دور المعلومات المنشورة في تفسير أسعار الأسهم

دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2012-2020)

The role of published information in explaining stock prices

An applied study of a sample of industrial companies listed on the Amman Stock Exchange during The period (2012-2020)

فاطمة بن شنة[1،*]

[1] كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير - جامعة قاصدي مرباح ورقلة – الجزائر.

Fatma Benchenna [1,*]

1 Faculty of Economics, Commercial Sciences and Management Sciences Kasdi Merbah University of Ouargla – Algeria

تاريخ الاستلام (Received): 2022/08/02 ؛ تاريخ المراجعة (Revised): 2022/09/17 ؛ تاريخ القبول (Accepted): 2022/10/29

ملخص: تهدف هذه الدراسة إلى اختبار مدى قدرة المعلومات المنشورة على تفسير أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، من خلال اختبار مجموعة من المؤشرات المالية والسوقية تمثلت في: ربحية السهم، العائد على الأموال الخاصة، العائد على الأصول، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، نصيب السهم من توزيعات أرباح، نسبة مضاعف سعر السهم ومعدل دوران السهم. واعتمدت الدراسة على عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2012-2020 ، وباستخدام نماذج بانل تشير أهم نتائج الدراسة التطبيقية إلى ما يلي: أن أكثر المتغيرات المالية المؤثرة على سعر السهم هي: ربحية السهم، العائد على الأموال الخاصة والعائد على الأصول؛ أما المتغيرات السوقية المؤثرة على سعر السهم هي: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ونصيب السهم من توزيعات أرباح. وأن المؤشرات المالية أكثر مقدرة على تفسير أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان وذلك بقدرة تفسيرية 79.23 % مقارنة بالمؤشرات السوقية والتي قدرت قدرتها التفسيرية 44.48 %.

الكلمات المفتاح : مؤشرات مالية، مؤشرات سوقية، أسعار الأسهم، نماذج بانل، بورصة عمان.

تصنيف JEL : C33، G11 ، G19

Abstract: This study aims to test the extent of the published information's ability to explain the stock prices of industrial companies listed on the Amman Stock Exchange, by testing a set of financial and market indicators represented in: earnings per share, return on equity, return on assets, price to book value ratio, dividends per share, price earnings ratio and share turnover ratio. The study was based on a sample of institutions listed on the Amman Stock Exchange during the period 2012-2020. Using the panel data models, the main results of the applied study indicate that the most financial variables affecting the stock price are: earnings per share, return on equity and return on assets; the market variables affecting the stock price are: price to book value ratio and dividends Per Share. And that financial indicators are more capable of explaining the stock prices of industrial companies listed on the Amman Stock Exchange, with an explanatory power of 79.23%, compared to market indices, whose explanatory power was estimated at 44.48%.

Keywords: financial indicators, market indicators, stock prices, panel models, Amman Stock Exchange.

Jel Classification Codes : C33, G11, G19

* Corresponding author, e-mail: benchenna_fatma2008@hotmail.com

This is an open access article under the CC BY-NC license: https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.en

I - تمهيد :

تعتبر المعلومات المنشورة أحد المقومات الرئيسة التي يرتكز عليها المستثمر عند اتخاذ قراره. لذلك نجد أن الأسواق المالية تعطي أهمية كبيرة لإعداد المعلومات والبيانات المالية ونشرها بصفة دورية، فتصدر القوانين لكي تلزم الشركات بإصدار هذه البيانات، والإفصاح عنها في أوقات محددة من السنة. كما يسعى المستثمرون إلى الحصول على المعلومات التي تلبي احتياجاتهم بمختلف الطرق، وغالبا ما يجد المستثمرون المعلومات في التقارير المالية السنوية التي تعتبر مصدر من مصادر المعلومات التي يستخدمونها في اتخاذ قراراتهم.

كما أن توفير وتقديم المعلومات المالية وغير المالية عن الشركات التي يتم تداول أسهمها في الأسواق المالية تساعد المستثمرون في اتخاذ قرارات استثمارية بناءً على تلك المعلومات وتحليلها. وأن السوق يعكس أداء الأسهم وجميع المعلومات المتاحة والمجانية عن طريق التفاعل بين المعلومات المحاسبية وصناع القرار الاستثماري، ومدى تأثيرهم على تلك المعلومات الواردة من التقارير المالية للشركات. كما يتم نشر معلومات عن المؤشرات السوقية وتحليلها بانتظام في شكل نشرات احصائية بشكل دوري، والتي تساعد في اتخاذ القرارات المتعلقة بالمتعاملين خاصة المستثمرين منهم.

وتعد التقارير الصادرة عن الشركات أهم مصدر لتقييم توجه الشركة المستقبلي وترشيد قرارات الاستثمار، لكنها تختلف في طبيعة وجودة المعلومات، مما يؤثر على طلب المستثمرين للمعلومات المحاسبية لاختلاف ميولهم ورغباتهم وقدراتهم في الحصول على المعلومات المحاسبية وإمكانية تحليل وتفسير هذه المعلومات. فالقوائم المالية لا توفر كل المعلومات التي يحتاجها المستثمر أو المحلل المالي لاتخاذ القرار، فالتقارير التي تنشرها الشركات التي تتداول أسهمها في السوق يكون لها دور إيجابي في توفير معلومات أساسية عن الشركة، وتساعد المستثمر على اتخاذ قرارات بشأن أسعار الأسهم. كما تساعد في تحديد المتغيرات التي يمكن استخدامها لتحديد سعر السهم، وفي تحليل أداء الشركة.

في ضوء ما سبق تكمن أهمية هذه الدراسة في إبراز أهمية المعلومات المنشورة في التنبؤ المالي لأسعار الأسهم وفائدتها في اتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث أن المعلومات المالية التاريخية غير كافية لترشيد قرارات المستثمرين التي تعتمد على توقع ومعرفة خطط الشركة المستقبلية. وتظهر أهمية هذه الدراسة أيضا في زيادة اهتمام الشركات في الدول المتقدمة بمعلومات التنبؤ المالي للمعلومات المنشورة، حيث تساعد أصحاب المصلحة في تقييم الشركات مثل البنوك ومؤسسات الائتمان والمراكز الإحصائية ... الخ.

لذلك تهدف هذه الدراسة إلى اختبار المحتوى المعلوماتي لمجموعة من المتغيرات المحاسبية المستخرجة من التقارير المالية للشركات الصناعية التي يتم تداول أسهمها في بورصة عمان، لفهم مدى قدرتها على تفسير أسعار الأسهم. كما تهدف إلى اختبار المؤشرات السوقية الواردة في النشرات الإحصائية الدورية المنشورة في البورصة، لفهم أهمية هذه المتغيرات والمؤشرات في تفسير أسعار الأسهم في خدمة المستثمرين الحاليين والمحتملين في اتخاذ قرارات الاستثمار أو عدم الاستثمار في الأسهم، وكذلك لإدارة الشركة والمحللين والمؤسسات البحثية المختلفة لإعطائهم معلومات مناسبة عن الأسهم. وبناءً عليه، تتجلى الاشكالية الرئيسية للورقة البحثية، والتي يمكن التعبير عنها على النحو التالي :

ما مدى قدرة المعلومات المنشورة على تفسير أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2012-2020؟

وللإجابة على هذه الإشكالية تم صياغة الفرضيات التالية:

الفرضية 1: للمؤشرات المالية المنشورة في القوائم المالية قدرة على تفسير أسعار الأسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2012 -2020، ولتسهيل عملية التحليل قمنا بتقسيم الفرضية إلى فرضيات جزئية كما يلي:

- **الفرضية 1-1:** توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين بين ربحية السهم وأسعار الأسهم.
- **الفرضية 1-2:** توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأموال الخاصة وأسعار الأسهم.
- **الفرضية 1-3:** توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول وأسعار الأسهم.

الفرضية 2: للمؤشرات السوقية المنشورة في النشرات الاحصائية قدرة على تفسير أسعار الأسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2012 -2020، ولتسهيل عملية التحليل قمنا بتقسيم الفرضية إلى فرضيات جزئية كما يلي:

- **الفرضية 2-1:** توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وأسعار الأسهم.
- **الفرضية 2-2:** توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات وأسعار الأسهم.
- **الفرضية 2-3:** توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين نسبة مضاعف سعر السهم وأسعار الأسهم.
- **الفرضية 2-4:** توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران الأسهم وأسعار الأسهم.

الفرضية 3: المؤشرات المالية أكثر مقدرة على تفسير أسعار الأسهم من المؤشرات السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2012 -2020.

Published on 30-12-2022 in the el-Bahith review (Mağallaẗ al-bāḥiṯ) : https://elbahithreview.edu.dz

1.I- الاطار النظري:

يعتبر استخدام المعلومات المحاسبية والنشرات الإحصائية كأساس لاتخاذ قرارات الاستثمار في السوق المالية، حيث تلعب دورًا مهمًا في تطوير الاستثمار، فمن خلال تحليل المعلومات المنشورة يتم التنبؤ باتجاه وحركة أسعار الأوراق المالية والوقت المناسب للشراء أو البيع. حيث تشكل المؤشرات المالية والسوقية أدوات لقياس تطور أسعار الأسهم بشكل مستمر ومنظم في البورصة، لأنها تعكس أداء السوق. وتنقسم المعلومات المنشورة إلى مؤشرات مالية مستخرجة من القوائم المالية ومؤشرات سوقية يتم نشرها في نشرات إحصائية.

أولا: المؤشرات المالية:

تستند المؤشرات المالية على البيانات المالية للشركات المدرجة، ويتم تمثيلها بالمعلومات المستخرجة من القوائم المالية للشركات المساهمة المدرجة في البورصة، ومن بين هذه المؤشرات نذكر مايلي:

1- ربحية السهم (Earning Per Share):

تعتبر ربحية السهم الواحد EPS أحد المؤشرات الهامة التي يستخدمها المستثمر الحالي والمرتقب لتقييم ربحية شركة المساهمة. والهدف من حساب هذا المؤشر هو الحكم على كفاءة الشركة في استغلال الموارد التي قدمها حملة الأسهم العادية ومدى نجاحها في تعظيم ثروة الملاك. كما يمكن الاعتماد على هذا المؤشر في تقييم أسعار الأسهم العادية، وكذلك في تقييم قدرة الشركة على تغطية وسداد توزيعات الأرباح. إذ يهتم المستثمرون اهتماما خاصا بالربحية المتوقعة للمؤسسة وبالأخص بربحية السهم، على أساس أن النمو في تلك الربحية عادة ما يصاحبه زيادة يحصل عليها حامل السهم من توزيعات الأرباح، أو في شكل مكاسب رأسمالية في حال تم بيع الأسهم، ويمثل مقياس ربحية السهم نسبة صافي الربح إلى عدد الأسهم المصدرة، فهو يعتبر مقياس لأداء الأسهم في الشركة.[1] ويتم حسابه بالعلاقة التالية:

ربحية السهم (EPS) = الربح الصافي/ عدد الأسهم المكتتبة (الأسهم العادية)

2- معدل العائد على الأموال الخاصة (Return On Equity) :

يعتبر معدل العائد على الأموال الخاصة المعيار الأكثر شمولا لقياس فاعلية الإدارة، وذلك لأنه يقيس ربحية الأصول وربحية هيكل رأس المال. بعبارة أخرى يعتبر معدل العائد على الأموال الخاصة مقياسا لربحية كل من قرارات الاستثمار وقرارات التمويل، كما تعود أهمية هذا المؤشر إلى أن ارتفاع معدل العائد على الأموال الخاصة يجذب أموالا إضافية من خارج الوحدة الاقتصادية، مما يمكنها من تحقيق المزيد من الأرباح وبالتالي يزيد من احتمالات زيادة توزيعات الأرباح.[2] ويتم حسابه بالعلاقة التالية:

معدل العائد على الأموال الخاصة (ROE) = الربح الصافي / الأموال الخاصة

3- معدل العائد على الأصول (Return On Assets):

يوضح معدل العائد على الأصول مدى فعالية الشركة في الاستفادة من أصولها لتحقيق أقصى ربح. حيث يتم قياس معدل العائد على الأصول من خلال نسبة صافي الدخل إلى أصول الشركة. ويعني معدل العائد على الأصول المرتفع أن الشركة قادرة على استخدام مواردها بشكل جيد في توليد الأرباح. فالأرباح المرتفعة تعني عوائد أفضل للمستثمرين مما يؤثر على سعر السهم. ويرى كل من Daeli (2018) و Ng et al. (2020) أن ارتفاع العائد على الأصول له أيضا أثر على أداء الشركة.[3] فهذا المؤشر يقيس كفاءة الإدارة في استخدام الأصول لتوليد الأرباح الصافية، ويتم حساب المؤشر بالعلاقة التالية:

معدل العائد على الأصول (ROA) = الربح الصافي / إجمالي الأصول

4- نسبة المديونية (Debt Ratio) :

تعد هذه النسبة مؤشر مهم لأنها تحدد هامش الأمان وتبين نسبة الاعتماد على أموال الغير في تمويل الأصول،[4] فهي تستعمل كمقياس لمدى مساهمة الديون والالتزامات في تمويل أصول الشركة، بحيث أنها كلما زادت دل ذلك على زيادة اعتماد إدارة الشركة على الدين في تمويل أصولها الأمر الذي يؤدي إلى زيادة المخاطر في الهيكل التمويلي للشركة[5]، ويفضل انخفاض هذا المؤشر لرفع هامش الأمان. وتحسب من خلال العلاقة التالية:

نسبة المديونية (DR) = إجمالي الالتزامات / إجمالي الأصول

ثانيا: المؤشرات السوقية :

تتمثل المؤشرات السوقية في المعلومات المستخرجة من منشورات البورصة والتي يتم نشرها بشكل منتظم ويتم احتسابها من المعلومات السوقية، ومن بين هذه المؤشرات ما يلي:

1- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Price to Book value ratio) :

This is an open access article under the CC BY-NC license: https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.en

تعتبر هذه النسبة مؤشرا لتقييم المستثمرين للشركة حيث يتوقع أن يدفع المستثمرون سعرا أعلى من القيمة الدفترية لأسهم الشركة[6]، ويتم حساب هذه النسبة بتقسيم سعر السهم في سوق الأوراق المالية على القيمة الدفترية للسهم، ويعبر ناتج هذه النسبة بعدد المرات، فإذا كانت قيمة هذا المؤشر أكبر من واحد فهذا يعني أن الشركة تقوم بأداء جيد حسب تقييم المستثمرين في الأسواق المالية وأن ذلك قد انعكس بارتفاع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم، وكلما زادت هذه النسبة عن واحد كلما كان ذلك أفضل[7]، أما إذا كانت النسبة أقل من الواحد يشير ذلك إلى أن السوق يقدر قيمة الشركة بأقل من إجمالي قيمة أصولها ويعني أن أسهمها مقيمة بأقل من سعرها، مما يعني ذلك بأن الشركة تحقق عائد ضعيف على أصولها[8]، ويحسب هذا المؤشر بالصيغة الآتية:

نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (PB)= القيمة السوقية / القيمة الدفترية

2- نصيب السهم من التوزيعات (Divdends Per Share):

يستخدم هذا المؤشر في تحديد حصة السهم من توزيعات الأرباح، بمعنى الأرباح المستلمة فعلا من السهم الواحد، وقد يترتب للسهم عائدا معينا يتخذ قرار بتوزيع جزء من هذا العائد والاحتفاظ بالجزء الآخر لأغراض تتعلق بسياسات الشركة[9]، ويحسب هذا المؤشر كالآتي:

نصيب السهم من التوزيعات (DPS)= الأرباح الموزعة/ عدد الأسهم المكتتبة

3- نسبة مضاعف سعر السهم (Price Earnings Ratio):

تظهر هذه النسبة مدى استعداد المستثمرين للدفع مقابل الحصول على حصة نسبية من الأرباح السنوية الموزعة أو المحتجزة التي تجنيها الشركة من السهم الواحد، والتي يمكن أن تفسر على أنها عدة سنوات من الأرباح لتسديد ثمن الشراء، وتستخدم أيضا في تقييم الاستثمارات الحالية أو المتوقعة من وجه نظر المستثمرين[10]، كما يستخدم هذا المؤشر لتقييم التغيرات في الأسعار السوقية للسهم مما يفيد في التنبؤ بحركة الأسعار، وعادة توجد نسبة معيارية للسوق وكلما ابتعد المضاعف بالزيادة عن هذه النسبة كلما كان ذلك دليلا على احتمال هبوط حاد في سعر السهم والعكس صحيح[11]. ويحسب المؤشر من خلال العلاقة التالية:

نسبة مضاعف سعر السهم (PER) = السعر السوقي / ربحية السهم

4- معدل دوران السهم (Turnover Ratio) :

يقيس معدل دوران السهم معدل الإقبال على ذلك السهم في السوق المالية ممثلا بكمية الأسهم المتداولة في الصفقات المالية التي تحدث على السهم.[12] ويمكن التعبير عن معدل دوران السهم بالعلاقة التالية:

معدل دوران السهم (TR) = عدد الاسهم المتداولة / عدد الأسهم المكتتبة

2.I- الدراسات السابقة:

أجريت العديد من الدراسات التي تناولت موضوع المعلومات المنشورة وأثرها على أسعار الأسهم سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة، نظرا للأهمية البالغة التي يكتسيها هذا الموضوع في الوقت الراهن، حيث أن هناك اختلاف بين هذه الدراسات من حيث الأهداف التي تسعى لتحقيقها كل دراسة، وكذلك الأبعاد المكانية والزمانية وغيرها.....إلخ. وقد تم عرض البعض من هذه الدراسات على النحو الآتي:

أولا: دراسة (خليل أبو حشيش، 2003)[13]:

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أهم المتغيرات التي تؤثر على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية ودور القوائم المالية في ذلك، وقد قام الباحث باختيار عشرين متغيرا مستقلاً يعتقد أنهم يؤثرون على القيمة السوقية للأوراق المالية. وتم قياس معاملات الارتباط بين 15 متغيرا من هذه المتغيرات وبين سعر السهم في بورصة الأوراق المالية باعتباره متغيرا تابعاً واستبعد المتغيرات الباقية لعدم توفر بياناتها، واستنتج الباحث من هذه الدراسة أن سعر السهم في البورصة الأردنية يرتبط طردياً مع كل من عائد السهم، صافي الربح/ الأموال الخاصة، صافي الربح/إجمالي الأصول، صافي الربح / إيراد النشاط العادي، صافي التدفقات النقدية / إجمالي الأصول، صافي الربح الموزع/صافي الربح المحقق ، إنتاجية أجر دينار واحد، الأموال الخاصة /إجمالي مصادر الأموال، نسبة التداول، نسبة الفوائد /إجمالي المصروفات والقيمة السوقية /القيمة الدفترية.كما أنه يرتبط عكسياً مع الأصول الثابتة/ إجمالي الأصول، إجمالي الدائنين/إجمالي مصادر الأموال ونسبة الأجور/ إجمالي المصروفات.

ثانيا: دراسة (عبد اللطيف بن محمد بن عبد الرحمان باشيخ، 2005)[14]:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين المتغيرات المحاسبية المستخرجة من القوائم الدالية للمؤسسات عينة الدراسة ومستويات أسعار الأسهم في السوق السعودي، حيث ركزت على اختبار ما إذا القيمة الدفترية للسهم، ربحية السهم، العائد على الأموال الخاصة تساعد على تفسير التغيرات في القيمة السوقية للسهم. والوقوف على أوجه التشابه أو الاختلاف بين القطاعات الاقتصادية المختلفة في سوق الأسهم تجاه المتغيرات السابقة، وقد تم التمييز بين القطاعات الاقتصادية المختلفة في سوق الأسهم السعودي للتعرف على مستويات الافصاح ومدى دقة

Published on 30-12-2022 in the el-Bahith review (Mağallaẗ al-bāḥiṯ) : https://elbahithreview.edu.dz

المعلومات المنشورة، خلال الفترة 1999-2003. واعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار المتدرج من خلال البرنامج الاحصائي spss ، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين تلك المتغيرات على القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة. وتختلف حسب القطاع المنتمي له، أي أن دالة العوامل المؤثرة على القيمة السوقية تختلف من قطاع لآخر. وكذا وجود تفاوت بين تجاوب أسعار الأسهم حسب القطاعات المنتمي إليها ومتغيرات الدراسة، حيث بلغت القوة التفسيرية31% ، مما يعكس أثر الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في القوائم المالية على القيمة السوقية للسهم، بالإضافة إلى التركيز على صحة هذه المعلومات والتحقق منها، وهنا تظهر أهمية وجود هيئة سوق المال السعودي ودورها في ذلك.

ثالثا: دراسة (حليمة خليل الجرجاوي، علي عبد الله أحمد شاهين، 2008)[15]:

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أبعاد التحليل المالي ومزاياه ومدى الاستفادة منه في التنبؤ بأسعار الأسهم من خلال اختبار مجموعة من النسب المالية، وايجاد نموذج كمي يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ بسعر السهم لكل قطاع من قطاعات سوق فلسطين للأوراق المالية، وذلك لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قرارات استثمار رشيدة. ولتحقيق هذا الغرض تم اختبار 13 نسبة مالية لعينة من 10 مؤسسات مدرجة أسهمها في السوق المالي خلال الفترة 1997-2006، وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد للتوصل إلى أفضل نموذج لكل قطاع من قطاعات السوق. حيث أظهرت النتائج أن في قطاع الصناعة كانت أهم المتغيرات المؤثرة في سعر السهم لهذا القطاع هي نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ونسبة القيمة الدفترية للسهم العادي. وخلصت الدراسة إلى أنه يمكن الاعتماد على مجموعة من النسب المالية لكل قطاع من القطاعات (حسب تصنيف سوق فلسطين للأوراق المالية) للتنبؤ بسعر السهم.

رابعا: دراسة (خيرة مزوزي، سميرة السايح، فاطمة الزهراء بوكراع، 2016)[16]:

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح أثر مجموعة من المؤشرات المالية على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2014 ، وبالتحديد لعينة من الشركات الأكثر نشاطا حسب: قيمة التداول، حجم التداول وعدد الصفقات المنفذة، ومحاولة بناء نموذج يفيد المستثمرين في التحديد العادل للسعر السوقي للسهم بالاعتماد على المؤشرات المالية (مضاعف السعر للعائد، ربحية السهم، توزيعات السهم العادي، القيمة الدفترية للسهم، معدل العائد على الأموال الخاصة) مما سيساعدهم على عملية اتخاذ قرار الشراء أو البيع، بالاعتماد على أسلوبي الانحدار الخطي البسيط والمتعدد في الدراسة. حيث توصل البحث من خلال نموذج الانحدار الخطي البسيط إلى وجود علاقة بين متغيرين فقط من متغيرات. وتوصلت نتائج الانحدار المتعدد إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغيرات الدراسة مجتمعة وسعر السهم، باستثناء معدل العائد على الأموال الخاصة.

خامسا: دراسة (Oliveira, J C T de and Taques, F H، 2016) [17]:

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق رأس المال البرازيلي مع بعض المؤشرات المالية، وباستخدام بيانات بانل خلال الفترة من 2009 إلى 2013. وقد تم استخدام المتغيرات المستقلة: ربحية السهم والقيمة الدفترية للسهم وإجمالي الأصول كمؤشر لحجم الشركة. وأظهرت النتائج أن هذه المعلومات ذات علاقة في تحديد أسعار الأسهم. وأن مؤشر حجم الشركة الذي تم قياسه بإجمالي الأصول حسب كل القطاع، ذات دلالة إحصائية وعلاقة إيجابية، مما يشير إلى أن حجم الشركة مناسب إلى الحد الذي يتفاعل فيه السوق بشكل غير متماثل بين الشركات بالنظر إلى حجمها. وأظهرت العينات القطاعية عامل الحجم ذو علاقة بقطاعات السلع الصناعية والبناء والنقل. كما تشير إلى أن البيانات المالية تنبئ جيدًا في قطاعات السلع الاستهلاكية والمرافق والسلع الصناعية. كما أظهرت النتائج أيضا العلاقة الايجابية ذات الدلالة الاحصائية لربحية السهم مع أسعار الأسهم.

سادسا: دراسة (Zarah Puspitaningtyas، 2017)[18] :

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد تأثير الأداء المالي على سعر السهم. حيث تم قياس الأداء المالي باستخدام متغيرات السيولة (نسبة التداول CR) والربحية (معدل العائد على الأموال الخاصة ROE) والنمو (معدل نمو المبيعات SG) وتقييم السوق (ربحية السهم EPS) لعينة من الشركات المدرجة في بورصة أندونيسيا بلغ عددها 45 شركة خلال الفترة 2011 - 2016. تم تحليل البيانات باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد. وأظهرت النتائج أن متغيرات تقييم السوق فقط هي التي لها تأثير معنوي على أسعار الأسهم. بينما لا تؤثر كل من متغيرة السيولة والربحية والنمو على أسعار الأسهم، وتشير هذه النتائج إلى أن سعر السهم يعكس التقييم السوقي لأسهم الشركة.

سابعا: دراسة (أسامة محمد شنك، 2018)[19]:

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، وذلك من خلال دراسة عينة عشوائية عددها 28شركة تم اختيارها من مجتمع الدراسة الذي يبلغ 56 شركة صناعية مساهمة عامة. وقد تم تحليل بيانات الدراسة باستخدام مجموعة من أدوات الإحصاء الوصفي مثل الوسط الحسابي والانحراف المعياري، وتم اختبار فرضياتها بمجموعة من الأدوات الإحصائية مثل اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي، واختبار التداخل الخطي، واختبار تضخم التباين، واختبار معامل

This is an open access article under the CC BY-NC license: https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.en

التحميل. بالإضافة إلى مصفوفة ارتباط بيرسون، وكل من تحليل الانحدار البسيط وتحليل الانحدار المتعدد وتحليل الانحدار المتدرج. وكشفت الدراسة عن مجموعة من النتائج أهمها أن لكل من حصة السهم من الأرباح EPS، وحصته من التوزيعات DPS أثر ذو دلالة إحصائية على الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، بينما لا يوجد مثل هذا الأثر للرفع المالي للشركة FL . كما كشفت الدراسة أيضا عن وجود تأثير بنسب متفاوته للعوامل غير المالية على الأسعار السوقية لتلك الشركات، إذ يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكل من حجم الشركة CS ، وسمعتها CR على تلك الأسعار في حين لا يوجد مثل هذا الأثر لسمعة مدقق الحسابات AR .

II - الطريقة والأدوات :

1.II- مجتمع وعينة الدراسة: يتمثل مجتمع الدراسة في مجموع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. أما عينة الدراسة تمثلت في مجموعة من المؤسسات عددها 18 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة عمان، وقد تم تحديد العينة بناءا على الاعتبارات التالية:

- تداول أسهم المؤسسة خلال الفترة من 2012 إلى 2020.
- توفر القوائم المالية للمؤسسة خلال فترة الدراسة.
- لم يتم توقف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة.
- توفر البيانات المنشورة الخاصة بالشركات على المعلومات اللازمة خلال فترة الدراسة.
- أن تكون المؤسسات تنتمي إلى القطاع الصناعي فقط.

2.II- التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة :

من أجل تحديد متغيرات الدراسة ومن خلال تحليل الدراسات السابقة وبالنظر إلى الإشكالية المطروحة في الدراسة، تم تحديد كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة بما يخدم الدراسة كما يلي:

- **المتغير التابع** : تمثل المتغير التابع في سعر الإغلاق[20] للأسهم المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية، ومن أجل تمثيل هذا المتغير اعتمدنا على سعر الإغلاق لمؤسسات العينة خلال فترة الدراسة 2012-2020. ويمكن اعتبار سعر السهم معيارا أساسيا للمستثمر لتقييم الحالة المالية للمؤسسة ويعكس قيمتها لترشيد قرارات المستثمرين.
- **المتغيرات المستقلة:** تمثلت المتغيرات المستقلة في مجموعة من المؤشرات بلغ عددها 7 نسب موزعة بين 3 مؤشرات مالية و4 مؤشرات سوقية، وكانت على النحو التالي:

✓ **المؤشرات المالية :**

- EPS = الربح الصافي/ عدد الأسهم المكتتبة.
- ROE= الربح الصافي / الأموال الخاصة.
- ROA = الربح الصافي / إجمالي الأصول.

✓ **المؤشرات السوقية :**

- PB = القيمة السوقية / القيمة الدفترية.
- DPS = الأرباح الموزعة/ عدد الأسهم المكتتبة.
- PER = السعر السوقي / ربحية السهم.
- TR = عدد الأسهم المتداولة / عدد الأسهم المكتتبة.

3.II- تحليل نتائج الدراسة:

بغية اختبار الفرضيات التي وضعناها أجرينا عدة اختبارات وفقا للمنهج المستخدم في تحليل نماذج السلاسل الزمنية المقطعية أو ما يعرف بنماذج بانل .

أولا: تحليل مصفوفة الارتباط بين المتغيرات:

بما أن هذه الدراسة تبحث على العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة فإن أول خطوة يجب القيام بها هي التحقق من وجود علاقة بين المتغيرات من خلال تنفيذ تحليل الارتباط (Corrélation) بالاعتماد على مصفوفة الارتباط بيرسون، ومن ثم التعبير عن هذه العلاقة من خلال معادلة والتي تقدمها نماذج بانل، حيث تمثل قيم مصفوفة الارتباط معاملات الارتباط بين المتغيرات مثنى مثنى.

وتبين إشارة معامل الارتباط الموجبة والسالبة طبيعة العلاقة بين متغيرين العكسية أو الطردية على التوالي، بينما تبين قيمة معامل الارتباط r قوة العلاقة بين المتغيرين. لكن قبل أن نراعي إلى قيمة معامل الارتباط لابد من دراسة الدلالة الاحصائية له، حيث يمكن أن يعطي r قيمة للارتباط بينما لا توجد دلالة احصائية في الواقع بين هذه المتغيرات (قيمة عشوائية.)

من أجل ذلك نقارن القيمة الاحتمالية sig بمستوى معنوية 1%، حيث إذا كانت قيمة sig أقل من 0.01 فإن قيمة معامل الارتباط تختلف معنويا عن الصفر، أي لا توجد دلالة احصائية للارتباط الخطي بين المتغيرين.

1- مصفوفة الارتباط للمؤشرات المالية :

سنحاول اختبار مشكلة الازدواج الخطي Multicolinearity من خلال إعداد مصفوفة الارتباط باختبار بيرسون، حيث يشير gujarati[21] إلى وجود مشكلة الارتباط الخطي القوي بين متغيرين مستقلين إذا كان معامل الارتباط بينهما 0.8 أو أكثر. والجدول رقم (01) يشير إلى قيم الارتباط بين المتغيرات المستخدمة في الدراسة، وقد كشفت مصفوفة الارتباط إلى أنه ليست هناك مشكلة ازدواج خطي بين المؤشرات المالية لأن كل منهم لم تتجاوز 0.80. وأن جميع المتغيرات يمكن استخدامها للنموذج.

كما تشير نتائج الجدول رقم (01) أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط بين كل من المؤشرات المتمثلة في ربحية السهم EPS، العائد على الأموال الخاصة ROE، العائد على الأصول ROA وسعر السهم P. حيث بلغت درجات الارتباط بين هذه المتغيرات وسعر السهم على التوالي 0.662 ، 0.331 و 0.371 عند القيمة الاحتمالية sig 0.000 ، 0.000 و 0.000 على التوالي وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمدة 0.01 .

2- مصفوفة الارتباط للمؤشرات السوقية :

يشير الجدول رقم (02) إلى قيم الارتباط بين المتغيرات المستخدمة في الدراسة، وكشفت مصفوفة الارتباط إلى أنه ليست هناك مشكلة ازدواج خطي بين المؤشرات السوقية لأن كل منهم لم تتجاوز 0.80. وأن جميع المتغيرات يمكن استخدامها للنموذج.

كما تشير نتائج الجدول رقم (02) أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط بين كل من نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية PB، نصيب السهم من التوزيعات DPS وسعر السهم P بدرجة ارتباط بلغت 0.496 و 0.548 على التوالي عند القيمة الاحتمالية sig 0.000 و 0.000 على التوالي وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمدة 0.01 . كما نلاحظ وجود علاقة عشوائية عكسية ليس لها دلالة إحصائية بين كل من نسبة مضاعف سعر السهم PER ومعدل دوران السهم TR بدرجة إرتباط 0.015 و 0.037 على التوالي عند القيمة الاحتمالية sig 0.852 و 0.642 على التوالي وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمدة 0.01 .

ثانيا: نتائج إختبار نماذج علاقة تأثير المؤشرات المالية والمؤشرات السوقية على سعر السهم :

1- نتائج تقدير تأثير المؤشرات المالية على سعر السهم :

سنحاول تقدير تأثير المؤشرات المالية على سعر السهم، وذلك باستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة وهي: النموذج التجميعي، النموذج الثابت والنموذج العشوائي. ونقوم بتقدير معلمات النماذج، بعد ذلك نقوم بإجراء الاختبارات اللازمة لاختيار بين النماذج الثلاثة. وبالاستعانة ببرنامج eviws 9 نقدر معالم النماذج الثلاثة والنتائج مبينة في الجدول رقم (03) .

أ- **اختبار وجود آثار فردية ثابتة:** للمفاضلة نستخدم اختبار Redundant Fixed Effects Tests، ومن خلال الجدول رقم (04) نلاحظ أن احتمالية الاختبار أقل من 0.05، وأن قيمة F المحسوبة تقدر ب 12.787209 وهي أكبر من القيمة المجدولة $F_{tab}(0.05,17,141) = 1.69567821$ مما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول فرضية وجود آثار فردية ثابتة، أي النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الفردية الثابتة مقارنة مع النموذج التجميعي

ب- **إختبار وجود آثار فردية عشوائية:** للقيام بهذه المفاضلة نقوم باختبار Breusch-Pagan. هذا الاختبار يعطي النتائج الموضحة في الجدول رقم (05)، حيث نلاحظ أن احتمالية اختبار Breusch-Pagan أقل من 0.05 مما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول فرضية وجود الآثار الفردية العشوائية، أي النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الفردية العشوائية مقارنة بالنموذج التجميعي.

بعد القيام بهذين الاختبارين (Breusch-Pagan Test، Redundant Fixed Effects Test) تبين أن النموذج الذي يحتوي على آثار فردية عشوائية أو ثابتة أفضل من النموذج التجميعي، سنقوم بإجراء المفاضلة بين كل من نموذج الآثار الفردية الثابتة ونموذج الآثار الفردية العشوائية.

ج- **اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة:** للمفاضلة بين النموذجين (نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة) يعطي اختبار Hausman النتائج المحصلة عليها في الجدول رقم (06)، حيث نلاحظ أن قيمة χ_2 المحسوبة

This is an open access article under the CC BY-NC license: https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.en

(χ_2= 15.896456) أكبر من القيمة المجدولة (χ_2 = 7.81472776) **والمعنوية** هي أقل من 0.05، لذلك نرفض فرضية العدم ونقول أن النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة.

د- **اختبار وولد Wald test**: نستخدم اختبار وولد للتأكد من الأثر الثابت لكل مؤسسة غير معدوم، والنتائج موضحة في الجدول رقم (07). حيث تشير نتائج الاختبار أن F المحسوبة (276.7143) عند درجات الحرية 4 و141 عند مستوى الدلالة 05 % أكبر من F المجدولة (2.43585403) ، وأن قيمة χ_2 المحسوبة (χ_2 = 1106.857) عند مستوى المعنوية 0.05 ودرجة الحرية 5 أكبر من المجدولة (χ_2=9.48772904). وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن المعالم تختلف عن الصفر، وهذا ما يؤكد صحة الاختبارات السابقة، ومنه النموذج الملائم هو نموذج الأثر الثابت.

2- نتائج تقدير تأثير المؤشرات السوقية على سعر السهم :

سنحاول تقدير تأثير المؤشرات السوقية على سعر السهم، باستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة وهي: النموذج التجميعي، النموذج الثابت والنموذج العشوائي. ونقوم بتقدير معلمات النماذج ثم إجراء الاختبارات اللازمة لاختيار بين النماذج الثلاثة. وبالاستعانة ببرنامج eviws 9 نقدر معالم النماذج الثلاثة والنتائج مبينة في الجدول رقم (08) .

أ- **اختبار وجود آثار فردية ثابتة:** للمفاضلة نستخدم اختبار Redundant Fixed Effects Tests، ومن خلال الجدول رقم (09) نلاحظ أن احتمالية الاختبار أقل من 0.05 ، وتقدر قيمة F المحسوبة بـــ 14.846752 وهي أكبر من القيمة المجدولة $F_{tab}(0.05,17,140) = 1.69620267$ مما يشير إلى رفض الفرضية الصفرية وقبول فرضية وجود آثار فردية ثابتة، أي النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الفردية الثابتة مقارنة مع النموذج التجميعي.

ب- **اختبار وجود آثار فردية عشوائية:** نجري المفاضلة باختبار Breusch-Pagan. ونتائج هذا الاختبار موضحة في الجدول رقم (10)، حيث نلاحظ أن احتمالية اختبار Breusch-Pagan أقل من 0.05 مما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول فرضية وجود الآثار الفردية العشوائية، أي النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الفردية العشوائية مقارنة بالنموذج التجميعي.

بعد القيام بهذين الاختبارين (Breusch-Pagan Test، Redundant Fixed Effects Test) تبين أن النموذج الذي يحتوي على آثار فردية عشوائية أو ثابتة أفضل من النموذج التجميعي، سنقوم بإجراء المفاضلة بين كل من نموذج الآثار الفردية الثابتة ونموذج الآثار الفردية العشوائية.

ج- **اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة:** للمفاضلة بين النموذجين (نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة) يعطي اختبار Hausman النتائج المحصلة عليها في الجدول رقم (11)، حيث نلاحظ أن قيمة χ_2 المحسوبة (χ_2=5.793356) أقل من القيمة المجدولة (χ_2= 9.48772904) والمعنوية هي أكبر من 0.05، لذلك نقبل فرضية العدم ونقول أن النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات العشوائية.

III- النتائج ومناقشتها :

بناءً على نتائج دراسة تأثير المؤشرات المالية والمؤشرات السوقية على أسعار الأسهم، سوف نقوم بمناقشة تحليل النتائج واختبار فرضيات الدراسة وتفسيرها.

1.III- تحليل نتائج علاقة تأثير المؤشرات المالية بأسعار الأسهم :

أسفرت نتائج تحليل نموذج الأثر الثابت عن اختيار المتغيرات الثلاثة للمؤشرات المالية ذات دلالة إحصائية لها تأثير على أسعار الأسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2012 -2020، وهي: ربحية السهم؛ العائد على الأموال الخاصة والعائد على الأصول. وتساهم هذه المتغيرات المستقلة في تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (أسعار الأسهم) بنسبة 79.23 %.

وأسفرت نتائج التحليل عن وجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين ربحية السهم وأسعار الأسهم، بمعنى أن ارتفاع ربحية السهم تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، ويمكن أن نفسر ذلك بأن زيادة ربحية السهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية تعني الزيادة في الربح الصافي لتلك الشركات، وهو ما ينعكس إيجابا على تقدير المستثمرين لأداء الشركة الحالي والمستقبلي بأنه جيد مما يؤدي بدوره إلى زيادة طلب على أسهم تلك الشركات، وهذا ما ينعكس ايجابيا على سعر السهم في السوق المالي، وهذا ما يجعل المستثمرين يسترشدون به، وهو ما يفسر العلاقة الطردية، وعليه يتم **قبول الفرضية 1-1.** وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (خليل أبو حشيش، 2003)، دراسة (عبد اللطيف بن محمد بن عبد الرحمان باشيخ، 2005)، دراسة (خيرة مزوزي، سميرة السايح، فاطمة الزهراء بوكراع، 2016)، دراسة (Oliveira, J C T Taques, F He، 2016)، دراسة (Zarah Puspitaningtyas، 2017) ودراسة (أسامة محمد شنك، 2018).

Published on 30-12-2022 in the el-Bahith review (Mağallaẗ al-bāḥiṯ) : https://elbahithreview.edu.dz

وأظهرت نتائج التحليل عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأموال الخاصة وأسعار الأسهم، ويمكن أن نفسر ذلك بأنه كلما كانت نسبة الربح المحقق على الأموال المستثمرة من قبل المساهمين في الشركات المدرجة في بورصة عمان مرتفع كلما دل ذلك على قدرة الشركة على استعادة الأموال وتحقيق عوائد من الأموال المستثمرة، وهذا مما يزيد من فرص توزيعات الأرباح، وهو ما يجذب مستثمرين جدد ويزيد الطلب على أسهم الشركة، وهذا ما يزيد من ارتفاع أسعار الأسهم. وعليه يتم **قبول الفرضية 1-2**، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (خليل أبو حشيش، 2003) ودراسة (عبد اللطيف بن محمد بن عبد الرحمان باشيخ، 2005).

وكما أظهرت نتائج التحليل عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول وأسعار الأسهم، ويمكن أن نفسر ذلك بارتفاع معدل العائد على الأصول دليل على كفاءة الشركات على إدارة أصولها لتوليد أرباح وهو مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار في تلك الشركات، وبالتالي احتجاز الأرباح من أجل إعادة استثمارها، وهذا يؤدي إلى انخفاض توزيعات الأرباح فينخفض الطلب على الأسهم وبالتالي تنخفض أسعارها. وعليه يتم **قبول الفرضية 1-3.**

من خلال نتائج الفرضيات الجزئية (1-1)، (1-2) و (1-3) والتي تم إثبات صحتها، وبالتالي فإنه يوجد على الأقل مؤشر يختلف عن الصفر أي أنه يؤثر على أسعار الأسهم من بين مجموع المؤشرات المالية، ومنه نقبل أنه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية وأسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2012-2020 ، أي بمعنى للمؤشرات المالية المنشورة في القوائم المالية قدرة على تفسير أسعار الأسهم، وبالتالي تم **إثبات صحة الفرضية 1 .**

2.III- تحليل نتائج علاقة تأثير المؤشرات السوقية بأسعار الأسهم:

كشفت نتائج تحليل نموذج الأثر العشوائي عن اختيار متغيرين للمؤشرات السوقية ذات دلالة إحصائية لهما تأثير على أسعار الأسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2012 -2020، وهي: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ونصيب السهم من التوزيعات. ويساهم هذين المتغيرين المستقلين في تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (أسعار الأسهم) بنسبة 44.48 %. وكما كشف التحليل أيضا عن وجود علاقة دون دلالة إحصائية بين نسبة مضاعف سعر السهم، معدل دوران الأسهم والمتغير التابع (أسعار الأسهم)، وهو ما يدل على أن هذين المتغيرين لا يفسران المتغير التابع. وعليه يتم **رفض كل من الفرضية 2-3، الفرضية 2-4.**

وأسفرت نتائج التحليل عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وأسعار الأسهم، وهذا يفسر بأن ارتفاع نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية يكون محفز للمتعاملين في السوق المالي لاقتناء أسهم تلك الشركات، وذلك لشراء النمو المتوقع في ثروة المساهمين لأنه يعد مؤشر مهم لتحديد جاذبية الفرص الاستثمارية المتوقعة وللميزة التنافسية للسهم، وهو ما ينعكس إيجابيا على أسعار الأسهم. وعليه يتم **قبول الفرضية 2-1.** وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (خليل أبو حشيش، 2003) ودراسة (حليمة خليل الجرجاوي، علي عبد الله أحمد شاهين، 2008).

وتوصلت نتائج التحليل عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات وأسعار الأسهم، ويمكن أن نفسر ذلك بأن زيادة توزيعات الأرباح في الشركات تعكس الأداء الجيد لتلك الشركات وأن تلك الشركات تنتهج سياسة توزيع أرباح جيدة، وهذا مما يزيد الطلب على أسهم تلك الشركات، وهو ما يؤدي إلى جلب مستثمرين جدد، وهو ما ينعكس إيجابا على أسعار أسهمها. وعليه يتم **قبول الفرضية 2-2**، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (خيرة مزوزي، سميرة السايح، فاطمة الزهراء بوكراع، 2016) ودراسة (أسامة محمد شنك، 2018).

من خلال نتائج الفرضيات الجزئية (2-1)، (2-2)، (2-3) و (3-4) والتي تم إثبات بعضها ونفي البعض الآخر، وبالتالي فإنه يوجد على الأقل مؤشر يختلف عن الصفر أي أنه يؤثر على أسعار الأسهم من بين مجموع المؤشرات السوقية، ومنه نقبل أنه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات السوقية وأسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2012-2020 ، أي بمعنى للمؤشرات السوقية المنشورة في النشرات الاحصائية قدرة على تفسير أسعار الأسهم، وبالتالي تم **إثبات صحة الفرضية 2.**

بالنسبة للفرضية 3 التي تمثلت في أن المؤشرات المالية أكثر مقدرة على تفسير أسعار الأسهم من المؤشرات السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2012 -2020. **فقد تم إثباتها** من خلال إثبات الفرضيتين السابقتين، وكذلك من خلال القوة التفسيرية للنموذج الأمثل للمؤشرات المالية والتي قدرت 79.23% أكبر من القوة التفسيرية للنموذج الأمثل للمؤشرات السوقية والتي قدرت 44.48 %، وهذا ما يدل أن للمؤشرات المالية المقدرة الأكبر على تفسير أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

This is an open access article under the CC BY-NC license: https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.en

IV- الخلاصة :

حاولنا من خلال هذه الدراسة تفسير التقلبات الحاصلة على مستوى أسعار الأسهم للمؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وذلك باختبار القدرة التفسيرية للمؤشرات المالية والمؤشرات السوقية في تفسير أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من 2012 إلى 2020. ومن خلال الدراسة توصلنا إلى النتائج التالية:

- توصلت الدراسة إلى أن تحليل نتائج نموذج الأثر الثابت أسفر عن اختيار المتغيرات الثلاثة للمؤشرات المالية وهي: ربحية السهم؛ العائد على الأموال الخاصة والعائد على الأصول كمتغيرات مفسرة لتقلبات أسعار الأسهم وبدلالة إحصائية، حيث ساهمت هذه المتغيرات في تفسير التغيرات التي تطرأ على أسعار أسهم المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال (2012 – 2020) بنسبة 79.23 %؛
- كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن تحليل نتائج نموذج الأثر العشوائي عن اختيار متغيرين للمؤشرات السوقية وهي: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ونصيب السهم من التوزيعات كمتغيرين مفسرين لتقلبات أسعار الأسهم وبدلالة إحصائية، حيث ساهم هذين المتغيرين في تفسير التغيرات التي تطرأ على أسعار أسهم المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال (2012 – 2020) بنسبة 44.48 % . كما كشف التحليل أيضا عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة مضاعف سعر السهم، معدل دوران الأسهم وأسعار الأسهم، وهو ما يدل على أن هذين المتغيرين لا يفسران تغيرات التي تطرأ أسعار الأسهم، وبالتالي هذين المتغيرين لا يؤثران على تقلبات أسعار الأسهم للمؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان؛
- أن المؤشرات المالية أكثر مقدرة على تفسير أسعار الأسهم بقوة تفسيرية تقدر بـــــــــ 79.23% من المؤشرات السوقية والتي قدرت قوتها تفسيرية 44.48 % للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2012 -2020.

وبناءً على النتائج المتوصل إليها في الدراسة نوصي بما يلي:

- ضرورة توعية المتعاملين في بورصة عمان على الاهتمام عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في السوق بالمؤشرات المالية والمؤشرات السوقية وذلك لمدى أهميتها وتأثيرها على أسعار الأسهم؛
- توعية الشركات الصناعية على الاهتمام بتوزيعات الأرباح نظرا لأهميتها في جذب مستثمرين على اقتناء الأسهم؛
- الاستفادة من النماذج المتوصل إليها في مجال تقييم أسعار الأسهم للمؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان؛
- ضرورة قيام سوق عمان للأوراق المالية بمطالبة الشركات المدرجة لديها بالاهتمام بدقة البيانات التي تتضمنها القوائم المالية وتوافر الشفافية عند الافصاح عن محتوياتها.

- ملاحق :

جدول رقم (01) : مصفوفة الارتباط للمؤشرات المالية

Corrélations					
		P	EPS	ROE	ROA
P	Corrélation de Pearson	1	,662**	,331**	,371**
	Sig. (bilatérale)		,000	,000	,000
	N	162	162	162	162
EPS	Corrélation de Pearson	,662**	1	,244**	,617**
	Sig. (bilatérale)	,000		,002	,000
	N	162	162	162	162
ROE	Corrélation de Pearson	,331**	,244**	1	,192*
	Sig. (bilatérale)	,000	,002		,014
	N	162	162	162	162
ROA	Corrélation de Pearson	,371**	,617**	,192*	1
	Sig. (bilatérale)	,000	,000	,014	
	N	162	162	162	162
**. La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).					
*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).					

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على مخرجات برنامج SPSS 20

Published on 30-12-2022 in the el-Bahith review (Mağallaẗ al-bāḥiṯ) : https://elbahithreview.edu.dz

جدول رقم (02) : مصفوفة الارتباط للمؤشرات السوقية

Corrélations						
		P	PB	DPS	PER	TR
P	Corrélation de Pearson	1	,496**	,548**	-,015	-,037
	Sig. (bilatérale)		,000	,000	,852	,642
	N	162	162	162	162	162
PB	Corrélation de Pearson	,496**	1	,329**	-,020	-,012
	Sig. (bilatérale)	,000		,000	,803	,884
	N	162	162	162	162	162
DPS	Corrélation de Pearson	,548**	,329**	1	-,060	,129
	Sig. (bilatérale)	,000	,000		,445	,103
	N	162	162	162	162	162
PER	Corrélation de Pearson	-,015	-,020	-,060	1	-,026
	Sig. (bilatérale)	,852	,803	,445		,740
	N	162	162	162	162	162
TR	Corrélation de Pearson	-,037	-,012	,129	-,026	1
	Sig. (bilatérale)	,642	,884	,103	,740	
	N	162	162	162	162	162
**. La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).						

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على مخرجات برنامج SPSS 20

جدول رقم (03) : نتائج تقدير بنماذج بانل تأثير المؤشرات المالية على سعر السهم

المتغيرات	النموذج التجميعي	النموذج الثابت	النموذج العشوائي
C	(*)1.457856	(*) 1.570604	(*)1.548700
EPS	(*) 4.432162	(*) 3.422925	(*)3.568619
ROE	(*)0.230128	(*) 0.229071	(*)0.238952
ROA	-1.193330	(*) -2.254775	(*)-1.987628
R^2	(*) 0.472289	(*) 0.792380	(*) 0.454391

(*) معنوية المعلمة عند 0.05 **المصدر**: من إعداد الباحثة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

جدول رقم (04): نتائج اختبار Redundant Fixed Effects لعلاقة تأثير المؤشرات المالية على سعر السهم

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: EQ02
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	12.787209	(17,141)	0.0000
Cross-section Chi-square	151.120257	17	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

جدول رقم (05): نتائج اختبار Breusch-Pagan لعلاقة تأثير المؤشرات المالية على سعر السهم

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	162.7092	2.690805	165.4000
	(0.0000)	(0.1009)	(0.0000)

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

This is an open access article under the CC BY-NC license: https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.en

جدول رقم (06): نتائج إختبار Hausman لعلاقة تأثير المؤشرات المالية على سعر السهم

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: EQ03
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	15.896456	3	0.0012

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

جدول رقم (07): نتائج إختبار Wald لعلاقة تأثير المؤشرات المالية على سعر السهم

Wald Test:
Equation: EQ02

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	276.7143	(4, 141)	0.0000
Chi-square	1106.857	4	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

جدول رقم (08): نتائج تقدير بنماذج بانل تأثير المؤشرات السوقية على سعر السهم

المتغيرات	النموذج التجميعي	النموذج الثابت	النموذج العشوائي
C	(*)0.410070	0.039734	0.101426
PB	(*)0.828641	(*)1.457268	(*)1.364366
DPS	(*)9.136147	(*)4.613727	(*)5.158090
PER	0.000124	6.45E-05	6.93E-05
TR	-0.008549	-0.001689	-0.002254
R^2	(*)0.419905	(*)0.793032	(*)0.444858

(*) معنوية المعلمة عند 0.05 **المصدر:** من إعداد الباحثة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

جدول رقم (09): نتائج إختبار Redundant Fixed Effects لعلاقة تأثير المؤشرات السوقية على سعر السهم

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: EQ05
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	14.846752	(17,140)	0.0000
Cross-section Chi-square	166.961416	17	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

جدول رقم (10): نتائج إختبار Breusch-Pagan لعلاقة تأثير المؤشرات السوقية على سعر السهم

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	182.1453 (0.0000)	0.622727 (0.4300)	182.7680 (0.0000)

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

جدول رقم (11): نتائج إختبار Hausman لعلاقة تأثير المؤشرات السوقية على سعر السهم

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: EQ06
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	5.793356	4	0.2151

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

Referrals and references:

[1] Shaaban Muhammad Aqeel Shaaban Lulu (2015), The ability of the value-added economic index versus traditional performance indicators to explain the change in the market value of shares, "an applied study on companies listed on the Palestine Stock Exchange", master's thesis, Faculty of Commerce, The Islamic University of Gaza, Palestine, p. 36 (Written in Arabic).

[2] Jabr Ibrahim Al-Daour, Muhammad Nawaf Abed (2009), The Impact of Accounting Policies for Earnings Management on the Share Prices of Economic Units Traded in the Palestine Stock Exchange, Journal of the Islamic University, Issue 01, Al-Azhar University - Gaza, Palestine, p832 (Written in Arabic).

[3] Fatmasari SUKESTI and all (2021)**, Factors Affecting the Stock Price: The Role of Firm Performance,** Journal of Asian Finance, Economics and Business Vol 8 No 2, p167.

[4] Duraid Kamel Al-Shayeb (2009), Introduction to Contemporary Financial Management, 2nd Edition, Dar Al-Maysara for Publishing and Distribution, Amman, Jordan, p. 101 (Written in Arabic).

[5] Hassan Suleiman Muhammad Abu Odeh (2017), The extent to which financial ratios can improve the quality of information for service companies listed on the Palestine Exchange (a case study of the Palestinian Telecommunications Group), Master's thesis, Faculty of Commerce, Islamic University of Gaza, Palestine, p. 48 (Written in Arabic).

[6] Mofleh Mohammed Aqel (2000), Introduction to Financial Management and Financial Analysis, Dar Al-Mustaqbal Publishing House, Amman, Jordan, p 339 (Written in Arabic).

[7] Maher Muhammad Al-Alawi Hanoun (2016), The Relationship between Accounting Performance Measures and Market Returns for Shares, An Applied Study on Joint Stock Companies Listed on the Palestine Stock Exchange, Master's Thesis, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Al-Azhar University - Gaza, Palestine, p. 41 (Written in Arabic).

[8] Hubert de la Bruslerie, **Analyse Financiére**,4 édition, DUNOD ,France, 2010, p205.

[9] Talal Kadawi (2008), Evaluating Investment Decisions, Dar Al Yazouri, Amman, Jordan, p. 87 (Written in Arabic).

[10] Hassan Suleiman Muhammad Abu Odeh (2017), op-cit, p. 55 (Written in Arabic).

[11] Talal Kadawi (2008), op-cit, p. 89 (Written in Arabic).

[12] Khalid Muhammad Al-Lawzi (2013), The Impact of Earnings Management Practice on Stock Prices (An Experimental Study on Industrial Shareholding Companies Listed on the Amman Stock Exchange), Master's Thesis, Middle East University, p. 41 (Written in Arabic).

[13] Khalil Abu Hashish (2003), The Role of Published Accounting Information in Predicting Stock Prices, Insights Magazine, Volume VII, Issue 2, Amman, Jordan (Written in Arabic).

This is an open access article under the CC BY-NC license: https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.en

[14] Abdul Latif bin Muhammad Abdul Rahman Basheikh (2005), The relationship between accounting variables and stock prices, King Abdulaziz University Journal of Economics and Administration, Volume 19, Issue 2 (Written in Arabic).

[15] Halima Khalil Al-Jerjawi, Ali Abdullah Ahmed Shaheen (2008), The Role of Financial Analysis of Financial Information Published in Financial Lists to Predict Stock Prices, Published Master's Note, Islamic University, Gaza, Palestine (Written in Arabic).

[16] Khaira Mazouzi, Samira Al-Sayeh, Fatima Al-Zahraa Boukraa (2016), The Impact of Financial Indicators on Stock Prices for a Sample of Institutions Listed on the Dubai Stock Exchange 2007-2014, Algerian Journal of Accounting and Financial Studies, Issue 03, pp. 59-70 (Written in Arabic).

[17] - Oliveira, Jailson da Conceição Teixeira de and Taques, Fernando Henrique(2016), **"**Relation between Share Price and Finan-cial Indicators in The Brazilian Stock Market**"**, ACRN Oxford Journal of Finance and Risk Perspectives 5.3, pp: 30- 45.

[18] - Zarah Puspitaningtyas (2017), Is Financial Performance Reflected in Stock Prices?, 2nd International Conference on Accounting, Management, and Economics, Advances in Economics, Business and Management Research, volume 40.

[19] Osama Muhammad Shank (2018), Financial and non-financial factors are determining the market prices of the shares of industrial public shareholding companies listed on the Amman Stock Exchange (an experimental study), Master's thesis, College of Business, Middle East University (Written in Arabic).

[20] The closing price was used because it is the last price determined for the share at the close of the trading session (Written in Arabic).

[21] - Gujarati: Basic Econometrics, Fourth Edition, The McGraw–Hill, Companies, 2004, p359.

كيفية الإستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA :

فاطمة بن شنة (2022)، **دور المعلومات المنشورة في تفسير أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2012-2020)**، مجلة الباحث، المجلد 22 (العدد 01)، الجزائر : جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص.ص 141-154.