موضوعيا لتقدير الارباح غير المتوقعة

والقيمة الدفترية. ويضيف البعض أن القيمة الملائمة للأرباح تتخفف بسبب التغير المفاجئ في الظروف الاقتصادية والخصائص النوعية للشركات نفسها (Lev 1989; Hayn 1995; Amir and Lev 1996; Basu 1997; Elliot and Hanna, 1996; Collins et al. 1997; Francis and Schipper, 1999; Jang et al. 2002).

ويري (Lee 1974; Watts and Holthausen, 2001; Hellstorm, 2006) أن قياس الأرباح وفقا لأساس الاستحقاق غير مجدي كمفهوم تقييمي بسبب طبيعة المبادئ والقواعد المحاسبية التي تحكم قياس هذه الأرباح مما يجعلها تقديرية، تاريخية، بالإضافة إلى قابليتها للتلاعب أو التضليل من قبل الإدارة نتيجة المرونة أو الحرية في الاختيار من بين البدائل المحاسبية المتعددة والمقبولة قبولاً عاماً. وعلى العكس من ذلك فإن التدفقات النقدية تعتبر أكثر موضوعية وأقل تأثراً بتعددية البدائل المحاسبية وبالطبيعة التاريخية للمعلومات المحاسبية، إضافة إلى أنها أقل عرضة للتلاعب من قبل الإدارة. لذلك فإن كثير من الاقتصاديين والمحللين الماليين يرون أن المعلومات التي تقدمها التدفقات النقدية أكثر ملائمة للسوق من الأرباح المحاسبية (Copeland et al. 1994, 2000).

وعلي جانب آخر فإن العديد من الدراسات حاولت قياس هذه العلاقة بأخذ العديد من المتغيرات المحددة أو المحيطة في الاعتبار مثل محدد الحجم ، نتيجة النشاط، طبيعة النشاط ، درجة النمو، الرافعة المالية، هيكل الملكية، مؤشر السوق،الخ. وعلي المستوى المهني فلقد دفعت نتائج تلك الدراسات العملية بالهيئات التنظيمية لأسواق رأس المال ومجالس اعداد وإصدار المعايير المحاسبية -المحلية والدولية- علي السواء لأن تسعى حثيثاً من أجل تحسين جودة محتويات التقارير المالية من منظورين أساسيين: الأول باعتبارها المصدر الرئيسي لمدخلات العلاقة

في نماذج قياس القيمة السوقية للأسهم، والثاني رغبة في تعظيم درجة ملائمتها وتحسين مستوى الشفافية والمنفعة للعديد من الأطراف المستخدمة لتلك المعلومات وبصفة خاصة المستثمرون (Vishnani and Shah, 2008).

فروض البحث

في ضوء أدبيات الموضوع ونتائج الدراسات التطبيقية التي أجريت في العديد من الأسواق المالية المتقدمة والنامية و كذلك أهداف البحث سوف يتم اختبار الفروض التالية:

الفرض الأول:

" لا توجد علاقة إرتباط معنوية بين القيمة الملائمة للمتغيرات المختارة وأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكويتية ".

الفرض الثاني:

"لا توجد أفضلية للقيمة الملائمة للأرباح المحاسبية وتغيراتها علي القيمة الملائمة للقيمة الدفترية في تفسير أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكويتية ".

الفرض الثالث:

"لا توجد أفضلية للقيمة الملائمة للتدفقات النقدية وتغيراتها علي القيمة الملائمة للقيمة الدفترية في تفسير أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكويتية ".

الفرض الرابع:

" القيمة الملائمة للمتغيرات المختارة والمؤثرة في سعر سهم الشركة في بورصة الأوراق المالية الكويتية قد انخفضت عبر الزمن".

الفرض الخامس:

" لا يوجد تأثير لاختلاف نتيجة النشاط علي القيمة الملائمة للمتغيرات المختارة والمؤثرة في سعر سهم الشركة في بورصة الأوراق المالية الكويتية".

الفرض السادس:

” لا يوجد تأثير لاختلاف محدد الحجم علي القيمة الملائمة للمتغيرات المختارة والمؤثرة في سعر سهم الشركة في بورصة الأوراق المالية الكويتية”.

الفرض السابع:

”لا يوجد تأثير لاختلاف درجة النمو علي القيمة الملائمة للمتغيرات المختارة والمؤثرة في سعر سهم الشركة في بورصة الأوراق المالية الكويتية”.

منهج البحث

يشتمل هذا الجزء من البحث علي مجتمع وعينة الدراسة، مصادر المعلومات ، وأدوات البحث.

أ- مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة العاملة في سوق الأوراق المالية الكويتية ما عدا شركات السوق الموازي والشركات غير الكويتية. وتشير المعلومات المتاحة إلي أن عدد الشركات المساهمة والعاملة في السوق قد بلغ ٢٠٤ شركة مع نهاية عام 2016 ويبلغ مجموع حقوق المساهمين بها أكثر من ٤,٠٤١ مليون دينار كويتي كما يبلغ عدد الأسهم المتداولة لهذه الشركات أكثر من ١٩,٨٣٧ ألف مليون سهم بقيمة سوقية بلغت أكثر من 26,895 الف مليون دينار كويتي. وتمثل هذه الشركات قطاعات اقتصادية عديدة. وقد تم اختيار عينة البحث من مجتمع الدراسة وفقاً للشرطين التاليين:

- ١- أن تكون الشركة المختارة من الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية الكويتية ويتم التداول علي أسهمها في البورصة قبل عام ٢٠١١.
- ٢- أن يتوفر عن الشركة المختارة كافة البيانات المطلوبة للدراسة وبدون انقطاع خلال الفترة من 2010-٢٠١٦.

ويتطبيق ذلك - وفي ضوء البيانات والمعلومات المتاحة للباحث - تم اختيار عدد 174 شركة فقط لتشكل عينة الدراسة كما هو مبين بالجدول رقم (١) ونسبة ٨٥% تقريبا من مجتمع الدراسة وباجمالي 6,264 مشاهدة. ويوضح الجدول الوزن النسبي للقطاعات الاقتصادية من حيث عدد المشاهدات، عدد الشركات، عدد الأسهم المصدرة، والقيمة السوقية للأسهم.

جدول رقم (١)

ر قم	القطاع	عدد الشركات	عدد الأسهم بالمليون	%	عددالمشاهدات	القيمة السوقية بالمليون	%
1	النفط والغاز	7	2051	1.90%	252	197	0.7%
2	مواد أساسية	4	2054	1.90%	144	721	2.7%
3	القطاع الصناعي	34	9834	9.00%	1224	2,552	9.5%
4	سلع استهلاكية	6	1020	0.90%	216	1,128	4.2%
5	رعاية صحية	3	434	0.40%	108	170	0.6%
6	خدمات استهلاكية	13	11545	10.50%	468	1,357	5.1%
7	اتصالات	4	6203	5.70%	144	3,205	12%
8	قطاع البنوك	12	34807	31.80%	432	12,376	46.2%
9	قطاع التأمين	8	1183	1.10%	288	343	1.3%
10	القطاع العقاري	35	17119	15.6%	1260	2,142	8%
11	خدمات مالية	45	23015	21.0%	1620	2,546	9.5%
12	تكنولوجيا	3	241	0.20%	108	74	0.3%
	الإجمالي	174	109506	100%	6264	26,810	100%

ب- متغيرات الدراسة ومصادر المعلومات:

إستنادا إلي فروض البحث وأهدافه والدراسات السابقة المرتبطة بمشكلة البحث تتمثل متغيرات الدراسة فيما يلي:

المتغير التابع:

$P_{i,t}$: ويشير إلي القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة t للشركة i .

المتغيرات المستقلة وكيفية قياسها: وتتمثل في:

$EPS_{i,t}$: ويشير إلي ربحية السهم الواحد في نهاية السنة t للشركة i ، وقد تم حساب هذا المتغير بقسمة صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب وحقوق الأقلية والأسهم الممتازة علي المتوسط المرجح للأسهم في نهاية العام بعد تعديله بأية تغيرات أثناء العام.

$BVS_{i,t}$: القيمة الدفترية للسهم في نهاية السنة t للشركة i .

$CFS_{i,t}$: ويشير الي نصيب السهم الواحد i من التدفقات النقدية التشغيلية في نهاية السنة t ، وقد تم حساب هذا المتغير بقسمة صافي التدفقات النقدية للأنشطة التشغيلية علي المتوسط المرجح للأسهم العادية القائمة في نهاية السنة.

$\Delta EPS_{i,t}$: ويشير الي مقدار التغير في ربحية السهم الواحد (ويعتبر مقياس للأرباح المحاسبية غير المتوقعة) ويتم حسابه من المعادلة التالية:

$$\Delta EPS_t = EPS_t - EPS_{t-1}$$

$\Delta CFS_{i,t}$: ويشير الي مقدار التغير في قيمة السهم الواحد من التدفقات النقدية التشغيلية (ويعتبر مقياس للتدفقات النقدية التشغيلية غير المتوقعة) ويتم حسابه من المعادلة التالية:

$$\Delta CFS_t = CFS_t - CFS_{t-1}$$

المتغيرات (العوامل) المحددة.

- (١) نتيجة النشاط من ربح أو خسارة: تم تقسيم شركات العينة الي مجموعتين رابحة وخاسرة وتكون الشركة رابحة اذا كان $EPS > 0$ والعس صحيح. وفي ضوء ذلك كانت عدد الشركات المربحة شركة، وعدد الشركات الخاسرة شركة.
- (٢) درجة النمو: تكون الشركة عالية النمو وذلك عندما يكون لوغاريتم القيمة السوقية لحقوق الملكية الي القيمة الدفترية لحقوق الملكية في بداية الفترة أكبر من قيمة الوسيط لكل شركات العينة $LOG (MV/BVt-1) > Median$ وفي ضوء ذلك كان عدد الشركات عالية النمو شركة والشركات منخفضة النمو شركة.
- (٣) حجم الشركة، وتصنف الشركة علي أنها كبيرة الحجم عندما يكون لوغاريتم القيمة السوقية لحقوق الملكية في بداية الفترة أكبر من الوسيط لكل شركات العينة $LOG (MVt-1) > Median$. وفي ضوء ذلك كان عدد الشركات كبيرة الحجم شركة في حين كان عدد الشركات صغيرة الحجم شركة.

مصادر جمع البيانات

- إعتمد الباحث في جمع المعلومات الضرورية للبحث بالدرجة الأولى علي الكثير من المواقع الألكترونية بالاضافة الي بعض المصادر الأخرى، وبصفة أساسية:
- الموقع الرسمي لبورصة الأوراق المالي الكويتية باصداراته القديمة والحديثة
Boursa Kuwait (Old & New)
 - الموقع الرسمي لاتحاد البورصات العربية
www.asmainfo.com
 - إصدارات معهد الدراسات المصرفية عن السنوات من 2010-2016.

نماذج الدراسة

إن دراسة القيمة الملائمة لمحتويات التقارير المالية في الدراسات التطبيقية غالباً ما تتم في شكل انحدار أو ارتباط خطى ومن خلال نموذجين أساسيين هما: نموذج السعر ونموذج العوائد. وعلى الرغم من أن الأساس النظري لهذين النموذجين واحد إلا أن النتائج المنبثقة عنهما عموماً غير متسقة بل أنها متباينة لنفس بيانات العينة (Ota 2001). ولقد عزي البعض عدم الاتساق في نتائج الدراسات التي تستخدم نموذج السعر الي وجود مشكلة "Scale Effects" في بيانات العينة المستخدمة (Ota 2001). أما بالنسبة لنموذج العوائد فان عدم الاتساق يعود الي مشكلة "accounting recognition lag" and "transitory earning" (Easton et al. 2000). وأضاف آخرون (Ali 1994; Ali & Pope 1995; Hellstrom, 2006) أن سبب عدم الاتساق هذا يرجع إلي عدم دقة توصيف نماذج التقييم المستخدمة، لذا أوصي البعض (Ali 1994; Ali & Pope, 1995) بضرورة دراسة هذه العلاقة في شكلها غير الخطي بدلا من الاستمرار على دراستها في صورتها الخطية.

وأياً كان النموذج المستخدم فانه يستدل على القيمة الملائمة للمتغيرات في أي من النموذجين من خلال محددتين أساسيين هما: معامل الميل β 's ويطلق عليه في أدبيات أسواق رأس المال معامل الاستجابة ERC ويلقي هذا المعامل اهتماماً كبيراً من الباحثين نظراً لأهمية الدلالة التي يقدمها في تقدير القيمة الملائمة أو المحتوي المعلوماتي للمتغيرات الواردة في نموذج التقييم المستخدم. فكلما كانت قيمة β قريبة من أو أعلى من قيمتها المفترضة نظرياً دل ذلك على وجود علاقة ارتباط قوية بين أسعار الأسهم وعوائدها والمتغير محل الدراسة. أما المحدد الثاني فهو القوة التفسيرية للعلاقة المقدره في نموذج التقييم المستخدم R^2 أو $adjusted R^2$ وكذلك الحال

بالنسبة لهذا المحدد فكلما اقترب من الواحد الصحيح دل ذلك على أن للمتغير المعين دور كبير في تفسير درجة التباين في سلوك أسعار الأسهم وعوائدها (Barth, 2000; Barth et al 2001; Holthausen and Watts 2000; Kothari 2001) وتمشيا مع أهداف البحث وما استقر عليه الأمر في البحوث التطبيقية فقد تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار فروض البحث من خلال تطبيق نموذج Edward-Beaver-Ohlson (EBD) والذي من خلاله يتم انحدار أسعار الأسهم علي كل من القيمة الدفترية للسهم وربحية السهم مع إمكانية إدخال عدد من المتغيرات الأخرى الهامة في النموذج. وعليه سوف تكون الصورة العامة لنماذج الانحدار المستخدمة في إختبار فروض هذه الدراسة علي النحو التالي:

$$P_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{1i,t}(BV_{i,t}) + e_{i,t} \quad (M1)$$

$$P_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{2i,t}(EPS_{i,t}) + e_{i,t} \quad (M2)$$

$$P_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{4i,t}(OCF_{i,t}) + e_{i,t} \quad (M3)$$

$$P_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{1i,t}(BV_{i,t}) + \beta_{2i,t}(EPS_{i,t}) + \beta_{3i,t}(\Delta EPS_{i,t}) + e_{i,t} \quad (M4)$$

$$P_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{1i,t}(BV_{i,t}) + \beta_{2i,t}(OCF_{i,t}) + \beta_{3i,t}(\Delta OCF_{i,t}) + e_{i,t} \quad (M5)$$

$$P_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{1i,t}(EPS_{i,t}) + \beta_{2i,t}(\Delta EPS_{i,t}) + \beta_{3i,t}(OCF_{i,t}) + \beta_{4i,t}(\Delta OCF_{i,t}) + e_{i,t} \quad (M6)$$

$$P_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{1i,t}(BV_{i,t}) + \beta_{2i,t}(EPS_{i,t}) + \beta_{3i,t}(\Delta EPS_{i,t}) + \beta_{4i,t}(OCF_{i,t}) + \beta_{5i,t}(\Delta OCF_{i,t}) + e_{i,t} \quad (M7)$$

سوف يتم تطبيق جميع هذه النماذج علي شركات العينة خلال سنوات الدراسة وعلي المستوى الأجمالي لتحديد القيمة الملائمة لكل متغير علي حده وبصفة مجمعة معا وكذلك تحديد أي المتغيرات سواء منفردة أو مركبة تساهم بنسبة كبيرة ومعنوية إحصائيا في تفسير سلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكويتية وذلك قبل دراسة أثر محددات الحجم والربحية ونوع النشاط ودرجة النمو للشركات. أما بالنسبة للعوامل المحددة فسوف يتم تطبيق النموذج التالي علي مستوى العينة فقط.

عرض وتحليل النتائج

يعرض الجدول رقم (٢) التالي ملخص للإحصاءات الوصفية المجمعة لمتغيرات الدراسة، حيث يتبين منها أن جميع متوسطات متغيرات الدراسة موجبة وأن عدد المشاهدات الخاسرة Missing بلغت صفر مشاهدة من أصل ١٠٤٤ مشاهدة خلال فترة الدراسة وهذا يلغي أثر المشاهدات الخاسرة على نتائج الدراسة.

جدول رقم (٢)

ملخص الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة خلال ٢٠١١-٢٠١٦

	P	BV	EPS	CF	ΔEPS	ACF
N	Valid 1044	1044	1044	1044	1044	1044
	Missing 0	0	0	0	0	0
Mean	0.22824	0.25946	0.01241	0.02756	0.06018	0.01285
Median	0.10800	0.16017	0.00700	0.00928	0.00010	0.00035
Std. Deviation	0.31546	0.34210	0.04595	0.06925	1.97475	0.22567
Minimum	0.01100	0.03711	0.16900	0.27127	63.78490	6.06765
Maximum	2.80000	2.81576	0.86000	0.70281	0.76620	1.71834
Sum	238.27848	270.87648	12.95721	28.77214	62.82897	13.41907

كما يعرض الجدول رقم (٣) مصفوفة معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة ويلاحظ وجود علاقة ارتباط موجبة ومعنوية بين أسعار الأسهم (P) مع عدد من المتغيرات المستقلة وهي القيمة الدفترية (BV) والأرباح المحاسبية (EPS) والتدفقات النقدية التشغيلية (CF) ووجود علاقة ارتباط سالبة وغير معنوية مع كل من التغيرات في الأرباح المحاسبية (ΔEPS) والتدفقات النقدية (ΔCF). كما يظهر الجدول وجود علاقات ارتباط بينية مهمة إحصائياً بين المتغيرات المستقلة ولكن أياً منها لم يتجاوز 0.569 مما يؤكد عدم وجود مشكلة الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة وهذا بدوره يدعم مصداقية نماذج التقييم المستخدمة. وللتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة تم استخدام اختبار Variance Inflation Factor (VIP) ولقد أظهرت نتائج الاختبار عدم وجود هذه المشكلة بين المتغيرات المستقلة في نماذج التقييم المستخدمة.

جدول رقم (٣)

معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

		P	BV	EPS	CF	ΔEPS	ΔCF
P	PEARSON CORRELATION	1					
	SIG. (2-TAILED)						
BV	PEARSON CORRELATION	.486**	1				
	SIG. (2-TAILED)	0.000					
EPS	PEARSON CORRELATION	.569**	.316**	1			
	SIG. (2-TAILED)	0.000	0.000				
CF	PEARSON CORRELATION	.529**	.380**	.416**	1		
	SIG. (2-TAILED)	0.000	0.000	0.000			
ΔEPS	PEARSON CORRELATION	-.064*	0.005	0.000	-0.010	1	

	SIG. (2-TAILED)	0.038	0.879	0.999	0.754		
ACF	PEARSON CORRELATION	-0.040	-.063*	-0.012	0.020	-0.001	1
	SIG. (2-TAILED)	0.197	0.043	0.690	0.520	0.965	
	N	1044	1044	1044	1044	1044	1044
	** Correlation is sig. at the 0.01 level (2-tailed)						
	* Correlation is sig. at the 0.05 level (2-tailed)						

نتائج الفرض الأول والثاني: القيمة الملائمة للمتغيرات المستقلة كل علي حدة

يوضح الجدول رقم (4) التالي القيمة الملائمة لكل من القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية - بصفة منفردة - باستخدام نموذج الانحدار البسيط. وتشير النتائج الواردة بالجدول الي أن قيم معامل التحديد للأرباح المحاسبية؛ التدفقات النقدية التشغيلية؛ القيمة الدفترية خلال سنوات الدراسة وعلي مستوى العينة ككل مهمة إحصائيا وأن الأرباح المحاسبية تساهم بنسبة ٣٢,٣% في تفسير سلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكويتية، يليها التدفقات النقدية بنسبة ٢٨% ثم القيمة الدفترية بنسبة ٢٤% تقريبا. ويشير الجدول أيضا الي أن معاملات الارتباط

للمتغيرات الثلاثة - بصفة منفردة - معنوية إحصائيا وذلك خلال جميع سنوات الدراسة وعلي مستوى العينة ككل، وأن معاملات الارتباط للأرباح المحاسبية تفوق نظيرتها لكل من القيمة الدفترية والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، كما أن معاملات الارتباط للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية تفوق نظيرتها للقيمة الدفترية وذلك علي مستوى العينة ككل وخلال جميع سنوات الدراسة. وتدل هذه النتائج علي أن القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية تفضل كل من القيمة الدفترية والتدفقات النقدية.

وتتفق هذه النتائج مع ما توصل اليه كل من (Elshamy, M. &Kayed, M., 2005) علي سوق الأوراق المالية الكويتية و (Pathirawasam, 2010) علي سوق الأوراق المالية الكورية، وخلافا لنتائج بعض الدراسات السابقة (Base and Jeong, 2007; and Langi, 1998). حيث خلصت تلك الدراسات إلي ان القيمة الملائمة للقيمة الدفترية أعلى منها للأرباح المحاسبية ومستقرة عبر الزمن، في حين أن القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية كانت أقل وفي تناقص مستمر. أما بالنسبة للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية فتأتي متسقة مع الكثير من الدراسات السابقة (Chariton et al. 2001; Francis et al.; 2003). ويعزو الباحث سبب انخفاض القيمة الملائمة للقيمة الدفترية خلال فترة الدراسة الحالية الي الأزمة الماليه العالمية وأثرها علي السوق الكويتي ابتداءا من عام ٢٠٠٩ حيث اضطرت أحوال الكثير من الشركات وتم تخفيض القيمة الدفترية للسهم للكثير منها ولجوء البعض الآخر للخروج من السوق. كما تدل هذه النتائج أيضا علي جدوي الإفصاح عن التدفقات النقدية التشغيلية في متن التقارير المالية واعتبارها من القوائم المالية الأساسية للشركات المساهمة.

جدول رقم (4)

القيمة الملائمة لكل من القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية كل علي حدة

Models		$P_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{1i,t} (BV_{i,t}) + e_{i,t}$			$P_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{2i,t} (EPS_{i,t}) + e_{i,t}$			$P_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{3i,t} (OCF_{i,t}) + e_{i,t}$		
Year s		$\alpha_{i,t}$	$\beta_{1i,t}$ ($BV_{i,t}$)	Adj. R ²	$\alpha_{i,t}$	$\beta_{2i,t}$ ($EPS_{i,t}$)	Adj. R ²	$\alpha_{i,t}$	$\beta_{3i,t}$ ($OCF_{i,t}$)	Adj. R ²
P 2011	T & (F values) Sig.	0.541 10.46 4 .000	0.179 6.451 .000	0.190 (41.614) .000	0.204 12.22 2 .000	3.365 12.01 .000	0.481 (161.311) .000	0.153 7.759 .000	2.887 10.347 .000	0.378 (106.224) .000
P 2012	T & (F values) Sig.	0.582 11.08 4 .000	0.200 7.179 .000	0.226 (51.538) .000	0.145 8.822 .000	8.928 16.356 .000	0.606 (267.511) .000	0.151 7.261 .000	3.292 9.900 .000	0.359 (98.104) .000
P 2013	T & (F values) Sig.	0.556 10.67 3 .000	0.179 6.511 .000	0.193 (42.392) .000	0.213 9.222 .000	1.779 5.643 .000	0.151 (31.838) .000	0.175 8.448 .000	2.311 9.982 .000	0.363 (99.664) .000
P 2014	T & (F values) Sig.	0.525 11.03 3 .000	0.178 7.095 .000	0.222 (50.346) .000	0.101 6.180 .000	9.638 16.108 .000	0.559 (259.454) .000	0.144 6.850 .000	2.841 8.933 .000	0.313 (79.747) .000
P 2015	T & (F values) Sig.	0.507 11.66 8 .000	0.177 7.653 .000	0.250 (58.565) .000	0.141 8.222 .000	5.451 11.023 .000	0.411 (121.517) .000	0.134 6.666 .000	2.068 8.077 .000	0.271 (65.293) .000
P 2016	T & (F values) Sig.	0.670 12.32 9 .000	0.252 9.049 .000	0.319 (81.890) .000	0.145 6.887 .000	6.907 12.185 .000	0.460 (148.465) .000	0.191 7.022 .000	1.711 4.903 .000	0.118 (24.038) .000
P All	T & (F values) Sig.	0.564 27.46 4 .000	0.195 17.97 4 .000	0.236 (323.064) .000	0.180 21.60 2 .000	3.905 22.327 .000	0.323 (498.497) .000	0.162 18.13 7 .000	2.412 20.145 .000	0.280 (405.826) .000

نتائج الفرض الثالث والرابع: القيمة الملائمة التفاضلية لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (5) التالي القيمة الملائمة المجمعة لكل من القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية وتغيراتها، ويتبين من النتائج الواردة بالجدول الي ان قيم معامل التحديد المجمع ($adjusted R^2$) خلال جميع سنوات الدراسة تراوح ما بين ($٥٤,١\% - ٧٠,٨\%$) وعلي مستوي العينة ككل بلغ $٤٣,١\%$. وهذا التحسن الكبير في قيم معامل التحديد المجمع ($adjusted R^2$) يؤكد اهمية كل من المتغيرين معا في تفسير سلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكويتية . وتأتي هذه النتائج متقاربة مع دراسة (Collings, Magdew, and Weiss, 1997) علي السوق الأمريكية حيث بلغ معامل التحديد المجمع ٧٥% . ويتبين من النتائج الواردة بالجدول أيضا الي ان معاملات الارتباط المجمعة لكل من القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية مهمة إحصائيا ، إلا أنه في نفس الوقت يتضح ان معاملات الارتباط للمتغيرات في الأرباح المحاسبية جاءت معنوية سالبة في بعض السنوات وغير معنوية وسالبة في البعض الآخر.

جدول رقم (5)

القيمة الملائمة للقيمة الدفترية والأرباح المحاسبية وتغيراتها معا

$$P_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{1i,t}(BV_{i,t}) + \beta_{2i,t}(EPS_{i,t}) + \beta_{3i,t}(\Delta EPS_{i,t}) + e_{i,t}$$

Year		$\alpha_{i,t}$	$\beta_{1i,t}(BV_{i,t})$	$\beta_{2i,t}(EPS_{i,t})$	$\beta_{3i,t}(\Delta EPS_{i,t})$	Adj. R ²
2011		0.359	0.090	2.963	-0.009	0.541
	T & (F values)	8.503	4.043	11.089	-2.948	(68.956)
	Sig.	.000	.000	.000	.004	.000
2012		0.244	0.048	7.587	-1.954	0.708
	T & (F values)	6.358	2.492	14.214	-7.101	(140.811)
	Sig.	.000	.014	.000	.000	.000
2013		0.241	0.046	7.957	-7.686	0.587
	T & (F values)	5.398	2.053	12.748	-11.218	(82.943)
	Sig.	.000	.042	.000	.000	.000
2014		0.177	0.040	8.896	-0.258	0.606
	T & (F values)	4.107	1.924	12.847	-1.132	(89.669)
	Sig.	.000	.056	.000	.259	.000
2015		0.179	0.044	8.345	-6.458	0.648
	T & (F values)	4.701	2.375	13.860	-8.693	(107.258)
	Sig.	.000	.019	.000	.000	.000
2016		0.453	0.162	5.174	2.331	0.573
	T & (F values)	9.291	6.773	8.776	1.504	(78.265)
	Sig.	.000	.000	.000	.134	.000
All		0.424	0.137	3.165	-0.011	0.431
	T & (F values)	22.030	13.852	18.725	-2.820	(264.133)
	Sig.	.000	.000	.000	.005	.000

ويوضح الجدول رقم (6) التالي القيمة الملائمة المجمعة لكل من القيمة الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية وتغيراتها. ويتبين من النتائج الواردة بالجدول الي ان معاملات الارتباط المجمعة لجميع المتغيرات جاءت في المدى ١,٥% - ٥٠% خلال سنوات الدراسة وبمتوسط ٣٧,٤% وهي قيم مهمة إحصائيا إلا أنها أقل كثيرا من نموذج الأرباح والقيمة الدفترية،

وأعلي كثيرا وذلك بالقياس للنماذج المنفردة. كما تشير النتائج أيضا الي أن معاملات الأرتباط للتغيرات في التدفقات النقدية جاءت معنوية سالبة في بعض السنوات وغير معنوية وسالبة في البعض الآخر.

جدول رقم (6)

القيمة الملائمة للقيمة الدفترية والتدفقات النقدية وتغيراتها معا

$$P_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{1i,t} (BV_{i,t}) + \beta_{2i,t} (OCF_{i,t}) + \beta_{3i,t} (\Delta OCF_{i,t}) + e_{i,t}$$

Year		$\alpha_{i,t}$	$\beta_{1i,t}$ ($BV_{i,t}$)	$\beta_{2i,t}$ ($OCF_{i,t}$)	$\beta_{3i,t}$ ($\Delta OCF_{i,t}$)	Adj. R ²
2011	T & (F values)	0.269	0.073	3.210	-0.979	0.503
	Sig.	5.423	2.955	10.412	-2.225	(59.455)
2012	T & (F values)	0.327	0.103	3.313	-2.106	0.501
	Sig.	6.381	4.053	9.425	-5.799	(59.008)
2013	T & (F values)	0.367	0.104	1.976	0.045	0.415
	Sig.	7.205	4.082	8.194	1.269	(41.963)
2014	T & (F values)	0.243	0.063	2.870	-1.558	0.486
	Sig.	4.851	2.585	8.554	-6.577	(55.449)
2015	T & (F values)	0.254	0.074	2.559	-1.484	0.423
	Sig.	4.945	2.993	7.279	-4.488	(43.204)
2016	T & (F values)	0.511	0.198	2.093	-1.503	0.429
	Sig.	9.040	7.312	5.807	-4.470	(44.322)
All	T & (F values)	0.405	0.133	1.841	-0.038	0.374
	Sig.	19.014	12.466	15.239	-1.108	(208.959)

كما يوضح الجدول رقم (7) التالي القوة التفسيرية ومعاملات الارتباط المجمعة لكل من الأرباح المحاسبية وتغيراتها والتدفقات النقدية التشغيلية وتغيراتها خلال سنوات الدراسة وعلي مستوع العينة ككل. ويشير الجدول الي أن قيم معامل التحديد المجمع (adjusted R²) تتراوح ما بين (٥١%-٧٧%) خلال سنوات الدراسة، أما علي مستوي العينة فهي ٤٣,١% وهي قيم معنوية إحصائيا مرتفعة بالقياس لنتائج جميع النماذج السابقة. كما انه يؤكد أن للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية وتغيراتها دور جوهري ومؤثر في تفسير سلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكويتية. أما بالنسبة لمعاملات الانحدار فقد جاءت معنوية موجبة عالية بالنسبة للأرباح المحاسبية، أما بالنسبة للتدفقات النقدية فقد كانت معنوية موجبة في معظم السنوات وغير معنوية في السنتين الأول من الدراسة. وهذا يوضح أن القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية عالية وتفضل التدفقات النقدية التشغيلية. أما بالنسبة للتغيرات في كلا المتغيرين فعلي الرغم من أفضلية تغيرات الأرباح علي التدفقات النقدية إلا ان معاملات الارتباط لكليهما جاءت معنوية سالبة إحصائيا في بعض السنوات وغير معنوية سالبة في باقي السنوات. وتدل هذه النتائج على وجود قيمة ملائمة لكل من التغيرات إلا أنها متذبذبة خلال سنوات الدراسة. أما علي مستوي العينة ككل فقد كانت معنوية سالبة عند مستوي ١% بالنسبة للأرباح المحاسبية، و٧% بالنسبة للتدفقات النقدية التشغيلية.

جدول رقم (7)

القيمة الملائمة لكل من الأرباح المحاسبية وتغيراتها والتدفقات النقدية وتغيراتها

$${}_t(\Delta OCF_{i,t}) + e_{i,t} + {}_{t-1}(\Delta EPS_{i,t}) + \beta_{r,t} (OCF_{i,t}) + \beta_{r,t} (EPS_{i,t}) + \beta_1 P_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta$$

Year		$\alpha_{i,t}$	${}_{t-1}B$ ($EPS_{i,t}$)	${}_{t-1}B$ ($OCF_{i,t}$)	${}_{t-1}\beta$ ($\Delta EPS_{i,t}$)	${}_{t-1}\beta$ ($\Delta OCF_{i,t}$)	Adj. R ²
2011		0.183	2.677	-0.09	17.266	-0.304	0.508
	T & (F values)	9.999	6.315	-2.741	2.007	-0.684	(60.650)
	Sig.	.000	.000	.007	.046	.495	.000
2012		0.147	7.777	0.434	-1.694	-0.447	0.698
	T & (F values)	8.908	11.775	0.938	-4.002	-1.212	(101.055)
	Sig.	.000	.000	.350	.000	.227	.000
2013		0.142	6.966	1.051	-6.763	0.043	0.631
	T & (F values)	8.847	11.166	4.963	-10.018	1.545	(74.807)
	Sig.	.000	.000	.000	.000	.124	.000
2014		0.082	7.034	1.744	-0.135	-0.819	0.697
	T & (F values)	5.441	10.658	6.477	-0.654	-4.091	(92.659)
	Sig.	.061	.000	.000	.514	.000	.000
2015		0.075	7.363	1.376	-5.803	-0.843	0.689
	T & (F values)	5.477	12.708	5.422	-8.355	-3.524	(76.628)
	Sig.	.030	.000	.000	.000	.001	.000
2016		0.108	5.658	1.659	0.884	-1.268	0.527
	T & (F values)	5.034	9.302	4.913	0.539	-4.112	(49.233)
	Sig.	.000	.000	.000	.591	.000	.000
ALL		0.147	2.888	1.615	-0.010	-0.059	0.430
	T & (F values)	18.337	16.367	13.788	-2.605	-1.791	(198.066)
	Sig.	.000	.000	.000	.009	.074	.000

أما الجدول رقم (8) التالي فيلخص نتائج تحليل الارتباط المتعدد لجميع متغيرات الدراسة مجتمعة معا: القيمة الدفترية ، الأرباح المحاسبية وتغيراتها، والتدفقات النقدية التشغيلية وتغيراتها. وتشير النتائج الواردة بالجدول الي أن قيم معامل التحديد المجمع

(adjusted R²) تتراوح ما بين (٥٦%-٧١%) خلال سنوات الدراسة، أما علي مستوى العينة فقد بلغت ٤٩% وهي قيم معنوية إحصائيا مرتفعة بالقياس لنتائج الدراسات في كثير من الأسواق الأخرى، إلا أنها جاءت متقاربة جدا مع نموذج الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية وتغيراتها باستثناء ان متوسط العينة (٤٩%) أي بزيادة قدرها حوالي (14%=49%/43%). وهذا يؤكد أن للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية وتغيراتها دور جوهري ومؤثر في تفسير سلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكويتية. كما أنه في نفس الوقت يدل علي مدي اهتمام المستثمر الكويتي بربحية السهم والتوزيعات النقدية أكثر من الاهتمام بالزيادة في القيمة الرأسمالية خصوصا في فترات الأزمات المالية وعدم استقرار الأسواق المالية.

أما بالنسبة لمعاملات الأنحدار فقد جاءت معنوية موجبة عالية بالنسبة للأرباح المحاسبية، أما بالنسبة للتدفقات النقدية فقد كانت معنوية موجبة في معظم السنوات وغير معنوية في السنتين الأول من الدراسة. ويشير الجدول الي أن معاملات الارتباط للمتغيرات الثلاثة الأساسية معنوية إحصائيا وذلك خلال جميع سنوات الدراسة وعلي مستوى العينة ككل، وأن معاملات الارتباط للأرباح المحاسبية تفوق نظيرتها لكل من القيمة الدفترية والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، كما أن معاملات الارتباط للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية تفوق نظيرتها للقيمة الدفترية وذلك علي مستوى العينة ككل وخلال جميع سنوات الدراسة. ويتضح من الجدول ايضا ان معاملات الارتباط للتغيرات في الأرباح المحاسبية معنوية سالبة علي مستوى العينة وعند مستوى ٥%، في حين انها معنوية سالبة لبعض السنوات وغير معنوية في البعض الآخر. أما بالنسبة لمعاملات الارتباط للتغيرات في

التدفقات النقدية فقد جاءت سالبة وغير معنوية احصائيا علي مستوي العينة وفي معظم سنوات الدراسة. وتدل هذه النتائج علي أن القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية مازالت تفضل القيمة الملائمة لكل من القيمة الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية في تفسير سلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكويتية خلال سنوات الدراسة.

جدول رقم (8)

القيمة الملائمة لكل من القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية وتغيراتها

$$P_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{1,t}(BV_{i,t}) + \beta_{2,t}(EPS_{i,t}) + \beta_{3,t}(OCF_{i,t}) + \beta_{4,t}(\Delta EPS_{i,t}) + \beta_{5,t}(\Delta OCF_{i,t}) + e_{i,t}$$

Year		$\alpha_{i,t}$	$\beta_{1,t}$ ($BV_{i,t}$)	$\beta_{2,t}$ ($EPS_{i,t}$)	$\beta_{3,t}$ ($OCF_{i,t}$)	$\beta_{4,t}$ ($\Delta EPS_{i,t}$)	$\beta_{5,t}$ ($\Delta OCF_{i,t}$)	Adj. R ²
2011	T & (F values)	0.291 6.176 .000	0.071 3.053 .003	1.763 3.792 .000	1.620 3.181 .002	-0.010 -3.119 .002	-0.304 -0.684 .495	0.562 (45.453) .000
	Sig.							
2012	T & (F values)	0.245 5.909 .000	0.051 2.563 .011	7.381 11.048 .000	0.228 0.492 .623	-1.714 -4.114 .000	-0.468 -1.292 .198	0.708 (84.821) .000
	Sig.							
2013	T & (F values)	0.204 4.701 .000	0.033 1.528 .129	6.633 10.076 .000	0.998 4.669 .000	-6.429 -9.090 .000	0.048 1.694 .092	0.633 (60.784) .000
	Sig.							
2014	T & (F values)	0.081 1.887 .061	-0.047 -1.118 .265	7.040 10.105 .000	1.746 6.049 .000	-0.135 -0.651 .516	-0.819 -4.070 .000	0.678 (73.689) .000
	Sig.							
2015	T & (F values)	0.089 2.187 .030	0.007 0.365 .715	7.296 11.967 .000	1.335 4.795 .000	-5.726 -7.873 .000	-0.814 -3.212 .002	0.687 (76.931) .000
	Sig.							
2016	T & (F values)	0.381 7.627 .000	0.140 5.934 .000	4.629 7.964 .000	1.237 3.916 .000	1.568 1.044 .298	-0.966 -3.380 .001	0.607 (54.401) .000
	Sig.							
ALL	T & (F values)	0.343 17.363 .000	0.105 10.769 .000	2.546 14.939 .000	1.251 10.771 .000	-0.010 -2.835 .005	-0.034 -1.096 .273	0.487 (199.178) .000
	Sig.							

نتائج إختبار الفرض الخامس - فرض الأداء المالي (الربحية/الخسائر)

يعرض الجدول رقم (9) التالي ملخصاً لنتائج نماذج الأنحدار المستخدمة لأختبار أثر الأداء المالي-الشركات الربحية-علي القيمة الملائمة والقوة التفسيرية لمتغيرات الدراسة. وتشير نتائج الجدول إلي أن قيم معامل التحديد (R^2 adjusted) للنماذج المستخدمة قد تباينت ما بين ٠,٢٠٤ - ٠,٤٣٨، وهي قيم ذات دلالة إحصائية كبيرة. وتشير النتائج أيضاً أنه علي مستوى المتغيرات بصفة منفردة جاءت التدفقات النقدية اولا ثم الأرباح المحاسبية ثم القيمة الدفترية، أما بالنسبة لمعامل التحديد المجمع فقد بلغ (٠,٤٣٨) لجميع المتغيرات، يلي ذلك الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية وتغيراتها معا (٠,٣٩١)، ثم القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية وتغيراتها (٠,٣٧٥)، ثم القيمة الدفترية والتدفقات النقدية وتغيراتها (٠,٣٤٩). أما بالنسبة لمعاملات الارتباط فقد جاءت معنوية موجبة بالنسبة لمتغير القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية خلال جميع النماذج. أما بالنسبة للتغيرات في التدفقات النقدية فكانت قيم معاملات الارتباط لها غير معنوية تماما خلال جميع نماذج التقييم، أما بالنسبة للتغيرات في الأرباح المحاسبية فقد جاءت معنوية سالبة في جميع النماذج وبمستوي معنوية ٥%. وهذا يعني ان جميع متغيرات الدراسة في حالة الشركات الربحية ذات قيمة ملائمة عالية في تفسير سلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكويتية، إلا أن متغير الأرباح المحاسبية يظل يحتل الأفضلية النسبية بين جميع المتغيرات. كما يدل من ناحية أخرى علي أن الأرباح المحاسبية ما زالت لها الأهمية لدي مستخدمي القوائم المالية في قياس الأداء المالي للشركات.

جدول رقم (٩)

القيمة الملائمة لمتغيرات الدراسة-الشركات الربحية

Models		$\alpha_{i,t}$	$\beta_{1,t}$ ($BV_{i,t}$)	$\beta_{2,t}$ ($EPS_{i,t}$)	$\beta_{3,t}$ ($OCF_{i,t}$)	$\beta_{4,t}$ ($\Delta EPS_{i,t}$)	$\beta_{5,t}$ ($\Delta OCF_{i,t}$)	Adj. R ²
1	T & (F values) Sig.	0.652 24.794 .000	0.233 15.347 .000					0.228 (235.540) .000
2	T & (F values) Sig.	0.191 15.937 .000		4.057 18.090 .000				0.303 (327.252) .000
3	T & (F values) Sig.	0.203 16.828 .000			2.368 16.750 .000			0.272 (280.557) .000
4	T & (F values) Sig.	0.472 18.222 .000	0.168 12.021 .000	3.253 15.085 .000		-0.011 -2.515 .012		0.418 (180.694) .000
5	T & (F values) Sig.	0.468 16.302 .000	0.155 10.094 .000		1.751 11.969 .000		-0.033 -0.809 .419	0.359 (141.081) .000
6	T & (F values) Sig.	0.190 15.893 .000		4.060 18.149 .000		-0.010 -2.172 .030		0.307 (166.796) .000
7	T & (F values) Sig.	0.202 16.707 .000			2.373 16.794 .000		-0.063 -1.471 .142	0.273 (141.579) .000
8	T & (F values) Sig.	0.158 13.915 .000		2.950 12.959 .000	1.597 11.337 .000	-0.009 -2.234 .026	-0.053 -1.353 -1.176	0.408 (129.997) .000
9	T & (F values) Sig.	0.383 14.094 .000	0.128 9.007 .000	2.640 12.005 .000	1.166 8.204 .000	-0.010 -2.498 .013	-0.029 -0.771 -0.441	0.465 (131.395) .000

أما الجدول رقم (١٠) فيعرض ملخص نتائج الأختبارات الخاصة بالشركات الخاسرة وتشير النتائج الواردة بالجدول المذكور أنفا بأن قيم معامل التحديد (adjusted R^2) للنماذج المستخدمة تباينت ما بين ٠,١٣٥ - ٠,١٩٧ وهي قيم ذات دلالة إحصائية معقولة إلا أنها أقل بصورة واضحة عن مثيلتها في حالة الشركات المربحة. وعلي مستوي المتغيرات بصفة منفردة فقد جاءت القيمة الدفترية أولا وبمعامل تحديد كبير جدا (٠,١٣٥) بالقياس للأرباح المحاسبية (٠,٠٥٤) والتدفقات النقدية (٠,٠٣٠)، أما بالنسبة لمعامل التحديد المجمع فقد بلغ (٠,١٩٧) لجميع المتغيرات، يلي ذلك القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية وتغيراتها (٠,١٨٤)، ثم القيمة الدفترية والتدفقات

النقدية وتغيراتها (٠,١٦٤)، ثم الأرباح المحاسبية وتغيراتها والتدفقات النقدية وتغيراتها (٠,١٠٥). أما بالنسبة لمعاملات الأرتباط فقد جاءت معنوية موجبة بالنسبة لمتغير القيمة الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية خلال جميع النماذج. أما بالنسبة الأرباح المحاسبية وتغيراتها فقد كانت معنوية سالبة خلال جميع النماذج ما عدا النموذج رقم ٩ فقد كانت الأرباح المحاسبية غير معنوية. أما بالنسبة للتغيرات في التدفقات النقدية فكانت قيم معاملات الأرتباط لها غير معنوية خلال جميع نماذج التقييم. وتشير هذه النتائج إلي أن القيمة الدفترية - في حالة الشركات الخاسرة- لها الدور الأساسي أو ذات قيمة ملائمة عالية في تفسير سلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكويتية وذلك خلافا للنتائج السابق عرضها بالنسبة للشركات الربحية.

جدول رقم (١٠)

القيمة الملائمة لتغيرات الدراسة- الشركات الخاسرة

Models		$\alpha_{i,t}$	$\beta_{1,t}$ ($BV_{i,t}$)	$\beta_{2,t}$ ($EPS_{i,t}$)	$\beta_{3,t}$ ($OCF_{i,t}$)	$\beta_{4,t}$ ($\Delta EPS_{i,t}$)	$\beta_{5,t}$ ($\Delta OCF_{i,t}$)	Adj. R ²
1	T & (F values) Sig.	0.159 12.583 .000	0.038 6.838 .000					0.135 (46.760) .000
2	T & (F values) Sig.	0.064 11.283 .000		-0.854 -4.212 .000				0.054 (17.739) .000
3	T & (F values) Sig.	0.075 15.923 .000			0.435 3.154 .002			0.030 (9.947) .002
4	T & (F values) Sig.	0.138 10.212 .000	0.033 5.857 .000	-0.360 -1.700 .090		-0.517 -2.937 .004		0.184 (22.926) .000
5	T & (F values) Sig.	0.153 12.138 .000	0.037 6.639 .000		0.397 3.098 .002		-0.055 -1.621 .106	0.164 (20.150) .000

6	T & (F values) Sig.	0.064 11.555 .000		-0.461 -2.079 .039	0.306 2.264 .024	-0.563 -3.017 .003	-0.050 -1.427 .155	0.105 (9.595) .000
7	T & (F values) Sig.	0.136 10.120 .000	0.032 5.824 .000	-0.318 -1.502 .134	0.303 2.369 .018	-0.441 -2.478 .014	-0.039 -01.162 .246	0.197 (15.336) .000

نتائج إختبارالفرض السادس - فرض اختلاف الحجم

يعرض الجدول رقم (١١) التالي ملخصاً لنتائج نماذج الأنحدار المستخدمة لأختبار أثر محدد الحجم -الشركات كبيرة الحجم-علي القيمة الملائمة والقوة التفسيرية لمتغيرات الدراسة. ويشير الجدول إلي أن قيم معامل التحديد ($\text{adjusted } R^2$) للنماذج المستخدمة تباينت ما بين ٠,٢٠٤ - ٠,٤٣٨، وهي قيم ذات دلالة إحصائية كبيرة. وعلي مستوي المتغيرات بصفة منفردة فقد جاءت التدفقات النقدية اولا ثم الأرباح المحاسبية ثم القيمة الدفترية، أما بالنسبة لمعامل التحديد المجمع فقد بلغ (٠,٤٣٨) لجميع المتغيرات، يلي ذلك الأرباح المحاسبية وتغيراتها والتدفقات النقدية وتغيراتها (٠,٣٩١) ثم القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية وتغيراتها (٠,٣٧٥) ثم القيمة الدفترية والتدفقات النقدية وتغيراتها (٠,٣٤٩). أما بالنسبة لمعاملات الارتباط فقد جاءت معنوية موجبة بالنسبة لمتغير القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية خلال جميع النماذج. أما بالنسبة للمتغيرات في التدفقات النقدية فكانت قيم معاملات الارتباط لها غير معنوية تماما خلال جميع نماذج التقييم أما بالنسبة للمتغيرات في الأرباح المحاسبية فقد جاءت معنوية سالبة في جميع النماذج وبمستوي معنوية ٥%. وهذا يعني ان جميع متغيرات الدراسة في حالة الشركات كبيرة الحجم لها دور فعال أو ذات قيمة ملائمة عالية في تفسير سلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكويتية.

جدول رقم (١١)

القيمة الملائمة لمتغيرات الدراسة-الشركات كبيرة الحجم

Model s		α_{1t}	β_{1t} (BV_{1t})	β_{2t} (EPS_{1t})	β_{3t} (OCF_{1t})	β_{4t} (ΔEPS_{1t})	β_{5t} (ΔOCF_{1t})	Adj. R ²
1	T & (F values) Sig.	9٧٣0. 20.730 .000	0.249 10.813 .000					٢٠.٤0. (١١6.٩١٢) .000
2	T & (F values) Sig.	0.305 16.868 .000		3.475 12.956 .000				0.270 (167.850) .000
3	T & (F values) Sig.	0.287 15.644 .000			2.428 13.458 .000			0.285 (181.104) .000
4	T & (F values) Sig.	0.570 16.256 .000	0.184 8.647 .000	2.848 11.007 .090		-0.010 -1.880 .061		0.375 (91.135) .000
5	T & (F values) Sig.	0.523 13.445 .000	0.155 6.794 .000		1.904 10.088 .000		0.017 0.378 .705	0.349 (81.684) .000
6	T & (F values) Sig.	0.252 14.428 .000		2.398 8.862 .000	1.738 9.447 .000	-0.008 -1.592 .112	-0.011 -0.243 .808	0.391 (73.295) .000
7	T & (F values) Sig.	0.456 12.323 .000	0.133 6.194 .000	2.182 8.319 .000	1.351 7.210 .018	-0.009 -1.861 .063	0.009 0.214 .830	0.438 (71.208) .000

ويعرض الجدول رقم (١٢) ملخصاً لنتائج نماذج الأنحدار المستخدمة لأختبار أثر محدد الحجم -الشركات صغيرة الحجم- علي القيمة الملائمة والقوة التفسيرية لمتغيرات الدراسة. ويشير الجدول إلي أن قيم معامل التحديد ($\text{adjusted } R^2$) المستخدمة تباينت ما بين ٠,١٢٥ - ٠,٣٦٦، وهي قيم ذات دلالة إحصائية عالية. وعلي مستوي المتغيرات بصفة منفردة فقد جاءت الأرباح المحاسبية أولاً (٠,٢٥٢) ثم القيمة الدفترية (٠,١٢٥) وأخيراً التدفقات النقدية (٠,٠٤٧)، أما بالنسبة لمعامل التحديد المجمع فقد بلغ (٠,٣٦٦) لجميع المتغيرات، يلي ذلك القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية وتغيراتها (٠,٣٦٠) ثم لأرباح المحاسبية وتغيراتها والتدفقات النقدية وتغيراتها (٠,٣١٠) ثم القيمة الدفترية والتدفقات النقدية وتغيراتها (٠,١٥٢). أما بالنسبة لمعاملات الارتباط فقد جاءت معنوية موجبة بالنسبة لمتغير القيمة

الدفترية والأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية خلال جميع النماذج. أما بالنسبة للتغيرات في الأرباح المحاسبية فقد جاءت معنوية سالبة في جميع النماذج وبمستوي معنوية عالية، أما بالنسبة للتغيرات في التدفقات النقدية فكانت قيم

معاملات الارتباط لها غير معنوية خلال بعض النماذج ومعنوية خلال البعض الآخر كما يشير الجدول المذكور. وتعكس هذه النتائج دور الأرباح المحاسبية وتغيراتها في تفسير سلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكويتية في حالة الشركات صغيرة الحجم، يلي ذلك القيمة الدفترية. أما بالنسبة للتدفقات النقدية التشغيلية وتغيراتها فان القيمة الملائمة لهما منخفضة الي حد كبير (٠,٠٥٥).

جدول رقم (١٢)

القيمة الملائمة لمتغيرات الدراسة- الشركات متوسطة وصغيرة الحجم

Models		$\alpha_{1,t}$	$\beta_{1,t}$ ($BV_{1,t}$)	$\beta_{2,t}$ ($EPS_{1,t}$)	$\beta_{3,t}$ ($OCF_{1,t}$)	$\beta_{4,t}$ ($\Delta EPS_{1,t}$)	$\beta_{5,t}$ ($\Delta OCF_{1,t}$)	Adj. R ²
1	T & (F values) Sig.	0.184 18.408 .000	0.043 9.249 .000					0.125 (85.540) .000
2	T & (F values) Sig.	0.095 31.428 .000		1.859 14.140 .000				0.252 (199.950) .000
3	T & (F values) Sig.	0.091 25.389 .000			0.453 5.517 .000			0.047 (30.433) .000
4	T & (F values) Sig.	0.160 18.444 .000	0.032 7.846 .000	2.006 14.762 .000		-0.646 -5.624 .000		0.360 (111.737) .000
5	T & (F values) Sig.	0.169 16.407 .000	0.039 8.265 .000		0.450 4.482 .000		-0.183 -2.155 .032	0.152 (36.303) .000
6	T & (F values) Sig.	0.091 29.416 .000		2.096 14.828 .000	-0.680 -5.705 .000	0.342 3.771 .000	-0.099 -1.281 .201	0.310 (67.535) .000
7	T & (F values) Sig.	0.153 17.007 .000	0.030 7.259 .000	1.942 14.157 .000	0.241 2.732 .006	-0.621 -5.417 .000	-0.083 -1.121 .263	0.366 (69.323) .000

وتشير النتائج الواردة بالجدولين السابقين بان القيمة الملائمة لمتغيرات الدراسة في حالة الشركات كبيرة الحجم أعلي منها في حالة الشركات صغيرة الحجم ، (43.8%، 19.6) ، 36.6% بما يعادل ٢٠% تقريبا. وهذه النتائج تتفق مع ما توصل اليه (e.g. Base and Jeong, 2007; Brimble and Hodgson, 2007; Pathirawasam C., 2011) في دراساتهم. ويرجع ذلك إلي أن الشركة كبيرة الحجم تميل الي الأفصاح عن الكثير من المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية ، وان المحللين الماليين يكونوا أكثر اهتماما بالشركات كبيرة الحجم ومن ثم يتجهون للمستخدمين والمستثمرين الكثير من التحليلات عن الملاءة الصحية للحالة الماليه لهذه الشركات في الوقت الحاضر والمستقبل. من ناحية أخرى فان معظم الشركات الصغيرة الحجم تكون في مراحلها الأولى وبالتالي يكون الاعتقاد السائد عنها ميلها لتحقيق خسائر.

نتائج اختبار الفرض السابع - فرضية النمو

يعرض الجدول رقم (١٣) التالي ملخصا لنتائج نماذج الأنحدار المستخدمة لأختبار أثر محدد النمو -الشركات عالية النمو-علي القيمة الملائمة والقوة التفسيرية لمتغيرات الدراسة. ويشير الجدول إلي أن قيم معامل التحديد ($\text{adjusted } R^2$) للنماذج المستخدمة تباينت ما بين ٠,٢٩١ - ٠,٦١٦ وهي قيم ذات دلالة إحصائية كبيرة. وعلي مستوى المتغيرات بصفة منفردة فقد جاءت القيمة الدفترية أولا (0.456) ثم التدفقات النقدية ثانيا (0.396) ثم الأرباح المحاسبية (0.291) ، أما بالنسبة لمعامل التحديد المجمع فقد بلغ (0.616) لجميع المتغيرات، يلي ذلك القيمة الدفترية والتدفقات النقدية وتغيراتها (٠,٥٩٣) ثم القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية وتغيراتها (٠,٥٣٤) ثم الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية وتغيراتها معا (0.468). أما

بالنسبة لمعاملات الارتباط فقد جاءت معنوية موجبة بالنسبة لمتغير القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية خلال جميع النماذج. أما بالنسبة للتغيرات في التدفقات النقدية فكانت قيم معاملات الارتباط لها سالبة وغير معنوية تماما خلال جميع نماذج التقييم، أما بالنسبة للتغيرات في الأرباح المحاسبية فقد جاءت معنوية سالبة في جميع النماذج وبمستوى معنوية ٥%. وهذا يعني ان جميع متغيرات الدراسة في حالة الشركات كبيرة الحجم لها دور فعال أو ذات قيمة ملائمة عالية في تفسير درجة النمو في أسعار الأسهم أو الأداء المالي للشركات في سوق الأوراق المالية الكويتية.

جدول رقم (١٣)

القيمة الملائمة لمتغيرات الدراسة- الشركات عالية النمو

Models		$\alpha_{1,t}$	$\beta_{1,t}$ (BV _{it})	$\beta_{2,t}$ (EPS _{it})	$\beta_{3,t}$ (OCF _{it})	$\beta_{4,t}$ (ΔEPS _{it})	$\beta_{5,t}$ (ΔOCF _{it})	Adj. R ²
1	T & (F values) Sig.	.٩٦١٠. 45.31 .000	43٣٠. 20.593 .000					٤٥٦٠. (426.077) .000
2	T & (F values) Sig.	0.288 17.905 .000		3.608 14.440 .000				٩١٠.2 (208.505) .000
3	T & (F values) Sig.	0.265 17.713 .000			3.103 18.222 .000			0.396 (332.038) .000
4	T & (F values) Sig.	0.794 23.296 .000	0.276 16.118 .000	2.034 9.039 .000		-0.009 -2.124 .034		0.534 (193.592) .000
5	T & (F values) Sig.	0.726 22.441 .000	0.250 15.476 .000		2.038 13.088 .000		-0.065 -0.809 .419	0.593 (246.015) .000
8	T & (F values) Sig.	0.238 16.499 .000		2.352 12.732 .000	2.008 8.021 .000	-0.008 -1.754 .080	-0.197 -2.152 .032	0.468 (112.236) .000
9	T & (F values) Sig.	0.669 20.048 .000	0.227 13.884 .000	1.155 5.215 .000	1.706 10.412 .000	-0.008 -2.191 .029	-0.078 -0.992 .322	0.616 (162.713) .000

أما الجدول رقم (١٤) فيلخص نتائج نماذج الانحدار المستخدمة لأختبار أثر محدد النمو -الشركات منخفضة النمو-علي القيمة الملائمة والقوة التفسيرية لمتغيرات الدراسة. ويشير الجدول إلي أن قيم معامل التحديد ($\text{adjusted } R^2$) للنماذج المستخدمة تباينت ما بين $0,075 - 0,362$ وهي قيم ذات دلالة إحصائية معقولة نسبيا إلا أنها أقل بكثير من نظيرتها في حالة الشركات عالية النمو. وعلي مستوى المتغيرات بصفة منفردة فقد جاءت القيمة الدفترية أولا أيضا وبنسبة (0.298) إلا أنها أقل كثيرا عن نظيرتها في حالة الشركات عالية النمو ثم التدفقات النقدية (0.075) و الأرباح المحاسبية (0.076) بنفس المعدل تقريبا. أما بالنسبة لمعامل التحديد المجمع فقد بلغ (0.362) لجميع المتغيرات، يلي ذلك القيمة الدفترية والتدفقات النقدية وتغيراتها (0.353) ثم القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية وتغيراتها (0.353) ثم الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية وتغيراتها معا (0.313). أما بالنسبة لمعاملات الارتباط فقد جاءت معنوية موجبة بالنسبة لمتغير القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية خلال جميع النماذج. أما بالنسبة للتغيرات في الأرباح المحاسبية فقد جاءت معنوية سالبة في جميع النماذج ، وبالنسبة للتغيرات في التدفقات النقدية فكانت قيم معاملات الارتباط لها سالبة وبمستوي معنوية ٥-١٠%. وهذا يعني ان جميع متغيرات الدراسة في حالة الشركات منخفضة النمو لها دور مهم إحصائيا في تفسير درجة النمو في أسعار الأسهم أو الأداء المالي للشركات في سوق الأوراق المالية الكويتية.

جدول رقم (14)

القيمة الملائمة لمتغيرات الدراسة- الشركات متوسطة ومنخفضة النمو

Models		$\alpha_{1,t}$	$\beta_{1,t}$ ($BV_{1,t}$)	$\beta_{2,t}$ ($EPS_{1,t}$)	$\beta_{3,t}$ ($OCF_{1,t}$)	$\beta_{4,t}$ ($\Delta EPS_{1,t}$)	$\beta_{5,t}$ ($\Delta OCF_{1,t}$)	Adj. R ²
1	T & (F values) Sig.	0.173 26.828 .000	0.051 15.130 .000					0.298 (228.914) .000
2	T & (F values) Sig.	0.085 27.532 .000		0.913 6.693 .000				0.075 (44.791) .000
3	T & (F values) Sig.	0.077 24.001 .000			0.368 6.743 .000			0.076 (45.475) .000
4	T & (F values) Sig.	0.167 26.602 .000	0.047 14.356 .000	0.844 6.727 .000		-0.416 -3.942 .000		0.353 (82.427) .000
5	T & (F values) Sig.	0.163 23.226 .000	0.047 13.349 .000		0.162 3.255 .001		-0.018 -1.901 .058	0.313 (36.303) .000
6	T & (F values) Sig.	0.078 25.436 .000		1.030 7.270 .000	0.323 6.148 .000	-0.440 -3.656 .000	-0.022 -2.136 .033	0.165 (27.623) .000
7	T & (F values) Sig.	0.159 23.330 .000	0.044 12.853 .000	0.810 6.476 .000	0.134 2.777 .006	-0.383 -3.637 .000	-0.015 -1.641 .101	0.362 (61.944) .000

مما سبق يتضح أن الشركات عالية مستويات الأرباح والتدفقات النقدية تكون أسرع نمواً وأكبر حجماً من تلك منخفضة الأرباح منخفضة التدفقات النقدية. لذلك فإننا نتوقع وجود علاقة ارتباط قوية بين كل من الحجم والأداء المالي للشركات. وبعبارة أخرى فإن الشركات كبيرة الحجم يكون أداؤها عالياً ومعدل نموها أسرع. كذلك فإن مقاييس التدفقات النقدية تقدم معلومات هامة ومفيدة عن نمو الشركات بالإضافة الي تلك المقدمة من خلال مقاييس الأرباح المحاسبية وحدها.

الخلاصة

هدفت هذه الدراسة بصفة أساسية الي إختبار القيمة الملائمة لكل من القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية ودورها في تفسير سلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكويتية مع الأخذ في الأعتبار بعض العوامل المحددة (الاداء المالي-الحجم-درجة النمو). وقد تم استخدام نموذج EBO علي عينة من الشركات المسجلة في جميع أوجه الأنشطة الاقتصادية في سوق الأوراق المالية الكويتية مكونة من ١٧٤ شركة خلال فترة ٢٠١١-٢٠١٦. ولقد أظهرت نتائج الدراسة أن جميع المتغيرات المستقلة لها قيمة ملائمة معنوية أحصائيا، وأن القيمة الملائمة للأرباح المحاسبية تفوق أو أعلي من نظيرتها بالنسبة للقيمة الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية. وعند أخذ العوامل المحددة في الأعتبار تبين أن جميع المتغيرات سواء في حالة الشركات كبيرة الحجم أو صغيرة الحجم تكون أكثر ملائمة في تفسير سلوك أسعار الأسهم، وإن كانت قيم هذه المتغيرات أكبر بكثير في حالة الشركات كبيرة الحجم. وتبين كذلك أن الشركات عالية النمو تكون أرباحها المحاسبية وتدفقاتها النقدية أكثر ملائمة في تفسير سلوك أسعار الأسهم عنها في الشركات منخفضة النمو، كما أن القيمة الدفترية يكون لها الدور الأكبر في تفسير سلوك أسعار الأسهم في حالة الشركات منخفضة النمو. لذلك توصي الدراسة مستخدمي التقارير المالية بضرورة الأهتمام بالعوامل المحددة عند الأعتداد علي محتويات التقارير والقوائم المالية في عملية اتخاذ القرارات أو دراسة الفرص الأستثمارية.

References

- Abayedeera, N. (2010). Value relevance of information in hi-tech industries in Australia: Accounting information and intangible assets disclosure. *Global Review of Accounting and Finance*, 1(1) 77-99.
- Abiodun, B.Y. (2012). Significance of accounting information and corporate values of firms in Nigeria. *Research Journal in Organisational Psychology & Educational Studies*. 1(2), 105-113.
- Ayzer, B.F. &Cema, I. (2013). Effects of new financial report standards on value relevance. A study of Turkish stock markets. *International Journal of Economics and Finance*. 5(10)10-13.
- Bae, K.H., &Jeong, S.W. (2007). The value-relevance of earnings and book value, ownership structure, and business group affiliation: Evidence from Korean Business Groups. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(5), 740-766.
- Bao, B.H., & Chow, L. (1999). The usefulness of earnings and book values for equity valuation in emerging capital markets: Evidence from listed companies in the People's Republic of China. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 10(2), 85-104.
- Barth, M.E. and Clinch, G. (2009). Scale Effects in Capital Market-Based Accounting Research, *Journal of Business Finance & Accounting*, 36, pp. 253-288.
- Barth, M.E., Beaver, W.H. & Landsman, W.R. (2001). The relevance of value relevance literature for financial

- accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 77-104.
- Barth, M.E., Beaver, W.H., Hand, J.R.M. and Landsman, W.R. (1999). Accruals, Cash Flows and Equity Values, *Review of Accounting Studies*, 3, pp. 205-229.
- Bartov, E., Goldberg, S.R. and Kim, M.S. (2001). The Valuation-Relevance of Earnings and Cash Flows: an-International Perspective, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 12 (2), pp. 103-176.
- Beaver, W.H. (2002). Perspectives on Recent Capital Market Research, *The Accounting Review*, 77 (2), pp. 453-474.
- Beisland, L.A. (2010). Is the value relevance of accounting information consistently underestimated? *The Open Business Journal*, 3(1),1-7.
- Ben Ayed, M. R., &Abaoub, E. (2006). Value relevance of accounting earnings and the information content of its components: Empirical evidence in Tunisian Stock Exchange, *Brimble, M., & Hodgson, A. (2007). On the inter-temporal value relevance of conventional financial accounting in Australia. Accounting and Finance*, 47(4), 599-622.
- Camodeca, R., Alex A. and Alessandro R. B. (2014). The Value Relevance of Accounting Information in the Italian and UK Stock Markets, Problems and Perspectives in Management, volume 12, Issue 4, 2014.
- Charitou, A., Clubb, C. and Andreou, A. (2000). The Value Relevance of Earnings and Cash Flows: Empirical Evidence for Japan, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 11 (1).

- Chen, P., & Zhang, G. (2007). How do accounting variables explain stock price movements? Theory and evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 43(2-3), 219–244.
- Collins, D.W., E.L. Maydew, and I.S. Weiss. (1997). Changes in the Value-Relevance of Earnings & Equity Book Values Over The Past Forty Years, *Journal of Accounting and Economics*, 24.
- Core, J.E., Guay, W.R. , & Burskirk, A.V. (2003). Market valuation in the new economy: an investigation of what has changed. *Journal of Accounting and Economics*, 34(1) 43-67.
- Dontoh, A., Radhakrishnan, S. ,& Ronen, J. (2004). The declining value-relevance of accounting information and non-information-based trading: An empirical analysis. *Contemporary Accounting Research*, 21(4): 795-812.
- Easton, P.D. and Summers, G.A. (2003). Scale and the Scale Effect in the Market-Based Accounting Research, *Journal of Business Finance and Accounting*, 30.
- Elshamy, M. and Kayed, M. (2005). The Value- Relevance of Earnings and Book Values in Equity Valuation: An International Perspective – The Case of Kuwait. *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 15, No.1, pp. 68-79.
- Elshamy, M. and Al-Qenae, R. (2005). The Change in the Value- Relevance of Earnings and Book Values in Equity Valuation Over the Past Twenty Years and the Impact of the Adoption of IASs: The Case of Kuwait, *International Journal of Accounting, Auditing, and Performance Evaluation*, Vol. 2 Nos. 1 / 2, pp. 153-167.

- Elshamy, M. A., Al-Hajri, M., & Al-Bassam, S. (2014). The Value Relevance of Unrealized Gains and Losses Recognized Under IAS 39: Evidence from Kuwait. *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 24, Issue 4, pp. 355-366.
- Feltham, G.A. and Ohlson, J.A. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities, *Contemporary Accounting Research*, 11 (2), pp. 689-732.
- Ghayoumi, A. F., Nayeri, M. D., Ansari, M., & Raeesi, T. (2011). Value relevance of accounting information: Evidence from Iranian Emerging Stock Exchange. *World Academy of Science, Engineering and Technology*, 78.
- Glezakos, M., Mylonakis, J. & Kafuoros, C. (2012). The impact of accounting information on stock prices : evidence from Athens stock exchange.
- Göttsche, M. and Schauer, M. (2011). *The value relevance of accounting figures in the European market reconsidered*, European Accounting Association (EAA), 34th Annual Congress, Roma
- Graham, R., & King, R. (2000). Accounting practices and the market valuation of accounting numbers: Evidence from Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Taiwan, and Thailand. *The International Journal of Accounting*, 35(4), 445-470.
- Habib, W.M & Elhamawy, S.M. (2009). On the value relevance of finance cash flows and accounting accruals: empirical evidence from Egypt. *Ain-Shams University Journal of Economic studies*. 3, 1-22.

- Hayn, C. (1995). The information content of losses. *Journal of Accounting & Economics*, 20 (2), 125-153
- Hellstrom, K. (2006). The Value Relevance of Financial Accounting Information in a Transition Economy: The Case of the Czech Republic, *European Accounting Review*, 15 (3).
- Hodgson, A., & Clarke, S.P. (2000). Earnings, Cash-flows, and Returns: functional relations and the impact of firm size. *Accounting and Finance*, 40(1), 51-73.
- Holthausen, R.W., & Watts, R.L. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting & Economics*. 31(3), 3-75.
- Hung, M. (2001). Accounting Standards and Value Relevance of Financial Statements: an International Analysis, *Journal of Accounting and Economics*, 30, pp. 401-420.
- Jiang Bo. (2009). An Empirical Study on Information Content of Accounting Earnings and Cash Flow. *Jornal of Modern Accounting and Auditing*. Vol. 5, No. 7 (serial No. 50).
- Karğın, Sibel. (2013). The Impact of IFRS on the Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Turkish Firms. *International Journal of Economics and Finance*; Vol. 5, No. 4.
- Keener, M.H. (2012). The relative value relevance of earnings and book values across industries. *Journal of Finance and Accounting*. 3(2), 9-19.
- Kirkulak and Balsari. (2009). Value relevance of inflation adjusted equity and income. *The international journal of Accounting*. 44, 363-377.

- Kwon, G.J. (2009). The Value Relevance of Book Values, Earnings and Cash Flows: Evidence from South Korea, *International Journal of Business and Management*, 4 (10), pp. 28-42.
- Liu, J. and Ohlson, J.A. (2000). The Feltham-Ohlson Model: Empirical Implications, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 12, pp. 321-331.
- Melissa, A.N. (2013). Value relevance of financial statement information: Evidence from listed firms in Kenya. *Advances in Management and Applied Economics*. 3(1), 115-134
- Olga, F. &Veltri, S. (2012). A critical analysis for the empirical researches on comprehensive income value relevance. *European Journal of scientific research*. 76(4) 587-594.
- Ortega, X. (2006). Reinvestigation of value relevance of earnings, book values and cash flow in security prices over time.
- Oyerinde, D.T. (2009). Value relevance of accounting information in emerging stock market: The case of Nigeria. In www.sciedupress.com/afr Accounting and Finance Research Vol. 4, No. 3; 2015
- Pathirawasam, C. (2010). Value relevance of accounting information: evidence from Sri Lanka. *International Journal of Research in Commerce & Management*, 8(1), 13-20.
- Pourheydari, O., Aflatoon, A. &Nikbakhat, Z. (2008). The pricing of dividends and book value in equity valuation: The case of Iran. *International Research Journal of Finance and Economics*, 13, 1450-2887.

- Sami, H. ,& Haiyan, Z. (2004). A comparison of value relevance of accounting information in different segment of the Chinese Stock Market. *The International Journal of Accounting*, 39, 403-427.
- Svensson E, Larsson A (2009). Value Relevance of Accounting, *The International Journal of Accounting*, 45, pp. 104-127.
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2003). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Journal of Management and Governance*, 7(1), 27-55.
- Vijitha, P. &Imalathasan, B. (2014). Value relevance of published financial statements with special emphasis on impact of cash flow reporting. *International Research Journal of Finance and Economics*, 17(1), 1450-2887.
- Watts, R.L. and Holthausen, R.W. (2001). The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting, *Journal of Accounting and Economics*, 31, pp. 3-75.
- Whu, H., Fargher, N. and Wright, S. (2010). Accounting for investments and the relevance of losses to firm value, *The International Journal of Accounting*, 45, pp. 104-127.

