

## أثر توقيت الإفصاح عن القوائم المالية على أسعار الأسهم وحجم التداول دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية

رتاب سالم الخوري ومسعود محمد بالقاسم

### ملخص

تهدف هذه الدراسة الى اختبار مدى استجابة بورصة عمان للمعلومات المحاسبية المنشورة بالتقارير المالية السنوية، عند الإفصاح عن هذه التقارير، وربط ذلك بتوقيت الإفصاح، بالإضافة الى تحديد الأثر على كل من أسعار الأسهم وحجم التداول للشركات التي تفصح مبكراً، والشركات التي تتأخر في الإفصاح عن تقاريرها السنوية، بقصد إبراز أهمية الوقتية في المعلومات المحاسبية. واتبعت هذه الدراسة منهجية دراسة الحدث، لاختبار سلوك كل من عوائد الأسهم وحجم التداول لما مجموعه 104 تقارير مالية سنوية لعينة مكونة من 42 شركة مساهمة عامة في الفترة المحيطة بالإفصاح خلال السنوات من 2000 الى 2002. دلت نتائج الدراسة على وجود تأثير إيجابي ومعنوي ذي دلالة إحصائية، للإفصاح عن التقارير المالية السنوية، على حجم التداول خلال اليومين الثاني والثالث، بعد تاريخ الإفصاح. كذلك دلت النتائج على اختلاف في استجابة حجم التداول، وفقاً لتوقيت الإفصاح عن القوائم والتقارير المالية، فالشركات التي أفصحت عن تقاريرها مبكراً، تأثر حجم التداول في أسهمها تأثيراً إيجابياً ومعنوياً، عند الإفصاح عن التقارير المالية السنوية، بينما لم يظهر أثر ذو دلالة إحصائية لحجم التداول على أسهم الشركات التي تأخرت في نشر تقاريرها المالية السنوية. ولم تظهر الدراسة أي أثر ذي دلالة إحصائية لإعلان التقارير السنوية، أو توقيتها على عوائد الأسهم. ويعتقد الباحث أن أحد الأسباب وراء هذه النتيجة، ربما يعود إلى وجود تحديد لزيادة أو نقصان السعر، بحيث لا يتحرك بحرية تامة، الأمر الذي يمكن معه اعتبار السوق غير كفاء على المستوى شبه القوي بالنسبة للإفصاح عن التقارير المالية السنوية.

**الكلمات الدالة:** القوائم المالية، توقيت الإفصاح، أسعار الأسهم، حجم التداول، الشركات المساهمة العامة الأردنية.

### 1- المقدمة

السنة لإنتاج مخرجات تساعد متخذي القرارات في اتخاذ قرارات رشيدة. فمن خلال الكم الهائل من الأحداث والبيانات المالية التي تقع خلال السنة ينتج نظام المعلومات المحاسبية المالية القوائم المالية السنوية التي تعكس الحالة المالية والاقتصادية للشركة. ومن العيوب المأخوذة على نظام المعلومات المحاسبية المالية ما يعود الى انتقائية النظام المحاسبي في عرضه للأحداث الاقتصادية وتوقيت عملية الاعتراف بالحدث الاقتصادي وكيفية قياسه (الدبعي وأبو نصار، 2002). وقد عملت المعايير المحاسبية على تحديد الطرق والقواعد والإجراءات اللازمة للتطبيق العملي بغرض الدقة والتوحيد والاتساق حتى يتمكن متخذ القرارات من المقارنة والتحليل وتفسير الأرقام الواردة بالتقارير المالية بصورة مناسبة.

ويسعى المستثمرون إلى الحصول على المعلومات التي

تهدف هذه الدراسة الى اختبار مدى استجابة بورصة عمان للمعلومات المحاسبية المنشورة بالتقارير المالية السنوية، عند الإفصاح عن هذه التقارير، وربط ذلك بتوقيت النشر، بالإضافة الى تحديد الأثر على كل من أسعار الأسهم وحجم التداول للشركات التي تفصح مبكراً والشركات التي تتأخر في الإفصاح عن تقاريرها السنوية، بقصد إبراز أهمية الوقتية في المعلومات المحاسبية.

تعتبر التقارير المالية المنتج الرئيس لنظام المحاسبة المالية التي تقوم بمعالجة الأحداث المالية المختلفة وعرضها خلال

تاريخ استلام البحث 2005/3/30، وتاريخ قبوله 2006/2/9.

إن إصدار القوائم المالية في الوقت المناسب وما تحمله هذه القوائم من معلومات من شأنه أن يؤثر في معتقدات المستثمرين حول خصائص الأوراق المالية للشركات المعلنة لهذه التقارير، وينعكس بالتالي على ردة فعل السوق استجابةً لهذه المعلومات، سواء في شكل تغير في الأسعار أو زيادة في حجم التداول. فهل هنالك استجابة في بورصة عمان، للمعلومات الواردة بالقوائم المالية؟ وهل تختلف هذه الاستجابة - في حال وجودها - عنها ما بين أسهم الشركات التي تصدر تقاريرها مبكراً ونظيراتها التي تتأخر في إصدار التقارير المالية؟ ومتى يظهر تأثير السوق المالية بالمعلومات المعلنة سواءً على مستوى التغير في الأسعار أو الزيادة في حجم التداول؟ هذا ما ستحاول هذه الدراسة الإجابة عنه من خلال دراسة توقيت نشر القوائم المالية كحدث مالي، له أثره على الأسواق المالية.

فإذا أشارت النتائج إلى أن للإفصاح المبكر عن القوائم المالية تأثيراً أكبر من الإفصاح المتأخر على أسعار الأسهم، فإن هذا يوجب مزيداً من الاهتمام من قبل المسؤولين عن إعداد القوائم المالية للإسراع في إصدارها مبكراً، الأمر الذي ينعكس على المهن الأخرى كمهنة التدقيق لتطور من تقنياتها حتى تختصر فترة التدقيق، أو الاعتماد على أسلوب التدقيق المصاحب للأداء. ومن ناحية أخرى فقد تعطي هذه الدراسة مؤشراً إلى الأطراف المسؤولة عن إصدار التعليمات بالسوق المالي إلى زيادة التشديد على الإفصاح عن القوائم المالية في وقت مبكر لخدمة المستثمرين، واستفادتهم من المعلومات التي تحتويها القوائم المالية. وقد يمتد الأمر إلى تعديل نصوص التشريع المحدد لفترة إصدار التقارير المالية. وقد بين (غرابية والازهري، 1988) أن متوسط الفترة التي يستغرقها المدقق لإنهاء أعمال التدقيق في الشركات الأردنية هي (55) يوماً بينما تصل الفترة المحددة قانوناً لاجتماع الهيئة العامة العادي إلى (4) أشهر كحد أقصى<sup>2</sup>. كما تحدد تعليمات الإفصاح الصادرة عن مجلس مفوضي الهيئة مدة نشر التقارير المالية السنوية بفترة (3) أشهر كحد أقصى<sup>3</sup>. فإذا كان الأمر كذلك

تلمي حاجاتهم بشتى السبل، لذلك غالباً ما تصل إليهم معلومات عن الشركات قبل تاريخ نشر القوائم المالية، ومع ذلك فإن تأثير المستثمرين بالقوائم المنشورة سيكون أكبر نسبياً لأن الثقة في هذه القوائم أكبر من المصادر الأخرى كالتقارير وغيرها، فالقوائم المالية المنشورة تكون مدعومة بتقرير المدقق الخارجي وما يتمتع به هذا المدقق من استقلالية في إبداء رأيه الفني المحايد عن مدى عدالة القوائم المالية، إضافة إلى أن القوانين واللوائح الحكومية كثيراً ما تتدخل لتضمن عدم الغش أو التلاعب بالبيانات المنشورة في القوائم المالية. ففي الأردن مثلاً نجد أن تعليمات الإفصاح الصادرة بقانون الأوراق المالية توجب على الشركات التي تتداول أسهمها في بورصة عمان أن تدعم قوائمها المالية<sup>1</sup> - إضافة إلى تقرير المدقق الخارجي - بإقرار من مجلس الإدارة بمسؤوليته عن البيانات الواردة بالقوائم.

وبما أن القوائم المالية هي عبارة عن تقارير تحمل المعلومات المالية لمتخذي القرارات فيجب أن تتصف بخصائص المعلومات المحاسبية ومنها الوقتية (التوقيت المناسب) التي تعتبر خاصية هامة من خصائص المعلومات. فإذا تأخر الإفصاح عن التقرير المالي فإن ذلك يقلل من أهمية وفاعلية المعلومات التي يحتويها التقرير ويقلل من ملاءمتها لاتخاذ القرار (معايير المحاسبة الدولية، 1980). ونظراً لأهمية الوقتية في التقارير المالية، فقد أكدت عليها توصيات المنظمات المهنية المعنية بشؤون المحاسبة؛ فقد اعتبر مجلس معايير المحاسبة الأمريكي (FASB) توقيت إصدار القوائم المالية، من العناصر الأساسية الواجب توفرها، حتى تكون المعلومات المحاسبية ملائمة Relevant، وفي بريطانيا اعتبر مجلس معايير المحاسبة Accounting Standard Board أن عملية التزويد في الوقت المناسب قد تقتضي في بعض الأحيان التضحية بموثوقية البيانات Reliability" (أبو نصار ولطفي، 1998).

1- تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق، الصادرة عن مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، بالاستناد لأحكام المادة (12) من قانون الأوراق المالية ذي الرقم 76 لسنة 2002 (مادة 6، فقرة هـ، نقطة 2).

2- القانون المعدل لقانون الشركات لسنة 2002، المادة (169).  
3- تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق (مادة 6، فقرة هـ، نقطة 2).

في الجزء السادس. وأخيراً تنهي التوصيات المقترحة الدراسة في الجزء السابع منها.

## 2- الدراسات السابقة

بالرغم من تعدد الدراسات التي تناولت موضوع المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية أو المحتوى المعلوماتي لبعض مفردات هذه القوائم، فإن الدراسات التي تناولت توقيت الإفصاح عن القوائم المالية بشكل مباشر، لا تزال قليلة.

فقد قام Dyer and McHugh (1975) بدراسة توقيت الإفصاح عن التقارير المالية السنوية في الشركات الأسترالية حيث اجريا بحثهما على عينة عشوائية تضم 120 شركة تجارية وصناعية مدرجة في سوق سدي للأوراق المالية، خلال الفترة الواقعة بين 1965 و1971. وقد قام الباحثان بدراسة فترات رئيسة بقصد تحديد متوسط فترة التأخير في كل فترة، وهذه الفترات هي: الفترة التمهيديّة وتتضمن عدد الأيام من تاريخ انتهاء السنة المالية إلى تاريخ تسليم التقارير التمهيديّة لسوق سدي للأوراق المالية، وفترة توقيع المدقق التي تمتد من تاريخ انتهاء السنة المالية إلى تاريخ توقيع المدقق على تقريره المرفق بالقوائم المالية، والفترة الكلية التي تشمل الفترة الممتدة من انتهاء السنة المالية إلى استلام سوق سدي للتقرير المالي السنوي المعلن والنهائي.

وبينت نتائج الدراسة ان متوسط الفترة الكلية للشركات الأسترالية تتحدد ما بين 101.5 يوم الى 117.8 يوم خلال السنوات الخاضعة للدراسة. وبنفس منهجية Dyer and McHugh بحث (1980) Whittred التوقيت المناسب للإفصاح عن التقارير السنوية الأسترالية للفترة 1972-1977 فقام بقياس نفس الفترات التي قيست في الدراسة السابقة وهي الفترة التمهيديّة، وفترة توقيع المدقق، والفترة الكلية. وبخلاف الدراسة السابقة، فقد وجد أن هنالك تحسناً في توقيت الإفصاح عن التقارير السنوية حيث اتضح أن فترة تأخير الشركات الأسترالية الكلية، تمتد من 103.8-107.1 يوم في المتوسط خلال السنوات 1972-1977.

وتناول Whittred and Zimmer (1984) العلاقة بين توقيت الإفصاح عن التقارير المالية والفشل المالي، وقد بحثت

ودلت نتائج هذه الدراسة على وجود تأثير معنوي على تغير الأسعار وحجم التداول نتيجة توقيت إصدار القوائم المالية؛ فان هذا يدل على أهمية هذه الدراسة، لتوضيح مؤشرات توجه اهتمام المسؤولين والمشرعين نحو اتجاهات صائبة. كما تظهر أهمية هذه الدراسة في انها الأولى- حسب علم الباحثين - التي تقدم دليلاً عملياً للربط بين توقيت إصدار التقارير المالية السنوية، وأثر ذلك على عوائد الأسهم وحجم التداول.

لذلك تسعى هذه الدراسة إلى الربط بين توقيت الإفصاح عن التقارير المالية السنوية واستجابة بورصة عمان للمعلومات الواردة في هذه التقارير، بغرض إبراز أهمية التوقيت المناسب للإفصاح في اتخاذ القرارات الاستثمارية. وتبحث هذه الدراسة - إضافة الى الأثر على الأسعار- في قياس الأثر على حجم التداول الأمر الذي يحرر نتائج الدراسة من أثر القيود المفروضة على الأسعار بموجب تعليمات التداول في بورصة عمان / سوق الأوراق المالية، "التداول الإلكتروني" الصادرة استناداً الى المادة (26/أ)<sup>4</sup> من قانون الأوراق المالية، التي تمنح لمجلس مفوضي الهيئة تحديد نسبة الارتفاع والانخفاض المسموح بها في السعر عن سعر الإغلاق السابق. تتبع هذه الدراسة منهجية الحدث لاختبار مدى كفاءة السوق على المستوى شبه القوي، بالإضافة إلى ذلك، تتبّع الدراسة الى أثر البيانات الأولية التي تزود بها الشركات هيئة الأوراق المالية خلال 45 يوماً من انتهاء السنة المالية وفقاً لتعليمات الإفصاح الصادرة عن الهيئة وذلك بإجراء اختبارات ثانوية على استجابة السوق لتوقيت الإفصاح عن هذه البيانات.

وفي الجزء الثاني نلقي الضوء على الدراسات السابقة المتعلقة بتوقيت إصدار التقارير السنوية والأخرى التي تناولت موضوع المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية. أما في الجزء الثالث فسوف نتطرق للحديث عن الإطار النظري للدراسة الذي من خلاله سوف نحدد فرضيات الدراسة، يلي ذلك، تحديد للمنهجية المتبعة في القياس في الجزء الرابع، وفي الجزء الخامس سوف نبين نتائج الدراسة، يليها ملخص لتلك النتائج

4- المادة 45 من تعليمات التداول في بورصة عمان/ سوق الأوراق المالية.

وكذلك العلاقة بين مكتب التدقيق وإدارة الشركة، وحجم مكتب التدقيق وطبيعة إجراءات التدقيق وتوقيتها من خلال توزيع استبانة على مدقق حسابات الشركة الخارجي، باعتباره أكثر حيادية وموضوعية من محاسب الشركة. وتوصل الباحثان إلى أن لضعف النظام المحاسبي ونظام الرقابة الداخلية لدى الشركة المدقق عليها أثرًا مهمًا إحصائيًا في تأخير إصدار التقرير المالي. كما دلت نتائج الدراسة أيضًا على أن حجم عمليات الشركة له أثر في تأخير إصدار التقرير المالي السنوي، ومن ناحية العلاقة بين مكتب التدقيق وإدارة الشركة ونوع الرأي الذي يبديه المدقق في القوائم المالية، فقد أشارت الدراسة إلى أهمية هذين العاملين في تأخير إصدار التقرير المالي السنوي.

أما من ناحية الدراسات التي تناولت المحتوى المعلوماتي (الأثر على أسعار الأسهم) للقوائم المالية أو بعض مفرداتها فهي كثيرة ومتعددة، ولعل أشهرها دراسة Ball and Brown (1968) التي قامت بتقييم أرقام الدخل المحاسبي وأثرها على العوائد السوقية لما مجموعه 261 شركة مدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية، وكان الهدف من الدراسة هو اختبار المحتوى المعلوماتي لأرقام الربح المحاسبي، وتوصلا إلى استنتاج أن هناك علاقة ايجابية وملحوظة بين عوائد الأسهم والأرباح المحاسبية.

وفي نفس السنة قام Beaver (1968) بدراسة المحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية، وقد تناول في دراسته إضافة إلى اثر الأرباح المحاسبية على الأسعار والعوائد، أثر ذلك الإعلان على حجم التداول، ولاحظ من دراسته أنه عند الإعلان عن الأرباح تتأثر الأسعار والعوائد صعودًا أو نزولًا ويزداد حجم التداول بصفة عامة خلال الفترة المحيطة بالإفصاح عن الأرباح.

وقام Morse (1981) بدراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية NYSE وسوق أمريكا للأوراق المالية ASE من جهة وعينة مماثلة من حيث عدد الشركات من الشركات التي تتداول أسهمها خارج البورصة، Over The Counter (OTC) من جهة أخرى، بهدف التحقق من ردة فعل الأسعار وحجم التداول خلال الفترة المحيطة بالإفصاح عن القوائم المالية، واستنتج الباحث أن هناك تغيرات معنوية تحدث

دراستهما في سلوك التقارير المالية للشركات المفلسة، مقارنة مع عينة مشابهة لها من الشركات غير المفلسة، بغرض تحديد ما إذا كانت الشركات المتعثرة ماليًا، تتجه إلى التأخير في الإفصاح عن قوائمها المالية. واختبرت الدراسة ثلاث فترات مختلفة مرتبطة بالإفصاح عن القوائم المالية، هي فترة استلام التقارير التمهيدية، وفترة توقيع المدقق على رأيه المرفق بالتقارير المالية، والفترة الكلية الممتدة من تاريخ انتهاء السنة المالية إلى تاريخ نشر تلك التقارير بسوق سبني للأوراق المالية، وبينت نتائج الدراسة أن الشركات المتعثرة تميل إلى التأخر في إصدار تقاريرها المالية السنوية بصورة أكبر من الشركات غير المهتدة بالإفلاس.

ولم ينل هذا الموضوع الاهتمام الكافي من قبل الباحثين في الأردن؛ إذ لم تتوفر - حسب علم الباحثين - سوى دراستين تناولتا موضوع التوقيت في التقارير المالية والعوامل المؤثرة على تأخير إصدار هذه التقارير، ولم تتطرق هاتان الدراستان إلى أثر هذا التوقيت على سوق الأوراق المالية من حيث استجابة الأسعار وحجم التداول إلى المعلومات المحاسبية المنشورة بالتقارير المالية .

فقد درس غرابية والأزهري (1988) توقيت الإفصاح عن التقرير المالي السنوي في الشركات المساهمة العامة الأردنية خلال الفترة من 1981 ولغاية 1985، واهتمت الدراسة بفحص العلاقة بين كل من حجم الشركة ومحتويات التقرير (الربحية) وتوقيت إصداره . وقد أشارت الدراسة إلى أن إدارة الشركة تتصرف بمواعيد إصدار التقرير السنوي وفقا لنتائج عملياتها، كأن تؤخر إصداره إذا تضمن نتائج سيئة. واهتمت الدراسة بتاريخين أساسيين هما تاريخ توقيع المدقق الخارجي على رأيه المرفق بالقوائم المالية، وتاريخ اجتماع الهيئة العامة العادية للشركة.

أما الدراسة الأخرى التي قام بها ابو نصار ولطفي (1998) فقد استهدفت التعرف على العوامل المؤثرة في تأخير إصدار التقارير المالية السنوية للشركات الأردنية المدرجة في سوق عمان المالية. وانطلقت الدراسة من افتراض وجود عدة عوامل تؤثر في سرعة إصدار التقرير، مثل حجم الشركة وطبيعة نشاطها وسياسة الشركة والإجراءات المتبعة فيها مثل متانة نظام الرقابة الداخلية والنظام المحاسبي ودرجة تعقيده،

وقام Ramnath (2002) باختبار ردة فعل المستثمر والمحلل المالي، للمعلن الأول في الصناعة. ووجد أن الأرباح غير المتوقعة للشركة التي تسبق مثيلاتها في نفس الصناعة بالإعلان عن أرباحها، تكون أرباحها أكثر معلوماتية، ذلك بالرغم من أن كلاً من المستثمر والمحلل المالي، لم يحسباً النتائج لصالح معلومات تقارير الشركة التي تسبق بالإعلان.

وفي دراسة حديثة قدم Whalen and Collver (2004) مدخلين لتحديد المحتوى المعلوماتي لتداول الأسهم والخيارات Options في الفترة المحيطة بالإفصاح عن الأرباح الربعية. يعتمد المدخل الأول على استخدام طريقة الانحدار الذاتي Vector Autoregression ويركز المدخل الآخر على المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن الأرباح. ودلت النتائج على انه بالرغم من ان المتعاملين بالسوق يفضلون التعامل بكلا السوقين (سوق الأسهم وسوق الخيارات)، إلا ان العمليات التي يقوم بها المستثمرون في سوق الخيارات لا تزودهم بمعلومات إضافية.

وتعددت كذلك الدراسات التي تناولت هذا الموضوع في الأسواق العربية؛ فقد بحث غرابية وجعفر (1988) مضمون الأرقام المحاسبية من المعلومات لعينة مكونة من 40 شركة مدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة من 1978 الى 1985. وهدفت الدراسة إلى الكشف عن مضمون الأرقام المحاسبية التي تحتويها القوائم المالية من المعلومات وأثر ذلك على أسعار الأسهم عند الاعلان عن هذه القوائم. وخلصت الدراسة إلى أن للأرقام المحاسبية بوجه عام مضمونا من المعلومات يؤثر على عوائد الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية وبالتالي على أسعار أسهمها، ويؤثر مضمون كل من مجموعة صافي الربح والأرباح الموزعة من المعلومات على أسعار الأسهم أكثر من الربح الاجمالي. هذا بالإضافة إلى أن أسعار الأسهم تعكس معظم المعلومات التي تتضمنها التقارير المالية قبل ثلاثة أشهر من تاريخ نشرها، ويدل هذا على أن سوق عمان المالي سوق كفاء بالصيغة شبه القوية.

ويبحث السعايدة (1996) في مقدرة المعلومات المحاسبية على تفسير القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية، وهدفت

في كلتا العينتين قبل يوم واحد من الإفصاح عن الأرباح في Wall Street.

أما (1985) Atiase فقد قام بالبحث في سلوك أسعار الأوراق المالية خلال فترة الإعلان عن الأرباح، مع ربط ذلك بحجم الشركة كإحدى الخصائص المؤثرة. استنتجت الدراسة أن هناك تغيراً معنوياً في الأسعار بصفة عامة لكافة شركات العينة من الشركات الصغيرة والكبيرة معاً، خلال فترة الإعلان عن الأرباح وان درجة استجابة السعر للأرباح المعلنة ترتبط عكسياً مع حجم الشركة.

وحققت (1986) Bamber في المحتوى المعلوماتي لإعلان الأرباح المحاسبية، من منظور دراسة الأثر على حجم التداول، وقد احتوت دراستها على 1200 تقرير سنوي منشور للشركات المدرجة في سوق نيويورك وسوق امريكا للأوراق المالية، ودلت نتائج دراستها على وجود علاقة موجبة بين القيم المطلقة للأرباح غير المتوقعة، وحجم التداول. كما استنتجت الباحثة ايضاً وجود علاقة عكسية بين حجم الشركة وحجم التداول.

وقام (1993) Donto and Ronen بدراسة المحتوى المعلوماتي للإعلانات المحاسبية. ودلت نتائج الدراسة على ان المحتوى المعلوماتي للإعلان المحاسبي يرتبط مباشرة بحجم التداول وسعر السهم المتعلق بالإعلان، واختلاف المعتقدات السابقة. وهكذا فان المعلومات السابقة للإفصاح يجب أن تؤخذ في الاعتبار عند قياس المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المعلومات المحاسبية.

أما (1997) Lobo and Tung فقد بحثا في العلاقة ما بين الإفصاح عن المعلومات وحجم التداول خلال الفترة المحيطة بالإفصاح عن الأرباح المحاسبية ربع السنوية. وحققت الدراسة في ردة فعل حجم التداول المرتبطة بالإفصاح عن التقارير ربع السنوية. وقد رأى الباحثان انه مقارنة بالمعلومات المحاسبية السنوية فإن المعلومات الواردة بالتقارير الربعية تتمتع بتوقيت افضل وبالتالي أكثر ملاءمة. غير انه، ومن ناحية أخرى، فإن التقارير الربعية هي تقارير غير مدققة، وبالتالي فهي أقل موثوقية. واستنتجت الدراسة ان ردة فعل حجم التداول للأرباح الربعية، ترتبط بعلاقة موجبة مع درجة الإفصاح عن المعلومات في تلك التقارير.

الإشارات الموجبة والإشارات السالبة. وجدت الدراسة أن ردود فعل المستثمرين تجاه المعلومات المنشورة في التقارير السنوية للشركات الكبيرة قليلة، بينما تعتبر التقارير المالية السنوية للشركات الصغيرة مصدراً هاماً للمعلومات يستخدمه المستثمر في اتخاذ قراره الاستثماري.

### 3- الإطار النظري

لقد بينت FASB أن الخصائص الأساسية للمعلومات المحاسبية المفيدة لاتخاذ القرارات، هي الملاءمة والموثوقية<sup>5</sup>، وتعرف الملاءمة بأنها قدرة المعلومات في التأثير على اتخاذ القرار. ولكي تتصف المعلومة بالملاءمة يجب أن تتضمن القيمة التنبؤية، وقيمة التغذية العكسية، والوقتية، بينما تعرف الموثوقية بأنها تلك الخاصة التي تعطي الثقة بأن المعلومة خالية من التحيز والخطأ، لدرجة معقولة، وتشمل الموثوقية القابلية للإثبات والحياد والأمانة.

ويبرز هنا دور التوقيت كأحد العناصر الأساسية الواجب توفرها في المعلومة المحاسبية لكي تتصف بالملاءمة، فلن تكون المعلومة مفيدة، إلا إذا كانت تقلل من عدم التأكد المتعلق بمتغيرات عملية اتخاذ القرارات (Kam 1990) فالمعلومات عن أنشطة في الماضي، تساعد في توقع أنشطة المستقبل. وتظهر أهمية التوقيت، في حضور المعلومة، وتوفرها لمتخذ القرار في الوقت المناسب وعند حاجته إليها، وقبل أن تفقد أهميتها، في التأثير على عملية اتخاذ القرار.

وعموماً فإن هناك تعارضاً بين التوقيت من ناحية، والدقة والاكتمال من ناحية أخرى، فتوفر المعلومة في الوقت المناسب قد يؤدي إلى التضحية بالدقة والوضوح والاكتمال، أو يكون على حساب هذه العناصر، وبالتالي يجب التوفيق بين كافة تلك العناصر حتى تتحقق الملاءمة (Wolk et al., 2000). فإذا توفرت في المعلومات المحاسبية خصائص المعلومات المفيدة، فإنه يفترض منطقياً أن تكون قادرة على تحقيق أهدافها، في تقليل عدم التأكد لدى متخذ القرار، ومساعدته على اتخاذ

الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مخرجات نظم المعلومات المحاسبية في الشركات المساهمة العامة الأردنية، وحاجات مستخدمي المعلومات في السوق المالية لصنع القرارات الاستثمارية. واستخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار لتحديد هذه العلاقة والأهمية الإحصائية لها، ودلت نتائج الدراسة على أهمية عاملي القيمة الدفترية لحقوق المالكين وحجم الشركة في تحديد القيمة السوقية لأسهم الشركة، وكذلك دلت النتائج على أهمية عامل النمو في العائد على حقوق المالكين.

بالإضافة إلى ذلك قام الباحثان القضاة والمولا (1997) بدراسة استجابة السوق للقوائم المالية نصف السنوية. واستخدمت الدراسة عينة مكونة من 32 شركة موزعة على القطاعات المختلفة في سوق عمان المالي أفصحت عن تقاريرها نصف السنوية خلال الفترة من 1991/12/31 وحتى 1993/12/31. واتبعت منهجية دراسة الحدث لاختبار فرضيات الدراسة، واستنتجت أن التقرير نصف السنوي يحوي معلومات ذات أهمية، حيث توصلت الدراسة إلى أن قوى السوق تستفيد من تلك المعلومات المحتواة في هذه التقارير، عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

وقام أبو نصار والدبعي (2002) بدراسة المضمون المعلوماتي للعناصر الرئيسية لقائمة الدخل ولصافي الربح لعينة تضمنت 30 شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من 1987 إلى 1998. وقد أكدت الدراسة أن المستثمرين يستخدمون بيانات قائمة الدخل في تسعيرهم للأسهم رغم أن تركيزهم الأكبر على الرقم النهائي لقائمة الدخل.

مما سبق يلاحظ أن الدراسات التي تناولت موضوع ردة فعل السوق في البيئة الأردنية قد اتجهت في معظمها إلى دراسة الأثر على أسعار الأسهم والعوائد السوقية، دون التطرق إلى دراسة التغير في حجم التداول، ولم يستدل الباحث سوى على دراسة واحدة أخذت التغير في حجم التداول في الحسبان. فقد قام غرابية وهريش (1989) بدراسة أثر مضمون التقارير المالية السنوية من المعلومات على حجم التداول بأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية، واتبعت هذه الدراسة أسلوب الاختبارات الإحصائية اللامعلمية وذلك بإجراء اختبار الإشارة لحجم التداول في فترتي النشر وعدم النشر، وتحديد عدد

5- FASB: "Qualitative Characteristics of Accounting Information." Statement of Financial Accounting Concepts, No. 2, May 1980; in Summary of Principal Conclusions.

قرارات أفضل.

الى زيادة في حجم التداول، الذي يمكن تفسيره على أنه ضعف في الإجماع حول السعر، فالمتعاملون بالسوق المالي قد يختلفون في تفسيرهم للمعلومات الجديدة، وهذا الاختلاف في التفسير ينتج ضعف الإجماع، أو غيابها، فلا يتم الاتفاق على قيمة محددة لسعر الورقة المالية، مما يؤدي الى زيادة في حجم التداول، عند نفس مستوى السعر السابق (Beaver, 1968).

وبذلك إذا افترضنا ان المستثمر رشيد اقتصاديا ويسعى إلى تعظيم ثروته فإن كثيراً من المستثمرين سيقبلون على اقتناء أسهم الشركات التي تتغير توقعاتهم عنها نحو الأفضل، بمعنى ان الطلب سيرتفع على أسهم الشركات التي حققت أرباحاً أكثر من المتوقع، مما سيؤدي إلى زيادة أسعارها، بينما سينخفض الطلب على أسهم الشركات التي حققت أرباحاً أقل من المتوقع، وانخفاض الطلب على هذه الأسهم يؤدي بطبيعة الحال إلى انخفاض أسعارها، ويسعى مالكوها إلى التخلص منها وإلى تغيير محافظهم الاستثمارية نحو الشركات الرابحة. وإن تخفيض السعر هذا يعطي حافزاً إلى مستثمرين آخرين لاقتناء هذه الأسهم، وهذا كله سيؤدي بالنتيجة إلى زيادة حجم التداول بالسوق المالي خلال الفترة المحيطة بتاريخ نشر القوائم المالية حتى يتم الوصول إلى قيمة توازنية جديدة. وبمعنى آخر فإنه في الفترة المحيطة بتاريخ نشر القوائم المالية ونتيجة لعوامل تتعلق بتسرب المعلومات وكفاءة السوق وباختلاف تفسير المستثمرين للمعلومات واختلاف توقعاتهم المستقبلية عن الشركات؛ فإن العوائد غير العادية لأسهم الشركات التي حققت أرباحاً أعلى من المتوقع سوف تكون موجبة، بينما تحقق أسهم الشركات التي حققت أرباحاً أقل من المتوقع عوائد غير عادية سالبة، ويزداد حجم التداول في السوق المالي بصفة عامة خلال فترة الإعلان عن الأرباح.

وقد سبقت الإشارة إلى أهمية التوقيت في المعلومات المحاسبية وأثرها على اتخاذ القرارات، ولذلك يتوقع ان القوائم المالية التي تصل في الشهر الأول بعد تاريخها تعتبر معلومات حديثة ويستجيب لها السوق المالي بدرجة أكبر من الاستجابة إذا تأخرت هذه المعلومات لمدة طويلة . وبناء على ذلك فقد تمت صياغة أربع فرضيات رئيسة لهذه الدراسة بالصيغة العدمية وتقسيم الفرضية الأولى الى فرضيتين فرعيتين على

وقد حرصت معايير المحاسبة، ومعايير التدقيق، على توفير الخصائص السابقة في التقارير المحاسبية المنشورة، وهي بذلك قادرة على توفير معلومات تفيد المتعاملين بالأسواق المالية، في تقدير قيم الأوراق المالية للشركات. ووفقاً لهذه الرؤية فقد تحولت وظيفة التقارير المالية منذ نهاية الستينات، إلى المنظور المعلوماتي، وانعكس ذلك على بحث المحاسبة المالية في مجالات اقتصاديات المعلومات، والتمويل، والعلوم السلوكية (Beaver, 1998).

ويعتبر منهج دراسة السوق من أشهر مناهج البحث المحاسبي المعاصر، ويهتم هذا المنهج بدراسة أثر المعلومات المحاسبية، ومدى فائدتها بالنسبة لمجموع المتعاملين بالسوق، وليس لمستثمر واحد. فالمعلومات المحاسبية توفر المساعدة للمستثمرين لاتخاذ القرار، إما بالاحتفاظ بالورقة المالية، أو بيعها، أو شرائها. وفي ظل المنافسة الكاملة، يصل السوق الى التوازن التنافسي لأي سلعة، عند تحقق التوازن بين العرض والطلب، وسعر التوازن التنافسي يمثل إجماع المتعاملين على قيمة محددة للسلعة أو الورقة المالية، وعند وصول معلومات جديدة للسوق - كالقوائم المالية المنشورة- فإن تلك المعلومات تؤثر على معتقدات المتعاملين في السوق ويختلف إجماعهم على سعر محدد أو ينتقل الى قيمة جديدة، وهذا بدوره يؤدي الى تغير في الأسعار أو تغير في حجم التداول.

وفي واقع الأمر فإن التغير في السعر يحدث نتيجة تغير الإجماع من قيمة الى قيمة جديدة، نتيجة تغير التوقعات المستقبلية، بناء على المعلومات الواردة حديثاً. فعلى سبيل المثال، إذا كان الربح الصافي غير المتوقع، يمثل أنباء سارة (وجود ربح غير متوقع موجب)، ونتج عن ذلك تحقيق عوائد أسهم غير عادية عند الإعلان، فهذا يعني أن المستثمرين استجابوا الى تلك الأخبار السارة، وانتقل إجماعهم على تقييم أسهم الشركة المعلنة الى قيمة جديدة، وكذلك اذا تولد عن المعلومات الجديدة أخبار سيئة (وجود ربح غير متوقع سالب) وأنتج السوق عن ذلك عوائد غير عادية سالبة، فإن ذلك أيضاً يدل على استجابة المستثمرين للمعلومات (Scott, 2003). ومن جانب آخر فإن ورود معلومات جديدة للسوق يؤدي

3- تاريخ استلام القوائم المالية من قبل دائرة الإفصاح في

هيئة الأوراق المالية وتحويلها إلى وسطاء البيع. ومن خلال فحص هذه التواريخ فقد اتضح ان تاريخ إمضاء المدقق على تقريره المرفق بالتقارير المالية، لا يمكن اعتباره تاريخاً للحدث، بسبب أن هذا التقرير لا يعلن للعموم بمجرد إعداده وتوقيعه من المدقق وربما لا يطلع عليه سوى مجلس الإدارة (السعيدة، 1998). ففي العادة يرفق تقرير المدقق بالتقارير المالية السنوية ويعلن في ذات التاريخ الذي تعلن فيه هذه التقارير جملة واحدة.

وبناء على ذلك فقد تم البحث في كل من تاريخ اجتماع الهيئة العامة للمساهمين وتاريخ استلام دائرة الإفصاح في هيئة الأوراق المالية، التي تقوم بإحالة التقارير المالية مباشرة في يوم استلامها أو اليوم الذي يليه إلى شركات الوساطة المالية<sup>6</sup>. هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فقد تم الحصول على تواريخ اجتماع الهيئات العامة للمساهمين من نفس الدائرة، ومن خلال مقارنة التاريخين فقد اعتبر تاريخ الحدث هو التاريخ الأسبق في هذين التاريخين وكانت اغلب الشركات تقوم بتحويل تقاريرها المالية إلى دائرة الإفصاح قبل اجتماع هيئتها العمومية بفترة تتجاوز الشهر.

#### فترة التقدير وفترة الاختبار

تحدد فترة الاختبار وفترة التقدير عادة حسب رؤية الباحث وتقديره، والظروف المحيطة ببيانات الدراسة. وفترة التقدير هي الفترة التي يقوم الباحث من خلالها بتحديد معالم خط الانحدار لتقدير نموذج التنبؤ بالعائد خلال فترة الاختبار. وقد تم اختيار فترة تمتد لمدة 100 يوم تسبق فترة الاختبار كفترة للتقدير. أما فترة الاختبار فقد شملت الفترة التي تمتد من -15 إلى +15 يوماً قبل وبعد تاريخ الحدث، وهي فترة كافية ومناسبة كفترة اختبار، بحيث لا تمتد طويلاً لتشمل أحداثاً أخرى قد تؤثر في نتائج الدراسة وليست قصيرة بحيث تهمل أياماً قد يكون

6- تم الاستفسار عن كيفية استلام وتوزيع التقارير المالية السنوية والمرحلية من قبل دائرة الإفصاح بسوق عمان للأوراق المالية وأفاد الموظفون بالدائرة بأنه عادة ما يتم تحويل التقارير المالية، وتعميمها على شركات الوساطة المالية في نفس اليوم أو اليوم الذي يليه.

النحو التالي:

1- لا يوجد أثر على عوائد الأسهم المتداولة في بورصة عمان في الفترة المحيطة بنشر المعلومات المحاسبية السنوية.

وتندرج تحت هذه الفرضية الفرضيتان الفرعيتان الآتيتان:

- أ- لا تتأثر عوائد أسهم الشركات التي تحقق أرباحاً أكثر من المتوقع في الفترة المحيطة بتاريخ نشر القوائم المالية.
  - ب- لا تتأثر عوائد أسهم الشركات التي تحقق أرباحاً أقل من المتوقع في الفترة المحيطة بتاريخ نشر القوائم المالية.
- 2- لا يتأثر حجم التداول في البورصة خلال الفترة المحيطة بتاريخ نشر القوائم المالية.
- 3- لا تتأثر أسعار الأسهم بتوقيت تاريخ نشر القوائم المالية.
- 4- لا يتأثر حجم التداول بتوقيت نشر القوائم المالية.

#### 4- منهجية الدراسة

لاختبار الفرضيات السابقة تتبع هذه الدراسة أسلوب دراسة الحدث Event Study وهو أسلوب متبع في كثير من الدراسات التطبيقية التي تبحث في أثر الأحداث المختلفة على أسعار الأسهم وحجم التداول في السوق المالية.

#### تاريخ الحدث

يعبر تاريخ الحدث في هذه الدراسة عن تاريخ إعلان التقارير المالية ووصولها إلى جمهور المستثمرين، ويمثل هذا التاريخ حجر الزاوية في دراسة الحدث. وبالتالي فقد تم التركيز على التواريخ الهامة التي يتوقع ان تصل فيها المعلومات المتضمنة بالقوائم المالية إلى المستثمرين، وتم البحث في التواريخ الآتية لمعرفة أيها يمثل نشرًا فعلياً للقوائم المالية، بمعنى ان التاريخ الذي يمكن اعتباره تاريخاً للحدث هو أول تاريخ بعد نهاية السنة المالية للشركة يتوقع فيه وصول المعلومات الى عدد كبير من المستفيدين من تلك المعلومات، وعليه يمكن البحث في التواريخ التالية:

- 1- تاريخ إمضاء المدقق الخارجي على تقريره السنوي المرفق بالقوائم المالية وفي هذا التاريخ ينتهي التعديل في هذه القوائم وتعتبر جاهزة للنشر.
- 2- تاريخ اجتماع الهيئة العامة لحملة الأسهم.



وبالتالي فإن عدد التقارير المالية السنوية في هذا السوق خلال سنوات الدراسة يصل إلى 231 تقريراً سنوياً. وبالرجوع إلى شروط العينة، فقد انطبقت هذه الشروط على 104 تقارير مالية سنوية لعينة مكونة من 42 شركة. وبذلك احتوت العينة التي أجريت عليها الدراسة 104 مفردات، أي بنسبة 45% تقريباً.

#### قياس المتغيرات

##### أولاً: المتغيرات المرتبطة بقياس الأثر على الأسعار

لقياس الأرباح غير المتوقعة تتبنى هذه الدراسة المنهجية المستخدمة من قبل Ball and Brown (1968) وذلك باستخدام نموذج الانحدار التالي:

$$(1) \quad (\Delta I_{jt}) = a_1 + a_2 \Delta IM_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

حيث:

$$(\Delta I_{jt}) = \text{مقدار التغير في الأرباح للشركة } j, \text{ والسنة } t.$$

$$a_2, a_1 = \text{معاملات مقدرة لنموذج الانحدار.}$$

$\Delta IM_{jt}$  = متوسط التغير في ربح الشركات المكونة للقطاع الذي تنتمي له الشركة؛ فإذا كانت الشركة بنكاً، يؤخذ قطاع البنوك، وإذا كانت صناعية، يؤخذ قطاع الصناعة وهكذا.

$$\varepsilon_{jt} = \text{المتغير العشوائي، ويرمز للأرباح غير المتوقعة للشركة } j, \text{ والسنة } t.$$

وميزة هذا النموذج أنه يأخذ في الاعتبار الحالة الاقتصادية العامة للقطاع الذي تنتمي له الشركة.

ولحساب الأرباح غير المتوقعة يتم إيجاد الفرق بين مقدار التغير الفعلي في أرباح الشركات لكل سنة والأرباح المقدرة لتلك السنة.

$$(2) \quad \varepsilon_{jt} = \Delta I_{jt} - E(\Delta I_{jt})$$

وبعد تحديد الشركات التي لها  $\varepsilon_{jt}$  موجب والأخرى التي لها  $\varepsilon_{jt}$  سالب يتم تحديد العوائد غير العادية لشركات العينة خلال فترة الاختبار، ويحسب العائد غير المتوقع Abnormal Return عادة بعدة طرق مثل المتوسط الثابت أو نموذج السوق أو نموذج CAPM أو غيرها Strong (1997) and MacKinlay (1992)، وتستخدم هذه الدراسة نموذج السوق باعتباره أفضل النماذج المستخدمة وأكثرها شيوعاً في الدراسات المشابهة.

فيها التأثير بالحدث واضحاً، وذلك كفترة تقدير لمعالم النماذج المستخدمة في الدراسة.

#### عينة الدراسة

تتكون عينة الدراسة من كافة الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في السوق الأول في بورصة عمان. ويأتي اختيار السوق الأول لما للشركات المدرجة في هذا السوق من خصائص الاستمرارية في التداول بشكل مناسب وهي تمثل السوق الفعلي الدائم لان الشركات المقيدة بالسوق الثاني غالباً ما تتحول إلى السوق الأول بعد مضي المدة المحددة بالتعليمات النافذة، وانطباق شروط نقلها إلى السوق الأول عليها.

ويشترط في شركات العينة ما يلي:

- 1- التوافق في تاريخ القوائم المالية (نهاية السنة المالية للشركة) - 12/31 من كل عام.
  - 2- أن لا تكون قد أوقفت عن التداول خلال سنوات الدراسة.
  - 3- أن يكون قد تم التداول فيها على الأقل 25% من مجموع أيام الفترة، ففي فترة التقدير يجب ان يكون قد تم التداول بالشركة 25 يوماً على الأقل لكي يتم قبول التقرير المالي كمفردة من مفردات العينة، وثمانية أيام خلال فترة الاختبار.
  - 4- أن لا يكون قد وقع بها حدث هام آخر يؤثر على نتائج الدراسة خلال فترتي الاختبار أو التقدير مثل تجزئة أسهم، أو إصدار أسهم مجانية، أو اندماج مع شركات أخرى، أو ما شابه ذلك.
  - 5- أن يكون بالإمكان الحصول على التواريخ الهامة التي يمكن اعتبارها كتاريخ فعلي لنشر القوائم المالية.
- واختيرت السنوات 2000 و 2001 و 2002 لأغراض هذه الدراسة ويرجع السبب في اختيار هذه السنوات لأنه جرى تقسيم السوق إلى سوق أول وثان وثالث اعتباراً من بداية سنة 2000، كما ان القوائم المالية تنشر عادة بالسنة التالية لسنتها المالية فقوائم سنة 2000 نشرت بسنة 2001 وقوائم سنة 2001 نشرت بسنة 2002 وقوائم سنة 2002 نشرت بسنة 2003. ويصل عدد الشركات المدرجة في السوق الأول إلى 77 شركة حسب دليل الشركات بالبورصة، لسنة 2003.

ويقوم نموذج السوق على أساس تقدير معالم نموذج الانحدار التالي:

$$(3) \quad (R_{jt}) = b_1 + b_2 RM_t + U_{jt}$$

حيث:

$(R_{jt})$  = عائد السهم للشركة ز، واليوم t .

$b_1, b_2$  = معاملات مقدرة لنموذج الانحدار.

$RM_t$  = عائد السوق في اليوم t (يقاس من خلال النمو في

المؤشر المرجح لاسعار الاسهم).

$U_{jt}$  = متغير عشوائي يعبر عن العائد غير العادي.

وعلى هذا الأساس يتم حساب العائد غير العادي بالفرق

بين العائد الفعلي والعائد المتوقع

$$(4) \quad U_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt})$$

ويتم تجميع العائد غير العادي لكل يوم من أيام فترة

الاختبار ولكل شركة على النحو التالي:

$$(5) \quad CAR_{jt} = \sum_{j=-15}^t U_{jt} \dots \dots -15 \leq t \leq +15$$

حيث:

$CAR_{jt}$  = العائد غير العادي المجمع لسهم الشركة ز في

اليوم t.

وبعد تحديد العائد غير العادي المجمع لكل شركة من

شركات العينة بشكل يومي خلال فترة الاختبار (-

15، .....، +15)، يتم تحديد متوسط العائد غير العادي

$$\text{المجمع} (CAAR_{jt} = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n CAR_{jt}) \text{ لكل يوم من أيام هذه الفترة}$$

ليتسنى تمثيل هذا المتوسط بالرسم البياني، كما سيجري اختبار

العوائد غير العادية المجمعة لكل يوم من أيام فترة الاختبار

بواسطة الاختبار الإحصائي One Sample T-test.

### ثانياً: المتغيرات المرتبطة بقياس الحجم

يمكن قياس حجم التداول وفقاً للمعادلة الآتية التي سبق

استخدامها من قبل كل من Beaver (1968) و Bamber (1986)

و Lobo and Tung (1992)

$$(6) \quad VOL_{jt} \times 100 = \frac{ST_{jt}}{SO_{jt}}$$

حيث:

$VOL_{jt}$  = حجم التداول للشركة ز في اليوم t.

$ST_{jt}$  = عدد اسهم الشركة ز المتداولة في اليوم t.

$SO_{jt}$  = عدد الاسهم المصدرة والمكتتب فيها للشركة ز في

اليوم t.

ويتم قياس الحجم غير العادي بنفس الطريقة السابقة التي

يقاس بها العائد غير العادي حسب الخطوات الآتية:

$$(7) \quad E(VOL)_{jt} = g_1 + g_2 VM_t + Av_{jt}$$

$E(VOL)_{jt}$  = الحجم المتوقع لتداول اسهم الشركة ز، واليوم t.

$g_1, g_2$  = معاملات مقدرة لنموذج الانحدار.

$VM_t$  = حجم التداول بالسوق ككل خلال اليوم t.

$Av_{jt}$  = المتغير العشوائي.

ويتم حساب حجم التداول غير العادي بإيجاد الفرق بين

الحجم المتوقع والحجم الفعلي لكل يوم خلال فترة الاختبار.

$$(8) \quad Av_{jt} = VOL_{jt} - E(VOL_{jt})$$

وبنفس الطريقة التي سبقت الإشارة إليها في قياس متغيرات

العوائد يتم احتساب واختبار الحجم غير العادي.

الجدول رقم (1)  
متوسط العوائد غير العادية المجمعّة خلال الفترة المحيطة بتاريخ الاعلان عن القوائم المالية السنوية

DATE	CAARs	Sig
-15	0.0007915	0.584
-14	0.0001575	0.972
-13	0.0005531	0.877
-12	0.0018444	0.995
-11	0.0017138	0.982
-10	-0.0005840	0.482
-9	0.0010674	0.818
-8	0.0011921	0.836
-7	-0.0007153	0.528
-6	-0.0010014	0.455
-5	-0.0002732	0.540
-4	-0.0004866	0.564
-3	-0.0029321	0.329
-2	-0.0083668	0.220
-1	-0.0111819	0.279
0	-0.0020662	0.329
1	-0.0003922	0.420
2	0.0009064	0.585
3	-0.0010325	0.304
4	0.0030936	0.612
5	0.0014935	0.413
6	0.0003989	0.696
7	0.0075594	0.496
8	0.0098144	0.756
9	0.0092567	0.636
10	0.0098805	0.681
11	0.0074036	0.478
12	0.0041536	0.288
13	0.0050873	0.304
14	0.0033559	0.252
15	0.0014496	0.157

• معنوي عند مستوى 5%.

CAARs = متوسط العوائد المجمعّة غيرالعادي.

104 تقارير مالية سنوية لعينة مكونة من 42 شركة مساهمة عامة في الفترة المحيطة بالإفصاح خلال السنوات 2000 الى 2002.

$$CAAR_{jt} = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n CAR_{jt}$$

### ثالثاً: قياس المتغيرات لاختبار تأثير توقيت إصدار التقارير المالية

تم تجميع شركات العينة في مجموعات حسب الشهر الذي أصدرت فيه الشركة تقاريرها. وبإجراء الاختبارات السابقة على كل مجموعة واختبار العوائد غير العادية المجمعة والحجم غير العادي المجمع لكل يوم من أيام فترة الاختبار لكل مجموعة من الشركات على حدة، تم اختبار الفرضيتين الثالثة والرابعة.

لتجنب تشويه النتائج، ولتحقيق أهداف هذه الدراسة، فإنه يجب التحوط لأي إفصاح يتم قبل الإعلان عن القوائم المالية السنوية، ويحمل أية معلومات لها علاقة بها. وقد نصت تعليمات الإفصاح لسنة 2004 الصادرة عن مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية في المادة 5 بأنه "على الشركة التصريح عن نتائج أعمالها الأولية بعد قيام مدقق حساباتها بإجراء عملية المراجعة الأولية لها، وذلك خلال خمسة وأربعين يوماً من انتهاء سنتها المالية كحد أقصى وتزويد الهيئة بنسخ عنها". إن هذه البيانات الأولية وإن كانت لا تحمل اعتماداً لمدقق الحسابات على رأيه الفني عن القوائم المالية، فإنها تمثل إفصاحاً مبدئياً من الشركة عن نتائج أعمالها قد يكون له أثر كبير على سلوك المتعاملين في السوق حيال أسهم هذه الشركات الأمر الذي يؤثر على استجابة السوق الى المعلومات النهائية المدققة. لذا سيتم إجراء نفس الاختبارات السابقة على تاريخ استلام الهيئة لهذه البيانات ومقارنة النتائج مع تاريخ الإفصاح عن التقارير السنوية النهائية.

### 5- نتائج الدراسة

تبين الجداول أهم النتائج، وفقاً لتسلسل فرضيات الدراسة. ومن ثم ننتقل إلى عرض أثر الإعلان عن التقارير المالية المبدئية، التي يتم تزويد الهيئة بها من قبل الشركات خلال خمسة وأربعين يوماً من انتهاء السنة المالية، ولا يشترط تدقيق هذه البيانات من طرف المدقق الخارجي للشركة.

### نتائج دراسة الفرضية الأولى: إعلان القوائم المالية وأثره على عوائد الأسهم

تبين الفرضية الأولى مدى تأثير عوائد الأسهم في الفترة المحيطة بالإعلان عن التقارير المالية. يوضح الجدول رقم (1) متوسط العائد المجمع (CAARs) للعوائد خلال فترة الاختبار التي تمتد من اليوم -15 إلى اليوم +15 لكامل العينة. ويلاحظ من الجدول وإجراء اختبار (t) للعينة الواحدة (One Sample)، أنه لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية، عند مستوى 5%، في كافة أيام الفترة المحيطة بتاريخ الإعلان عن التقارير المالية السنوية. وبذلك لا تتأثر أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان، عند الإفصاح عن التقارير المالية السنوية.

وقد يرجع ذلك إلى أن ضم العينة في مجموعة واحدة، ربما أدى إلى إلغاء الأثر الناتج عن مجموعة الشركات التي تحمل تقاريرها المالية أخباراً جيدة للسوق بواسطة مجموعة الشركات الأخرى التي تحمل تقاريرها المالية أخباراً سيئة. ولحد من تلك المشكلة قمنا بتقسيم العينة إلى مجموعتين، تضم المجموعة الأولى الشركات التي حققت أرباحاً أقل من المتوقع باعتبارها تحمل أخباراً سيئة والأخرى تضم الشركات التي حققت أرباحاً أعلى من المتوسط ويفترض أنها تحمل أخباراً جيدة للسوق.

يوضح الجدول رقم (2) متوسط العوائد المجمعة خلال الفترة المحيطة بتاريخ الإفصاح عن القوائم المالية لكل مجموعة من العينة على حدة حيث تم تقسيم العينة إلى مجموعتين. شملت المجموعة الأولى الشركات التي كانت أرباحها المتوقعة أقل من الفعلية، أي أنها حققت أرباحاً غير متوقعة موجبة، بينما شملت المجموعة الثانية الشركات التي حققت أرباحاً غير متوقعة سالبة، بمعنى أن أرباحها المتوقعة أعلى من الفعلية. ومن الجدول رقم (2) يتضح أنه لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية، عند مستوى 5%، بإجراء اختبار t في كافة أيام الفترة المحيطة بتاريخ الإفصاح، وهذا يقودنا إلى رفض الفرضيتين المتفرعتين عن الفرضية الأولى. إن عدم وجود تأثير معنوي ذي دلالة إحصائية عند مستوى 5%، يرجع - حسب رأي الباحثين - إلى القيود المفروضة على السعر التي تمنع حركته بحرية تامة.

## الجدول رقم (2)

متوسط العوائد غير العادية المجمعّة خلال الفترة المحيطة بتاريخ الاعلان عن القوائم المالية لمجموعتي الدراسة \*\*

التاريخ	المجموعة الأولى	Sig.	المجموعة الثانية	Sig.
-15	-0.0001714	0.918	0.0015551	0.490
-14	0.0001575	0.718	0.0009303	0.793
-13	0.0005531	0.765	-0.0014520	0.753
-12	0.0018444	0.575	-0.0013323	0.794
-11	0.0017138	0.418	-0.0022894	0.667
-10	-0.0005840	0.393	-0.0076870	0.162
-9	0.0010674	0.503	-0.0039184	0.509
-8	0.0011921	0.145	-0.0066734	0.339
-7	-0.0007153	0.463	-0.0079654	0.271
-6	-0.0010014	0.838	-0.0070580	0.331
-5	-0.0002732	0.994	-0.0051656	0.495
-4	-0.0004866	0.789	-0.0040664	0.612
-3	-0.0029321	0.525	-0.0064507	0.439
-2	-0.0083668	0.366	-0.0071566	0.378
-1	-0.0111819	0.435	-0.0062006	0.433
0	-0.0020662	0.396	-0.0052066	0.525
1	-0.0003922	0.471	-0.0042875	0.612
2	0.0009064	0.705	-0.0034623	0.685
3	-0.0010325	0.641	-0.0077207	0.359
4	0.0030936	0.872	-0.0061810	0.466
5	0.0014935	0.834	-0.0093204	0.268
6	0.0003989	0.610	-0.0070681	0.446
7	0.0075594	0.988	-0.0071764	0.437
8	0.0098144	0.733	-0.0055601	0.572
9	0.0092567	0.872	-0.0067169	0.504
10	0.0098805	0.814	-0.0067385	0.524
11	0.0074036	0.946	-0.0097745	0.381
12	0.0041536	0.755	-0.0124499	0.282
13	0.0050873	0.785	-0.0127748	0.283
14	0.0033559	0.650	-0.0135176	0.276
15	0.0014496	0.424	-0.0147656	0.246

• معنوي عند مستوى 5%.

\*\* المجموعة الأولى = متوسط العوائد غير العادية المجمعّة للشركات التي لها تغيير غير متوقع موجب في الأرباح.

المجموعة الثانية = متوسط العوائد غير العادية المجمعّة للشركات التي لها تغيير غير متوقع سالب في الأرباح.

CAARs = متوسط العوائد المجمعّة غير العادي.

104 تقارير مالية سنوية لعينة مكونة من 42 شركة مساهمة عامة في الفترة المحيطة بالإفصاح خلال السنوات 2000 الى 2002.

$$CAAR_{jt} = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n CAR_{jt}$$

الجدول رقم (3)  
متوسط الحجم غير العادي المجمع خلال الفترة المحيطة بتاريخ الاعلان عن القوائم المالية

DATE	CAVs	Sig
-15	-0.0163491	0.158
-14	-0.0506572	0.059
-13	-0.0628667	0.112
-12	-0.0179929	0.804
-11	-0.0245606	0.782
-10	-0.0133573	0.899
-9	0.0120099	0.920
-8	0.0420405	0.754
-7	0.0788376	0.595
-6	0.0775344	0.621
-5	0.0856761	0.620
-4	0.0760529	0.678
-3	0.0971591	0.614
-2	0.1091803	0.599
-1	0.0941714	0.655
0	0.0930316	0.679
1	0.1589451	0.588
2	0.6682160 *	0.026
3	0.7081520 *	0.032
4	0.2879840	0.374
5	0.2698891	0.409
6	0.2629620	0.429
7	0.2701969	0.429
8	0.3084672	0.373
9	0.3111786	0.376
10	0.3856098	0.267
11	0.4048363	0.249
12	0.4182955	0.240
13	0.4775646	0.253
14	0.5409089	0.217
15	0.6167371	0.179

• معنوي عند مستوى 5%.

CAVs = متوسط الحجم غير العادي المجمع.

104 تقارير مالية سنوية لعينة مكونة من 42 شركة مساهمة عامة في الفترة المحيطة بالإفصاح خلال السنوات 2000 الى

2002.

$$CAV_{jt} = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n AV_{jt}$$

## نتائج دراسة الفرضية الثانية: الأثر على حجم التداول

ان وجود قيود على السعر، بحسب تعليمات التداول ربما يكون السبب الأهم الذي أدى الى عدم تأثر السعر بشكل معنوي. وهذا الأمر منطقي، فتحديد السعر بنسبة معينة من السعر السابق، وعدم السماح للأسعار بالتحرك بحرية، ينعكس على العوائد غير العادية ويؤدي الى عدم بروز تذبذبها وتغيراتها بشكل كبير. وربما لو لم تكن هناك قيود مفروضة على تحرك الأسعار لكانت نتيجة هذا التغير في العوائد غير العادية المجمعة أكبر من ذلك، وأنتج التحليل الإحصائي أيضاً نتائج مشابهة. وللتغلب على مشكلة القيود المفروضة على السعر فإنه سيتم لاحقاً بحث الأثر على حجم التداول، الذي يتحرر من هذه القيود ولا توجد أية قيود مفروضة عليه.

يوضح الجدول رقم (3) أن هناك تأثيراً معنوياً ذا دلالة إحصائية باختبار t للعينات الواحدة، لمتوسط حجم التداول غير العادي المجمع باليومين 2 و3، بعد الإعلان عن القوائم المالية؛ بمعنى ان حجم التداول يزداد عند الإفصاح عن القوائم المالية السنوية. والسؤال: لماذا يظهر هذا التأثير باليومين 2، 3 دون غيرهما؟

لقد بينا عند الحديث عن كيفية الإفصاح عن المعلومات المالية بالشركات المساهمة العامة الأردنية، ان تلك الشركات تقوم بتحويل تقاريرها المالية السنوية الى دائرة الإفصاح بهيئة الأوراق المالية، التي تقوم بدورها بتحويل هذه التقارير الى بورصة عمان، التي بدورها تعمم هذه البيانات على شركات الخدمات المالية في نفس اليوم أو اليوم الذي يليه. ويعتقد الباحثان أن شركات الوساطة المالية تستغرق بعض الوقت لكي تعلن الى زبائنها هذه المعلومات، فإذا وصلت المعلومات الى شركات الوساطة المالية في نهاية اليوم 1 اي اليوم التالي لتاريخ الإفصاح، فمن الطبيعي ان تصل هذه المعلومات الى المتداولين بالأسهم وتتحرك عمليات البيع والشراء في اليومين الثاني والثالث.

وفي هذا المقام، يقترح الباحثان إنشاء جريدة يومية تصدرها دائرة الإفصاح بهيئة الأوراق المالية، بحيث تتمكن كافة الشركات المدرجة بالبورصة من الإعلان عن أخبارها الهامة، وأرباحها المحققة، وتوقعاتها عن الفترات القادمة، أو الإعلان

عن ذلك في الموقع الإلكتروني لسوق الأوراق المالية. إن ذلك يمكن المستثمرين، والمتعاملين بالسوق من الحصول الفوري على المعلومات، ويدعم الشفافية، ويوفر مرجعاً مهماً للباحثين والدارسين.

## نتائج دراسة الفرضية الثالثة: أثر توقيت الإعلان عن التقارير المالية على أسعار الأسهم وحجم التداول

يعتبر هذا الجانب هو الجانب الأهم في هذه الدراسة، ولكن كان من الضروري تقديم الجزأين السابقين، لمعرفة أولاً: تأثر السوق المالي بصفة عامة عند الإفصاح عن التقارير المالية السنوية. وهذا الجزء من الدراسة يبحث فيما اذا كان للوقتية دور هام في التأثير على السوق. ومن خلال الأساس النظري للدراسة فقد بينا أهمية الوقتية كإحدى الخصائص الأساسية للمعلومات الجيدة. وبناء على ذلك، فقد افترضت الدراسة أن الشركات التي تفصح مبكراً، يكون لها تأثير أكبر على السوق المالي، سواء من ناحية التغير في أسعار أسهمها، أو زيادة حجم تداول تلك الأسهم.

ولغرض اختبار الفرضية الثالثة والفرضية الرابعة، فقد قسمت العينة الى ثلاث مجموعات، تضم الأولى الشركات التي أفصحت عن تقاريرها المالية السنوية خلال شهرين من انتهاء السنة المالية. وتشمل المجموعة الثانية الشركات التي أفصحت عن تقاريرها المالية السنوية خلال الفترة من شهرين إلى أربعة أشهر، بينما تتضمن المجموعة الثالثة الشركات التي تأخرت في الإفصاح عن تقاريرها المالية الى فترة تزيد على الاربعة أشهر.

وبإجراء اختبار t للعينات الواحدة لمتوسط العوائد غير العادية المجمعة للمجموعات الثلاث بهدف اختبار الفرضية الثالثة، اتضح - كما في الجدول رقم (4) - انه لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، لكافة المجموعات وفي كل أيام الفترة المحيطة بتاريخ إعلان القوائم المالية. ان ذلك يدفعنا الى استنتاج انه لا يزداد الأثر على أسعار وعوائد الأسهم، كلما اقترب تاريخ نشر التقارير المالية من تاريخ هذه التقارير.

هذه النتيجة من الممكن ارجاعها الى مسألة وجود قيود تمنع تحرك السعر، بحرية تامة؛ فبنفس المنطق الذي تمت به

## الجدول رقم (4)

متوسط العوائد غير العادية المجمعّة خلال الفترة المحيطة بتاريخ الاعلان عن التقارير المالية حسب تاريخ الإفصاح

DATE	المجموعة الأولى	Sig.	المجموعة الثانية	Sig.	المجموعة الثالثة	Sig.
-15	0.0076636	0.367	0.0001877	0.895	-0.0013081	0.948
-14	0.0126588	0.353	-0.0004989	0.809	-0.0069833	0.365
-13	0.0232928	0.180	-0.0015123	0.505	-0.0139214	0.200
-12	0.0233706	0.206	-0.0004287	0.869	-0.0169668	0.159
-11	0.0337081	0.095	-0.0019467	0.486	-0.0159312	0.192
-10	0.0330112	0.109	-0.0050025	0.108	-0.0177425	0.197
-9	0.0313650	0.130	-0.0022539	0.517	-0.0197164	0.137
-8	0.0360800	0.113	-0.0014974	0.705	-0.0285212	0.801
-7	0.0320536	0.140	-0.0019365	0.626	-0.0381857	0.284
-6	0.0303266	0.191	-0.0030804	0.480	-0.0344129	0.377
-5	0.0330762	0.181	-0.0034586	0.446	-0.0298760	0.645
-4	0.0344074	0.178	-0.0046498	0.346	-0.0236223	0.124
-3	0.0378539	0.143	-0.0067661	0.165	-0.0303000	0.582
-2	0.0363933	0.156	-0.0089453	0.086	-0.0270487	0.236
-1	0.0348581	0.186	-0.0078353	0.120	-0.0255132	0.227
0	0.0357871	0.163	-0.0070036	0.175	-0.0277317	0.597
1	0.0365084	0.174	-0.0058227	0.281	-0.0300969	0.799
2	0.0366995	0.188	-0.0047243	0.400	-0.0260535	0.850
3	0.0293067	0.306	-0.0073213	0.202	-0.0259842	0.372
4	0.0303102	0.257	-0.0039472	0.517	-0.0246627	0.105
5	0.0296649	0.232	-0.0056230	0.346	-0.0269913	0.623
6	0.0393621	0.196	-0.0037953	0.538	-0.0287419	0.452
7	0.0371502	0.223	-0.0071293	0.244	-0.0199389	0.174
8	0.0422462	0.206	-0.0062009	0.349	-0.0134323	0.319
9	0.0472893	0.155	-0.0071533	0.311	-0.0212130	0.119
10	0.0354165	0.295	-0.0053370	0.476	-0.0200615	0.196
11	0.0355134	0.299	-0.0071488	0.359	-0.0275639	0.470
12	0.0349128	0.311	-0.0096240	0.271	-0.0374949	0.659
13	0.0301176	0.372	-0.0090940	0.325	-0.0374814	0.412
14	0.0347625	0.305	-0.0109629	0.260	-0.0417864	0.313
15	0.0331397	0.326	-0.0134181	0.188	-0.0469462	0.750

المجموعة الأولى= متوسط العوائد المجمعّة للشركات التي أفصحت عن تقاريرها السنوية خلال شهرين من انتهاء السنة المالية.  
المجموعة الثانية= متوسط العوائد المجمعّة للشركات التي أفصحت عن تقاريرها السنوية في الفترة من شهرين الى أربعة أشهر من انتهاء السنة المالية.

المجموعة الثالثة= متوسط العوائد المجمعّة للشركات التي أفصحت عن تقاريرها السنوية بعد مضي أكثر من أربعة أشهر من انتهاء السنة المالية.  
بإجراء اختبار t للعينة الواحدة، \* معنوي عند مستوى 5%.

104 تقارير مالية سنوية لعينة مكونة من 42 شركة مساهمة عامة في الفترة المحيطة بالإفصاح خلال السنوات 2000 الى 2002.

$$CAAR_{jt} = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n CAR_{jt}$$



الجدول رقم (5)  
مقارنة متوسطات حجم التداول حسب تاريخ الإفصاح

DATE	المجموعة الاولى	Sig.	المجموعة الثانية	Sig.	المجموعة الثالثة	Sig.
-15	0.055097	0.288	-0.025513	0.051	-0.020413	0.229
-14	0.138398	0.450	-0.077676	* 0.001	-0.044352	0.288
-13	0.257194	0.395	-0.104582	* 0.001	-0.076977	0.202
-12	0.506402	0.351	-0.075497	0.204	-0.107841	0.201
-11	0.573697	0.401	-0.085299	0.228	-0.157001	0.147
-10	0.691199	0.410	-0.077298	0.329	-0.216042	0.122
-9	0.611858	0.518	-0.028431	0.758	-0.246689	0.147
-8	0.603834	0.569	0.013577	0.896	-0.258162	0.123
-7	0.580304	0.597	0.071476	0.574	-0.300180	0.099
-6	0.660326	0.565	0.065032	0.633	-0.338660	0.091
-5	0.661937	0.597	0.069840	0.648	-0.304479	0.083
-4	0.587555	0.661	0.069177	0.668	-0.314445	0.069
-3	0.583129	0.674	0.092719	0.593	-0.286722	0.085
-2	0.612606	0.666	0.107909	0.582	-0.308974	0.094
-1	0.543576	0.700	0.097385	0.631	-0.305868	0.131
0	0.523360	0.713	0.103361	0.645	-0.334657	0.111
1	1.184174	0.597	0.096350	0.694	-0.323354	0.140
2	1.295102*	0.047	0.815128	* 0.040	-0.416755	0.420
3	2.631657	0.252	0.548931	0.064	0.060398	0.887
4	1.129335	0.632	0.266683	0.355	-0.292846	0.268
5	1.040907	0.659	0.258831	0.378	-0.314462	0.267
6	0.933080	0.694	0.267075	0.376	-0.329374	0.264
7	0.912871	0.702	0.278422	0.378	-0.324222	0.284
8	0.915981	0.700	0.315369	0.333	-0.248058	0.432
9	0.769536	0.751	0.351384	0.287	-0.324077	0.328
10	0.768968	0.753	0.450078	0.159	-0.335495	0.318
11	0.766400	0.754	0.481131	0.139	-0.370607	0.298
12	0.720441	0.769	0.508521	0.127	-0.392601	0.283
13	1.434850	0.657	0.491507	0.152	-0.418248	0.275
14	1.299351	0.689	0.598932	0.114	-0.457913	0.254
15	1.202749	0.712	0.710587	0.090	-0.456655	0.272

المجموعة الاولى = متوسط حجم التداول غير العادي للشركات التي أفصحت عن تقاريرها المالية خلال شهرين من انتهاء السنة المالية.  
المجموعة الثانية = متوسط حجم التداول غير العادي للشركات التي أفصحت عن تقاريرها المالية خلال فترة من شهرين الى أربعة أشهر من انتهاء السنة المالية.  
المجموعة الثالثة = متوسط حجم التداول غير العادي للشركات التي أفصحت عن تقاريرها المالية بعد مضي أكثر من أربعة أشهر من انتهاء السنة المالية.  
بإجراء اختبار t للعينة الواحدة، \* معنوي عند مستوى 5%. 104 تقارير مالية سنوية لعينة مكونة من 42 شركة مساهمة عامة في الفترة المحيطة بالإفصاح خلال السنوات 2000 الى 2002.

$$CAV_{jt} = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n AV_{jt}$$

الجدول رقم (6)  
متوسط العوائد غير العادية المجمع في الفترة المحيطة بتاريخ نشر التقارير الأولية

DATE	كامل العينة	Sig.	المجموعة الأولى	Sig.	المجموعة الثانية	Sig.
-15	0.0011271	0.430	0.0017523	0.342	0.0006313	0.766
-14	-0.0010427	0.566	0.0002852	0.899	-0.0020959	0.446
-13	-0.0031589	0.158	-0.0006926	0.805	-0.0051149	0.129
-12	-0.0017753	0.514	0.0008876	0.807	-0.0038873	0.327
-11	0.0000780	0.980	0.0067259	0.103	-0.0051946	0.244
-10	0.0004939	0.885	0.0076447	0.065	-0.0051773	0.317
-9	0.0001584	0.967	0.0100716	0.055	-0.0077038	0.157
-8	-0.0020312	0.632	0.0070122	0.218	-0.0092035	0.132
-7	-0.0005535	0.904	0.0083013	0.161	-0.0075763	0.261
-6	-0.0020753	0.673	0.0061061	0.306	-0.0085640	0.250
-5	-0.0033915	0.520	0.0038007	0.524	-0.0090957	0.268
-4	-0.0030368	0.559	0.0024194	0.683	-0.0073641	0.363
-3	-0.0044825	0.436	0.0015067	0.796	-0.0092325	0.320
-2	-0.0046014	0.441	0.0021217	0.719	-0.0099334	0.305
-1	-0.0055156	0.349	-0.0013017	0.801	-0.0088576	0.366
0	-0.0052154	0.381	-0.0007018	0.898	-0.0087951	0.370
1	-0.0041809	0.472	-0.0018728	0.746	-0.0060114	0.523
2	-0.0061157	0.306	-0.0036180	0.577	-0.0080966	0.393
3	-0.0073675	0.231	-0.0020487	0.754	-0.0115859	0.237
4	-0.0093583	0.155	-0.0034200	0.633	-0.0140679	0.176
5	-0.0121155	0.121	-0.0074771	0.349	-0.0157943	0.129
6	-0.0130225	0.088	-0.0066745	0.389	-0.0180571	0.094
7	-0.0132315	0.264	-0.0058557	0.459	-0.0190813	0.164
8	-0.0141952	0.232	-0.0048557	0.566	-0.0216025	0.221
9	-0.0144531	0.078	-0.0045305	0.624	-0.0223228	0.192
10	-0.0165603	0.082	-0.0069418	0.465	-0.0241888	0.154
11	-0.0187711	0.281	-0.0097908	0.329	-0.0258934	0.683
12	-0.0188596	0.407	-0.0125139	0.256	-0.0238924	0.127
13	-0.0191809	0.104	-0.0151973	0.191	-0.0223403	0.183
14	-0.0184020	0.080	-0.0132029	0.258	-0.0225255	0.249
15	-0.0190592	0.375	-0.0149495	0.200	-0.0223185	0.220

المجموعة 1 = متوسط العوائد غير العادية المجمع للشركات التي لها أرباح غير متوقعة موجبة.  
المجموعة 2 = متوسط العوائد غير العادية المجمع للشركات التي لها أرباح غير عادية سالبة.  
بإجراء اختبار t للعينة الواحدة، \* معنوي عند مستوى 5%.

104 تقارير مالية سنوية لعينة مكونة من 42 شركة مساهمة عامة في الفترة المحيطة بالإفصاح خلال السنوات 2000 إلى 2002.

$$CAAR_{jt} = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n CAR_{jt}$$

## الجدول رقم (7)

متوسط حجم التداول غير العادي خلال الفترة المحيطة بتاريخ نشر التقارير المالية الأولية

DATE	CAVs	Sig.
-15	0.0105835	0.685
-14	0.0128595	0.761
-13	0.0384891	0.573
-12	0.0212231	0.781
-11	0.0498263	0.609
-10	0.0474107	0.649
-9	-0.0007576	0.995
-8	-0.0028848	0.980
-7	0.0124468	0.919
-6	0.0480225	0.726
-5	0.0643105	0.665
-4	0.0210312	0.892
-3	0.0269672	0.873
-2	0.0355437	0.843
-1	0.0767869	0.689
0	0.1143550	0.590
1	0.1365990	0.546
2	0.1159598	0.627
3	0.1117566	0.649
4	0.0976688	0.700
5	0.0553874	0.834
6	0.0310789	0.910
7	0.0120047	0.966
8	0.0071680	0.980
9	0.0131112	0.965
10	0.0064465	0.983
11	0.0505169	0.869
12	0.1140223	0.751
13	0.0985404	0.790
14	0.0780211	0.834
15	0.0621034	0.870

بإجراء اختبار t للعينة الواحدة، \* معنوي عند مستوى 5%. 104 تقارير مالية سنوية لعينة مكونة من 42 شركة مساهمة عامة في الفترة المحيطة

$$CAV_{jt} = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n AV_{jt} \text{ . خلال السنوات 2000 إلى 2002 .}$$

بالسوق الأردني، يولي اهتماماً أكبر بالمعلومات المتصفاة بالوقتية، أو بمعنى آخر فإن المعلومات التي تصل الى السوق مبكراً، لها قدرة أكبر في التأثير على متخذي القرارات.

### نتائج دراسة الفرضية الرابعة: اختبار اثر إعلان البيانات الأولية على أسعار الأسهم وحجم التداول

تأولت الاختبارات السابقة أثر نشر التقارير المالية السنوية المدققة على كل من عوائد الأسهم وحجم التداول، غير ان الباحث في هذا الموضوع في بورصة عمان لابد له من التنبه إلى أن تأثيرات أخرى من شأنها ان تؤثر على نتائج الدراسة، ولعل من أهم المؤثرات التي قد يكون لها أثر على نتائج البحث هي افصاح الشركات المساهمة العامة عن نتائج أعمالها خلال 45 يوماً من انتهاء السنة المالية، وذلك بموجب تعليمات الإفصاح الصادرة عن مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية. وقد قام الباحث بفحص عينة من تقارير البيانات الأولية المعدة من قبل الشركات والمتوفرة بمكتبة الهيئة، ولاحظ عدم وجود إمضاء المدقق على تلك النماذج، بالرغم من اشتراط التعليمات قيام مدقق حسابات الشركة بإجراء مراجعة أولية لها، وهذا يدل على عدم تدقيق البيانات الأولية، المفصح عنها، مما يقلل بطبيعة الحال من عنصر الموثوقية فيها. كما ان المعلومات الواردة بنموذج البيانات الأولية قد تختلف عن المعلومات النهائية الصادرة بالتقارير المالية.

ويظهر الجدولان (6) و(7) أثر الإعلان عن هذه التقارير على كل من عوائد الأسهم وحجم التداول، حيث يظهر الجدول رقم (6) متوسط العوائد غير العادية المجمعة لكامل العينة، ولجزأياها بعد تقسيمها على أساس التغيير في الأرباح غير المتوقعة، الى مجموعتين، تضم المجموعة الأولى متوسط العائد غير العادي المجمع للشركات التي حققت تغيراً موجباً في الأرباح غير المتوقعة، والمجموعة الثانية تضم الشركات التي حققت تغيراً سالباً في الأرباح غير المتوقعة. ويلاحظ من هذه الجداول، انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية على العوائد غير العادية لكافة أيام الفترة المحيطة بتاريخ الإعلان، سواء على عوائد الأسهم، أو على حجم التداول.

### 6- ملخص النتائج

من الجداول يتضح ان سوق عمان للاوراق المالية يتأثر

مناقشة نتائج اختبار الفرضية الأولى يمكن القول هنا ان وجود قيود تحدد السعر بنسبة معينة من السعر السابق، قد لا تسمح بظهور آثار واضحة، او ذات دلالة احصائية، على متوسط العائد المجمع غير العادي. هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى، فإن الاعلان عن البيانات السنوية الأولية، قد يكون له أثر آخر على اهتمام المتداولين بالبورصة بالمعلومات الواردة بالتقارير السنوية النهائية.

ويمكن أن يفسر ذلك أيضا بأن المتعاملين على عكس المجموعة الأولى لا يهتمون كثيراً بأسهم الشركات المتأخرة في الإفصاح عن تقاريرها المالية، مما يؤدي الى انخفاض أسعار أسهمها وظهور متوسط العوائد غير العادية المجمعة بقيم سالبة. وقد يكون تفسير المستثمرين للتأخير على أنه عدم كفاءة إدارة الشركة، او ان الشركة تتعمد تأخير تقاريرها المالية، لإخفاء بعض الحقائق المهمة عن السوق. وهذه النتائج التي ظهرت هنا تفتح الباب أمام دراسات مستقبلية للبحث في أسباب التأخير في القوائم المالية وربط ذلك بأساليب الاختلاق في المحاسبة أو ما يعرف بـ Creative Accounting ومدى قيام بعض الشركات المساهمة العامة الأردنية بها.

وبإجراء نفس الخطوات السابقة التي تمت لاختبار الفرضية الثالثة، تم اختبار الفرضية الرابعة، التي تنص على ان تأثر حجم التداول يكون أكبر كلما أفصحت الشركات مبكراً عن تقاريرها المالية السنوية. فقد قسمت العينة حسب تواريخ الإفصاح إلى ثلاث مجموعات، وتم إجراء اختبار t للعينة الواحدة على قيم الحجم غير العادي المجمع لكل مجموعة، وفي كل يوم من أيام الفترة المحيطة بتاريخ الإفصاح. ويتضح من الجدول رقم (5) ان هناك تأثيراً معنوياً ذا دلالة احصائية، عند مستوى 5%، للتغير في حجم التداول، باليوم الثاني، بعد الإفصاح عن التقارير المالية السنوية، بالمجموعتين الأولى والثانية، وهذا يدل على زيادة حجم التداول، عند الإفصاح عن التقارير المالية السنوية لهاتين المجموعتين، بينما لا يظهر اي تأثير معنوي ذو دلالة احصائية في كافة الأيام للمجموعة الثالثة التي تأخرت في إصدار تقاريرها المالية السنوية لمدة تزيد عن ثلاثة أشهر، هذا ما يؤكد صحة الفرضية الرابعة؛ بمعنى ان هذا يثبت أن حجم التداول يزيد كلما أفصحت الشركات عن تقاريرها المالية مبكراً. لذلك فان المستثمر

القوائم المالية السنوية مما يدل على وجود محتوى معلوماتي بهذه التقارير ينعكس على زيادة حجم التداول، مما يؤكد قبول الفرضية الثانية، وعدم قبول الفرضية الأولى بفرعيها.

كان التحليل السابق ضرورياً للانتقال الى الحديث عن أثر التوقيت في التقارير المالية، على العوائد وحجم التداول، فقبل ان يتم الحديث عن أثر هذا التوقيت، كان لابد أولاً من إثبات ما اذا كان هناك أثر من عدمه. ولما ثبت وجود أثر على حجم التداول، ناتج عن اعلان التقارير المالية، فالسؤال الآن هو: هل يختلف هذا الأثر اذا افصحت الشركات عن تقاريرها مبكراً عما إذا تأخرت في إصدار تلك التقارير؟

بينت النتائج ايضاً أن مجموعة الشركات التي أفصحت عن تقاريرها خلال شهرين من انتهاء سنتها المالية، تأثر كل من عوائد أسهمها وحجم التداول لديها أكثر من الشركات التي تأخرت أكثر من شهرين وأفصحت خلال الفترة من شهرين إلى أربعة أشهر، وهذه بدورها تأثرت عوائد أسهمها وحجم تداول أسهمها بدرجة أكبر من المجموعة الثالثة التي تأخرت لفترة تزيد عن أربعة أشهر، وهذا أمر منطقي؛ فالمعلومات المحاسبية التي تأتي سريعة، تعكس واقع الشركة المالي، أما إذا تأخرت المعلومات المحاسبية، فقد تقع أحداث جوهرية تؤثر في واقع الشركة. ولزيادة التوضيح، اذا افصحت احدى الشركات عن تقاريرها المالية في شهر 6 وحققت أرباحاً بقيمة معينة، فان هذه الأرباح لا تعبر عن حقيقة الشركة الآن؛ اذا ان فترة ستة أشهر ليست بالبسيطة فقد تكون حدثت بها أحداث أخرى أثرت على مركزها المالي، بخلاف ما اذا اتى هذا الاعلان خلال فترة قصيرة من انتهاء السنة المالية. هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فان الاسراع في اصدار التقارير المالية، قد يعطي مؤشراً للسوق عن كفاءة الإدارة، وحرصها على توفير المعلومات لمستثمريها في الوقت المناسب.

#### 7- التوصيات

بحثت الدراسة في كيفية الإفصاح عن المعلومات المالية والأخبار الهامة التي تمر بها الشركات، ولاحظت أن الباحث في هذا الموضوع يبذل جهداً كبيراً لتحديد متى تم الإعلان لأول مرة عن المعلومات المالية. ناهيك عن المعلومات الأخرى

بنشر التقارير المالية السنوية، وينعكس هذا الأثر على حجم التداول، بينما لا يبدو أن هناك أثراً ذا دلالة احصائية على عوائد الأسهم، عند الاعلان عن التقارير المالية السنوية، أو الاولى، فمن خلال النتائج المبينة في الجداول يعتقد الباحثان ان ذلك قد يرجع الى أحد أمرين:

- 1- إما أن تكون المعلومات المتضمنة بالتقارير المالية، ليست مفيدة للمستثمرين وبالتالي فإنهم لا يولونها أي اهتمام.
- 2- وإما أن يكون السوق غير كفء على المستوى شبه القوي.

وبفحص السبب الأول فإن الدراسات السابقة، على سبيل المثال: حداد (2001)، ونور والفضل (2003) دلت على وجود علاقة بين الأرقام المحاسبية المتضمنة بالتقارير المالية، وعوائد الاسهم في بورصة عمان، بالإضافة الى ان للأرقام المحاسبية قدرة على تفسير تلك العوائد على المدى الطويل. وهذا يعني ان التقارير المالية تحتوي على معلومات مفيدة للمستثمرين؛ فإذا لم تكن كذلك فانه لن يكون لها تأثير على السوق سواءً على المدى الطويل او فوراً، هذا ما يجعلنا نجزم بعدم صحة السبب الأول. أما بالنسبة الى السبب الثاني، وهو عدم كفاءة السوق على المستوى شبه القوي، وبالرجوع الى فرضيات كفاءة السوق، فإن السوق كفء على المستوى شبه القوي اذا استجابت الأسعار فوراً لكافة المعلومات العامة المتاحة، بما فيها المعلومات المحاسبية. فإذا لم تظهر هذه الاستجابة الفورية في الأسعار، فإن ذلك قد ينتج بسبب عدم توفر الفروض التي تقوم عليها كفاءة السوق، والتي من بينها عدم وجود أية قيود على الأسعار أو على تدفق المعلومات. غير أن بورصة عمان للاوراق المالية لا تتوفر فيها هذه الخاصية؛ فهناك قيد على الأسعار، يتمثل في عدم السماح للأسعار بالتحرك إلا بنسبة محددة من أسعار اليوم السابق. وهذا القيد على الأسعار ربما يكون سبباً في ظهور تغيرات غير معنوية في العوائد غير العادية. والدليل الذي يدعم هذه النتيجة هو ظهور التغير في حجم التداول غير العادي، بشكل معنوي إحصائياً خلال اليومين الثاني والثالث لتاريخ الإفصاح عن القوائم المالية. فعند التحرر من هذا القيد بواسطة دراسة الحجم، ظهر أن حجم التداول قد ازداد بشكل معنوي بعد الإفصاح عن

والمتعرف عليها، وفي ظل المعايير المحاسبية، ومدى وجود ذلك في التقارير المالية للشركات المساهمة العامة الأردنية، وإذا وجد، فهل يختلف مقدار الاختلاق ما بين الشركات التي تفصح مبكراً عنه في مثيلاتها التي تتأخر في الإفصاح عن تقاريرها المالية؟

- كما يمكن أن تتناول الدراسات المستقبلية الاختلاف في معايير الإفصاح وأثره على أسعار الأسهم وحجم التداول. فمثلاً عند الإعلان عن التقارير المالية، من المعروف أن البنوك تعد قوائمها المالية باتباع معيار خاص بها حسب ما نصت عليه معايير المحاسبة الدولية، وبذلك يمكن أن يقسم الباحث العينة إلى مجموعتين بحيث تضم إحدى المجموعتين فئة البنوك وتضم المجموعة الأخرى باقي الشركات وتقارن النتائج مع بعضها البعض.

- وأخيراً يوصي الباحثان بضرورة الاهتمام وتوجيه المشرعين إلى ضرورة إعادة النظر في الفترة القانونية للإفصاح وذلك بإلزام الشركات بإصدار تقاريرها مبكراً سعياً وراء خدمة المستثمرين بتوفير معلومات حديثة لهم.

التي تهم جمهور المتعاملين بالسوق، ولهذا توصي الدراسة بإصدار جريدة خاصة بالبورصة بحيث تلزم كافة الشركات المدرجة بالسوق، بالإعلان عن كافة الأخبار التي تهم المستثمرين، في هذه الجريدة. وفي ظل ثورة تكنولوجيا المعلومات، من الممكن أن تنشأ هذه الجريدة، كمجلة إلكترونية يتمكن المشتركون فيها من الاطلاع عليها، أينما كانوا، وحيثما شاءوا، وبذلك يتوفر مصدر واحد معروف للإلمام بالمعلومات التي تهم المتعاملين بالسوق، وتخدم حاجة الباحثين والدارسين. وتطرق هذه الدراسة إلى موضوعات مختلفة، وناقشت المواضيع التي تتصل مباشرة بعنوان الدراسة ومشكلتها. ومع ذلك فإنها تفتح الآفاق أمام دراسات مستقبلية متنوعة، تقترب منها في بعض الجوانب وتختلف في جوانب أخرى، ويقترح الباحثان الدراسات المستقبلية الآتية:

- العلاقة بين الاختلاق المحاسبي (Creative Accounting) وتأخير القوائم المالية، بحيث تتناول هذه الدراسة أساليب الاختلاق المختلفة التي يتبعها المحاسبون، لتحسين التقارير المالية المنشورة، وذلك باتباع الطرق المحاسبية المقبولة،

## 8 - المراجع

- الرقم (76) لسنة 2002.
- حداد، فايز، 2001، المحتوى المعلوماتي للحسابات الختامية: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن، *دراسات، العلوم الإدارية،* مج 18، ع1، ص125-150.
- عبد الله، عبد القادر، 1995، العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية، *مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الانسانية والاجتماعية،* مج 11، ع1، ص135-155.
- غرايبة، فوزي، وباسم الأزهرى، 1988، توقيت إصدار التقرير المالي السنوي في الشركات المساهمة العامة الأردنية، *دراسات،* مج15، ع2، ص 9-21.
- غرايبة، فوزي، وداود جعفر، 1988، مضمون الأرقام المحاسبية من المعلومات في الشركات المساهمة العامة الأردنية، *أبحاث اليرموك،* ص 201-233.
- غرايبة، فوزي ولينا هريش، 1989، أثر مضمون التقارير المالية السنوية من المعلومات على حجم التداول بأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية، *دراسات،* مج16، ع1، ص7-25.
- القانون المعدل لقانون الشركات لسنة 2002.
- القانون ذو الرقم 76 لسنة 2002 (قانون الأوراق المالية).
- نعيم دهمش، 1995، *القوائم المالية والمبادئ المحاسبية المتعارف*
- أبو نصار، محمد، ومنير لطفي، 1998، العوامل المؤثرة في تأخير إصدار القوائم المالية السنوية للشركات الأردنية، *دراسات، العلوم الإدارية،* مج 25، ع2، ص376-385.
- أبو نصار، محمد، وأمّون الدبعي، 2002، المضمون المعلوماتي للعناصر الرئيسية لقائمة الدخل، *دراسات،* مج 29، ع2.
- السعيدة، منصور، 1998، أثر الرأي المتحفظ لمدقق الحسابات الخارجي على سعر السهم وعائده السوقي، *مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الانسانية والاجتماعية،* مج14، ع1، ص163-191.
- السعيدة، منصور، 1996، مقدرة المعلومات المحاسبية المنشورة على تفسير القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية، *المنارة،* مج 1، ع3، ص153-184.
- تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق، الصادرة عن مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، بالاستناد لأحكام المادة (12) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.
- تعليمات التداول في بورصة عمان/ سوق الأوراق المالية.
- تعليمات الإدراج الصادرة بالاستناد لأحكام قانون الأوراق المالية ذي

- Kam, Vernon. 1990. *Accounting Theory*, 2<sup>nd</sup> Edition, John Wiley and Sons, New York, 516-522.
- Lipe, Robert. 1990. The Relation between Stock Returns and Accounting Earnings Alternative Information, *The Accounting Review*, 65 (1): 49-71.
- Lobo, J. Gerald, and Tung Samuel. 1997. Relation between Pre-disclosure Information Asymmetry and Trading Volume Reaction Around Quarterly Earnings Announcements, *Journal of Business Finance and Accounting*, 24 (6): 581-867.
- Mackinlay, A. Craig. 1997. Event Study in Economics and Finance, *Journal of Economic Literature*, 35 (1): 13-27.
- Morse, Dale. 1981. Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements: A Closer Examination, *Journal of Accounting Research*, 19 (2): 374-383.
- Ramnath, Sunaresh. 2002. Investor and Analyst Reaction to Earnings Announcements of Related Firms, An Empirical Analysis, *Journal of Accounting Research*, 40 (5).
- Scott, William R. 2003. *Financial Accounting Theory*, 3rd Edition, Prentice Hall Toronto, 138-145.
- Strong, N. 1992. Modeling Abnormal Return: A Review Article, *Journal of Business Finance and Accounting*, 19 (4).
- Whalen, J. Dennis and Collver, D. 2004. Charles Informed Trading Around Earnings Announcements: Another Look, *The Financial Review*, 39.
- Whittred, G.P. 1980. The Timeliness of the Australian Annual Report:1972-1977, *Journal of Accounting Research*, 18 (2): 623-628.
- Whittred, G. and Zimmer, I. 1984. Timeliness of Financial Reporting and Financial Distress, *Accounting Review*, LIX (2): 287-295.
- Wolk, I. Harry, Tearney G. Michael and Dodd, L. James. 2000. *Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach*, 5<sup>th</sup> Edition, South-Western College Publishing, 214.
- عليها والمقبولة قبولا عامًا، المكتب الاستشاري، عمان، الأردن. نور، عبد الناصر ومؤيد الفضل، 2003، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، *دراسات، العلوم الإدارية*، مج 30، ع 1، ص 183-196.
- Anwer S. Ahmed, Schneible A. Richard\* and Steven Doglase. 2003. An Empirical Analysis of Effects of Online Trading on Stock Price and Trading Volume Reaction to Earnings Announcements, *Contemporary Accounting Research*, 20 (3).
- Atiase, R. K. 1985. Predisclosure Information, Firm Capitalization and Security Price Behavior Around Earnings Announcements, *Journal of Accounting Research*, 23 (1): 21-36.
- Ball, R. and Brown P. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, Autumn, 159-177.
- Bamber, Linda Smith. 1986. The Information Content of Annual Earnings Releases: A Trading Approach, *Journal of Accounting Research*, 24 (1): 40-56.
- Beaver, W.H. The Information Content of Annual Earnings Announcements, *Journal of Accounting Research*, 6: 67-92.
- Beaver, William H. 1998. *Financial Reporting, an Accounting Revolution*, Prentice Hall, New Jersey, 3-4.
- Dyer, J. C. and McHugh, A.J. 1975. The Timeliness of the Australian Annual Report, *Journal of Accounting Research*, Autumn, 204-218.
- Haugen, Robert. 2001. *Modern Investment Theory*, 5<sup>th</sup> Edition, Prentice Hall.
- FASB. Qualitative Characteristics of Accounting Information, Statement of Financial Accounting Concepts (2); In *Summary of Principal Conclusions*.
- El-Kudah, Kamal, and Al-Mwalla. 1997. The Market Response to the Interim Financial Reports Publication, *Mu`tah Journal for Research and Studies*, 12 (4): 457-739.

**The Effect of Timing of Financial Statements Disclosure on  
Stock Prices and Trading Volume  
(An Empirical Study on Amman Stock Exchange)**

*Ritab S. Al-Khouri and Masoud M. Balqasem*

**ABSTRACT**

This paper examines the behavior of returns of firms listed in the Amman Stock Exchange (ASE), around the annual reports disclosure period. In addition, the paper examines the effect of timing of annual report announcements on securities' returns and volume of shares traded. Since the annual reports are expected to disseminate important information on internal operations of firms to the public, the disclosure of information through the annual reports, and the timing of these reports are considered important in the decision making process of investors. To reduce the effect of price limits set by the ASE, the paper examines the effect of annual reports disclosure on the volume of shares traded. The paper followed the event study methodology to examine the behavior of both the returns and volume of shares around the disclosure of 104 annual reports over the period 2000 to 2002. Results show a statistically significant and positive effect on the volume of shares traded during the second and third days following the annual reports' disclosure. Also, the results show a difference in volume response to the timing of annual report disclosure. Therefore, firms that disclosed their annual reports early to the market had a statistically significant and positive effect on volume, while firms that disclosed their annual reports later in the year have not affected the volume significantly.

The results, however, find no statistically significant effect of annual report disclosure on securities' returns. Also, the results show no significant effect of timing of annual report disclosure on security returns. The researchers expected that one reason behind not finding a significant effect on securities' return might be due to the limits set by the ASE on security prices which lead to semi strong market inefficiency with respect to reports disclosure.

*رتاب سالم الخوري*

أستاذ في قسم العلوم المالية والمصرفية/كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، دكتورة في المالية، جامعة وسكنسن، ماديسون، امريكا، 1989. الاهتمامات البحثية: الاستثمار، ادارة الشركات مالياً، الأسواق المالية، الادارة المالية الدولية.

*مسعود محمد بالقاسم*

قسم المحاسبة، كلية المحاسبة، جامعة الجبل الغربي، غريان، ليبيا.