

قياس أثر جودة التقارير المالية على عوائد استراتيجية القيمة للتداول في سوق الأوراق المالية

أحمد محمد أبوظالب
أستاذ المحاسبة المالية
كلية التجارة
جامعة القاهرة

حمزة علي صبحي
مدرس مساعد بقسم المحاسبة
كلية التجارة
جامعة القاهرة
hamza_ali@foc.cu.edu.eg

حسن عبدالعال حامد
مدرس المحاسبة
كلية التجارة
جامعة القاهرة

مستخلص البحث

يتمثل الهدف من البحث في معرفة وقياس أثر جودة التقارير المالية على العوائد المحققة للمستثمرين المستخدمين لاستراتيجية القيمة للتداول في سوق الأوراق المالية، حيث تم تكوين محافظ أسهم من شركات العينة على أساس ربع سنوي وفقاً لاستراتيجية القيمة Value Strategy اعتماداً على نسبة القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة السوقية للسهم، وتمثلت عينة الدراسة في ١١٢ شركة موزعة على ٦ قطاعات بإجمالي مشاهدات ٥١٠٠ مشاهدة (شركة/ ربع سنة)، خلال الفترة من ٢٠٠٨ - ٢٠٢٠، أي لمدة تمتد إلى ١٣ عام مقسمة إلى فترات ربع سنوية بواقع ٥٢ فترة ربع سنوية، ولقد تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد *Multiple Linear Regression* لاختبار فرض الدراسة، وتوصلت نتائج الدراسة التطبيقية إلى وجود علاقة طردية (عند مستوى معنوية ٥ %) بين جودة التقارير المالية وبين عائد محفظة القيمة، أي أنه كلما زادت جودة التقارير المالية يمكن أن يزداد عائد محفظة الأسهم المكونة وفقاً لاستراتيجية القيمة، بينما أظهرت النتائج أيضاً عدم وجود علاقة جودة التقارير المالية وبين عوائد المحافظ الأخرى (محفظة أسهم النمو، ومحفظة الأسهم متوسطة القيمة)، الأمر الذي يوضح أهمية جودة التقارير المالية عند تكوين محافظ أسهم القيمة.

الكلمات المفتاحية

جودة التقارير المالية، استراتيجيات التداول، أسهم القيمة، أسهم النمو.

تم استلام البحث في ١٢ أغسطس ٢٠٢٢، وقبوله للنشر في ١٥ نوفمبر ٢٠٢٢.

١ - مقدمة:

لقد أدى انخفاض جودة التقارير المالية إلى ظهور بعض الفجوات التي لم ينتج عنها فقط خسائر للمستثمرين، بل أيضاً أدت إلى انخفاض الثقة في النظام المالي، وتوضح هذه الفجوات التحديات التي يواجهها المحللون الماليون وكذلك التكاليف المحتملة للفشل في التعرف على الممارسات التي تؤدي إلى تقارير مالية مضللة أو غير دقيقة، وبالتالي أصبح مستخدمو البيانات المالية القادرون على تقييم جودة التقارير المالية بدقة في وضع أفضل لتجنب الخسائر، حيث يمكن أن يوفر الإفصاح لهؤلاء المستخدمين إشارات عن تقارير مالية سيئة الجودة، ونظراً لأن المستثمرين يعتمدون على جودة الأرباح المصحح عنها لاتخاذ القرارات، فإن إعداد التقارير المالية عالية الجودة والشفافة أمر حيوي لتقييم الأوراق المالية وجذب ثقتهم. على العكس من ذلك، فإن الأرباح منخفضة الجودة المصحح عنها تتسبب في خسائر فادحة للمستثمر وتلحق الضرر بالاقتصاد ككل ((Menicucci, 2020)، فإن هناك العديد من الدراسات السابقة التي حاولت فصل ذلك الجزء من الأرباح الناتج عن الاستحقاقات وقياس مدى ارتباطه بعوائد الأسهم تبعاً له، ووجدت هذه الدراسات علاقة معنوية لأرباح الاستحقاق مع عائد الأوراق المالية، الأمر الذي يعني أن هذا الجزء من الأرباح ينقل جزء من المعلومات الإضافية بخلاف الأرباح النقدية، واستكمالاً لذلك فقد تم تجزئة أرباح الاستحقاق إلى استحقاق مرتبط بالإيرادات والمصروفات العادية ويؤثر في رأس المال العامل واستحقاق ناتج عن العمليات التي ترتبط بالأصول طويلة الأجل مثل الإهلاك، وقياس مدى ارتباط كل منهما على القدرة التنبؤية للأرباح المستقبلية، وعوائد الأسهم فقد وجد أن عدم وجود ارتباط جوهري للاستحقاقات المرتبطة بالأصول طويلة الأجل بعكس الاستحقاقات المرتبطة برأس المال العامل (أبو الخير، ١٩٩٧).

إن المعلومات عالية الجودة حول التدفقات النقدية المستقبلية للشركة تعمل على تخفيض معدل الخصم، وتؤدي إلى انخفاض متوسط عوائد الأسهم في المستقبل. والأساس الذي تقوم عليه هذه العلاقة يكمن في أن المعلومات الأدق تعمل على التقليل من عدم تناسق المعلومات والتقليل من مخاطر التقدير، وبالرغم من منطقية هذه العلاقة، إلا أن نتائج الدراسات السابقة اختلفت حول تأثير اختلاف جودة المعلومات على عوائد الأسهم المستقبلية (Lyle, 2019).

تعد سوق الأوراق المالية من أهم الأسواق الفرعية لسوق المال خاصة في ظل الاقتصاد الذي يعتمد على آليات السوق، وتعمل سوق الأوراق المالية على تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات وتخصيص الموارد المالية في المجالات المختلفة، لذا فهي لها بالغ التأثير على التنمية الاقتصادية وتحقيق الرفاهية على مستوى المجتمع ككل، ولتحقيق ذلك فيجب أن تتسم قدر الإمكان بالكفاءة اللازمة لتحقيق ذلك، وتتميز أسواق الأوراق المالية بكثرة تقلبات وتحركات الأسعار، ولقد مثلت تلك التقلبات ومحاولة تفسيرها ووضع ضوابط لها محور اهتمام علم التمويل في محاولة منه لتقليل وتفسير تلك التقلبات ووضع قواعد للسيطرة على سوق الأوراق المالية وتوفير مناخ يضمن المنافسة الكاملة قدر الإمكان بين المشاركين فيها من حيث الحصول على المعلومات وانعكاسها الفوري على الأسعار وبالتالي عدم القدرة على تحقيق عوائد غير عادية بشكل مستمر، وهو ما سعت إلى تحقيقه فرضية كفاءة السوق على سبيل المثال، إلا أن ظهور بعض الظواهر الشاذة Anomalies، مثل أثر القيمة، وأثر الحجم، وأثر الزخم، والتوقيت الموسمي، والتي لا تتوافق طبيعة عملها مع فرضية كفاءة السوق أدى إلى ظهور ما يسمى بالتمويل السلوكي لمحاولة تفسير تلك الظواهر.

يسعى المتعاملون في سوق الأوراق المالية إلى تحقيق أكبر عائد ممكن على استثماراتهم في سوق الأوراق المالية، ولتحقيق ذلك فمن الواجب تحديد استراتيجية للتداول تتفق مع طبيعة وهدف الاستثمار، والعمل على تطوير تلك الاستراتيجية بما يتناسب مع أهدافهم، وتتعدد استراتيجيات التداول التي يمكن استخدامها في سوق الأوراق المالية سواء في مرحلة بداية عملية التداول أو في مرحلة إعادة تقييم أدائه بعد مرحلة من الخسائر، ليعيد النظر في الاستراتيجية المستخدمة، وتختلف وتتعدد استراتيجيات التداول وفقاً لطبيعة كل مضارب أو مستثمر وفقاً لأهدافه وخبرته في السوق، ويعتمد المضارب اليومي بصفة أساسية على المؤشرات الفنية ودلالاتها في اتخاذ القرار المتعلق بالدخول إلى السوق (قرار الشراء) أو الخروج منه (قرار البيع)، وتتعدد المؤشرات الفنية وتتعدد معها طرق استخدامها بين المضاربين وبين المستثمرين أيضاً وفقاً لاستراتيجية كل مضارب أو مستثمر وطريقته في استخدام هذه المؤشرات.

إن استراتيجية التداول التي يتبعها المستثمر في سوق الأوراق المالية ليست ثابتة وإنما يتم تغييرها وضبطها وفقاً لمدى رغبة وقدرة المستثمر في تحمل المخاطر، ووفقاً لمستوى كفاءة سوق المال. حيث أنه عندما تتوفر معلومات جديدة إلى السوق، يكون الدفاع وراء تداول المستثمر في المقام الأول هو استغلال الميزة المعلوماتية طالما لم يتم تعديل الأسعار في ضوء هذه المعلومات الجديدة من أجل تحقيق أرباح، وعندما تكون الميزة المعلوماتية غير واضحة في فترات أخرى فإن الشاغل الرئيسي للمستثمرين هو تكاليف التداول المتعلقة بعدم السهولة وتخفيض حالة عدم التأكد السائدة ((Hu, et al., 2019)، ومن بين استراتيجيات التداول التي يمكن للمستثمرين اتباعها في تداول الأوراق المالية استراتيجية القيمة Value Investment strategy، واستراتيجية الزخم Momentum Investment strategy MIS.

إن انخفاض جودة التقارير المالية يتبعه طول الوقت اللازم لتصحيح الأسعار في الشركات ذات القيمة. لذلك فإن جودة التقارير المالية الضعيفة تجعل المستثمرين الذين يستهدفون الاستثمار قصير الأجل أقل عرضة للاستثمار في الأسهم ذات القيمة (التي يقل سعرها السوقي عن القيمة الحقيقية لها) وعدم قدرتهم على تحقيق أكبر قدر من العائد من وراء استخدام تلك الاستراتيجية، وبالتالي اللجوء إلى اتباع استراتيجيات تداول قصيرة الأجل مثل استراتيجية الزخم على سبيل المثال، التي تكون عوائدها قصيرة الأجل بطبيعتها، ولا يحتاج اتباعها إلى تحليل القوائم المالية للوصول إلى القيمة الدفترية أو الحقيقية للشركة، وإنما يعتمد على المؤشرات الفنية وتحليل اتجاه الأسعار، كما أن لجودة التقارير المالية دوراً في التأثير ليس فقط على عوائد استراتيجيات التداول، ولكن أيضاً على تكاليف الاحتفاظ بالأوراق المالية. حيث تؤدي جودة التقارير المالية الضعيفة إلى زيادة مقدار الوقت الذي يحتفظ به مستثمر ما

بأحد الأسهم ذات القيمة، مقارنة بمقدار الوقت الذي يحتفظ به المستثمر المتبع لاستراتيجيات التداول قصيرة الأجل، وبالتالي زيادة تكاليف الاحتفاظ وانخفاض مقدار العوائد المحققة، وبناء على ما سبق فعند انخفاض جودة التقارير المالية سوف تتأثر عوائد المستثمرين المتبعين لاستراتيجية القيمة. وهو ما يتماشى مع النتيجة القائلة بأن ضعف جودة التقارير المالية يقلل من العوائد الناتجة عن استراتيجية القيمة للمستثمر من خلال زيادة تكاليف الاحتفاظ بالأسهم لفترة أطول.

مما سبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤلات التالية:

هل لجودة التقارير المالية تأثير على تبنى المتداولين في سوق الأوراق المالية لاستراتيجية القيمة أم لا؟ وما هو دور جودة التقارير المالية في التأثير على العوائد المحققة للمستثمرين في سوق الأوراق المالية باستخدام استراتيجية القيمة للتداول؟

٢- هدف البحث

يهدف البحث إلى قياس أثر جودة التقارير المالية على العوائد المحققة للمستثمرين المستخدمين لاستراتيجية القيمة للتداول في سوق الأوراق المالية

ويمكن تحقيق هذا الهدف من خلال تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

١. تحليل مفهوم استراتيجية القيمة، ومقاييس القيمة التي تستخدم في الممارسات العملية.

٢. قياس تأثير جودة التقارير المالية على العوائد المحققة للمستثمرين المستخدمين لاستراتيجية القيمة وذلك للأسهم المقيمة بأقل من قيمتها (أسهم القيمة)، والأسهم المقيمة بأقل من قيمتها (أسهم النمو) للتداول في سوق الأوراق المالية.

٣- أهمية البحث:

٤- في ضوء هدف هذه الدراسة وأهمية التقارير المالية واعتماد المستثمرين على ما تحتويه من معلومات لبناء قراراتهم بخصوص قبول أو رفض استثمار معين أو بخصوص طريقة ممارسة هذا الاستثمار بهدف تحقيق أكبر مكاسب ممكنة أو تجنب الخسائر تتضح أهمية الدراسة من خلال:

٥- تقديم دليل عملي يوضح مدى منفعة وأثر جودة التقارير المالية على قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية فيما يتعلق باتباعهم لاستراتيجية القيمة للتداول في سوق رأس المال.

٦- تعتبر الدراسة امتداداً للدراسات السابقة التي قامت بدراسة جودة التقارير المالية على أسواق رأس المال، وتأثيرها على كفاءة السوق من خلال استراتيجيات التداول في سوق رأس المال وذلك بالتطبيق على البيئة المصرية.

٧- مساعدة المستثمرين على كيفية بناء قراراتهم المتعلقة باستراتيجية القيمة في ضوء جودة التقارير المالية المتاحة وتأثيرها على العوائد المحققة من وراء استخدام هذه الاستراتيجية.

٤- فرض البحث:

الفرض الرئيسي H1: تؤثر جودة التقارير المالية على العوائد المحققة للمستثمرين المستخدمين لاستراتيجية القيمة للتداول في سوق الأوراق المالية.

٥- منهجية البحث

تتمثل المنهجية التي سيتبعها الباحث من أجل تحقيق أهداف البحث، والإجابة على التساؤلات البحثية، واختبار فرض البحث، في جانبين رئيسيين:

- الجانب الأول: يتمثل في جانب مفاهيمي يعرض من خلاله الباحث التأصيل النظري لمتغيرات البحث، والتمثلة جودة التقارير المالية، واستراتيجية القيمة للتداول في سوق الأوراق المالية، وكذلك الدراسات السابقة التي تناولت المتغيرات محل البحث، وذلك للوقوف على المتغيرات التي تشكل في علاقتها ببعضها البعض النموذج البحثي للدراسة.

- الجانب الثاني: يتمثل في الجانب التطبيقي لاختبار فروض الدراسة، والذي سيتم فيه الاعتماد على المدخل الكمي Quantitative Approach من خلال إجراء دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.

٦- خطة البحث

لتحقيق هدف البحث، سوف يتناول الباحث بالدراسة والتحليل الأبعاد التالية:

٦-١ الإطار النظري لمتغيرات البحث.

٦-٢ الدراسات السابقة ذات الصلة بمتغيرات البحث.

٦-٣ الدراسة التطبيقية.

٦-٤ النتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية.

وفيما يلي عرضٌ تفصيلي لمحاور خطة البحث.

١-٦ الإطار النظري لمتغيرات البحث.

١-١-٦-١ ماهية جودة التقارير المالية والتفرقة بينها وبين جودة الأرباح:

لم يستقر الباحثون على تعريف محدد بدقة ومتفق عليه حتى الآن لكل من جودة الأرباح وجودة التقارير المالية (كمال، ٢٠١٧) (Verleun, 2011)، حيث يتم تعريفهم من خلال الأبعاد ووجهات النظر المختلفة لهم والغرض من وراء البحث أو التحليل من قبل الباحثين ومستخدمي القوائم المالية (مسعود، ٢٠٢٠). ولقد استخدم البعض مثل (Licerán, et al., 2019) و (قراييل، ٢٠١٨) مصطلحات مختلفة للاستدلال على جودة الأرباح وجودة التقارير المالية مثل جودة المحاسبة، وجودة الإفصاح، وجودة المعلومات المحاسبية، وبالرغم من وجود اختلاف بين هذه المصطلحات من وجهة نظر الباحث، إلا أنه سوف يقتصر البحث فيما يلي على توضيح مفهوم كل من جودة الأرباح وجودة التقارير المالية مع بيان الفرق بينهما.

١-١-٦-٢ جودة التقارير المالية "Financial Reporting Quality":

يرى الباحث أنه على الرغم من تعدد تعريفات جودة التقارير المالية إلا أن هناك اتفاق بين الباحثين على أن جودة التقارير المالية تتمثل في مدى دقة ومصداقية المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية وخلوه من الأخطاء الجوهرية، وإعداده وفقاً للمعايير المحاسبية (النجار، ٢٠١٦)، وسلامة الإفصاح عنه وتوصيله بكل شفافية وبدون تشويش أو تضليل لمستخدمي التقارير المالية، بالإضافة إلى توافر خصائص جودة المعلومات المحاسبية حتى تعكس تلك التقارير الأداء الاقتصادي الحقيقي للمنشأة خلال فترة معينة، وتؤدي إلى اتخاذ المستثمرين لقرارات رشيدة (قراييل، ٢٠١٨)، كما يمكن تحديد مفهوم جودة التقارير المالية من خلال التركيز على مدخل حماية المساهمين والمستثمرين وحوكمة الشركات على أنها ترتبط بالإفصاح الكامل والعدل عن المعلومات المالية التي تتصف بالشفافية ولا تضلل مستخدميها (أبو العلا، ٢٠١٨).

يتم تحقيق جودة التقارير المالية من خلال الالتزام التام بالمعايير المحاسبية، وتحقيق التوازن بين الهدف المتمثل في توفير المعلومات التي يتم إنتاجها بسرعة كافية لتكون في الوقت المناسب وبالتالي ملائمة، وفي نفس الوقت ليس بالسرعة التي بسببها تحدث الأخطاء، كذلك يجب تحقيق التوازن بين الهدف المتمثل في تقديم معلومات كاملة، ولكنها ليست شاملة ومفصلة لدرجة أن يتم تضمين المعلومات غير الجوهرية أو التي ليست ذات أهمية نسبية. وأخيراً تنتج المعلومات عالية الجودة عندما يتم إجراء هذه التوازنات وغيرها بطريقة ماهرة وحيادية (Ciesielski, et al., 2019)، ولذلك يرى البعض أن جودة التقارير المالية يمكن تحقيقها من خلال التوسع في الإفصاح المحاسبي وزيادة جودته، فهو يعتبر وسيلة يتم من خلالها عرض المعلومات المحاسبية، ومن ثم تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وبالتالي جودة التقارير المالية (كمال، ٢٠١٧).

١-١-٦-٣ جودة الأرباح "Earnings Quality":

إن فهم جودة أرباح الشركة يتطلب خبرة في النواحي المالية والمحاسبة ومعرفة قوية بنموذج أعمال الشركة، والصناعة التي تعمل فيها، وآليات الحوكمة، وقواعد مكافأة الموظفين والمديرين، وبغض النظر عن تعريف جودة الأرباح، فهناك العديد من العوامل التي يعتمد عليها التعريف، تشمل هذه العوامل خصائص نموذج أعمال الشركات، وخصائص نظام التقارير المالية الذي تطبقه الشركات، وخبرة المراجعين، أو أهداف وحوافز المديرين عند اتخاذهم خيارات إعداد التقارير (Menicucci, 2020).

ورغم الإجماع على عدم وجود تعريف محدد لجودة الربح، فإنه يمكن الإشارة إليه بأن يكون رقم الربح خالياً من أي تحريف أو تضليل بالشكل الذي يساعد على اتخاذ قرار سليم (كمال، ٢٠١٧)، وبمعنى آخر تشير جودة الأرباح إلى كفاية واستمرارية الأرباح. وقد حدد (Menicucci, 2020) أن رقم الأرباح يكون ذا جودة عالية عندما يعكس بدقة الأداء التشغيلي الحالي للشركة، ويكون مؤشر جيد عن الأداء التشغيلي المستقبلي، ومقياس دقيق لتقييم القيمة الحالية للشركة، وبالتالي فإن الأرباح عالية الجودة تشير إلى المستوى الكاف من العائد على الاستثمار والنتائج من الأنشطة المستمرة التي من المحتمل أن تكون الشركة قادرة على الاحتفاظ بها في المستقبل، وهذا المستوى المناسب للعائد على الاستثمار يجب أن يزيد عن تكلفة الاستثمار ويساوي أو يتجاوز العائد المتوقع. والأنشطة المستمرة والأرباح المستدامة هي تلك التي من المتوقع أن تتكرر في المستقبل، حيث تساهم الأرباح المستدامة التي توفر عائداً مرتفعاً على الاستثمار في ارتفاع قيمة الشركة وأوراقها المالية (Ciesielski, et al., 2019).

مما سبق، يمكن استخلاص ثلاث خصائص حول تعريف (Menicucci, 2020) لجودة الأرباح. أولاً، جودة الأرباح مشروطة بمدى ملاءمة المعلومات المتاحة للقرار، وبالتالي، فإن مصطلح "جودة الأرباح" وحده لا معنى له لأنه لا يمكن تعريفه إلا في سياق قرار محدد، ثانياً، تعتمد جودة الأرباح المفصح عنها على مدى دقتها حول الأداء المالي للشركة، ثالثاً، يتم تحديد جودة الأرباح بشكل مشترك من خلال ارتباط الأداء المالي بالقرار وقدرة النظام المحاسبي على قياس ذلك الأداء.

ينصب الاهتمام الرئيس من وراء إعداد التقارير المالية على جودة الأرباح، فهي جزء من جودة التقارير المالية (Menicucci, 2020)، ويرتبط مفهوم جودة الأرباح بمفهوم جودة التقارير المالية، حيث تنتج الأرباح عالية الجودة من الأنشطة التي من المحتمل أن تكون الشركة قادرة على الحفاظ عليها في المستقبل وتوفر عائداً كافياً على استثمار الشركة، والتي يتم التعبير عنها من خلال التقارير المالية، كما أنهما مفهومان مترابطان لأن التقييم الصحيح لجودة الأرباح يتحقق فقط عندما يكون هناك مستوى أساسي من جودة التقارير المالية. وبالإضافة إلى هذا المستوى الأساسي، فمع كل زيادة في جودة التقارير المالية، تزداد قدرة مستخدمي البيانات المالية على تقييم

جودة الأرباح والتنبؤ بالأداء المستقبلي بدقة عالية، وبالتالي التقارير المالية ذات الجودة المرتفعة توفر معلومات مفيدة عن جودة الأرباح (Ciesielski, et al., 2019).

شكل رقم (١): مصفوفة توضح العلاقة بين جودة التقارير المالية وجودة الأرباح

		جودة التقارير المالية	
		منخفضة	مرتفعة
جودة الأرباح	مرتفعة	جودة التقارير المالية المنخفضة تعيق تقدير جودة الأرباح وتعيق تقييم الشركة	جودة تقارير مرتفعة مع جودة أرباح مرتفعة ↓ • الالتزام بالمعايير. • مفيدة لاتخاذ القرارات.
	منخفضة	جودة التقارير المالية المنخفضة تعيق تقدير جودة الأرباح وتعيق تقييم الشركة • مثل إثبات عمليات وهمية	جودة تقارير مرتفعة مع جودة أرباح منخفضة ↓ • عدم استمرارية. • مفيدة لاتخاذ القرارات.

المصدر: (Ciesielski, et al., 2019) بتصريف من الباحث.

من الشكل السابق قد توفر التقارير عالية الجودة معلومات مفيدة، ولكن هذه المعلومات تعكس أرباحاً غير مستدامة (أي ذات جودة أرباح منخفضة)، مثلاً لأن الشركة تتوقع عدم إمكانية تكرار بعض أنشطتها، أو انخفاض مستوى العائد على الاستثمار في المستقبل، ولكن غالباً ما يحدث ضعف في جودة التقارير بالتزامن مع ضعف جودة الأرباح، على سبيل المثال، يتم اتخاذ خيارات محاسبية صارمة aggressive لإخفاء الأداء الضعيف في الفترات الحالية (تحسين الأداء الحالي على حساب الأداء في المستقبل) مع توقع عدم إمكانية تكرار بعض الأنشطة، أن تكون جودة تقارير ضعيفة مع أرباح عالية الجودة مثلاً بسبب عدم كفاءة الأنظمة الداخلية، أو عند اتباع الشركة ذات الأداء الجيد لخيارات محاسبية "متحفظة" conservative مع توقع استدامة العمليات الاستثمارية، وبالتالي فالعلاقة بين التقارير المالية عالية الجودة والأرباح عالية الجودة قد تكون علاقة طردية أو عكسية.

وفي النهاية، فإن الخيار الأمثل والأفضل هو إعداد تقارير مالية غير متحيزة، لأن التقارير المالية المتحيزة (سواء من خلال الخيارات المتحفظة أو الصارمة) تؤثر سلباً على قدرة المستخدم على تقييم الشركة.

٦-١-٢ استراتيجيات القيمة للتداول في سوق الأوراق المالية:

يستخدم التحليل الفني بشكل متكرر من قبل المتداولين الذين يتطلعون إلى تحقيق أرباح قصيرة الأجل، فيشتري المستثمرون الأوراق المالية ويحتفظون بها لأنهم يعتقدون أن قيمتها ستزيد في المستقبل أو لتحقيق عائد ثابت نسبياً لمدة طويلة الأجل، بينما يشتري المتداولون (المضاربون) أوراق مالية معينة لأنهم يعتقدون بإمكانية بيعها بسعر أعلى في فترة زمنية قصيرة نسبياً. (Petrusheva, et al., 2016)

يلجأ الأفراد إلى أسواق الأوراق المالية إما من أجل الاستثمار أو التحوط أو المضاربة، وتعرف المضاربة بأنها عمليات يقوم بها بعض الأشخاص بناء على معلومات فنية وتقارير للانتفاع من فروق الأسعار في الزمان والمكان". فعملية المضاربة تكون مبنية على أسس ودراسات واستراتيجيات لممارستها، وتحقيق الأرباح بالمضاربة يكون بناء على اتخاذ قرارات مبنية على التحليل الفني والتنبؤ بالأسعار اعتماداً على دراسة وتحليل اتجاهات الأسعار وحجم التداول وسلوك المتداولين في السوق ينتج عنها هذه القرارات، ولا تقوم عمليات المضاربة في الأسواق المالية على تحليل القيمة الأساسية للسهم أو على التحليل المالي الأساسي والمؤشرات المالية للسهم، وتتطلب عملية المضاربة وما تتضمنه من عمليات بيع وشراء للأوراق المالية بالدرجة الأولى على وضع استراتيجية محددة قبل التداول، ثم ضرورة معرفة التوقيت المناسب لشراء أو بيع الورقة المالية، وعدم الانقياد وراء العواطف السلبية التي تؤثر على قرارات المتداول (برودي، ٢٠١٣).

يقصد باستراتيجيات المضاربة استخدام أسلوب أو مجموعة من الأساليب المجربة أو المؤشرات الفنية المركبة المتداخلة معاً بحيث تشكل مجموعة واحدة متجانسة تساعد المضارب على تحديد الأسهم التي يمكنه أن يشتريها أو يبيعها والتوقيت المناسب للبيع والشراء وتعطيه إشارات للشراء والبيع أثناء وقت التداول، مع وضع قواعد وشروط محددة لتنفيذ هذا الأسلوب وتحقيق أقصى ربح، وأي استراتيجية في السوق يختارها المضارب ليمارس بها التداول في البورصة تكون ناجحة إذا توفر فيها بصفة عامة شرطان أساسيان، الأول أن تحمي هذه الاستراتيجية رأس المال من الضياع، والثاني أن تحقق هذه الاستراتيجية أرباحاً واضحة وبشكل مستمر، وتعتمد

استراتيجيات المضاربة بشكل كبير على شخصية المضارب ودقة اختياره ورقابته اللصيقة لمجريات وظروف السوق والأحداث المحيطة، وتتمثل الأساسيات العامة عند وضع استراتيجية للتداول في سوق الأوراق المالية في النقاط التالية:

- وضع خطة للتداول: بحيث يتبعها المضارب ويحدد فيها سعر الشراء وسعر البيع وسعر إيقاف الخسارة.
- يجب أن يقوم المضارب بمتابعة المؤشر العام للسوق متابعة دائمة، فارتفاعه سوف يكون عاملاً إيجابياً يدفع المزيد من الأفراد إلى الدخول والشراء وبالتالي على ارتفاع الأسعار بشكل عام والعكس صحيح.
- يجب استخدام التحليل الفني لتحديد أوقات الشراء، واستخدام المؤشرات الفنية ونقاط الدعم والمقاومة ومعرفة قيعان الأسهم وقممها لتحديد وقت الشراء والبيع للسهم، وعدم التقيد بسهم معين عند الشراء، بل تحديد قائمة قبل البدء في المضاربة لاختيار أنسبها للدخول فيها.
- يجب التركيز على تحديد نقطة الخروج من السهم أو من السوق بصفة عامة سواء كان المضارب رابحاً أو خاسراً وذلك بتحديد نسبة الهبوط التي يمكن تحملها، فإن تجاوزها السعر هبوطاً يجب الخروج دون تردد لوقف الخسائر.
- عدم القيام بالمضاربة على شركات متعثرة إلا إذا كان ظروف الصناعة والاقتصاد بشكل عام مواتية، وأسعار هذه الشركات متدنية مقارنة بالقيمة الدفترية للسهم، وكميات التنفيذ كبيرة على السهم.
- عدم القيام بالمضاربة على أخبار معروفة في السوق، فقد يكون السعر الحالي الذي وصل إليه السهم قد استوعب الخبر.

ويستخدم المضارب مجموعة من الاستراتيجيات للمضاربة والتي تعتمد على استخدام المؤشرات الفنية أو استخدام كل من التحليل الفني والأساسي للاستفادة منها للتداول في سوق الأوراق المالية من هذه الاستراتيجيات، استراتيجية الاستثمار في القيمة: وهي استراتيجية تتضمن شراء الأسهم التي تُتداول بأقل من قيمتها الحقيقية أو الدفترية *Intrinsic Or Book Value*، وبيع الأسهم المُقَيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية. حيث يبحث المستثمرون المستخدمون لهذه الاستراتيجية عن الأسهم التي يعتقدون أن سوق الأسهم يقلل من قيمتها، وذلك بسبب أن السوق قد يبالغ في رد فعله تجاه الأخبار الجيدة والسيئة، مما يؤدي إلى تحركات أسعار الأسهم التي لا تتوافق مع ظروف أو قيمة الشركة على المدى الطويل. توفر المبالغة في رد الفعل فرصة للربح عن طريق شراء الأسهم بأسعار منخفضة، يستخدم مستثمرو القيمة التحليل المالي الأساسي، ولا يعتمدوا على اتجاهات الأسعار أو تتبع القطيع، وهم مستثمرون على المدى طويل الأجل (Hayes, 2022).

حيث أن سعر سهم الشركة يمكن أن يتغير بينما تظل قيمة الشركة كما هي، فمثلاً عند وصول معلومات أو أخبار سيئة للسوق مثل مخالفة الشركة لبعض القوانين، أو وفاة أحد أعضاء مجلس الإدارة البارزين قد يبالغ السوق في ردة فعله تجاه تلك الأخبار مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم في السوق بينما لم تتأثر القيمة الدفترية أو الحقيقية للشركة، وتمثل هذه الأسهم في هذه الحالة فرصة شراء لمستثمري القيمة حيث شراء تلك الأسهم التي يتم تداولها في السوق بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية والانتظار حتى يتم تصحيح هذا السعر مستقبلاً وبيعها عندئذٍ محققين عوائد غير عادية.

يستخدم المستثمرون مقاييس مختلفة للوصول إلى القيمة الحقيقية لشركة ما، فلا يوجد نموذج موحد متفق عليه لحساب القيمة الحقيقية للشركة، لكن يقوم المحلل المالي ببناء نماذج تقييم تعتمد على متغيرات نوعية مثل نموذج الأعمال، ومدى الالتزام بمبادئ الحوكمة، والأسواق المستهدفة، ومتغيرات كمية مثل النسب والمؤشرات المالية وتحليل القوائم المالية، ومتغيرات سلوكية وإدراكية للتعرف على تصورات المستثمرين لأداء الشركة وتحليل ردود أفعالهم والتي عادة ما يتم الوصول إليها من خلال استخدام أدوات التحليل الفني، وبالتالي ف للوصول إلى القيمة الحقيقية يعتمد المحلل المالي على مزيج من الاستخدام لمؤشرات وأدوات كل من التحليل المالي الأساسي والفني، وفي سوق الأوراق المالية لا توجد طريقة مقبولة عالمياً لتنفيذ استراتيجية القيمة، مما يؤدي إلى وجود العديد من مقاييس القيمة التي تستخدم في الممارسات العملية والبحث العلمي منها (Lev, et al., 2021):

- القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية للسهم (Market Value Per Share To Book Value Per Share (M/B)): والتي تقارن سعر السهم في سوق الأوراق المالية بالقيمة الدفترية للسهم والمحسوبة من واقع بيانات القوائم المالية. فإذا كان سعر السهم في السوق أقل من القيمة الدفترية للسهم (أي أن الناتج أقل من الواحد الصحيح)، فيكون السهم مُقَيِّم بأقل من قيمته الحقيقية، والعكس صحيح، وتعتبر نسبة القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية للسهم الأكثر استخداماً من قبل الباحثين (Lev, et al., 2021) (Fama, et al., 2008) للاستدلال على أسهم القيمة.
- نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم (مضاعف الربحية) Price-To-Earnings Per Share: تساعد نسبة السعر إلى العائد على تحديد ما إذا كان السهم مقوماً بأعلى من قيمته الحقيقية أو بأقل من قيمته الحقيقية، فإن ارتفاع نسبة مضاعف الربحية يعني أن القيمة السوقية للسهم مبالغ فيها، أو أن المستثمرين يتوقعون معدلات نمو عالية في المستقبل (أسهم نمو)، والعكس فإن انخفاض نسبة مضاعف الربحية يعني أن القيمة السوقية للسهم (سعر السهم) مُقَيِّم بأقل مما يجب.
- التدفق النقدي الحر Free Cash Flow (FCF): يمثل التدفق النقدي الحر النقدي المتاحة للشركة لسداد الديون وتوزيع الأرباح والفوائد على المستثمرين، إذا كانت الشركة تولد تدفق نقدي حر، فسيكون لديها أموال متبقية للاستثمار في مستقبل الشركة، وسداد الديون، ودفع توزيعات الأرباح أو المكافآت للمساهمين، وإصدار عمليات إعادة شراء الأسهم، وبالتالي كلما زاد التدفق النقدي الحر للشركة كلما كان لديها أموال متبقية للاستثمار في المستقبل، وسداد الديون، ودفع توزيعات الأرباح، وبالتالي كلما كان من المتوقع ارتفاع أسعار الأسهم مستقبلاً.

٦-٢ الدراسات السابقة التي تناولت جودة التقارير المالية واستراتيجيات تداول الأوراق المالية

تناولت دراسة (Callen, et al., 2013) تأثير اختلاف جودة التقارير المالية على سرعة الاستجابة لتعديل أسعار الأسهم، وما إذا كان تأخير تعديل أسعار الأسهم الناتج عن جودة التقارير المالية يؤدي إلى زيادة عوائد الأسهم المتوقعة مستقبلاً، بينما تناولت دراسة (Hsieh, et al., 2014) نوع المعلومات التي من المحتمل أن يستغلها المتداولون في سوق الأوراق المالية، وظروف السوق التي يختارون التداول فيها من أجل تحقيق عوائد غير عادية متفوقين على غيرهم من المتداولين في السوق، أما دراسة (Bushee, et al., 2019) فكانت أكثر تحديداً وتخصيصاً فقد هدفت إلى دراسة تأثير جودة التقارير المالية على الاستثمار المؤسسي في سوق الأوراق المالية وبالأخص على انشاء مراكز كبيرة في بعض الأسهم على وجه التحديد في حالة انخفاض جودة التقارير المالية وأخذت في الحسبان تكاليف الاحتفاظ بتلك الأسهم وذلك في حالة اتباع استراتيجية القيمة، أو استراتيجية الزخم كبديل استثماري لتحقيق عوائد في الأجل القصير وتوصلت إلى أنه عندما تكون جودة التقارير المالية ضعيفة فمن غير المرجح أن تضع المؤسسات وزناً كبيراً على الأسهم ذات القيمة value stocks والأرجح أن تضع وزناً كبيراً على أسهم الزخم Momentum Stocks. كما إن قرار المؤسسات التي ترغب في استثمار قصير الأجل بالابتعاد عن استراتيجية القيمة Value Strategy واتباع استراتيجية الزخم كبديل استثماري في بيئة استثمار تسود فيها شركات ذات تقارير مالية ضعيفة الجودة يشير إلى أن تكاليف الاحتفاظ بالأسهم المتوقعة تلعب دوراً في كيفية بناء هذه المؤسسات قصيرة الأجل لمحفظة الاستثمارية، وفيما يتعلق بمدى الاحتفاظ بالأسهم وجدت الدراسة أن الجودة الضعيفة للتقارير المالية تزيد من فترة الاحتفاظ بالمراكز في الأسهم ذات القيمة، لكن لا تزيد من فترة الاحتفاظ بالمراكز في أسهم الزخم Momentum Stocks، وتتشابه تلك النتائج مع ما توصلت له دراسة (Callen, et al., 2013) ولكن من حيث علاقة جودة التقارير المالية بتأخير تعديل الأسعار وهو ما تقوم عليه استراتيجية القيمة حيث توصلت إلى أن الشركات ذات الجودة المنخفضة للاستحقاقات والبنود الخاصة Special items السلبية الكبيرة ترتبط جوهرياً بتأخير في تعديل أسعار الأسهم، أما فيما يتعلق بتأثير جودة التقارير على عوائد الأسهم فإن الشركات التي لديها تأخير في تعديل أسعار الأسهم فتوقعات عوائد أسهمها في المستقبل أعلى بنسبة ٥٪ من الشركات ذات جودة التقارير المرتفعة، وقد اختلفت دراسة (Hsieh, et al., 2014) عن دراستي (Callen, et al., 2019) (Bushee, et al., 2019) (Hsieh, et al., 2014) حيث اختلفت تأثير جودة التقارير المالية في سوق الخيارات وتأثير المعلومات ذات الجودة المرتفعة والمعلومات التنبؤية على نوع الاستراتيجية التي يتبناها المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية، وتشابهت هذه الدراسة (Hsieh, et al., 2014) مع دراسة (Maffett, 2017) (Bushee, et al., 2019) من حيث التطبيق على المستثمر المؤسسي، إلا الدراسة الأولى اختلفت عنهم في اختبار أثر المعلومات التنبؤية الخاصة بأحجام التداول لمؤشر عقود الخيارات وجودة المعلومات على استراتيجيات التداول التي يتبناها المستثمر المؤسسي، وتوصلت دراية (Hsieh, et al., 2014) إلى امتلاك المستثمرين المؤسسيين الأجانب لمعلومات أكثر دقة حول توقعات المؤشرات المستقبلية لسوق الأوراق المالية، في حين يبدو أن المستثمرين الأفراد والمستثمرين المؤسسيين المحليين وصانعي السوق ليس لديهم تلك التوقعات المستقبلية عن مؤشرات سوق الأوراق المالية أو غير مطلعين عليها، ولقد توصلت دراسة (Maffett, 2017) إلى قلب العوائد التي حققتها المؤسسات في الأسهم اعتماداً على تقارير مالية لا تتسم بالشفافية وهو ما يدل على الأهمية الجوهرية لتلك المعلومات الخاصة التي يجب أن تضمنها التقارير، وأنه يجب الأخذ بعين الاعتبار أن التداول القائم على المعلومات يختلف بشكل كبير بين الأنواع المختلفة من المستثمرين وبيئة الإفصاح على المستوى الدولي، كما وجدت الدراسات السابقة أن ارتفاع درجة الشفافية في التقارير المالية يرتبط بانخفاض السيولة، حيث أن انخفاض السيولة قد يجعل من الصعب إخفاء المعلومات الخاصة التي يمكن الإفصاح عنها.

أما من ناحية العلاقة بين جودة التقارير المالية وعدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية وتأثيرها على كفاءة سوق الأوراق المالية وقرارات الاستثمار، فقد عرف (Bushee, et al., 2019) السوق المالي الكفاء على أنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة عن الشركة التي أصدرت الأوراق المالية سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية المنشورة أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على أداء الشركة والقيمة السوقية لأوراقها المالية، أي أن تكون أسعار الأوراق المالية في السوق تعادل القيمة الحقيقية لها، بحيث لا يستطيع المستثمر أن يقوم باستغلال معلومات معينة لتحقيق عوائد غير عادية، وأن تتحرك تلك الأسعار بطريقة عشوائية دون إمكانية التحكم فيها من قبل مجموعة من المستثمرين، وتوصلت دراسة (Hu, et al., 2019) إلى أن عدم تماثل المعلومات وعدم السيولة المتعلقة بالتداول الجماعي يؤثران سلباً على كفاءة سوق الأوراق المالية الصيني. في حين أن تأثير عدم تماثل المعلومات على كفاءة السوق يكون جوهرياً في الأجل القصير، وعدم السيولة المتعلقة بالتداول الجماعي تصبح قوة رئيسية تؤثر سلباً على كفاءة السوق في الأجل الطويل حيث يقل عدم تماثل المعلومات مع مرور الوقت، كما توصلت أيضاً دراسة (Zhai, et al., 2016) إلى أن العلاقة بين جودة المعلومات المحاسبية وقرار الاستثمار في رأس مال الشركة تكون أكثر وضوحاً عندما تكون بيئة حوكمة الشركات سيئة، وتشير هذه النتائج إلى أن المعلومات المحاسبية عالية الجودة تخدم دوراً مهماً في الحوكمة، والتي يمكنها الإشراف على الإدارة ودفعها لتحسين خيارات استثمار رأس المال، وفي النهاية تعظيم مصالح المساهمين، أما من وجهة نظر كفاءة الاستثمار فقد تناولت دراسة (Li, et al., 2019) العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر من خلال تقرير الإدارة المنشور ضمن التقارير المالية وكيفية تأثيره على كفاءة الاستثمار في الشركات، وتوصلت إلى أنه كلما زاد الإفصاح عن المخاطر في تقرير وتحليلات الإدارة، كلما زادت كفاءة الاستثمار في الشركات، كما وجد أن تأثير الإفصاح عن المخاطر على كفاءة استثمارات الشركات عندما يكون هناك المزيد من المعلومات حول الاستثمارات المتوقعة، ويكون لدى المستثمرين طلب أكبر على المعلومات أو قدرة أفضل على معالجتها.

يستند التمويل التقليدي على الرشد الاقتصادي (العقلانية) Rational، وكفاءة سوق الأوراق المالية، ووفقاً لمبدأ الرشد الاقتصادي فإن المستثمرين الأفراد يحاولون تعظيم منفعتهم عند اتخاذ أي قرار، ووفقاً لفروض كفاءة السوق فلا يستطيع المستثمرون التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسهم باستخدام المعلومات التاريخية فقط، ولقد ظهر العديد من غرائب السوق (بعض الظواهر الشاذة غير

المعتادة في السوق) Market Anomalies والتي يمكن تعريفها على أنها نتائج دراسات تطبيقية كثيرة في مختلف أسواق الأوراق المالية لا تتفق مع فروض كفاءة السوق (مصطفى، ٢٠١١) والتي لم يعد التمويل التقليدي قادراً على تفسيرها (شعراوي، ٢٠١٣)، لذلك تم الاعتماد على نظريات السلوك والإدراك النفسي كمحاولة لتفسير تلك الظواهر الشاذة، باعتبار أن القرار الاستثماري هو نتاج بشري يحكمه السلوك الإنساني والعواطف والمعلومات القادر على تجميعها (ثابت، ٢٠٢٠)، وفي ضوء ذلك فقد توصلت دراسة (النعيمي، وآخرون، ٢٠٢٢) والتي اختبرت قدرة استراتيجية زخم الاستثمار (كأحد الظواهر التي لم تفسرها فرضية كفاءة السوق) وقدرة محافظتها على تحقيق عوائد أعلى من العوائد المحسوبة والمعدلة بالمخاطر، بالإضافة إلى مقارنة أداء محافظ الزخم مع أداء محفظة السوق إلى فشل استراتيجية زخم الاستثمار في تحقيق عوائد أعلى من العوائد المحسوبة والمعدلة بالمخاطر، فضلاً عن تحقيق محافظ الزخم خسائر ومخاطر كبيرة مقارنة مع محفظة السوق بالإضافة إلى عدم إمكانية الاعتماد على أسعار الأسهم وأحجام تداولها التاريخية في التنبؤ بأسعارها وعوائدها المستقبلية، لأن سوق العراق للأوراق المالية تتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف، واقتصرت تلك النتائج على سوق المال العراقي، حيث توصلت دراسة (شعراوي، ٢٠١٨) إلى نتائج تختلف مع دراسة (النعيمي، وآخرون، ٢٠٢٢) عند اختبار أثر المخاطر الخاصة على عوائد استراتيجية الزخم في سوق الأوراق المالية المصري، وذلك بالتطبيق على الشركات المدرجة ضمن مؤشر (EGX 100) خلال الفترة من عام ٢٠٠٦ وحتى ٢٠١٦، ولقد اتبعت الدراسة عند بناء محافظ الزخم على المنهجية التي طبقتها دراسة (Jegadeesh, et al., 1993) وهي نفس المنهجية التي طبقها كل من (الربيعي، وآخرون، ٢٠١٩) (عناوسة، وآخرون، ٢٠٠٩) لاختبار نفس الظاهرة، وقد توصلت دراسة (شعراوي، ٢٠١٨) إلى وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين عوائد استراتيجية الزخم والأرباح غير العادية حيث تفوقت المحافظ الفائزة على المحافظ الخاسرة خلال فترة الدراسة، وبالتالي فإن استراتيجية الزخم من حيث شراء المحافظ الفائزة وبيع المحافظ الخاسرة ينتج عنها زيادة في العوائد، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة معنوية إيجابية بين المخاطر الخاصة للمحافظ المكونة وعوائد استراتيجية الزخم، وكذلك توصلت إلى عدم وجود تأثير لكل من حجم الشركة وسعر السهم ومعدل الدوران على العلاقة بين المخاطر الخاصة وعوائد استراتيجية الزخم، وبذلك تؤيد نتائج هذه الدراسة تفسير التمويل السلوكي لعوائد استراتيجية الزخم حيث يتم تفسير مصدر العوائد إلى رد الفعل الأقل مما يجب للمعلومات Under Reaction To Information الخاصة بالمنظمة على مستوى السوق المصري للأوراق المالية، حيث استخدمت هذه الدراسة المخاطر الخاصة للتعبير عن المعلومات الخاصة بالمنظمة، وقد اتفقت نتائج هذه الدراسة مع (Arena, et al., 2008) والتي تم تطبيقها على سوق الأوراق المالية الأمريكية، وكذلك دراسة (Pyo, et al., 2013) والتي تم تطبيقها على سوق الأوراق المالية بكوريا الجنوبية.

وتشير ظاهرة أثر القيمة أيضاً كأحد غرائب السوق Market Anomalies لكون المستثمرون بإمكانهم تحقيق عوائد غير عادية من خلال تحليل القيمة الأساسية للشركة، حيث يوجد نوعين من أسهم الشركات وفقاً لهذا التحليل هما أسهم القيمة، وأسهم النمو، وهو ما توصلت له دراسة (Fama, et al., 1993) فإنه من المتوقع في الأجل الطويل أن يكون عائد محافظ أسهم المنشآت التي تزيد نسبة قيمتها الدفترية لقيمتها السوقية أو المنشآت المقيمة بأقل من قيمتها السوقية (Value Stocks) أعلى من عائد محافظ أسهم المنشآت التي تنخفض نسبة قيمتها الدفترية لقيمتها السوقية أو المنشآت المقيمة بأعلى من قيمتها أو المنشآت ذات فرص النمو العالية (Growth Stocks) ويمكن التوصل إلى أثر القيمة من خلال عدة مقاييس منها أثر نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية وفقاً لهذا الأثر فإن الشركات التي ترتفع فيها نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية (أسهم القيمة) تحقق عوائد غير عادية أعلى من الشركات التي تنخفض فيها نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية (أسهم النمو)، وأثر نسبة السعر إلى الربح (مضاعف الربحية) يشير أثر نسبة السعر إلى الربح إلى أن الشركات التي تنخفض فيها نسبة السعر إلى الربح (أسهم القيمة) تحقق عوائد غير عادية أفضل من الشركات التي ترتفع فيها نسبة السعر إلى الربح (أسهم النمو) (الحشايشي، ٢٠١٨).

بعد استعراض الدراسات السابقة، فقد اتضح للباحث وجود ندرة نسبية للبحوث المحاسبية المتعلقة بتأثير جودة التقارير المالية كأحد الأدوات الهامة التي يعتمد عليها المستثمرون لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية خاصة عند الاعتماد على التحليل المالي الأساسي في البيئة العربية في حدود علم الباحث. حيث انحصرت بيئة التطبيق لأغلب الدراسات في البيئات الأجنبية وأغلبها تناول اختبار تأثير جودة التقارير المالية على كفاءة سوق الأوراق المالية مثل (Hu, et al., 2019)، ودراسة (Bushee, et al., 2019) التي تناولت العلاقة بين جودة التقارير المالية واستراتيجيات التداول في سوق الأوراق المالية اختلفت عن هذه الدراسة من حيث بيئة التطبيق ومن حيث أن نوع المحافظ التي تم تكوينها حيث اعتمدت الأولى على تكوين أغلب الوزن النسبي للمحفظة من سهم معين لشركة ما، كما ركزت على التداول المؤسسي، ومن خلال ملاحظة الفجوة البحثية الناتجة من ندرة الدراسات المتعلقة بهذا الموضوع في البيئة العربية، وعدم وجود بحوث سواء في البيئة العربية وخاصة بجمهورية مصر العربية - في حدود علم الباحث- تتناول تحديداً تأثير جودة التقارير على عوائد تبني المستثمر في سوق الأوراق المالية لاستراتيجية القيمة عند تكوين محافظ الاستثمار، والذي يعتبر من وجهة نظر الباحث إضافة علمية جديدة للبحوث العلمية في هذا المجال.

٣-٦ الدراسة التطبيقية:

١-٣-٦ مجتمع وعينة الدراسة:

تمثل مجتمع الدراسة في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ٢٠٠٨ - ٢٠٢٠، أي لمدة تمتد إلى ١٣ عام مقسمة إلى فترات ربع سنوية بواقع ٥٢ فترة ربع سنوية. وتعتبر هذه الفترة طويلة نسبياً بما يساعد على معرفة تأثير جودة التقارير المالية على عوائد المحافظ المكونة من أسهم القيمة أو أسهم النمو. هذا ويشتمل مجتمع الدراسة على ١١ قطاع وفقاً للمعيار الدولي لتصنيف القطاعات (الصناعات) (Global Industry Classification Standard (GICS)). ونظراً للطبيعة الخاصة بنشاط البنوك والشركات المالية غير المصرفية، والقوانين والمعالجات المحاسبية الخاصة بها فقد تم استبعاد القطاع المالي بالكامل، كما تم استبعاد الشركات التي لا يتوافر عنها بيانات عن متغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة، وبذلك تمثلت العينة النهائية للدراسة في ١١٢ شركة موزعة على ٦ قطاعات بإجمالي مشاهدات ٥١٠٠ مشاهدة (شركة/ ربع سنة)، وقد تم الحصول على كافة البيانات اللازمة للدراسة من قاعدة بيانات طومسون رويترز إيكون Eikon Thomson Reuters. ويوضح الجدول رقم (١) على شركات العينة موزعة على كل قطاع ونسبة كل منهما:

جدول رقم (١) على شركات العينة موزعة على كل قطاع

القطاع	عدد الشركات	نسبة شركات كل قطاع	عدد المشاهدات	نسبة المشاهدات بكل قطاع
سلع غير أساسية	١٤	٪١٢	٦٤٧	٪١٢
سلع أساسية	٢١	٪١٩	٩٦٥	٪١٩
رعاية صحية	١٠	٪٩	٤٥٤	٪٩
تصنيع	٢٠	٪١٨	٩٠٧	٪١٨
موارد أساسية	٢٦	٪٢٣	١١٨٠	٪٢٣
عقارات	٢١	٪١٩	٩٤٧	٪١٩
إجمالي	١١٢	٪١٠٠	٥١٠٠	٪١٠٠

المصدر: إعداد الباحث

٢-٣-٦ قياس المتغيرات:

تعتمد الدراسة الحالية على ثلاثة أنواع من المتغيرات، وهي: المتغيرات المستقلة، والمتغيرات التابعة، والمتغيرات الرقابية. وفيما يلي المتغيرات التي تم استخدامها في الدراسة الحالية وكيفية قياس كل منها:

١-٢-٣-٦ المتغير المستقل: جودة التقارير المالية

يمكن تقسيم مؤشرات الاستدلال على جودة التقارير المالية وقياسها وفقاً للدراسات السابقة إلى قسمين أساسيين: الأول: القياس الوصفي حيث الاستدلال على جودة التقارير المالية من خلال مدى توافر الخصائص الوصفية لجودة المعلومات المحاسبية المنصوص عليها في الإطار المفاهيمي الصادر عن مجلس معايير المحاسبة الدولية International Accounting Standards Board (IASB)، والقسم الثاني: القياس الكمي من خلال النماذج والمؤشرات الكمية التي يمكن من خلالها الاستدلال على جودة محتوى ومضمون التقارير المالية.

وقد تم قياس جودة التقارير المالية اعتماداً على المقاييس الكمية وذلك من خلال المقاييس الاستدلالية على إدارة الأرباح، وقد تم قياس إدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات الاختيارية من خلال الاعتماد على نموذج (Kothari, et al., 2005) لقياس إدارة الأرباح عن طريق الاستحقاقات الاختيارية حيث تم أخذ القيمة المطلقة للبوافي من تطبيق معادلة النموذج كل ربع سنة والقطاع Industry-Year Cross Sectional كمؤشر لإدارة الأرباح عن طريق الاستحقاقات الاختيارية؛ وكلما زادت القيمة المطلقة للبوافي دل ذلك على زيادة مستوى إدارة الأرباح، وبالتالي انخفاض جودة التقارير المالية، والعكس كلما انخفضت القيمة المطلقة للبوافي دل ذلك على انخفاض مستوى إدارة الأرباح وبالتالي ارتفاع جودة التقارير المالية. ونظراً لأن المقياس يعبر عن إدارة الأرباح فقد تم ضرب القيمة المطلقة للبوافي $\times (-1)$ ليعبر المقياس عن جودة التقارير المالية.

$$\frac{TA_{ijt}}{A_{ijt-1}} = \frac{1}{A_{ijt-1}} + \beta_{1ij} \frac{\Delta REV_{ijt} - \Delta REC_{ijt}}{A_{ijt-1}} + \beta_{2ij} \frac{PPE_{ijt}}{A_{ijt-1}} + \beta_{3ij} ROA_{ijt} + \varepsilon_{ijt}$$

حيث إن: الرمز (i) يعبر عن الشركة، (j) يعبر عن القطاع، (t) يعبر عن الفترة، (TA) الاستحقاق الإجمالي وبحسب بالفرق بين صافي الربح (الخسارة) قبل البنود غير العادية وصافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية، (A) إجمالي الأصول، (REV) الإيرادات، (PPE) الأصول الثابتة، (REC) المدينون، (ROA) معدل العائد على الأصول، (ε) بوافي النموذج (الاستحقاقات الاختيارية).

٦-٣-٢ المتغير التابع: عوائد استراتيجية القيمة

تم قياس عائد كل سهم في نهاية كل ربع وفقاً للمعادلة التالية:

$$Total\ Stock\ Return = \frac{(P_1 - P_0) + D}{P_0}$$

حيث أن: P0 تمثل سعر السهم في بداية الفترة، P1 تمثل سعر السهم في نهاية الفترة، D مثل توزيعات الأرباح.

ثم تم تكوين محافظ أسهم من شركات العينة على أساس ربع سنوي اعتماداً على نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية (B/M) Book Value Per Share To Market Value Per Share، حيث تم تقسيم الأسهم في كل فترة (ربع سنة) في ثلاث مجموعات متساوية بناءً على نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (BTM) بعد ترتيبها تصاعدياً بحيث يمكن اعتبار المحافظ بالترتيب التصاعدي كما يلي: (١) محفظة أسهم النمو التي تتخضع فيها نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية High Portfolio (H) أسهم النمو والتي تقع في الثلث الأول حسب التقسيم، (٢) محفظة الأسهم التي تقع في الثلث الثاني بناءً على نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية Neutral Portfolio (N)، محفظة أسهم القيمة التي تقع في الثلث الأخير بناءً على نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية Low Portfolio (L). وقد تم حساب عائد كل محفظة بناءً على المتوسط المرجح لعوائد أسهم الشركات المكونة لكل محفظة في كل ربع.

٦-٣-٢-٣ المتغيرات الرقابية Control Variables

تم قياس المتغيرات الرقابية بالاعتماد على نموذج (Fama, et al., 1993) ذي العوامل الثلاثة، والذي يعد امتداداً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي ذي العامل الواحد. وفقاً لنموذج (Fama, et al., 1993) هناك ٣ عوامل أساسية يمكن أن تفسر عائد السهم وهي: (١) عائد السوق (Market Return (R_m))، (٢) أداء محافظ أسهم المنشآت صغيرة الحجم مقابل أسهم المنشآت كبيرة الحجم (Small minus Big Portfolios Return (R_{SMB}))، (٣) أداء محافظ أسهم المنشآت التي تزيد نسبة قيمتها الدفترية لقيمتها السوقية أو المنشآت المقيمة بأقل من قيمتها السوقية (Value Stocks) مقابل أداء محافظ أسهم المنشآت التي تتخضع نسبة قيمتها الدفترية لقيمتها السوقية أو المنشآت المقيمة بأعلى من قيمتها أو المنشآت ذات فرص النمو العالية (High (Growth Stocks) minus Low Portfolios (R_{HML})) وقد تم قياسها بناءً على ما يلي:

١. الفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة (علاوة المخاطرة)

تم قياس عائد السوق على أساس عائد مؤشر EGX100 الربع سنوي، وتم قياس معدل العائد الخالي من المخاطرة (R_f) على أساس معدل العائد على أذون الخزانة المصرية الربع سنوي، وتتمثل علاوة المخاطرة في الفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة في كل ربع

٢. الفرق بين عائد محفظة أسهم المنشآت الصغيرة والكبيرة (Small minus Big (SMB))

تم حساب الفرق بين عائد محفظة أسهم المنشآت صغيرة الحجم والمنشآت كبيرة الحجم بناءً على القيمة السوقية من خلال المعادلة التالية:

$$SMB_t = 1/3 (SH_t + SN_t + SL_t) - 1/3 (BH_t + BN_t + BL_t)$$

حيث إن: (i) تعبر عن الشركة، و(t) تعبر عن الفترة، (SH) عائد محفظة أسهم المنشآت صغيرة الحجم منخفضة القيمة، (SN) عائد محفظة أسهم المنشآت صغيرة الحجم متوسطة القيمة، (SL) عائد محفظة أسهم المنشآت صغيرة الحجم عالية القيمة، (BH) عائد محفظة أسهم المنشآت كبيرة الحجم منخفضة القيمة، (BN) عائد محفظة أسهم المنشآت كبيرة الحجم متوسطة القيمة، (BL) عائد محفظة أسهم المنشآت كبيرة الحجم عالية القيمة.

٣. الفرق بين عائد محفظة أسهم المنشآت عالية القيمة ومنخفضة القيمة (High minus LOW (HML))

تم حساب الفرق بين عائد محفظة أسهم المنشآت عالية القيمة ومنخفضة القيمة بناءً على نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية من خلال المعادلة التالية:

$$HML_t = 1/2 (SH_t + BH_t) - 1/2 (SL_t + BL_t)$$

حيث إن: (i) تعبر عن الشركة، و(t) تعبر عن الفترة، (SH) عائد محفظة أسهم المنشآت صغيرة الحجم منخفضة القيمة، (SL) عائد محفظة أسهم المنشآت صغيرة الحجم عالية القيمة، (BH) عائد محفظة أسهم المنشآت كبيرة الحجم منخفضة القيمة، (BL) عائد محفظة أسهم المنشآت كبيرة الحجم عالية القيمة.

٦-٣-٣ الإحصاء الوصفي ومصفوفة الارتباط:

من جدول رقم (٢) يبلغ المتوسط والوسيط لجودة التقارير المالية بالترتيب (-٠,٥٤٤)، (-٠,٥٦) بانحراف معياري قدره ١,٤٢٦. وبالنظر إلى أقل قيمة وأعلى قيمة وقيمة الربع الأول P25 وقيمة الربع الثالث P75 يتضح تشتت قيم جودة التقارير المالية على مستوى العينة. كما يتضح من جدول رقم (٣) وجود ارتباط طردي (عند مستوى معنوية ٥ %) بين عائد المحافظ (بوجه عام) وبين جودة التقارير المالية. مع وجود ارتباط طردي (عند مستوى معنوية ١٪) بين: الفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة (علاوة المخاطرة)، الفرق بين عائد محفظة أسهم المنشآت الصغيرة والكبيرة (SMB) Small Minus Big الفرق بين عائد محفظة أسهم المنشآت عالية القيمة ومنخفضة القيمة (HML) High Minus Low.

جدول رقم (٢): الإحصاءات الوصفية

	N	min	p25	Mean	Median	p75	max	Std. Dev.
Ri HNL	4999	-.249	-0.097	.029	.039	.146	.346	.142
FRQ1	3631	-11.013	-0.272	-.544	-.056	-.019	-.001	1.426
RMRF	5100	-.243	-0.176	-.129	-.148	-.08	.04	.065
SMB	5100	-.223	-0.068	-.023	-.024	.017	.159	.076
HML	5100	-.174	-0.075	-.05	-.039	-.026	.015	.041

المصدر: إعداد الباحث

جدول رقم (٣): مصفوفة الارتباط

Variables	Ri_HNL	FRQ1	RMRF	SMB	HML
Ri_HNL	1.000				
FRQ1	0.038**	1.000			
RMRF	0.156***	0.029*	1.000		
SMB	0.436***	0.022	0.201***	1.000	
HML	0.259***	0.023	0.156***	-0.071***	1.000

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

المصدر: إعداد الباحث

٦-٣-٤ نموذج الاختبار:

$$Ri_HNL_t = \alpha_0 + \alpha_1 FRQ1_{it-1} + \alpha_2 RMRF_{t-1} + \alpha_3 SMB_{t-1} + \alpha_4 HML_{t-1} + \epsilon_t$$

حيث إن: (i) تعبر عن الشركة، و(t) تعبر عن الفترة، Ri_HNL عائد المحفظة، FRQ1 تعبر عن جودة التقارير المالية، RMRF تعبر عن علاوة المخاطرة، SMB الفرق بين عائد محفظة أسهم المنشآت الصغيرة والكبيرة، HML الفرق بين عائد محفظة أسهم المنشآت عالية القيمة ومنخفضة القيمة.

٦-٣-٥ نتائج الاختبار:

لاختبار فرض الدراسة تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression الذي تم تطبيقه على ٤ نماذج وفقاً للتقسيم التالي: النموذج الأول: ويختبر العلاقة بين جودة التقارير المالية وعوائد المحافظ ككل، النموذج الثاني: ويختبر العلاقة بين جودة التقارير المالية وعوائد أسهم استراتيجيات النمو، النموذج الثالث: ويختبر العلاقة بين جودة التقارير المالية وبين عوائد الأسهم متوسطة القيمة، النموذج الرابع: ويختبر العلاقة بين جودة التقارير المالية وبين عوائد أسهم استراتيجيات القيمة. وقد تم تطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد مع طريقة تحسين الخطأ المعياري Regression with Robust Standard Errors

والتي تؤخذ في الحسبان أي مشاكل لها علاقة بعدم ثبات التباين أو الارتباط الذاتي. وفيما يلي نتائج تطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد ومناقشة تلك النتائج:

جدول رقم (٤): نتائج نموذج الانحدار الخطي Linear regression

	Ri_HNL Total	Ri_HNL Portfolio=L	Ri_HNL Portfolio=N	Ri_HNL Portfolio=H
FRQ1	0.002 (1.19)	-0.003 (0.89)	-0.001 (0.54)	0.004 (1.96)**
RMRF	1.360 (51.19)**	1.311 (31.69)**	1.363 (30.42)**	1.438 (28.88)**
SMB	-0.477 (16.41)**	-0.560 (11.50)**	-0.547 (11.29)**	-0.343 (6.73)**
HML	-0.345 (4.72)**	-0.195 (1.65)	-0.332 (2.70)**	-0.501 (3.65)**
_cons	0.176 (42.03)**	0.192 (27.48)**	0.176 (26.12)**	0.162 (20.70)**
F-test	682.781	259.570	256.371	213.619
Prob >F	0.000	0.000	0.000	0.000
R2	0.34	0.35	0.37	0.34
N	3,471	1,181	1,151	1,139
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1				

المصدر: إعداد الباحث

بناءً على قيمة F-test ومستوى المعنوية Prob>F يتضح صلاحية كل نموذج الانحدار حيث أن مستوى المعنوية أقل من ٥ % في كل النماذج، كما يتضح أن القدرة التفسيرية للنموذج R² في المتوسط ٣٥ %، أي أن المتغيرات المستقلة تفسر في مجملها ٣٥ % من الظاهرة (المتغير التابع). ومن خلال النموذج الرابع يتضح وجود علاقة طردية (عند مستوى معنوية ٥ %) بين جودة التقارير المالية وبين عائد محفظة القيمة، أي أنه كلما زادت جودة التقارير المالية يمكن أن يزداد عائد المحفظة، وبتحليل النماذج الأخرى لم تظهر أي علاقة بين جودة التقارير المالية وبين عوائد المحافظ الأخرى، الأمر الذي يوضح دور جودة التقارير المالية على مستوى استراتيجيات القيمة.

٤-٦ الخلاصة والنتائج والتوصيات

يقوم المستثمرون في سوق الأوراق المالية بالاعتماد على المعلومات المالية الواردة في القوائم والتقارير المالية من أجل التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية ومن ثم القدرة على تقدير سعر الورقة المالية، وعند وصول معلومات أخرى جديدة يتم تحديث توقعاتهم، لتحديد السعر الجديد للورقة المالية، وبما أن الانخفاض في جودة التقارير المالية يؤدي إلى انخفاض دقة توقعات التدفقات النقدية، فإن استخدام المعلومات الجديدة التي توافرت في تعديل التوقعات ذات الجودة المنخفضة التي تم التوصل لها مسبقاً يؤدي إلى تقدير غير صحيح لسعر الورقة المالية، وهو ما قد يؤدي بالمستثمر لاتخاذ قراراً خاطئاً، وتحمله لخسائر وتكاليف نتيجة مرور الوقت حتى تتم مراجعة التقييم وتتساوى أسعار الأوراق المالية للمستثمر مع القيمة الحقيقية لها (Callen, et al., 2013).

ولقد توصلت الدراسات السابقة إلى أن الجودة المرتفعة للتقارير المالية تساهم في زيادة كفاءة الاستثمار من خلال تخفيضها لمشاكل عدم تماثل المعلومات، ودعم قدرة الشركات على زيادة استثماراتها بتكاليف اقترض أقل، مما ينعكس على أداء أسهم الشركة (Francis, et al., 2004)، كما أن للمعلومات التي تحتويها التقارير المالية تأثيراً مباشراً وغير مباشر على تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة حركة التداول وأسعار الأسهم، بل إن تأخير نشر المعلومات المحاسبية أو تحيزها أو عدم دقتها يؤثر على سلوك المستثمرين واستراتيجياتهم المتبعة للتداول في سوق الأوراق المالية، حيث تؤثر جودة التقارير المالية على جودة المعلومات التي يستخدمها المستثمر أو المضارب في سوق الأوراق المالية لاتخاذ قرار اتباع استراتيجية معينة للتداول مثل استراتيجية القيمة والتي يلزم اتباعها الاعتماد على القيمة الدفترية للشركة ونسبتها إلى القيمة السوقية لتحديد أسهم الشركات ذات القيمة، لذلك فإن جودة التقارير المالية تعتبر أداة هامة ومفيدة لتحليل المحافظ من منظور استثمار القيمة Value Investment حيث تزيد الجودة المنخفضة للتقارير المالية من فترة الاحتفاظ بالأسهم عند استخدام استراتيجيات القيمة مما يجعل أسهم القيمة أقل جاذبية للمستثمرين، كما أنه قد يؤدي عدم اليقين الناجم عن سوء جودة التقارير المالية إلى زيادة درجة خروج أسعار السوق عن العوامل الأساسية، مما يجعل استراتيجيات القيمة أقل قيمة عند انخفاض جودة التقارير المالية.

ولإثبات مدى أهمية جودة التقارير المالية على العوائد المحققة للمستثمرين المستخدمين لاستراتيجية القيمة للتداول في سوق الأوراق المالية، هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر جودة التقارير المالية على العوائد المحققة للمستثمرين المستخدمين لاستراتيجية القيمة للتداول في سوق الأوراق المالية، ولتحقيق هذا الهدف تم تكوين محافظ أسهم من شركات العينة على أساس ربع سنوي وفقاً لاستراتيجية القيمة Value Strategy اعتماداً على نسبة القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة السوقية للسهم، حيث تم تقسيم الأسهم في كل ربع سنة إلى ثلاث مجموعات متساوية بناءً على نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية بعد ترتيبها تصاعدياً بحيث يمكن اعتبار المحافظ بالترتيب التصاعدي كما يلي: (١) محفظة أسهم النمو التي تنخفض فيها نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية High Portfolio (H) أسهم النمو والتي تقع في الثلث الأول حسب التقسيم، (٢) محفظة الأسهم التي تقع في الثلث الثاني بناءً على نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية Neutral Portfolio (N)، (٣) محفظة أسهم القيمة التي تقع في الثلث الأخير بناءً على نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية Low Portfolio (L) وقد تم حساب عائد كل محفظة بناءً على المتوسط المرجح لعوائد أسهم الشركات المكونة لكل محفظة في كل ربع سنة.

وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين جودة التقارير المالية وبين عائد محفظة القيمة، أي أنه كلما زادت جودة التقارير المالية يزداد عائد محفظة أسهم القيمة، وتحليل تأثير جودة التقارير المالية على المحافظ الأخرى المكونة، لم تظهر أي علاقة بين جودة التقارير المالية وبين عوائد تلك المحافظ، الأمر الذي يوضح دور جودة التقارير المالية على مستوى المحفظة المكونة باتباع استراتيجية القيمة، وهو ما يشجع المستثمرين في سوق الأوراق المالية على تبني استراتيجية القيمة عند بناء محفظتهم في حالة ارتفاع جودة التقارير للشركات المرشحة للدخول في محفظتهم، ويفسر الباحث ذلك بأن الجودة المرتفعة للتقارير المالية تؤدي إلى دقة اختيار المستثمرين لأسهم القيمة وبالتالي تحقيقهم للعوائد المتوقعة مع انخفاض فترة الاحتفاظ بتلك الأسهم وهو أيضاً ما تتفق معه ما توصلت له دراسة (Bushee, et al., 2019)، ولذلك يوصي الباحث بضرورة قياس المستثمرين في سوق الأوراق المالية لجودة التقارير المالية قبل اتخاذ قرار ببناء محفظة أسهم باستخدام استراتيجية القيمة والاقتصار في هذه الحالة شراء أسهم القيمة للشركات ذات الجودة المرتفعة.

المراجع

المراجع العربية

- ابوالخير، مدثر طه السيد، (١٩٩٧)، تقدير مدى تدخل الإدارة في تقرير الأرباح السنوية المنشورة من خلال مرونة تطبيق أساس الاستحقاق المحاسبي: نموذج مقترح ودراسة ميدانية، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنصورة، المجلد ٢١، العدد ٣.
- ابوالعلا، أسامة مجدي فؤاد محمد، (٢٠١٨)، أثر جودة التقارير المالية وسيولة الشركات على سياسة التوزيعات: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة جامعة عين شمس، *مجلد ٢٢، العدد ١*.
- الحشايشي، سليمة، (٢٠١٨)، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية: دراسة قياسية، *رسالة دكتوراه*، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، الجزائر.
- الربيعي، حاكم محسن، الموسوي، حيدر يونس، حسن، محمد فائز، (٢٠١٩)، بناء وتقييم أداء محافظ الزخم النشطة في سوق العراق للأوراق المالية، *مجلة الإدارة والاقتصاد*، المجلد ١٤، العدد ٥٥.
- النعيمي، سعد الله محمد عبيد، الدباغ، نوار كنعان، (٢٠٢٢)، اختبار استراتيجية زخم الاستثمار وتشكيل محفظتها: دراسة تطبيقية لعينة من أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، *مجلة تنمية الرافدين*، المجلد ٤١، العدد ١٢٣.
- النجار، عايش عبدالله عايش، (٢٠١٦). العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار: دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية، *رسالة ماجستير*، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية (غزة).
- ثابت، سعيدة، (٢٠٢٠)، من فرضية كفاءة السوق إلى التمويل السلوكي، *مجلة آفاق علمية*، جامعة عمار تليجي، الجزائر، المجلد ١٢، العدد ٣.
- برودي، نعيمة، (٢٠١٣)، استراتيجيات المضاربة في سوق الأوراق المالية باستعمال المؤشرات الفنية، *مجلة أبعاد اقتصادية*، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوقرة بومرداس، العدد ٣، <http://search.mandumah.com/Record/641699>
- بنداس، إبراهيم فطر، (٢٠١٨)، أثر التقارير المالية المنشورة في جذب الاستثمارات الأجنبية في الدول النامية: دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية، *مجلة العلوم الإدارية*، جامعة أفريقيا العالمية، العدد الثاني.
- شعراوي، محمود فتحي شلقامي، (٢٠١٣)، استراتيجية الزخم في السوق المصري للأوراق المالية، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد ٤.
- شعراوي، محمود فتحي شلقامي، (٢٠١٨)، أثر المخاطر الخاصة على عوائد استراتيجية الزخم في السوق المصري للأوراق المالية، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد ٣.

- عناوسة، محمد سلامة، العتيبي، محمود حسني، حمدان، علام محمد، (٢٠٠٩)، تطبيق إستراتيجية الزخم الاستثمارية في سوق عمان للأوراق المالية؛ و أثرها في كفاءة السوق، و الأرباح غير العادية، *المجلة العربية للعلوم الإدارية*، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي.
- كمال، أميرة محمد، (٢٠١٧)، دراسة مدى تأثير تطبيق نظم تخطيط موارد المنشأة على جودة التقارير المالية، رسالة دكتوراه، كلية التجارة جامعة القاهرة.
- قراييل، سناء سليمان محمد، (٢٠١٨). أثر جودة التقارير المالية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة، *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، المجلد ٩، العدد ٣.
- مسعود، سناء ماهر محمدي، (٢٠٢٠)، قياس أثر تبني معايير التقارير المالية الدولية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة جامعي عين شمس، العدد ٢، الإصدار ٣.
- مصطفى، محمد عبده محمد، (٢٠١١)، كفاءة سوق الأوراق المالية، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد ٣.

المراجع الأجنبية:

- Arena, M. P., Haggard, K. S., & Yan, X. (2008). Price momentum and idiosyncratic volatility. *Financial Review*, 43(2), 159-190.
- Bushee, B. J., Goodman, T. H., & Sunder, S. V. (2019). Financial reporting quality, investment horizon, and institutional investor trading strategies. *The Accounting Review*, 94(3), 87-112.
- Callen, J. L., Khan, M., & Lu, H. (2013). Accounting quality, stock price delay, and future stock returns. *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 269-295.
- Ciesielski, j. T., henry, e., & selling, t. I. (2019). Financial Reporting Quality. In *Ethical And Professional Standards And Quantitative Methods*. Cfa institute, wiley.
- Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of accounting and economics*, 56(2-3), 1-33.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics*, 33(1), 3-56.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2008). Dissecting anomalies. *The Journal of Finance*, 63(4), 1653-1678.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The accounting review*, 79(4), 967-1010.
- Hayes, J. C. (2022). Translation, subjectivity, and culture in France and England, 1600-1800. In *Translation, Subjectivity, and Culture in France and England, 1600-1800*. Stanford University Press.
- Wen-liang, G. H., & He, H. R. (2014). Informed trading, trading strategies and the information content of trading volume: Evidence from the Taiwan index options market. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 31, 187-215.
- Hu, Y., & Prigent, J. L. (2019). Information asymmetry, cluster trading, and market efficiency: Evidence from the Chinese stock market. *Economic Modelling*, 80, 11-22.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *The Journal of finance*, 48(1), 65-91.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197.
- Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2014). Do peer firms affect corporate financial policy?. *The Journal of Finance*, 69(1), 139-178.
- Lev, B., & Srivastava, A. (2019). Explaining the recent failure of value investing. *NYU Stern School of Business*, 25, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3442539> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3442539>.
- Li, Y., He, J., & Xiao, M. (2019). Risk disclosure in annual reports and corporate investment efficiency. *International Review of Economics & Finance*, 63, 138-151.

- Licerán, A., & Cano, M. (2019). A Review on the multidimensional analysis of earnings quality. *Spanish Accounting Review*, 22(1), 41-60.
- Lyle, M. R. (2019). Information quality, growth options, and average future stock returns. *The Accounting Review*, 94(1), 271-298.
- Maffett, M. (2012). Financial reporting opacity and informed trading by international institutional investors. *Journal of Accounting and Economics*, 54(2-3), 201-220.
- Menicucci, E. (2020). *Earnings Quality: How to Define*. In *Earnings Quality Definitions, Measures, and Financial Reporting*. Palgrave Pivot, Cham.
- Petrusheva, N., & Jordanoski, I. (2016). Comparative analysis between the fundamental and technical analysis of stocks. *Journal of Process Management and New Technologies*, 4(2), 26-31.
- Pyo, U. H., & Shin, Y. J. (2013). Momentum profits and idiosyncratic volatility: the Korean evidence. *Review of Accounting and Finance*.
- Verleun, M., Georgakopoulos, G., Sotiropoulos, I., & Vasileiou, K. Z. (2011). The Sarbanes-Oxley Act and accounting quality: a comprehensive examination. *International Journal of Economics and Finance*, 3(5), 49-64.
- Zhai, J., & Wang, Y. (2016). Accounting information quality, governance efficiency and capital investment choice. *China Journal of Accounting Research*, 9(4), 251-266.

Measuring The Effect of Financial Reporting Quality on The Return of Value Trading Strategy in The Stock Market

Hamza Ali Sobhi Hassan

Assistant Lecturer in Accounting Department
Faculty of Commerce
Cairo University
hamza_ali@foc.cu.edu.eg

Ahmed Mohamed Abu Talib

Professor of Financial Accounting
Faculty of Commerce
Cairo University

Hassan Abd El Aal Hamed

Lecturer in Accounting Department
Faculty of Commerce
Cairo University

Abstract

This Research Examined the Relationship Between Financial Reporting Quality (FRQ) And Return of Value Portfolio. We Predicted That There Is a Positive Relationship Between FRQ and Return of Value Portfolio. Based On Pooled Regression Using 5100 (Firm-Quarter) Observations During 2008-2020, we get evidence supporting our prediction. These findings matter to stakeholders, Especially Management and Investors Which Shed the Light on How FRQ Is an Important Factor Affecting Portfolio Return.

Keywords

Financial Reporting Quality, Trading Strategy, Value Stock, Growth Stock.