

العوامل المالية المحددة لأسعار أسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة في بورصة عمان  
Financial Factors Which Determine Stock Prices of Industrial Firms Listed in  
Amman Stock Exchange

إعداد

جلال محمد الدبعي

إشراف

الأستاذ الدكتور هشام غرابية

قدمت هذه الأطروحة إستكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة دكتوراه  
الفلسفة في التمويل

كلية الأعمال

جامعة عمان العربية

## تفويض

أنا الموقع ادناه جلال محمد يوسف الدبيعي  
أفوض جامعة عمان العربية بتزويد نسخ من رسالتي للمكتبات أو المؤسسات أو  
الأشخاص عند طلبها.

الاسم: جلال محمد يوسف الدبيعي

التوقيع: 

التاريخ: ١٩/١٠/٢٠١٩

## قرار لجنة المناقشة

نوقشت أطروحة الدكتوراه في التمويل للطالب:- جلال محمد يوسف الدبيعي بتاريخ:-

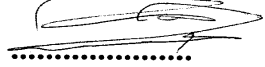
2009/09/28

وعنوانها:- "العوامل المالية المحددة لأسعار أسهم الشركات الصناعية المساهمة

العامّة في بورصة عمان".

وقد أجيّزت بتاريخ: ٢٠٠٩/٠٩/٢٨.

### التوقيع



رئيساً



عضواً ومشرفاً



عضواً

٩/١  
٢٠١١



عضواً

### أعضاء لجنة المناقشة

1. الأستاذ الدكتور عبد المنعم السيد علي

2. الأستاذ الدكتور هشام صالح غرايبه

3. الأستاذ الدكتور قحطان عبد سعيد

السامرائي بديلا عن المرحوم

الدكتور "محمد وهيب" العلمي

4. الدكتور نضال احمد الفيومي

ب

ب

## الشكر والتقدير

الحمد والشكر لله تعالى الذي منّ عليّ بالتوفيق في إتمام هذه الأطروحة.  
أتقدم بالشكر والتقدير إلى معالي الأستاذ الدكتور هشام غرايه الذي أشرف على أطروحتي حيث  
كان لتوجيهاته وارشاداته السديده الدور الكبير لإنجازها.  
كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر الجزيل الى رئيس لجنة المناقشه الأستاذ الدكتور عبد المنعم السيد  
علي والى عضو لجنة المناقشه الأستاذ الفاضل الدكتور نضال الفيومي الذين أثروا أطروحتي بأرائهم  
وملاحظاتهم القيمه .  
كما أتقدم بالشكر إلى الأستاذ الدكتور قحطان السامرائي بديلا عن أستاذي الفاضل عضو لجنة  
المناقشه المرحوم الدكتور وهيب العلمي رحمه الله ولندعو له بالرحمه والغفران الذي ما توانى عن تقديم  
كل الدعم والإرشاد والتوجيه حتى آخر أيامه وهو يصارع المرض فألى جنات الخلد.  
وأخيرا اتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساعد في إنجاز هذه الأطروحة.

الباحث

## الإهداء

إلى روح والدي وإلى والدتي أطال الله عمرها، اللذين علماني بعفوية صادقة أن العلم هو الحياة،

واللذين أنارا في نفسي شموع الأمل.

إليكما يا والديّ أهدي أطروحتي هذه رمزاً للمحبة والوفاء.

وإليكم يا من تزالون بجانبني ترقبون نجاحي وتقدمي، وتقدمون لي كل الوقت... وكل الحب.... وكل

الدعم....

إلى من شاركتني الحياة... إلى زوجتي ورفيقة دربي، التي بذلت من جهدها الكثير، وكانت لي خير رفيق

وأنارت في نفسي شموع الأمل، فوصلت معها إلى تحقيق غايتي.

إلى ينابيع المحبة التي لا تنضب... إلى أولادي

تمارا، عبدالله،

رينا، رازي ومحمد

إلى إخواني وأخواتي وأصدقائي الأعزاء

لهم جميعاً أهدي عملي المتواضع هذا

مع المحبة والعرفان

الباحث

## فهرس المحتويات

ج	الشكر والتقدير .....
هـ	فهرس المحتويات .....
و	قائمة الجداول .....
ز	قائمة الملاحق .....
ح	الملخص .....
ي	Abstract .....
1	الفصل الأول خلفية الدراسة .....
10	الفصل الثاني الإطار النظري للدراسة .....
47	الفصل الثالث الطريقة والإجراءات .....
51	الفصل الرابع نتائج تحليل بيانات الدراسة .....
71	الفصل الخامس النتائج والتوصيات .....
73	المراجع: .....
78	الملاحق .....

## قائمة الجداول

الرقم	المحتوى	رقم الصفحة
1	معامل الثبات لأسئلة المقابلة	81
2	المتوسطات الحسابية للأرباح الموزعة لشركات القطاع الصناعي للأعوام 2005-2001	86
3	المتوسطات الحسابية للقيمة السوقية إلى العائد لشركات القطاع الصناعي للأعوام 2001-2005	88
4	المتوسطات الحسابية للعائد على حقوق المساهمين لشركات القطاع الصناعي للأعوام 2001-2005	90
5	المتوسطات الحسابية للعائد على مجموع الموجودات لشركات القطاع الصناعي للأعوام 2001-2005	92
6	المتوسطات الحسابية لرافعة التمويل لشركات القطاع الصناعي للأعوام (2005-2001)	95
7	المتوسطات الحسابية للرافعة التشغيلية لشركات القطاع الصناعي للأعوام 2001-	97
8	المتوسطات الحسابية للقيمة السوقية لشركات القطاع الصناعي للأعوام 2005-2001	100
9	توزيع متغيرات الدراسة حسب السنوات فترة الدراسة	103
10	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	103
11	مجاميع المتغيرات لكل عينة الدراسة ولكل السنوات فترة الدراسة	104
12	قيم معامل Drubin Watson، VIF لتحقق من ملائمة البيانات لاجراء التحليل الانحدار المتعدد	105
13	تحليل الانحدار المتعدد لأثر المتغيرات المالية مجتمعة على القيمة السوقية للسهم	106
14	تحليل الانحدار البسيط بين دخل السهم والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية	108
15	تحليل الانحدار البسيط لمتغير بين الأرباح الموزعة والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية	109
16	تحليل الانحدار البسيط بين العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية	110
17	تحليل الانحدار البسيط بين العائد على إجمالي الموجودات والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية	111
18	تحليل الانحدار البسيط لمتغير بين رافعة التمويل للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية	113
19	تحليل الانحدار البسيط لمتغير بين رافعة التشغيل والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية	114
20	تحليل الانحدار البسيط لمتغير بين مساهمة الحكومة في السنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية	115

## قائمة الملاحق

رقم الصفحة	المحتوى	رقم الملحق
129	نتائج أسئلة المقابلة	1
135	عينه الدراسه للشركات الصناعية	2
137	اسماء الشركات الصناعية المدرجه في نهايه عام (2006)	3



## العوامل المالية المحددة لأسعار أسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة في بورصة عمان إعداد

جلال محمد الدبعي

إشراف

الأستاذ الدكتور هشام صالح غرايبه

### الملخص

هدفت هذه الدراسة التعرف على العوامل المالية المحددة لأسعار أسهم الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة في بورصة عمان. وبيان مدى أهمية كل متغير على حدة في التأثير على أسعار الأسهم. تكونت عينة الدراسة من عدد من الشركات الصناعية المدرجة أسهمها في بورصة عمان والأكثر تداولاً خلال فترة الدراسة والبالغ عددها (57) شركة في نهاية (2005). تم تجميع البيانات الخاصة بالشركات الخاضعة الى الدراسة للسنوات الممتدة من (2001 - 2005)، بحيث تتوافر لكل شركة خمس مشاهدات وبالتالي فإن عدد المشاهدات الداخلة في التحليل = (حجم العينة × 5). واعتمدت الدراسة على أسلوب نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتحديد العوامل المؤثرة في القيمة السوقية وبناء النموذج، ومن ثم استخدام تحليل الانحدار المتعدد التدريجي لتحديد الأهمية التأثيرية للعوامل المستقلة في المتغير التابع.

وبعد إجراء التحليل الإحصائي توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

1. وجود تأثير للعوامل المالية مجتمعة على القيمة السوقية للسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.
2. إن الأرباح الموزعة لها تأثير إيجابي في سعر السهم، وكذلك العائد على حقوق الملكية بالنسبة لأسهم الشركات الصناعية.
3. إن هناك علاقة سالبة بين إسهام الحكومة وأسعار الأسهم.
4. عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين (دخل السهم ، رافعة التمويل والمساهمة الحكومية) للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.
5. وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين (الأرباح الموزعة، العائد على حقوق الملكية، العائد على إجمالي الموجودات ورافعة التشغيل) للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.
6. إنه كلما ارتفع سعر الفائدة انخفضت القيمة السوقية للسهم والعكس صحيح.

إنه كلما ارتفع سعر الصرف والناتج المحلي الإجمالي انخفضت القيمة السوقية للسهم والعكس صحيح. وعلى ضوء هذه النتائج، توصي الدراسة بجعل هذه الدراسة نواة لدراسات أخرى مشابهة تبحث في العوامل المالية والاقتصادية والسيكولوجية الأخرى التي تؤثر على الأسعار السوقية للأسهم ، وإصدار نشرات دورية دقيقة وتفصيلية عن البيانات المالية والاقتصادية والإنتاجية والخطط المستقبلية للشركات المساهمة وتكون هي المرجع الأساس للباحث حيث وجد صعوبة بإيجاد بعض المعلومات الدقيقة عن تلك الشركات.

# **Financial Factors Which Determine Stock Prices of Industrial Firms Listed in Amman Stock Exchange**

**Prepared by**

**Jalal Mohammad Al-Debei**

**Supervised by**

**Prof. Hesham Saleh Gharaybeh**

## **Abstract**

This study aimed to identify the financial factors determining the stock prices of the Jordanian industrial public companies stocks in Amman Stock Market and to show the extent of the importance of each variable individually in affecting the stock prices.

The study population consisted of all enlisted Jordanian industrial public companies at Amman Stock Market in (2005), which amounts to (83). The study sample was chosen from these companies, which represent the active companies in Stock Market, and the most trading during the study period. The sample included (57) companies by the end of the year 2005. Data of these companies which were subjected to the study period from (2001-2005) was collected, with five observations for each company. The number of these observations incorporated in the analysis was (sample size \* 5).

The study used the multiple linear regressions method to identify the factors affecting market value, and to build the model. The gradual multiple regressions method was also used to determine the importance of the independent variables and their impact on the dependant variables.

After performing the statistical analysis, the study reached the following results:

- 1- There is a strong relationship between the effect of collective financial factors and the market value of industrial public companies stock prices.
- 2- Stocks dividends have a positive effect on the stock's price, and the return on equity has a positive effect of market value of the stocks of the industrial companies.
- 3- There is a negative relation between the government's contribution and the market value of stocks.

There is no relation of statistical significance between stock's revenues, the return, financial leverage and government's contribution for the last year and the stock's market value for the present year in the Jordanian industrial public companies stocks.

- 4- There is a significant relation between the dividends, the return on equity, return on assets and operational leverage for the last year and the stock's market value for the present year in the Jordanian industrial public companies stocks.
- 5- The higher the interest rates the lower the market value of stocks.
- 6- The higher the exchange rate and the gross domestic product the less the stock's market value, and the opposite is right.

In the light of these results, the study recommended making this study a nucleus for other similar studies that examine other financial, economical and psychological factors affecting stock's market values, and issuing detailed and accurate periodic publications about the financial, economic and product information's, in addition to future plans for public companies that can be reference basis, as the researcher found difficulties in allocating the accurate information about those companies.

## الفصل الأول

### خلفية الدراسة

مقدمة:

تشكل أسواق الأوراق المالية بتنظيماتها المختلفة - الأولية منها والثانوية - ركناً أساسياً من أركان هيكل القطاع المالي في أي اقتصاد يقوم على أساس التعامل الحر؛ ويدرك أهمية تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات من خلال أدوات مالية متنوعة الأشكال تصدر عن المشاريع المختلفة. إذ إن هذه الأدوات تيسر قيام المشاريع، وتحقق توسعها بأن توفر لها عنصراً ضرورياً ومهماً من عناصر الإنتاج وهو المال. ومن المعروف أن نجاح هذه المشاريع في الوصول إلى أهدافها بكفاية وكفاءة يؤدي إلى دفع عجلة النمو الاقتصادي والاستغلال الأمثل للموارد المتاحة.

ويبرز دور هذه الأسواق جلياً من حيث تفاعلها مع متطلبات تمويل اقتصاد بلدانها عندما تتوافر فيها صفات تمكن آلياتها من الحركة الذاتية المستمرة في العطاء بالاتجاه الصحيح خاصة إذا ما تميزت هذه الآلية بالديناميكية الخلاقة الملائمة لظروف البيئة التي تعمل فيها. (الشمري وآخرون، 1999: 341 - 342).

وتكمن أهمية البورصات فيما لها من دور شديد الأهمية في جذب رأس المال الفائض غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي وتحويله من غير مستغل لا أثر له إلى رأسمال موظف فعال له الأثر الإيجابي، فعمليات طرح الأسهم والصكوك تجذب رأس المال وتستوعب مدخرات الأفراد والمؤسسات وتدفع المكتنزين إلى تحويل مكتنزاتهم إلى استثمارات يتم توظيفها بشكل يحقق عائداً مناسباً ويخدم الاقتصاد الوطني ككل. عندها تصبح البورصة أداة إشباع لكل من المستثمر الصغير الذي لا يقدر على إنشاء المشروعات لصغر ما يملكه من رأسمال، والمستثمر الكبير بإتاحة الفرصة أمامه لشراء الأسهم والصكوك المطروحة للتداول بدون تحمل عناء تشغيل وإدارة أمواله بشكل مباشر. ومن ثم يمكن القول إن البورصات توفر قنوات ومداخل سليمة للاستثمار أمام الأفراد كما أنها أداة رئيسة لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية أهمها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب (Epstein, 2001).

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن، وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931، وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938، وشركة مصانع الأسمنت الأردنية عام 1951، كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات.

ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعا الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب، وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة إلى إنشاء مثل هذا السوق حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية، حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية International Finance Corporation IFC المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني وإسهام القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع إسهامه فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً اقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتبليتها دعماً له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي، وكثيرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي Amman Financial Market AFM. وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/3/16، وبشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/1/1.

وكان قانون سوق عمان المالي قد حدد أهداف السوق آنذاك بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، بالإضافة إلى توافر البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق.

ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بدورين أساسيين وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال أو ما يعرف بـ Securities and Exchange Commission SEC، وكذلك القيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية Stock Exchange.

وقطع السوق منذ إنشائه وحتى تأسيس بورصة عمان شوطاً طويلاً ومراحل، فقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من (9.7) مليون دينار عام 1978، ليصل إلى (10.9) مليار دينار في عام 2009، كما تجاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها حوالي (21) مليار دينار مقارنة مع حوالي (286) مليون دينار في نهاية عام 1978. كما ارتفع عدد الشركات المدرجة من (66) شركة لعام 1978 إلى (273) شركة في الوقت الحالي. (الموقع الإلكتروني لبورصة عمان، ( Amman Stock Exchange 2008).

ويلعب السوق المالي في الأردن دوراً محورياً في عملية التنمية الاقتصادية، والاستغلال الأمثل للموارد المتاحة، ويكون ذلك من خلال جذب واستقطاب الأموال واستغلالها بالشكل الفاعل، من خلال الاستثمارات التي يتم توظيفها لتحقيق عائد أفضل للأفراد.

ويضم السوق المالي في الأردن مؤسسات عديدة تصنف إلى مجموعتين، أما المجموعة الأولى فهي المجموعة المصرفية وتضم البنوك المتخصصة، وبنوك الاستثمار والأعمال وبنوك الاستثمار الوطنية، وكذلك المجموعة غير المصرفية وتضم شركات التأمين ومؤسسات التأمين الاجتماعية وصناديق التأمين والادخار. وتنقسم السوق المالية في الأردن إلى سوقين، السوق الأولية والسوق الثانوية (البورصة)، والتي يتم من خلالها بيع وشراء الأوراق المالية بعد انتهاء عمليتي الإصدار والاكتتاب.

وتلعب الأسهم دوراً مهماً في السوق المالي، حيث يتوقف نشاط السوق المالي على حجم تداول الأسهم وسعر السهم السوقي وقدرة المستثمرين على الاستثمار في هذه الأسهم، وكذلك قدرة السوق المالي على تلبية احتياجات الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي، مما يوفر البيئة التي يمكن من خلالها استمرار العمل في السوق المالي. وتتباين أعداد الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي، من سنة إلى أخرى، وهذا عائد إلى عدة اعتبارات قد تعزى إلى عدد المستثمرين أو نشاط السوق المالي أو أسعار الأسهم أو غير ذلك مما يبرر الحاجة إلى وجود مثل هذه الدراسة لمعرفة العوامل المحددة لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي.

ويعد القطاع الصناعي من أهم القطاعات الإنتاجية في تحقيق التنمية الاقتصادية في الأردن ومن أهم القطاعات المدرجة في بورصة عمان حيث بلغ عدد الشركات الصناعية المدرجة أسهمها للتداول في بورصة عمان في نهاية العام (2006)، (83) شركة من أصل (237) شركة أي ما نسبته 35% من الشركات المساهمة (مركز إيداع الأوراق المالية، التقرير السنوي، 2006).

كما بلغ عدد الأسهم المتداولة في هذا القطاع خلال العام (2006) في بورصة عمان (999.325.671) سهماً، ويعبر سعر السهم عن القيمة السوقية للسهم في السوق المالي خلال فترة زمنية ولعل هذه القيمة تعكس إلى حد كبير المركز المالي للشركة وقدرتها على تحقيق الأرباح وكذلك تعكس مستوى النجاح والنمو الذي حققته الشركة (الدبي، أبو نصار، 2000).

قد أشارت العديد من الدراسات إلى وجود الكثير من العوامل التي تؤثر في تحديد أسعار الأسهم المدرجة في السوق المالي ومن بين هذه الدراسات دراسة (الزعيبي، 1999)، التي حاولت البحث في العوامل الاقتصادية الكلية المؤثرة في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي، وكذلك دراسة (الخوري وبالقاسم، 2006)، التي بحثت تأثير توقيت الإفصاح عن القوائم المالية على أسعار الأسهم وحجم التداول في الشركات المساهمة العامة الأردنية، وكذلك جاءت دراسة (عبد الله، 1995)، التي بحثت في العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في السعودية.

تلعب الأسواق المالية دوراً محورياً وهاماً في التنمية الاقتصادية، فهي تمثل نقطة الالتقاء بين الأفراد والمؤسسات من خلال توجيه المدخرات نحو الاستثمار التي تسهم في التنمية الاقتصادية للدولة.

وتأتي هذه الدراسة في محاولة الكشف عن الأثر الذي تحدثه العوامل المالية بالنسبة للشركة في تحديد أسعار أسهمها في السوق المالي بحيث يتم تطبيق هذه الدراسة على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. مشكلة الدراسة:

نتيجة للأهمية التي يعكسها سعر السهم في السوق كمؤشر حول المركز المالي للشركة وقدرته على التنبؤ بالأرباح المستقبلية وفقاً لما أشارت إليه الكثير من الدراسات (حداد، 2002)، لذلك سعت الكثير من الدراسات إلى الإحاطة بالعوامل المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم (مثل: دخل السهم، والأرباح الموزعة، والعائد على حقوق الملكية، والعائد على إجمالي الموجودات، ورافعة التمويل، ورافعة التشغيل والمساهمة الحكومية)؛ وتوصلت إلى وجود تأثير للعوامل الاقتصادية الكلية، والأرباح المحاسبية وبعض العوامل الأخرى وقدمت الكثير من النماذج في أسواق مختلفة في العالم حول العوامل المحددة للأسعار السوقية للأسهم.



وبالرغم من الدور المحوري الذي يلعبه سوق المال بقسميه السوق الأولي والسوق الثانوي (البورصة)، إلا أن الرؤية ما تزال غير واضحة في حجم الاستثمارات التي يقوم بها السوق، وقدرة السوق على جذب الاستثمارات المالية الأجنبية، ومدى فاعلية السوق في توافر التمويل وكذلك السيولة التي تحتاجها الشركات المساهمة لتمويل مشروعاتها الحيوية في إطار سعيها إلى دفع عجلة الاقتصاد والتنمية الاقتصادية، كما لوحظ عدم وجود رؤية واضحة فيما يتعلق بالأسهم وما هي العوامل المحددة لأسعارها، حيث يلعب سعر السهم السوقي عاملاً مهماً في عملية جذب الاستثمارات وتوجيهها بطريقة فاعلة بما يتلاءم ومتطلبات التنمية الاقتصادية.

ويعاني الأردن كغيره من الدول النامية من مشكلة انخفاض مستوى المدخرات المحلية الذي ينعكس على مستوى الاستثمار المباشر وغير المباشر (الخوري وبالقاسم، 2006). وبما أن الأسواق المالية تلعب دوراً هاماً في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات غير المباشرة وتوافر التمويل والسيولة للشركات المساهمة وجذب الاستثمارات الأجنبية، فإن معرفة العوامل المالية المحددة لأسعار أسهم الشركات وكذلك القيمة السوقية للأسهم وعدد المستثمرين يعد أمراً ضرورياً.

لذلك تتمثل مشكلة هذه الدراسة في التعرف على العوامل المالية المؤثرة في القيمة السوقية للسهم في الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة.  
عناصر مشكلة الدراسة:

تتمثل مشكلة هذه الدراسة في الإجابة عن التساؤلات الآتية:

1. هل تؤثر عوامل (دخل السهم، والأرباح الموزعة، والعائد على حقوق الملكية، والعائد على إجمالي الموجودات، ورافعة التمويل، ورافعة التشغيل المساهمة الحكومية) في القيمة السوقية للسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية؟
2. ما هو حجم تأثير العوامل المؤثرة من هذه العوامل وكيف يمكن ترتيبها حسب الأهمية التأثيرية في القيمة السوقية للسهم؟
3. ما هي الأساليب التي يجب إتباعها للتقليل من تأثير هذه العوامل على سعر السهم؛ بحيث تسهم في زيادة الطلب على أسهمها وبالتالي الإسهام في رفع القيمة السوقية لتلك الأسهم.  
أهمية الدراسة:

تبرز أهمية الدراسة من النقاط التالية:

1. تتبع أهمية الدراسة من خلال محاولتها تحديد العوامل المحددة لأسعار الأسهم ومدى أهمية وجود هذه العوامل في تحديد القيمة السوقية للسهم، حيث إن ذلك من شأنه أن يوضح الآلية التي يتم من خلالها جذب الاستثمارات وتعظيم القيمة السوقية للسهم.
2. كما وتبرز أهمية هذه الدراسة من أهمية الشركات التي نبحت فيها، حيث إن القطاع الصناعي ذو أهمية بالغة في الاقتصاد الوطني وهذه الدراسة تحاول تعزيز الاستثمار غير المباشر في هذا القطاع وتوجيه المدخرات نحوه؛ الأمر الذي يعزز القطاع الصناعي ودوره في الاقتصاد الوطني.

بالإضافة إلى ذلك، فإن هذه الدراسة سعت إلى تقديم توصيات من شأنها إتاحة معلومات عن أسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة في بورصة عمان والسوق المالي، وبالتالي زياده التداول على أسهمها الأمر الذي يعكس أهميتها في تعزيز الاقتصاد الوطني.

3. وسعت هذه الدراسة إلى بيان أهمية البيانات والمعلومات الحالية المنشورة في تعزيز قرارات الاستثمار في الشركات من خلال شراء أسهمها المدرجة في السوق المالي الأمر الذي يعكس أهميتها في تعزيز الوعي الاستثماري لدى الأفراد والشركات في المجتمع.

4. كما وتنبع أهمية هذه الدراسة من محاولتها تعزيز التوجيه نحو الاستثمار غير المباشر في السوق المالي، فهي تحاول توفير بعض المعلومات التي تخدم كلاً من المستثمر والشركات.

5. كما تنبع أهمية هذه الدراسة من أهمية الاستثمار في الأسواق المالية ودورها في تعزيز الاقتصاد الوطني.

6. إتاحة معلومات تساعد المستثمر الفردي أو المؤسسي على بناء المحافظ الاستثمارية على أسس علمية.

7. كما تنبع أهميتها من أهمية الموضوع نفسه، إذ ندرت الدراسات حسب علم الباحث والتي بحثت في العوامل المالية المحدودة لأسعار الأسهم للشركات الصناعية المساهمة في سوق عمان المالي.

أهداف الدراسة:

هدفت الدراسة الحالية إلى التعرف على العوامل التي تؤخذ بالاعتبار عند تقييم الأسهم وتحديد أهم العوامل التي تؤثر في تحديد أسعار أسهم الشركات الصناعية المساهمة في المملكة الأردنية الهاشمية وكذلك تبيان مدى أهمية كل متغير على حدة في التأثير على أسعار الأسهم.

كما وتهدف الدراسة الحالية إلى تحقيق ما يلي:

1. التعرف على العوامل المالية المؤثرة في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة.
2. التعرف على حجم التأثير الكلي لهذه العوامل في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية.
3. تقديم بعض التوصيات للمستثمرين وأصحاب القرار في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، والتي من شأنها تعزيز الطلب على الأسهم المدرجة في السوق المالي وبالتالي زيادة أسعارها.
4. تحديد فيما إذا كان ارتفاع أو انخفاض سعر السهم يزيد من حجم الاستثمارات في السوق المالي وارتباط ذلك كله بالاقتصاد الوطني ودفع عجلة التنمية إلى الأمام.
5. ستسهم هذه الدراسة في تحسين منهجية الدراسات الميدانية في هذا الخصوص، إذ ستبين بالاختبار والتحقق الإحصائي ما إذا كان اختلاف مقياس الأرباح المستخدم في وصف العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية يؤثر على قوة الأرباح التفسيرية لعوائد الأسهم.
6. من المتوقع أن تخدم نتائج هذه الدراسة مستخدمي التقارير المالية، على وجه الخصوص المحللون الماليون إذ يعتمدون كثيراً على حصة السهم من الأرباح في تحديد أسعار أسهم الشركات. فمعرفة قدرة هذا المتغير في تفسير التغير في أسعار الأسهم والوصف الأكثر تفسيراً للعلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية، سوف يمكنهم من تقليل نسبة الخطأ في تقديراتهم لأسعار أسهم الشركات.

فرضيات الدراسة:

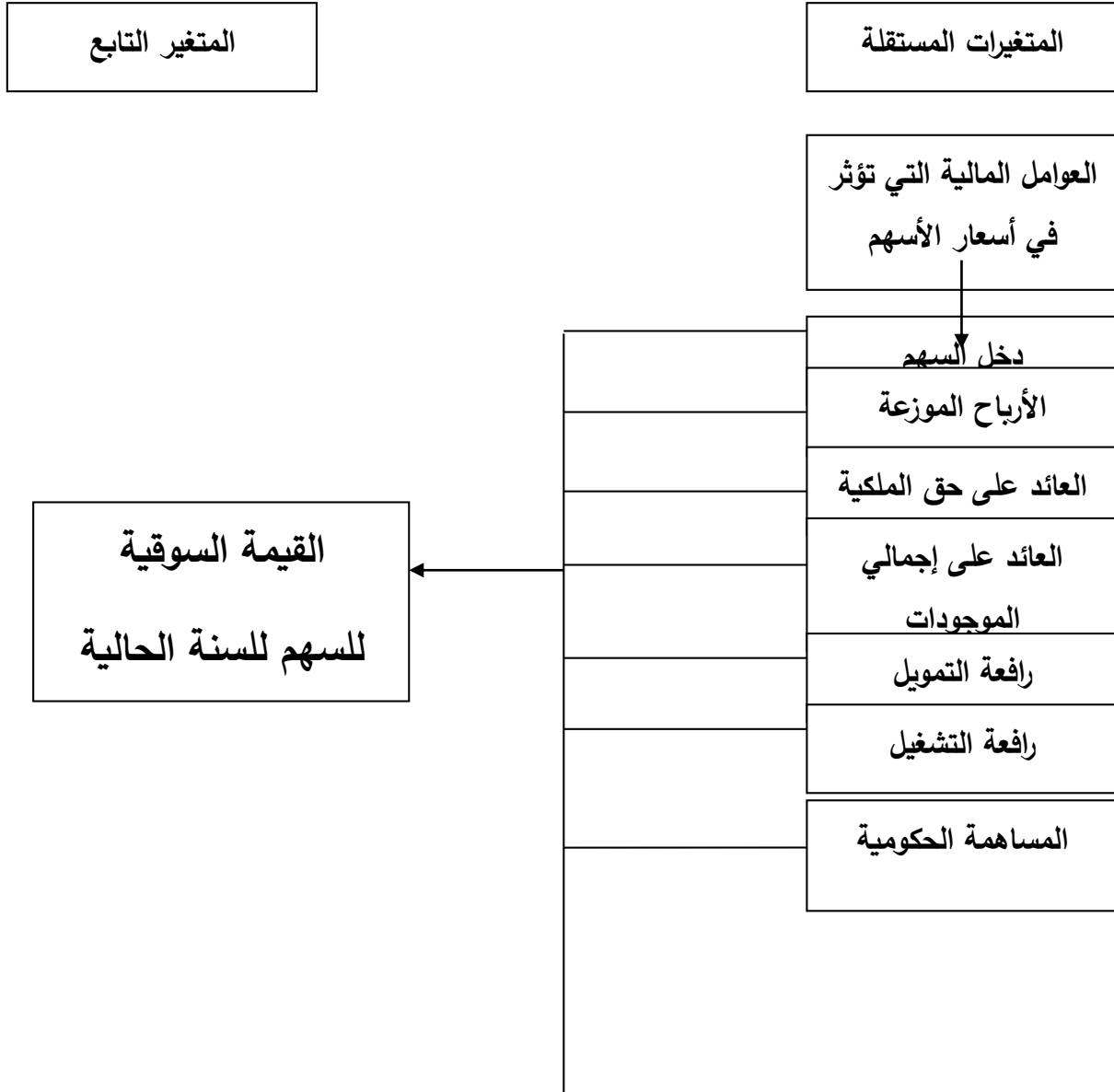
تفترض الدراسة ما يلي:

الفرضية الرئيسة الأولى:

لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية للعوامل المالية (دخل السهم، والأرباح الموزعة، والعائد على حقوق الملكية، والعائد على إجمالي الموجودات، ورافعة التمويل، ورافعة التشغيل والمساهمة الحكومية) للسنة الماضية في القيمة السوقية للسهم في السنة الحالية.

وتتفرع عن هذه الفرضية الفرعية التالية:

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين دخل السهم للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح الموزعة للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على إجمالي الموجودات للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين رافعة التمويل للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين رافعة التشغيل للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مساهمة الحكومة في السنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.



## التعريفات الإجرائية:

- 1- الأرباح الموزعة: هي الجزء من الأرباح الذي يوزع على المساهمين، أي بعبارة أخرى تقسيم الأرباح التي تحققها الشركة إلى أرباح تستبقى لأغراض الاستثمار والتشغيل وأرباح توزع على المساهمين (هواري، 1985: 180).
- 2- دخل السهم: هو الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية، وإمكانية وجود أرباح تصفية كذلك (Block & Hirt & Geoffrey, 1999, p. 21).
- 3- القيمة السوقية للسهم: القيمة السوقية وهي القيمة التي تمثل سعر السهم في سوق الأوراق المالية. ويتحقق العائد للسهم من توزيعات الإرباح النقدية أو غير النقدية والأرباح الرأسمالية وهي التي تتحقق نتيجة التغير في السعر السوقي للسهم يوم الشراء عنه في يوم البيع". (هيئه الأوراق الماليه- WWW.jsc.gov.jo)
- 4- العائد على حق الملكية: هو النسبة التي يحصل عليها المساهمون مقابل راس المال المستثمر في الشركة (عبد الله، 1995).
- العائد على حق الملكية = صافي الأرباح ÷ حقوق الملكية.
- 5- العائد على إجمالي الموجودات: معدل العائد الذي تحققه الشركة على جميع الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل إضافة إلى الموجودات الثابتة (عبد الله، 1995).
- العائد على إجمالي الموجودات = صافي الربح ÷ إجمالي الموجودات.
- 6- رافعة التمويل: الرافعة المالية هي عبارة عن استخدام القروض في الهيكل المالي، مما يؤدي إلى تعظيم العائد على حقوق الملكية، وذلك لأن الاقتراض مصدر تمويل رخيص نسبياً (الميداني، 2004: 599).
- الرافعة المالية = مجموع الديون ÷ حقوق الملكية
- 7- رافعة التشغيل (Operational Leverage): نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول وهو مقياس للكثافة الرأسمالية للشركة.
- الرافعة التشغيلية = الاصول الثابتة ÷ إجمالي الأصول
- 8- المساهمة الحكومية: متغير صوري يكون مساوياً للواحد الصحيح في حالة المساهمة الحكومية في الشركات المساهمة ومساوياً للصفر في حالة عدم مساهمتها. (عبد الله، 1995).

## الفصل الثاني

### الإطار النظري للدراسة

يستعرض الباحث فيما يلي الإطار النظري المتعلق بموضوع الدراسة بالرجوع إلى الأدب السابق، ثم إبراز جملة من الدراسات السابقة ذات الصلة، وكما يلي:  
أولاً: الإطار النظري:

فيما يلي يستعرض الباحث الإطار النظري بالرجوع إلى الأدب السابق، وكما يلي:

مقدمة:

يعد توافر مصادر الأموال اللازمة للقيام بالعمليات المختلفة في الشركات من أهم الأمور التي يجب التركيز عليها عند نشوء فكرة تأسيس أية شركة مهما بلغ حجمها، ومهما كانت طبيعة أعمالها. لذا يعد التحدي الذي تواجهه الشركات خاصة الكبيرة منها هو الوصول إلى المزيج الأمثل من بين جميع مصادر التمويل المتاحة سواء مصادر التمويل الطويلة الأجل منها أم القصيرة الأجل (Long or Short Term). وبالتالي فإن من ضرورات القيام بهذه المهمة هو وجود إدارة مالية ذات كفاءة عالية (الراوي وآخرون، 2002: 11). ومن الأسئلة الأساسية والمهمة التي تطرح عند تمويل أي شركة هو كيف للشركة أن تختار مصادر تمويلها المناسبة التي من خلالها تزيد استثماراتها؟ وبالتالي فإنه على هذه الشركات عند اختيار أي مصدر تمويل أن تنظر إلى كلفة ومدى توافر كل مصدر من هذه المصادر (Berk & Demarzo, 2007, PP. 426-427). ومن هنا تبرز أهمية قدرة الإدارة المالية في الشركات الصناعية على الاختيار والمزج بين جميع هذه المصادر، آخذة بعين الاعتبار مزايا وعيوب وكلفة ومدى توافر كل مصدر من هذه المصادر مع إمكانية الاستغلال الأمثل لمصدر التمويل الذي تم اختياره، بحيث ينعكس أثره على القيمة السوقية للشركة مما يعظم ثروة حملة الأسهم في الشركة وهو الهدف الأساس للإدارة المالية بالشركة. وتهدف المنشآت على اختلاف أنشطتها إلى النمو والربحية، وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين لديها من خلال زيادة أسعار أسهمها بالسوق المالي. ويعتبر سوق الأوراق المالية مؤشراً على نجاح العديد من الوحدات الاقتصادية التي يجب عليها أن تأخذ بنظر الاعتبار القرارات التي يتخذها المساهمون لديها إذا ما أرادت رفع أسعار أسهمها بالسوق وبالتالي رفع قيمة الشركة. ومن المعروف أن سعر السهم السوقي يتأثر بعدد من العوامل؛ لعل من أهمها عامل الأرباح المتحققة، والتي يجب عدم إغفالها عند تقييم أداء هذه الوحدات. إضافة إلى ذلك فإن إدارة تلك الوحدات الاقتصادية تمتلك صلاحيات واسعة لا تتعلق فقط بقرارات الاستخدام وتسعير الإنتاج والعلاقة مع المستهلكين، وإنما أيضاً صلاحيات تتعلق باختيار بدائل استخدام الموجودات في الوحدة.

وعلى ضوء ذلك فإن القياس المالي الذي يجب أن يتم لتقييم أداء تلك الوحدات، يجب أن يرتبط بالأرباح المتحققة التي تقارن مع مستوى استخدام الموجودات المستثمرة لكي يتم التقرير عما إذا كانت هذه الأرباح المتحققة كافية بالنسبة لرأس المال المستثمر فيها أم لا (نور والسبتي، 2002).

وبطبيعة الحال فإن هناك عدداً كبيراً من مقاييس الأداء المحاسبية المستخدمة لقياس الأرباح وتقييم الوحدات الاقتصادية، من أكثرها شيوعاً في الاستخدام في العديد من الوحدات: العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية والعائد على السهم ونصيب السهم من التدفقات النقدية التشغيلية. وقد ظهرت مقاييس أخرى أكثر دقة وموضوعية في تقييم الأداء مثل القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، والتي اكتسبت شهرة كبيرة كمؤشرات لقياس أداء الوحدات الاقتصادية، والتي يركز عليها المستثمرون كثيراً عند قيامهم باتخاذ قراراتهم الاستثمارية. فهذه المقاييس يمكن الاعتماد عليها في كثير من الحالات وخاصة تلك المتعلقة بتقييم أداء المديرين، حيث إنه من المظاهر المعروفة عن مشكلة الوكالة، هي عدم قدرة الإدارة على الاستخدام الأمثل لأصول الشركة من أجل زيادة ثروة المساهمين، حيث لا يتناسب حجم الإنفاق الرأسمالي الكبير مع القيمة الحقيقية لتلك الموجودات. وهذا ما يعرف بالاستثمار الزائد. وسبب هذه المشكلة هو القصور في نظام المكافآت الذي يجعل الإدارة تركز على الأرباح والحصة السوقية فقط، وذلك عن طريق الزيادة في الإنفاق الرأسمالي، حتى ولو كان ذلك على حساب ثروة الملاك، حيث إن استخدام مقاييس الأرباح والحصة السوقية كأساس لمكافآت الإدارة يغفل تكلفة الإنفاق الرأسمالي (الخلايلة، 1999).

كما أن بعض الوحدات الاقتصادية تعتمد على نسب العائد مثل العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية في نظام المكافآت، وقد أشار (Bacidore & Thakor, 1997) إلى أن مثل هذا النظام يؤدي إلى التقليل من فرص الاستثمار.

ويرى (Dierks & Patel, 1997) بأن الشركات التي تتبنى المقاييس الاقتصادية لتقييم الأداء، مثل القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة يمكنها الاعتماد على هذه المقاييس في اتخاذ قرارات إستراتيجية مثل شراء أصول أو دخول أسواق جديدة أو قرارات تتعلق بالنواحي التشغيلية، وبالتالي تعتبر المقاييس الاقتصادية للأداء البديل الأفضل لكونها تساعد على زيادة عوائد الأسهم من خلال المساعدة على زيادة مستوى الأرباح مع ثبات كمية رأس المال واستثمار رأسمال إضافي في مشاريع تكون عوائدها أكبر من تكلفة رأس المال.

ونتيجة لأن بعض الباحثين مثل (Makelainen, 1998) و(Dierks & Patel, 1997) و(Byrne, 1999) قد اتفقوا على أن مقاييس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) يقيس أداء الوحدة على المدى القصير ولا يأخذ باعتباره فرص النمو المستقبلية مما قد يؤدي إلى أن تكون قيمة هذا المقياس مضللة ولا تعبر عن الواقع، وذلك بسبب عدم قدرة الأرباح على تغطية رأس المال الكبير، وخاصة في بداية عمر المشروع، الأمر الذي استدعى من الباحثين ضرورة استخدام مقياس القيمة السوقية المضافة (MVA) جنباً إلى جنب مع القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) عند تقييم أداء الوحدة، وذلك لأن القيمة السوقية المضافة تأخذ بعين الاعتبار عند قياسها التوقعات المستقبلية.

فقد أشار (Makelainen, 1998) إلى قيام شركة ستيرن ستيرت بتطوير مقياس آخر للأداء، إضافة إلى مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، أسمته القيمة السوقية المضافة. وهو يمثل الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال المستثمر، ويستخدم هذا المقياس لتقييم أداء الوحدة منذ إنشائها. وتكون قيمة هذا المقياس موجبة عندما تتجاوز القيم السوقية لإجمال حقوق الملكية قيمتها الدفترية. وتكون سالبة إذا حدث العكس. حيث تدل قيمة (MVA) الموجبة على أن قيمة الوحدة في السوق قد تطورت خلال الفترة التي مرت بها الشركة، أما قيمة (MVA) السالبة فتدل على أن قيمة الشركة في السوق قد هبطت خلال الفترة التي مرت بها الشركة، أما إذا كانت قيم (MVA) تساوي صفرًا، فهذا يدل على عدم وجود أي تغيير في قيمة الوحدة في السوق.

وأكد (Ehrbar, 1998) على إمكانية استخدام هذا المقياس لمقارنة أداء الشركات في قطاعات صناعية مختلفة. حيث يمكن عن طريق هذا المقياس مقارنة أداء شركة صناعية مع أخرى خدمية أو بنك. فهذا المقياس معدل بالنسبة للمخاطرة، وذلك لأن القيمة السوقية للشركة تتضمن نتيجة موازنة المستثمر بين الأداء والمخاطرة.

وأوضح (Grant, 1996) العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) من خلال دراسة مقدره الأولى على تفسير التذبذب الحاصل في الثانية من خلال الاعتماد على نماذج الانحدار البسيط. وقد استنتج أن ما نسبته (31.6%) من التذبذب الحاصل في (MVA) يمكن تفسيره عن طريق (EVA) وذلك من خلال علاقة كل منهما برأس المال.

وفي كثير من الأدبيات التي تناولت خطط الحوافز للمديرين، كان هناك جدل حول مؤشرات الأداء التي يفترض استخدامها لتكون أساساً لتقييم المديرين وتحديد مكافآتهم وخاصة فيما يتعلق بالمقاييس المحاسبية للأداء ومدى ملاءمتها لتقييم أداء المديرين وبالتالي أداء المنشآت بشكل عام. فاختيار المقياس المناسب لتقييم الأداء يرتبط مع الهدف الأساسي للمنشأة بشكل عام وهو تعظيم ثروة الملاك.

كما وتشكل أسواق الأوراق المالية بتنظيماتها المختلفة - الأولية منها والثانوية - ركناً أساسياً من أركان هيكل القطاع المالي في أي اقتصاد يقوم على أساس التعامل الحر ويدرك أهمية تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات من خلال أدوات مالية متنوعة الأشكال تصدر عن المشاريع المختلفة. إذ إن هذه الأدوات تيسر - قيام المشاريع، وتحقق توسعها بأن توفر لها عنصراً ضرورياً ومهماً من عناصر الإنتاج وهو المال. ومن المعروف أن نجاح هذه المشاريع في الوصول إلى أهدافها بكفاية وكفاءة يؤدي إلى دفع عجلة النمو الاقتصادي والاستغلال الأمثل للموارد المتاحة.



تقدير القيمة الحقيقية للأسهم العادية:

تعرف الحقيقة بأنها الواقع الذي يعرف بالملاحظة والتجربة أو غير ذلك من وسائل التحقق، أو الشيء الذي يمكن إثباته أو البرهنة عليه ليعني شيئاً واحداً في جميع الأحوال، كما تتصف الحقيقة بأنها لا تكون غامضة، أو أن لها قيمة نسبية كالجيد والرديء والمرتفع والمنخفض، ولكنها تعني الشيء نفسه لجميع الأفراد (شلتوت، 1995: 114).

وتعرف القيمة الحقيقية (Intrinsic Value) بالنسبة للأسهم بأنها تلك القيمة التي تبرزها الحقائق الثابتة بالنسبة للشركات مثل موجوداتها وأرباحها وتوزيعاتها النقدية وغيرها، وهذه الحقائق تتغير من فترة إلى أخرى، ويطلق عليها أيضاً بالقيمة المحورية أو المركزية على اعتبار أنها المركز الذي تدور حوله الأسعار السوقية، بمعنى أن سعر السهم السوقى وقيمتة الحقيقية مفهومان يتداخلان وكلما اقترب الواحد من الآخر تميز السوق بالكفاءة (أبو جابر، 1989: 104).

العوامل المؤثرة في تقدير القيمة الحقيقية للأسهم العادية:

حتى يتمكن المستثمرون والمحللون من تقدير القيمة الحقيقية لسهم منشأة معينة، فلا بد لهم من أخذ العوامل التالية بعين الاعتبار، وهذه العوامل هي: (أبو جابر، 1989: 104)

1. مستوى القوة الإيرادية (Earning Power): للشركة والربحية التي تحققها من تشغيل أصولها، والتي غالباً ما تختلف عن الأرباح المعلنة والتي تتأثر بعمليات مؤقتة وعابرة وغير تشغيلية، والتوقعات المستقبلية لاتجاه النمو في مستوى القدرة الإيرادية.
2. الأرباح النقدية الموزعة (Dividends): والتي تعتمد على سياسة المنشأة تجاه الأرباح المتحققة فيها، سواء بتوزيعها كاملة أو توزيع جزء منها والاحتفاظ بالجزء الآخر لتمويل أنشطتها وتوسعاتها.
3. مدى الاستقرار الذي تتميز به العوامل المؤثرة على نوعية وحجم القيمة الاقتصادية للمنشأة في المستقبل. ويعتمد تقدير القيمة الحقيقية للسهم والتي ينبغي أن يكون عليها سعره، على نموذجين أساسيين هما:

• نموذج خصم التوزيعات النقدية (Dividends Discount Model).

• نموذج مضاعف الربحية (Earnings Multiplier Model).

نموذج خصم التوزيعات النقدية (Dividends Discount Model).

إن قيمة أي أصل من الأصول الحقيقية أو الأصول المالية تحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية التي يتوقع أن يحققها الأصل في المستقبل، فالقيمة السوقية للسهم تتمثل في القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية، وحيث إن الأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق معين فإن التدفقات النقدية المتوقعة سوف تتمثل فقط في التوزيعات التي يحصل عليها مالك السهم (الحناوي، 2000: 196).

ويقوم هذا النموذج على أساس أن القيمة الحقيقية للسهم ينبغي لها أن تساوي القيمة الحالية للعوائد المتوقع تولدها نتيجة ملكية ذلك السهم، وهذه العوائد تتمثل بالتوزيعات المتوقعة والتي عادة ما تتم مقارنتها بالسعر الذي يجري عليه التعامل، وذلك للوقوف على ما إذا كان السهم يباع بسعر أعلى أو أقل مما ينبغي (هندي، 1999: 408-417).

ويتمثل النموذج العام لخصم التوزيعات بالمعادلة التالية:

$$V = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty}$$

$$= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t} \dots\dots\dots(1)$$

حيث أن:

V: القيمة الحقيقية للسهم الآن، وتمثل القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة في المستقبل.

$D_t$ : التوزيعات المتوقعة في نهاية كل سنة.

K: معدل العائد الذي يطلبه المستثمر.

ويقوم هذا النموذج على فرض أن المنشأة مستمرة، وأنها ستقوم بالتوزيعات في نهاية كل سنة، ويمكن تقدير قيمة هذه المتغيرات لإيجاد القيمة الحقيقية للسهم حسب الآتي:  
(هندي، 1999: 410-412)

بالنسبة للتوزيعات المتوقعة (D) فهي تساوي الربحية المتوقعة للسهم مضروبة في نسبة التوزيعات، أما بالنسبة لمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمر فيمكن قياسه بالاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model) (CAPM)، والذي يوضح العلاقة بين العائد والمخاطرة باستخدام معامل بيتا كمقياس للمخاطرة. وفي هذا النموذج يتحدد معدل العائد المطلوب على الاستثمار الخطر من خلال إضافة علاوة المخاطرة إلى معدل الخالي من المخاطرة، وحسب المعادلة التالية:

$$K_i = K_f + B_i(K_m - K_f) \dots\dots\dots(2)$$

حيث أن:

$K_i$ : معدل العائد المطلوب على السهم i.

$K_f$ : معدل العائد خالي المخاطرة.

$B_i$ : معامل بيتا للسهم i.

$K_m$ : معدل العائد على محفظة السوق.

ويمكن احتساب معامل بيتا لسهم معين من خلال المعادلة التالية:

$$Beta_i = b_i = \frac{Covariance(K_i, K_m)}{Variance_m}$$

$$= \frac{\sigma_{im} \sigma_i \sigma_m}{\sigma_m^2} \dots \dots \dots (3)$$

حيث إن:

$\sigma_{im}$  : معامل الارتباط بين السهم i ومحفظة السوق.

$\sigma_i$  : الانحراف المعياري للسهم i.

$\sigma_m$  : الانحراف المعياري لمحفظة السوق (m).

ويمكن من خلال نموذج خصم التوزيعات (DDM) اشتقاق معادلات أخرى لتعكس حالة الأرباح التي يمكن للمنشأة توزيعها، ومنها:

القيمة الحقيقية للسهم في حالة ثبات الأرباح الموزعة:

في بعض الحالات فإن المستثمرين لا يتوقعون أن تتغير قيمة التوزيعات من سنة إلى أخرى، ويعتمد ذلك أيضاً على سياسة الشركة تجاه توزيع الأرباح من سنة إلى أخرى، فمنها من يعتمد سياسة توزيع نسبة ثابتة من أرباحها، وفي هذه الحالة فإن النموذج العام لخصم التوزيعات سيأخذ شكل المعادلة التالية:

$$V = \frac{D}{K} \dots \dots \dots (4)$$

القيمة الحقيقية للسهم في حالة التوزيعات ذات النمو الثابت:

في الحياة العملية فإن المستثمرين يتوقعون عادة أن تنمو التوزيعات لمعظم الشركات بمعدل ثابت يقترب من معدل نمو إجمالي الناتج القومي إن لم يتساو معه (حناوي، 2000: 199).

وفي هذه الحالة فإن التوزيعات المتوقعة في نهاية الفترة يمكن التوصل إليها من خلال المعادلة التالية:

$$D^t = D(1+g)^t \dots \dots \dots (5)$$

وعليه فإن النموذج العام سيأخذ شكل المعادلة التالية:

$$V = \frac{(1+g)^1}{(1+K)^1} + \frac{(1+g)^2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{(1+g)^\infty}{(1+K)^\infty}$$

$$= \frac{D_0(1+g)}{K-g}$$

وبما أن التوزيعات في نهاية السنة ( $D_1$ ) تساوي التوزيعات الحالية مضافاً إليها النمو فيها، بمعنى:

$$D_1 = D_0(1 + g)$$

فإن المعادلة السابقة تصبح على النحو التالي:

$$V = \frac{D_1}{K - g} \dots \dots \dots (6)$$

ويقوم هذا النموذج على فرض أن المنشأة مستمرة، وأنها ستقوم بالتوزيعات في نهاية كل سنة، وأن هذه التوزيعات ستنمو بمعدل ثابت، أن معدل العائد المطلوب دائماً أكبر من معدل النمو.

القيمة الحقيقية للسهم في حالة التوزيعات ذات النمو غير الثابت:

قد تختلف التوزيعات التي تقوم بها الشركة من سنة إلى أخرى تبعاً للعديد من العوامل المختلفة، منها ما يرتبط بدورة حياة الصناعة، ومنها ما يرتبط بمعدل النمو الاقتصادي وغيرها من العوامل، وفي هذه الحالة فإن النموذج العام سيأخذ شكل المعادلة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{D(1 + g_1) + (1 + g_2) + \dots + (1 + g_t)}{(1 + K)^t} + \frac{D_n(1 + g)}{k - g} \times \frac{1}{(1 + K)^n} \dots \dots \dots (7)$$

حيث إن  $(g_1)$ ،  $(g_2)$ ، و  $(g_t)$  تمثل نسب النمو غير الثابتة خلال فترة معروفة.

نموذج مضاعف الربحية: (Earning Multiplier Model)

وعادة ما يشار إليه بالنموذج العملي أو الواقعي (Pragmatic) والذي يعتمد عليه المحللون الأساسيون (Fundamentalists) (هندي، 1999: 199)، ويطلق على هذا النموذج أيضاً مضاعف الأرباح أو مضاعف سعر السهم أو معدل السعر إلى العائد (Price/Earnings Ratio (P/E))، ويعتبر هذا النموذج من أكثر النماذج شيوعاً في تقييم الأسهم، حيث إنه يبين عدد السنوات أو عدد مرات العائد الذي يمثله سعر السهم، بمعنى آخر عدد السنوات التي سوف ينتظرها المستثمر لكي يسترجع رأسماله الأصلي، وكلما ارتفعت الأرباح المتوقعة انخفضت هذه النسبة (أبو جابر، 1989: 138).

كما يمكن قياس هذه النسبة من خلال الأرباح المتحققة لآخر اثني عشر شهراً، بمعنى أن مضاعف سعر السهم يمثل نسبة سعر السهم إلى نصيب السهم من الأرباح المحققة، ويشير إلى عدد السنوات اللازمة لاسترداد القيمة السوقية للسهم (تركي، 1995: 267)، ويستخدم هذا المؤشر لتقييم مدى التضخم أو الانكماش الحادث في الأسعار السوقية للأسهم، وبالتالي يفيد في التنبؤ بحركة الأسعار، فكلما ارتفعت هذه النسبة لسهم معين عن النسب المعيارية للسوق كان ذلك دليلاً على احتمال هبوط حاد في سعر السهم والعكس بالعكس (مطر، 1993: 251). كما يخدم هذه النموذج المضارين بالأسهم في اختيار أسهم الشركات التي يضاربون عليها، فانخفاض هذا المؤشر يكون مشجعاً لهم على الشراء أملاً في تحقيق مكاسب رأسمالية، أما ارتفاعه عن المعيار السائد للصناعة يعتبر دليلاً على تضخم السعر السوقي

للسهم وبالتالي ارتفاع المخاطر في المضاربة، فبالإضافة إلى الافادة منه في تقييم القيمة السوقية للسهم يفيد في التنبؤ بالسعر المستقبلي له (مطر، 2000: 54). ويمكن احتساب المضاعف من خلال المعادلة التالي:

$$M = \frac{P_0}{EPS} \dots\dots\dots(8)$$

السعر السوقي للسهم  
مضاعف سعر السهم العادي (M) =  
عائد السهم العادي EPS

ويعتبر أحد الباحثين أن من أهم نقاط الضعف في استخدام هذا النموذج هو أن هذا النموذج لا يمكن من خلاله معرفة أن السهم يتم تداوله بسعر أقل أو أكبر من قيمته الحقيقية، إلا من خلال مقارنة قيمة المضاعف الحالية مع القيمة المعيارية له أو مقارنته مع قيم المضاعف التاريخية لذات السهم وعلى فترات مختلفة (Herbert & Mayo, 2000, P. 286).

لذلك يقترح أحد الباحثين ضرورة مقارنة قيمة المضاعف الحالية التي تم احتسابها على أساس الاثني عشر شهراً الماضية مثلاً مع المضاعف المعياري للسهم، كأن تتم مقارنته مع متوسط المضاعف لذات السهم خلال فترات ماضية أو مقارنته مع المتوسط التاريخي للمضاعف لأحد مؤشرات السوق، على أن يتم إعطاء وزن نسبي أكبر لقيمة المضاعف خلال الفترات الزمنية الماضية القريبة (Recent Past)، أو إيجاد المدى لمضاعف السهم ذاته أي أدنى قيمة وأقصى- قيمة وصل إليها خلال فترة ماضية ليتمكن المحلل أو المستثمر من الحكم على قيمة المضاعف الحالية (هندي، 1999: 417).

ويمكن من خلال هذا النموذج تقدير القيمة الحقيقية للسهم من خلال طريقتين، هما:  
الطريقة الأولى: على أساس الأرباح الفعلية المتحققة للسهم (EPS) خلال الاثني عشر شهراً الماضية، وبذلك تكون المعادلة التي تحتسب بها القيمة الحقيقية للسهم حسب الآتي:

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \text{المضاعف الحالي لسعر السهم} \times \text{حصة السهم من الأرباح للسنة الماضية}$$

الطريقة الثانية: على أساس الأرباح المستقبلية للسهم، وهي الطريقة التي يفضلها المحللون كونهم يهتمون بالمستقبل أكثر من اهتمامهم بالماضي (Strong, 2001, P. 160). وتستخدم هذه الطريقة للشركات التي ينتظر لها أن تحقق معدلات نمو للأرباح المستقبلية، ويتم من خلالها تقدير الأرباح المستقبلية التي ينتظر لها أن تحقق معدلات نمو للأرباح المستقبلية، ويتم من خلالها تقدير الأرباح المستقبلية التي يمكن للسهم تحقيقها ومن ثم خصمها بمعدل خصم مناسب وهو معدل العائد المطلوب كما هو في النموذج الأول (نموذج خصم التوزيعات).

فإذا كانت التوزيعات النقدية تساوي الأرباح المحققة مضروبة في نسبة التوزيعات، بمعنى:

$$(D_0=dE_0) \dots\dots\dots(9)$$

حيث (d) تمثل نسبة التوزيعات.

فإنه يمكن لنا باستخدام هذه المعادلة ونموذج خصم التوزيعات من بناء المعادلة التالية: ( Mayo, 2000, )

(P. 285-286)

$$V = \frac{dE_0(1+g)}{K-g} \dots\dots\dots(10)$$

وبقسمة طرفي المعادلة أعلاه على الأرباح المحققة ( $E_0$ ) فإنه يمكن لنا الحصول على المعادلة التالية:

(Mayo, 2000, P. 285-286)

$$\frac{V}{E_0} = \frac{d(1+g)}{K-g} \dots\dots\dots(11)$$

وفي هذه الحالة فإن ( $V/E_0$ ) تمثل قيمة المضاعف ( $P/E$ )، ولكن بالاعتماد على نسبة النمو في التوزيعات المستقبلية مخصومة بمعدل العائد المطلوب، بدلاً من الاعتماد على سعر السهم الحالي والأرباح المتحققة فعلاً في الماضي.

ويرى أحد الباحثين أن هذه النسبة ( $V/E_0$ )، لا يمكن احتسابها إلا للأسهم التي تقوم بتوزيع أرباح، أما النسبة ( $P/E$ )، فإنه يمكن احتسابها لجميع الأسهم سواء التي تقوم بتوزيع أرباح أو تقوم بالاحتفاظ بها، معتبراً ذلك من أهم نقاط الضعف لهذه الطريقة في تقدير القيمة الحقيقية للسهم (Mayo, 2000, P. 285-286).

وقد أثبتت الدراسات الأكاديمية أن الأسهم التي يتوقع لها أن تنمو في المستقبل عادة ما تكون نسبة ( $P/E$ ) لها أعلى من المتوسط، وهو ما تفضله إدارات معظم الشركات وذلك أن ارتفاع هذه النسبة تسمح لهم برفع رأس المال بسهولة وبدون الحاجة إلى بيع عدد كبير من الأسهم، في حين أن الأسهم التي تتمتع بنسبة ( $P/E$ ) منخفضة تكون أكثر جاذبية من غيرها، كون المستثمر يستطيع استعادة رأس المال المستثمر بأقل زمن ممكن.

العوامل المؤثرة في الهيكل المالي:

هنالك العديد من الاعتبارات والعوامل منها ما هو داخلي، ومنها ما هو خارجي يجب أخذها بالحسبان عند إقرار الهيكل المالي للشركة، حيث إن من الأمور الهامة في تحديد الهيكل المالي الوصول إلى درجة مناسبة في نسبة الأموال المقترضة ونسبة الأموال المملوكة، وذلك من أجل تخفيض الكلفة المرجحة للأموال والوصول إلى الهيكل المالي الأمثل، ومن هذه العوامل والاعتبارات التي تجب مراجعتها عند تحديد مزيج الهيكل المالي ما يلي:

1- معدل استقرار وهو المبيعات:

يمكن للشركة التي تتصف بنمو في قيمة مبيعاتها أن تعتمد على التمويل المقترض بدرجة أكبر، إذ من المتوقع أن يترتب على ذلك زيادة العوائد التي تمكنها من تسديد التزاماتها المالية بأقل درجة من الخطر، وذلك بعكس الحال إذا كانت المبيعات والإيرادات تتعرض إلى تقلبات مستمرة، حيث تجد الشركة صعوبة في دفع هذه الالتزامات

(Brigham & Ehrhardt, 2002, P. 648).

## 2- هيكل الموجودات:

تؤثر تركيبة الموجودات في طريقة التمويل، فالشركة التي تتميز بكثافة موجوداتها من الأصول الثابتة تفضل التمويل المقترض طويل الأجل، بينما تمتاز الشركات ذات رأس المال العامل الكثيف بالاعتماد على التمويل المقترض قصير الأجل (Brigham, 2002, P. 648).

## 3- درجة المنافسة:

استقرار أرباح الشركات يعتمد بالدرجة الأساس على درجة المنافسة التي تتعرض لها الشركات في سوق الصناعة، حيث كلما زادت درجة المنافسة التي تتعرض لها قل هامش الربح، وبالتالي تنحسر قدرة الشركة على الاقتراض، وذلك نتيجة انخفاض مقدراتها على خدمة الديون والتي من أحد مقاييسها عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة المدفوعة (الميداني، 2004: 620).

## 4- الملاءمة:

ويقصد بالملاءمة أن تكون الأموال مناسبة لمجال الاستخدام، فيجب أن تحدد الشركة أولاً الأصول أو مجال الاستخدام المستقر عليه، وبعد ذلك يتم تدبير الأموال بما يتناسب مع مجالات الاستخدام (الشحات، 2000: 176).

## 5- الخطر:

يقسم الخطر هنا إلى قسمين، هما:

أ- الخطر التشغيلي: وهو الخطر المرتبط بطبيعة النشاط والظروف الاقتصادية ودرجة المنافسة، حيث يتوجب على الشركة الاعتماد على رأسمالها في حالة ارتفاع المخاطر التشغيلية وعدم الاعتماد على القروض، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في إمكانية الشركة من خدمة ديونها، وقد تتعرض إلى الإفلاس إذا كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها المالية (Gitman, 2000, P. 450).

ب- الخطر التمويلي: ينتج عن زيادة الاعتماد على القروض في تمويل عمليات الشركة، ويؤدي هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين مما قد يعرض الشركة إلى الفشل في حالة عجزها عن السداد (الراوي وآخرون، 2002: 23).

## 6- التوقيت:

المقصود بالتوقيت هو تحديد الوقت المناسب للدخول إلى السوق من أجل الاقتراض، وذلك بأدنى كلفة ممكنة وأفضل شروط، ولكن حاجة الشركة إلى الأموال قد تلغي هذه النقطة أحياناً، ولكن في جميع الأحوال يجب على الشركة أن تكون قادرة على الإلمام بالأسواق المالية والأحداث المتوقعة (العصار وآخرون، 2001: 113-114).

## 7- المرونة:

والمقصود بالمرونة هو مقدرة الشركة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعاً للتغيرات الرئيسية في حاجتها إلى الأموال، أيضاً تعني المرونة تعدد البدائل المتاحة أمام الشركة في الحصول على الأموال، ويتيح توافر المرونة للشركة الأمور التالية: (عقل، 2000: 185)

يكون أمام الشركة حرية الاختيار من بين البدائل المتاحة لمصادر الأموال عندما تقرر التوسع أو الانكماش في مجموع الأموال المراد استخدامها.

• استخدام الأموال عند الحاجة.

• القدرة على المساومة مع مصادر الأموال.

الرافعة المالية (Financial Leverage):

1- المفهوم والأهمية:

الرافعة المالية هي عبارة عن استخدام القروض في الهيكل المالي، مما يؤدي إلى تعظيم العائد على حقوق الملكية، وذلك لأن الاقتراض مصدر تمويل رخيص نسبياً (الميداني، 2004: 599).

كما يمكن تعريف الرافعة المالية بأنها تمويل الشركة لموجوداتها عن طريق الاقتراض، وذلك لتنظيم معدل العائد المطلوب.

ويعد التمويل المقترض (الدين) أقل كلفة، وذلك بسبب الوفر الضريبي الناتج عن طرح الفائدة على الديون كنفقة الأمر الذي يؤدي بالنتيجة إلى تخفيض الربح الخاضع إلى الضريبة، حيث يؤثر في القيمة السوقية للشركة وهذا يؤدي إلى تعظيم العائد على حقوق الملكية (Biernat, 2001, P. 369).

ويتضمن التمويل بالدين التمويل المقترض طويل الأجل والتمويل المقترض قصير الأجل الذي يضم بدوره القروض قصيرة الأجل والحسابات الدائنة.

ومن هذا التقسيم يتبين أن التمويل بالاقتراض ينطوي على التزامات مالية تتمثل بالفوائد، حيث إن هذه الفوائد هي كلفة هذا النوع من مصادر التمويل.

وبما أن التمويل المقترض يتكون من التمويل طويل الأجل والذي يرمز له ( $D_L$ ) والتمويل قصير الأجل، ويرمز له بالرمز ( $D_S$ ) فإن معادلة التمويل المقترض تكون بالشكل التالي:

$$D_1 = D_L + D_S$$

ولقد حظي التمويل المقترض بالكثير من الاهتمام من قبل الباحثين، وذلك للأسباب التالية:

- أ- انخفاض كلفة التمويل المقترض مقارنة بكلفة التمويل الممتلك وبالتالي انخفاض كلفة الأموال المرجحة كلما زادت نسبة التمويل المقترض في الهيكل المالي.
- ب- سهولة احتساب وتقدير كلفة التمويل المقترض والمتمثلة بالفوائد.
- ج- تخصم الفوائد المدفوعة على القروض من الدخل الخاضع إلى الضريبة.
- د- ارتباط المخاطرة المالية بالتمويل المقترض، حيث إن استخدام الدين في الهيكل المالي يقابله ارتفاع معدل العائد على حقوق الملكية مما يترتب عليه زيادة في درجة مخاطر الشركة بمقدار المخاطرة الناتجة عن التمويل المقترض وهي المخاطرة المالية، الأمر الذي يستلزم تحديد المزيح التمويلي الأمثل الذي يوصل إلى التوازن بين العائد والمخاطرة (Shapiro & Balbierer, 2000, P. 464).



## 2- قياس الرافعة المالية:

هنالك مجموعة من النسب تستخدم في قياس الرافعة المالية، هي:  
(النعمي وآخرون، 2007: 102-103)

أولاً: نسبة الاقتراض:

هذه النسبة هي النسبة الرئيسية في قياس الرافعة المالية، وذلك لأنها تحدد المخاطر المالية، حيث إن ارتفاعها يدل على ارتفاع المخاطر المالية، وهي تبين مدى إسهام الدائنين في مجموع أموال الشركة، تحسب وفق الصيغة التالية:  
الرافعة المالية = التمويل المقترض / التمويل عن طريق حقوق الملكية  
ثانياً: نسبة التمويل قصير الأجل:

تقيس هذه النسبة مدى إسهام التمويل قصير الأجل في مجموع الأموال وتكمن أهميتها في تخفيض كلفة الأموال المرجحة وتقاس بالصيغة التالية:

الرافعة المالية = التمويل قصير الأجل / مجموع التمويل

ثالثاً: نسبة التمويل المقترض طويل الأجل:

احتساب هذه النسبة يفيد في تقدير كلفة الهيكل المالي، وتقاس الرافعة المالية وفق هذه النسبة حسب

الصيغة التالية:

الرافعة المالية = التمويل المقترض طويل الأجل / مجموع التمويل

3- درجة الرافعة المالية: (Degree of Financial Leverage (DFL):

تعرف درجة الرافعة المالية بأنها النسبة المئوية للتغير الحاصل في صافي الدخل مقسوم على النسبة المئوية للتغير الحاصل في الأرباح قبل الفائدة والضريبة (Callagher & Andrew, 2001, P. 333).

$$DF = \% \Delta NI / (\% \Delta EBIT)$$

حيث إن:

$\% \Delta NI$  : النسبة المئوية للتغير في الدخل.

$\% \Delta EBIT$  : النسبة المئوية للتغير الحاصل في الأرباح قبل الضريبة والفائدة.

يساعد هذا المقياس في تفسير التغير الذي يحدث في العائد على حقوق الملكية الناجم عن استخدام الرافعة المالية في الهيكل المالي، ففي حالة عدم استخدام الرافعة المالية فإن النسبة أعلاه تكون مساوية إلى واحد صحيح، وعند استخدام الرافعة المالية تزيد النسبة على الواحد صحيح، وهذه الزيادة تعني ارتفاع معدل العائد، وبالتالي فإن درجة الرافعة المالية تقيس معامل التعظيم العائد على حقوق الملكية (Biernet, 2001, PP. 369-370).

العائد السوقي للسهم:

ويمثل العائد السوقي الشهري المجمع عبر نافذة الدراسة السنوية (من 5/1 من العام t إلى 4/30 من العام

t+1) لكل شركة، ويعبر عنه رياضياً كما يلي:

$$CRET_{it} = \sum_{m=1}^{12} \frac{P_{im} - P_{i(m-1)} + D_{im}}{P_{i(m-1)}}$$

حيث:

$CRET_{it}$ : العائد السوقي الشهري المجمع (Cumulative Returns) عبر نافذة الدراسة السنوية (من 5/1 من العام t إلى 4/30 من العام t+1) للشركة i.

T: السنة.

m: الشهر، وبما أن عرض نافذة الدراسة السنوية اثنا عشر شهراً، فإن (m=1, 2, 3.....12)، حيث عندما تساوي (m) من (8-1) فإن ذلك يعني الأشهر التالية على التوالي من السنة (t) (أيار، وحزيران، وتموز، وآب، وأيلول، وتشرين أول، وتشرين ثاني، وكانون أول)، وعندما تساوي (m) من (9-12) فإن ذلك يعني الأشهر التالي على التوالي (كانون الثاني، وشباط، وآذار، ونيسان) من السنة (t+1).

$P_{im}$ : سعر الإغلاق لسهم الشركة i في الشهر m.

$P_{i(m-1)}$ : سعر الافتتاح لسهم الشركة i في الشهر m.

$D_{it}$ : مقدار التوزيعات النقدية للسهم الواحد للشركة i في السنة t.

المحددات المؤثرة على مدى ملاءمة الأرقام المحاسبية في تفسير العوائد السوقية للأسهم:

إن العوامل المحددة التي تم اختبار آثارها على مدى ملاءمة المتغيرات المحاسبية موضع الدراسة (الأرباح

المحاسبية، والتدفقات النقدية التشغيلية، والمستحقات المحاسبية، والتدفقات النقدية التمويلية، والتدفقات النقدية الاستثمارية) في تفسير العوائد السوقية للأسهم، هي:

1. طبيعة الأرباح المحاسبية (عابرة، أو مستقرة).
2. نمو ربحية الشركة (نمو عالٍ مقابل نمو منخفض أو عدم نمو).
3. حجم الشركة (شركات كبيرة الحجم مقابل شركات صغيرة الحجم).
4. التوزيعات النقدية (وجود توزيعات نقدية على المساهمين مقابل عدم وجود توزيعات).
5. جودة الأرباح المحاسبية (أرباح ذات جودة عالية مقابل أرباح ذات جودة منخفضة).
6. درجة الرفع المالي (شركات ذات رفع مالي عالٍ مقابل شركات ذات رفع مالي منخفض).

الأرباح المؤقتة أو العابرة والأرباح الدائمة: (Transitory and Permanent Earnings):

تمتاز الأرباح المحاسبية بأنها مؤقتة أو عابرة (Transitory) عند احتوائها على مكونات غير دائمة (مثل: الخسائر الناتجة عن إعادة الهيكلة، والأرباح الرأسمالية، والزيادة في القيمة السوقية، وأثر الفترة الواحدة على الدخل نتيجة التغيير في المبادئ المحاسبية)، أما الأرباح التي تمتاز بالديمومة (Permanence) فتمثل الأرباح المستقرة التي تتكرر باستمرار.

وقد أشارت دراسة (Cheng et al., 1996) إلى أنه في حالة احتواء الأرباح المحاسبية على بنود مؤقتة، فإن المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية من العمليات التشغيلية يزداد ويصبح أكثر ملاءمة في تفسير العوائد السوقية للأسهم، بينما تزداد ملاءمة الأرباح المحاسبية في تفسير العوائد السوقية للأسهم في حالة كون الأرباح المحاسبية مستقرة.

وأشار أولئك الباحثون إلى أن أحد أهم العوامل التي تدفع المديرين لإدارة الأرباح المحاسبية هو اعتماد عقود المكافآت، واتفاقيات الدين عليها، وأن إدارة الأرباح هذه تؤدي إلى التقليل من ملاءمة الأرباح المحاسبية في تفسير العوائد السوقية للأسهم، مما قد يؤدي إلى زيادة ملاءمة التدفقات النقدية التشغيلية.

ولأغراض تحديد مدى احتواء الأرباح المحاسبية على بنود مؤقتة فإن (Charitou et al., 2001)، أشاروا إلى أن الأرباح المحاسبية تحتوي على بنود مؤقتة عندما تكون القيمة المطلقة لنسبة الأرباح غير المتوقعة للسهم في الفترة إلى سعر السهم في بداية الفترة كبيرة، وقاسوا ذلك باستخدام الصيغة التالية:  $|\Delta E_{it} / P_{it-1}|$ ، حيث أن  $|\Delta E_{it} / P_{it-1}|$  تعني القيمة المطلقة للتغير في الأرباح المحاسبية للسهم الواحد للفترة (t) مقسومة على سعر السهم في بداية الفترة (t).

وأشار (Cheng et al., 1996) إلى أن المضمون المعلوماتي الإضافي للتدفقات النقدية التشغيلية يزداد مع زيادة البنود المؤقتة في الأرباح (أي مع تناقص ديمومة الأرباح). وبشكل محدد تمتاز أرباح الشركة (t) بالديمومة عندما تكون قيمة  $|\Delta E_{it} / P_{it-1}|$  أقل من الوسيط لبيانات كل الشركات في الصناعة، وبعدم الديمومة عندما تكون قيمة  $|\Delta E_{it} / P_{it-1}|$  أعلى من الوسيط لبيانات كل الشركات في الصناعة (Charitou et al., 2001).

والنقاط التالية تبين أثر كون الأرباح مؤقتة على مدى ملاءمتها في تفسير العوائد السوقية للأسهم:

1. يكمن مضمون الأرقام المحاسبية في الجزء غير المتوقع منها، وعند احتواء الأرباح المحاسبية على مكونات مؤقتة فإن هذا سيؤثر على دقة قياس الجزء غير المتوقع منها، وبالتالي تؤثر طبيعة الأرباح (المؤقتة) على مضمون الأرباح المحاسبية ومكوناتها من المعلومات.
2. إذا استشف المستثمرون وجود أرباح محاسبية مؤقتة فإن ذلك يوحي لهم بأن هناك تلاعبات إدارية في الأرقام المحاسبية مما قد يؤثر على ثقتهم بهذه الأرقام المحاسبية، وينعكس على مدى ملاءمتها في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

نمو الشركة (أثر نمو الأرباح): (Earning Growth):

أشارت دراسة (Charitou et al., 2001) إلى أن فرضية نمو الأرباح تنص على أن الشركة ذات النمو المرتفع في الأرباح تكون بيانات أرباحها المحاسبية وتدفقاتها النقدية أكثر ملاءمة في تفسير العائد السوقي لسهمها مقارنة بالشركة

ذات النمو المنخفض، وتستخدم نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية كمقياس للنمو في الأرباح؛ وذلك نتيجة لوجود علاقة ما بين قيمة الشركة ومدى قدرتها على دخول فرص استثمارية جديدة تحقق منها عوائد تفوق تكلفة رأس المال المستثمر، وتعتبر هذه الفرص الاستثمارية شكلاً من أشكال النمو، مما ينشئ انطباقاً لدى المستثمرين بأهمية الأرباح المحاسبية ككل، وبالجانب النقدي منها (التدفقات النقدية التشغيلية) بشكل خاص في تقييم مدى نجاح هذه الفرص الاستثمارية.

ويمكن تلخيص أثر نمو الأرباح كما يلي:

1. إن الشركات ذات النمو المرتفع في الأرباح ستكون لديها نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية على القيمة الدفترية لحقوق الملكية كبيرة، مما يخلق انطباقاً لدى المستثمرين بأن هناك ارتفاعاً في العوائد الحدية عن التكاليف الحدية للاستثمارات الجديدة، إضافة إلى ربحية الاستثمارات القائمة.
2. إن الشركات ذات النمو المرتفع ستدخل فرصاً استثمارية جديدة، وستكون أرباحها المحاسبية وتدفقاتها النقدية مؤشرات أساسية للمستثمرين لإدراك ذلك.

أثر حجم الشركة: (Firm's Size):

أشارت دراسة (Charitou et al., 2001) إلى أن فرضية الحجم تنص على أن الشركة ذات الحجم الصغير تكون أرباحها المحاسبية وتدفقاتها النقدية التشغيلية أكثر ملاءمة في تفسير العائد السوقي لسهمها مقارنة بالشركة ذات الحجم الكبير، ويعود ذلك إلى أن الشركة كبيرة الحجم تتسرب عنها معلومات أكثر تنعكس على سعر سهمها قبل نهاية الفترة، وكذلك فإن الشركات صغيرة الحجم تكون أكثر عرضة للتصفية من الشركات كبيرة الحجم مما يؤدي إلى زيادة ملاءمة أرباحها المحاسبية وتدفقاتها النقدية في تفسير العوائد السوقية لأسهمها.

ولقد افترض كل من (Vafeas et al., 1998) في دراستهم التي أجريت في تركيا أن الأرباح المحاسبية تكون أكثر معلوماتية للشركات صغيرة الحجم مقارنة بالشركات الكبيرة الحجم، بحجة ندرة مصادر المعلومات البديلة في حالة الشركة الصغيرة، وهذه الفرضية مطابقة لما توصلت إليه الدراسات في البيئة الأمريكية. إلا أن دراسة هؤلاء الباحثين توصلت إلى نتائج مغايرة. أي أنهم وجدوا أن أرباح الشركات كبيرة الحجم في تركيا أكثر معلوماتية من الشركات صغيرة الحجم، وبرروا نتيجتهم هذه بأن المستثمرين لديهم ثقة عالية بأن المعلومات المتعلقة بالشركات كبيرة الحجم تمتاز بدرجة عالية من المصداقية.

ومن المبررات التي تساق حول إمكانية زيادة ملاءمة الأرباح المحاسبية ومكوناتها في تفسير العوائد السوقية

لأسهم الشركات صغيرة الحجم ما يلي:

1. ندرة مصادر المعلومات البديلة عن الشركات الصغيرة مقارنة بالشركات الكبيرة والتي تكون معلوماتها متاحة بشكل واسع قبل إعلان القوائم المالية، ربما بسبب اهتمام المحللين الماليين ووسائل الإعلام بهذه الشركات مما يعزز وجود مصادر بديلة للمعلومات عوضاً عن تلك المحتواة في التقارير السنوية وقبل إعلانها.
2. تتعرض الشركات صغيرة الحجم إلى ضغوط المنافسة ومخاطر التصفية أكثر من الشركات الكبيرة، ولذلك فإن هناك اهتماماً كبيراً بأرباحها المحاسبية ومكونات هذه الأرباح كمؤشرات تصلح لأغراض اتخاذ القرارات الاستثمارية.

وجود توزيعات نقدية على المساهمين: (Cash Dividends):

بين (Miller & Modigliani, 1961) أن التوزيعات النقدية من الممكن أن تكون مؤشراً جيداً لتوقع الأرباح المستقبلية؛ حيث أنها تقدم معلومة للمستثمرين بأن هناك نقداً كافياً للقيام بعملية التوزيع. كما قدم (Lobo et al., 1986) دليلاً على أن الإعلان عن التوزيعات النقدية يعطي معلومات عن الأوضاع المستقبلية للشركة، وأن هذه المعلومات لا تكون متوافرة في الأرباح، والسبب في ذلك أن التوزيعات النقدية تعطي معلومات عن توافر سيولة كافية، وبالتالي سيهتم المستثمرون بالتدفقات النقدية التشغيلية بشكل أكبر من اهتمامهم بالأرباح المحاسبية. وبين كل من (Vafease et al., 1998) أن لسياسة التوزيع أثراً على طبيعة العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، ذلك لأن الأرباح المحاسبية والتوزيعات النقدية تمثل وسائل بديلة لنقل المعلومات إلى المستثمرين.

جودة الأرباح المحاسبية: (Earnings Quality):

بين (Carslaw & Mills, 1991) بأن أحد أهم أسباب الإفصاح عن قائمة التدفقات النقدية حسبما ورد في نشرة معايير المحاسبة المالية الأمريكية (SFAS NO. 95) "قائمة التدفقات النقدية" الصادرة عن (FASB: 1987) هو مساعدة المستخدمين في تحديد أسباب الاختلاف بين صافي الربح المحاسبي والربح النقدي، وأشاروا إلى أن وجود ذلك الاختلاف يعطي أساساً لتقييم جودة الأرباح المحاسبية، واستخدموا النسب التالية لقياس جودة الأرباح المحاسبية:

جودة الأرباح المحاسبية = التدفقات النقدية التشغيلية / الأرباح المحاسبية

وبين الوايل (1996) أن هناك مضموناً معلوماً إضافياً لقائمة التدفقات النقدية يتمثل في الدلالة على جودة الأرباح المحاسبية، حيث تتم قسمة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية على صافي الدخل كاختبار لجودة رقم الربح المحاسبي، فكلما زادت هذه النسبة زادت جودة رقم الربح، والعكس صحيح، وأشار إلى أن الشركات التي تكون فيها الأرباح مرتفعة والتدفقات النقدية التشغيلية منخفضة هي شركات تستخدم قواعد محاسبية مشكوكاً فيها. وبالاستناد إلى ذلك، يمكن أن نفترض أن الشركات التي تكون أرباحها المحاسبية ذات جودة عالية، تكون القوة التفسيرية لتدفقاتها النقدية قريبة من القوة التفسيرية لأرباحها المحاسبية المعدة على أساس الاستحقاق.

هيكل رأس المال / درجة الرفع المالي: (Capital Structure):

من العوامل التي تؤدي إلى اختلاف استجابة العائد السوقي للسهم لمقاييس الربح المحاسبي شكل هيكل رأس المال في الشركة، إذ أشار (Scott, 2003, P. 149) إلى أن معاملات الأرباح تكون أقل في حالة الشركات ذات الرفع المالي المرتفع، أي التي تتوسع في التمويل بالدين. كذلك قدمت مجموعة أخرى من الباحثين أدلة على أن هناك استجابة منخفضة لمعاملات مقاييس الربح المحاسبي للشركات التي تكون فيها نسبة الدين إلى الملكية مرتفعة (Dhaliwal et al., 1991).

وقد أشار (الخليلية، 1996: 157) إلى أن نسبة الدين إلى حقوق الملكية تعتبر مقياساً بديلاً لكل من نسبة الدين إلى إجمالي الأصول، ونسبة الدين طويل الأجل إلى إجمالي الأصول.

والآن، وبعد مناقشة المحددات آنفة الذكر (طبيعة الأرباح المحاسبية، ونمو ربحية الشركة، وحجم الشركة، ووجود توزيعات نقدية على المساهمين، وجودة الأرباح المحاسبية، ووجود رفع مالي عالٍ) فإنه لا بد من اختبار أثر هذه المحددات على مدى ملاءمة المتغيرات المحاسبية موضوع الدراسة في تفسير العوائد السوقية للأسهم، وبشكل يتناسق وفرضيات الدراسة لتقديم دليل عملي من واقع بيانات الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. علاقة المخاطرة النظامية بالرفع المالي:

تناولت بعض الدراسات العلاقة بين المخاطرة النظامية والرفع المالي فقط، سواء بشكل نظري أو تحليلي. وقد كان لدراسة (Hamada, 1969) الأسبقية بإلقاء الضوء على العلاقة بين المخاطرة والرفع المالي، وذلك من خلال صياغة العلاقة بين الرفع المالي والعائد المتوقع، حيث أثبت (Hamada) من خلال الاشتقاق الرياضي وجود علاقة موجبة بين الرفع المالي والعائد المتوقع، وبذلك وبناءً على العلاقة الطردية المتعارف عليها بين العائد والمخاطرة النظامية، فإن العلاقة أيضاً موجبة بين الرفع المالي والمخاطرة النظامية.

ولعل من الدراسات المباشرة التي يمكن اعتبارها حجر أساس بالنسبة لهذا الموضوع كانت دراستي (Hamada, 1972) و (Bowman, 1979)، والتي ارتكزت عليهما دراسة (Marston & Perry, 1996)، إلى جانب دراسات أخرى لاختبار علاقة المخاطرة النظامية بالرفع المالي. ثم أتت دراسة الخليلية (1998) بالتطبيق على البيئة الأردنية لدراسة تلك العلاقة.

بعد أن صاغ (Hamada, 1972) العلاقة بين كل من المخاطرة النظامية والرفع المالي من خلال نماذج رياضية تبين العلاقة بين هيكلية رأس المال في الشركات والمخاطرة النظامية للأسهم العادية، طبق هذا النموذج على (304) شركات أمريكية في الفترة ما بين (1948-1967) وكان الغرض الأساس من دراسته هو التأكد من ملاءمة نظريات (MM) (Modigliani & Miller) للواقع بحيث قام بمقارنة الشركات التي تستخدم الرفع المالي (Levered) من خلال الديون والأسهم الممتازة والشركات التي لا تستخدم الرفع المالي (Non-Levered). وبذلك، وبافتراض صحة نظرية (MM) الخاصة بتأثر ضريبة الشركات بمدى استخدامها الرفع المالي، فإن النتيجة الإجمالية أوضحت وجود علاقة إيجابية بين كل من الرفع المالي والمخاطرة النظامية، إذ إن الرفع المالي يفسر ما بين (21-24%) من مخاطرة الأسهم النظامية. وللغاية نفسها قام (Hamada) بتقسيم عينته البالغة (304) شركات إلى عشر صناعات مختلفة هي الأغذية وطعام الأطفال، والكيمائيات، والبترولييات، والمعادن الأولية، والآليات عدا الكهربييات، والآليات الكهربيية والمعدات، ومعدات النقل، والخدمات، والمخازن، ومجموعة متفرقة تضم ما لا ينتمي إلى أي من المجموعات المذكورة. وفق المرحلة الأولى من اختبار استثنى (Hamada) صناعتي المعادن الأولية والخدمات إلى جانب شركتين من المجموعة المتفرقة، وذلك بسبب التواء (Skewness) لتوزيع المتغيرات عن باقي المجموعات عند إجراء اختبارات المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للمخاطرة النظامية. وبإخضاع بيانات ما تبقى من العينة، والبالغة (250) شركة مقسمة إلى ثماني صناعات، لاختبار (Chi-Square)

تأكد الباحث من صحة نظريات (MM) أكثر من النظريات التقليدية على الرغم من أن النتائج لم توضح سبب اختلاف المخاطرة النظامية بين الصناعات المختلفة والتي تنتمي إلى طبقة مخاطرة (Risk-Class) مختلفة. وبذلك فإن هذه الدراسة من الدراسات التي أوضحت جانب اختلاف تأثير الصناعة بدرجة الرفع المالي حسب طبيعة الصناعة ونشاطها. وقد تطرق (Bowman, 1979) بشكل مباشر إلى العلاقة بين المخاطرة النظامية والرفع المالي في الشركات متخذاً نسبة الديون إلى حقوق الملكية (D/E Ratio) كمقياس لدرجة الرفع المالي. وقد جاءت نتيجة الاشتقاقات الرياضية متسقة مع نتائج دراسة (Hamada) ومفضية إلى وجود علاقة افتراضية، حسب معطيات النموذج الرياضي وبناءً على فرضيات (MM)، بين كل من المخاطرة النظامية (بيتا السوق) والرفع المالي. وتعتبر هذه الدراسة نظرية بحتة، حيث لم يقدّم الباحث بالتطبيق العملي للتأكد من نماذجه الرياضية، ولكنها مهدت لدراسات أخرى لإثبات مدى تطابق النظرية مع الواقع.

جاءت بعد ذلك دراسة (Marston & Perry, 1996) في مقارنة بين النظرية والواقع فيما يخص الجزء الضمني (Implied Penalties) للرفع المالي. وقد ارتكزت هذه الدراسة وبشكل كبير على دراسة (Hamada, 1972) التي تمّ التعرض لها سابقاً، وعلى دراسة أخرى لـ (Bowman) في العام (1980) باتخاذها النماذج التي تمّ التوصل إليها في هاتين الدراستين وتطبيقها على (1230) شركة غير مالية مدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) وقائمة بورصة (AMEX) للأوراق المالية في الفترة ما بين (1974-1988). وقد تمّ تقسيم العينة وفقاً لمستوى المخاطرة (Risk Class) بين الصناعات وحسب تقسيم (SIC) تارة إلى ست صناعات ذات الفئة الثنائية (Two-Digit) وتارة إلى خمس صناعات ذات الفئة الرباعية (Four-Digit). وقد تمّ تطبيق نماذج الانحدار الخطي المذكورة في دراستي (Hamada) و (Bowman) بعد أن احتسبت بيتا على أساس مؤشر السوق البسيط "غير المرجح بالقيمة السوقية" (Equal-Weighted Index of Market Returns) وعلى أساس مؤشر السوق المرجح بالقيم (Value-Weighted Market Index)، واحتسبت درجة الرفع المالي من خلال نسبة القيمة السوقية للديون إلى حقوق الملكية (D/E<sub>M</sub>). وقد أثبتت النتائج وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية على مستوى معنوية (0.05) بين بيتا والرفع المالي في كلتا حالتين بطريقة احتساب بيتا، ولجميع الصناعات بالفئتين المختلفتين الثنائية والرباعية، ما عدا لصناعة النفط واستخراج الغاز الطبيعي التي لم تكن العلاقة ذات دلالة إحصائية سواء بالفئة الثنائية أو الرباعية. وقد أوضحت الدراسة أن هناك اختلافاً في العلاقة بين بيتا والرفع المالي بين الصناعات المختلفة وأن هذا الاختلاف يتضح أكثر بالتقسيم الأكثر دقة، أي بالفئة الرباعية.

ولعل تقسيم العينة في كل من دراسة (Hamada, 1972) و (Marston & Perry, 1998) إلى صناعات لم يكن هدفاً أساساً ولكن لافتراض وجود اختلاف بين الصناعات في تأثيرها بالرفع المالي. هذا الافتراض كان الأساس الذي بنى عليه (Hull, 1999) فرضياته بأن قيمة السهم تتأثر بطريقة تغيير المؤسسة لنسبة الديون لحقوق الملكية لديها المتعلقة بالنسبة المعيارية للصناعة (Industry Leverage Ratio Norm)، وبذلك فإن الشركات التي تتجه نحو معيار الصناعة في هذه النسبة يكون تأثير العائد لها إيجابياً



في فترة إعلان توزيعات الأرباح على عكس الشركات التي تتعد عن معيار الصناعة فإن تأثر العائد لها يكون سلبياً في فترة إعلان توزيعات الأرباح. هذه النتيجة توصل إليها (Hull) نتيجة اختبارها لفرضيته على (338) شركة أمريكية، قسمها إلى شركات تتجه نحو معيار الصناعة وشركات تتعد عن معيار الصناعة في تشكيلة رأس المال لديها والمتمثلة من خلال نسبة الديون إلى حقوق الملكية (Dept-to-Equity Ratio)، في الفترة ما بين (1970-1988).

أما تطبيقاً على البيئة الأردنية في هذا المجال، فقد أثبتت دراسة الخلايلة (1996) وجود علاقة إيجابية قوية وذات دلالة إحصائية بين كل من المخاطرة التمويلية والمخاطرة الكلية وبيتا السوق. فقد قامت الدراسة على (43) شركة مساهمة عامة في قطاعي الصناعة والخدمات مدرجة في سوق عمان المالي، وذلك في الفترة ما بين (1989-1994). حيث قام الباحث بدراسة درجة الارتباط بين مقاييس المخاطرة التمويلية والتي تمثلت في إجمالي الديون إلى الأصول، ونسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية بالقيمة الدفترية، ونسبة ديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية، ونسبة إجمالي الديون على حقوق الملكية بالقيمة السوقية. وبعد أن قام الباحث بدراسة مدى ارتباط مقاييس المخاطرة التمويلية الأربعة ببعضها من خلال إجراء اختبار بيرسون، تبين أنه يمكن استخدام أي منها (As a Proxy) لدراسة علاقة الرفع المالي بالمخاطرة النظامية (بيتا السوق). وقام الباحث بإجراء اختبارات الانحدار البسيط بين كل من البدائل الأربعة في احتساب المخاطرة التمويلية وبيتا السوق والتي أسفرت عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بينها، وأن مقدار ما تفسره نسب المديونية من التغيرات في بيتا السوق لا يتجاوز (11%)، وهي أقل من الدراسات السابقة التي اعتمد عليها الباحث والتي كانت تتراوح بين (13-21%).

علاقة المخاطرة النظامية بالرفع التشغيلي:

اهتم بعض الدارسين بالعلاقة بين المخاطرة النظامية والمخاطرة التشغيلية والتي يطلق عليها أيضاً الرفع التشغيلي. ومن هذه الدراسات التي سيشار إليها هنا والتي تناول العلاقة بشكل مباشر، دراسة كل من (Lev, 1974)، والعبد (1995).

دراسة (Lev, 1974) كانت منقسمة إلى جزأين نظري وعملي. بالجزء النظري، قام (Lev) بتطوير نماذج رياضية قياسية بلور من خلالها العلاقة بين كل من المخاطرة الكلية والرفع التشغيلي، وكذلك بين المخاطرة النظامية والرفع التشغيلي. وبذلك أوجد نظرياً علاقة بين التكاليف المتغيرة (معبرة عن الرفع التشغيلي) كمتغير مستقل والمخاطرة سواء الكلية أو النظامية كمتغير تابع، وبذلك فإن المعامل المرتبط بالتكاليف المتغيرة يعبر عن قوة العلاقة وعكس اتجاهها بين كل من الرفع التشغيلي والمخاطرة والتي افترضها (Lev) في دراسته إنها علاقة سلبية بين المخاطرة والتكاليف المتغيرة، وبالتالي علاقة إيجابية بين المخاطرة والرفع التشغيلي، حيث إن العلاقة بين التكاليف المتغيرة والمخاطرة التشغيلية علاقة عكسية، فكلما ازدادت التكاليف المتغيرة انخفضت درجة المخاطرة التشغيلية. وإثبات النتائج النظرية قامت الدراسة بتطبيق نماذج الانحدار الخطي البسيط التي توصل إليها على الشركات الأمريكية في الفترة ما بين (1949-1965) متخذاً عينته، وتسهيلاً للدراسة، من ثلاث صناعات متجانسة هي الخدمات الكهربائية وصناعة الصلب وإنتاج النفط. ونتيجة اختباراته جاءت مؤكدة للعلاقات المفترضة بوجود علاقة سلبية بين كل من التكاليف المتغيرة والمخاطرة سواء الكلية

أو النظامية للقطاعات الثلاثة. وعلى الرغم من أنه لم ينوه في نتائج الدراسة عن الاختلاف بين الصناعات موضوع الدراسة في تأثرها بالمخاطرة، إلا أن معاملات الانحدار واختباراتها لكافة النماذج المستخدمة في الدراسة والتي تم تقديرها باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS)، أوضحت وبشكل جلي هذا الاختلاف، حيث تفاوتت قيم تلك المعاملات بين الصناعات الثلاث. فقد كانت المعاملات الموضحة للعلاقة بين التكاليف المتغيرة والمخاطرة النظامية هي (-6.912، و-1.3401، و-0.2748) للصناعات الثلاث على التوالي، وهي جميعها ذات دلالة إحصائية على مستوى معنوية (0.05) ما عدا مقدار صناعة إنتاج النفط.

وانطلاقاً من هذه العلاقة أتت دراسة العبد (1995) لتطبيق العلاقة الرياضية التي توصل إليها (Lev) على البيئة الأردنية، مختبراً علاقة هيكل التكاليف التشغيلية المتمثلة في متوسط التكاليف المتغيرة مع كل من بيتا السوق والانحراف المعياري للعوائد الشهرية لسهم الشركة. وقد استخدم العبد في دراسته النماذج نفسها المستخدمة في دراسة (Lev)، حيث قام بتقسيم عينته المكونة من (37) شركة مساهمة عامة أردنية مدرجة في سوق عمان المالي في الفترة ما بين (1989-1993) إلى أربع مجموعات، ثلاث منها صناعية وتشمل مجموعة الشركات المساهمة العامة الأردنية التي تنتج صناعات كيميائية وطبية، ومجموعة الشركات المساهمة العامة الأردنية التي تنتج صناعات إنشائية وبنائية، والمجموعة الثالثة تشمل الشركات المساهمة العامة الأردنية التي لا تنتمي إلى أي من المجموعتين الأوليتين. أما المجموعة الرابعة فقد كانت مكونة من الشركات المساهمة العامة الأردنية التي تقدم خدمات فندقية وسياحية. وقد أشارت نتائج دراسته إلى وجود اختلاف كمي ونوعي بين الصناعات المختلفة بمدى تأثر مخاطرتها النظامية والكلية بالرفع التشغيلي على الرغم من أن اختبار المعاملات أثبتت عدم معنويتها إحصائياً. وخلاصة دراسته أن توجد علاقة طردية بين متوسط التكاليف المتغيرة والمخاطرة النظامية في بعض المجموعات، وفي البعض الآخر كانت عكسية، وأن كلتا العلاقتين ليستا ذاتي دلالة إحصائية. ومن المرجح أن تكون قصر فترة الدراسة لها تأثير سلبي على النتائج، خاصة باستخدام تقنيات تحليل الانحدار.

علاقة المخاطرة النظامية بالرفع المالي والرفع التشغيلي معاً:

اتخذت الدراسات السابقة إما المخاطرة التشغيلية أو المخاطرة المالية كطرف في العلاقة مع المخاطرة النظامية، ولم تدرس علاقة كليهما مع المخاطرة المالية، علماً بأن دراسة (Thompson, 1976) أثبتت أن المخاطرة المالية والمخاطرة التشغيلية تعتبران من أهم مصادر المخاطرة النظامية في الأسهم العادية. لإثبات ذلك، وبعد أن طور (Thompson) نماذج رياضية حدد من خلالها (43) متغيراً يؤثر بشكل مباشر على المخاطرة النظامية والتي كانت في الغالب متغيرات رفع مالي أو رفع تشغيلي، قام بتطبيق هذه النماذج على عينة تضم (290) شركة أمريكية في الفترة ما بين (1951-1968)، للتأكد من توافق الاستنتاجات النظرية مع الواقع العملي. وقد تم تحليل الارتباط بين المخاطرة النظامية والمتغيرات المسببة لكل شركة على حدة، ومن ثم تم دمج هذه الشركات محافظ استثمارية وفق منهجية محددة لدراسة العلاقة ضمن هذه المعطيات. وقد جاءت نتيجة دراسته بوجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية على مستوى الشركات الفردية والمحافظ الاستثمارية بين كل من المخاطرة النظامية ودرجات الرفع التشغيلي، بينما لم تكن العلاقة ذات دلالة إحصائية بين درجات الرفع المالي والمخاطرة النظامية على مستوى الشركات الفردية، إلا أنها كانت علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية على مستوى المحافظ الاستثمارية التي تم تقسيمها لغايات الدراسة.

الاعتبارات التي تراعيها الشركات في الواقع العملي:

هناك عدداً من الاعتبارات الواجب على الشركات مراعاتها في الواقع العملي، وذلك لتحقيق مصالح الشركة بشكل عام، وهذه الاعتبارات كما يأتي:

1- تجنب عدم التأكد: عندما تقوم المنشأة بتوزيع جزء من أرباحها على المساهمين لديها، فإن ذلك يجنب هؤلاء المساهمين الشعور بعدم التأكد من حصولهم على حصتهم من توزيعات الأرباح المحققة، وفي هذا السياق يقول جوردن إنه إذا أعطى للمساهم الحق بأن يختار بين حصوله على حصته من توزيعات الأرباح المحققة في الوقت الحالي وبين احتجازها (أي الحصول عليها مستقبلاً) فإنه سيختار حصوله عليها الآن، إذ إن المساهم يفترض أنه في حال تعرضت الشركة إلى إعسار مالي في المستقبل، فإن ذلك يعني أنه لن يحصل على توزيعات أرباح حالية لا تلك التي تم احتجازها في الماضي، وهذا هو مضمون نظرية "عصفور باليد" التي صاغها جوردن والتي خلص فيها إلى نتيجة أن توزيعات الأرباح لها تأثير إيجابي على قيمة الشركة السوقية (Fred, 1993).

2- تكلفة الإصدار: كما هو معلوم فإن احتجاز الأرباح هو الطريقة الأقل كلفة لمواجهة الاستثمارات الجديدة، ضمن وجهة نظر تعظيم قيمة الشركة فإن احتجاز الأرباح بدل توزيعها وإصدار أسهم جديدة لغايات التمويل سيكون له أثر أكبر على تعظيم قيمة المنشأة، ونظراً إلى العلاقة العكسية بين كلفة التمويل والقيمة السوقية للشركة فإن احتجاز الأرباح لغرض تمويل الاستثمارات يعتبر قراراً صائباً، إذ من شأن هذه السياسة أن تسهم في تعظيم ثروة المالكين. تكلفة سياسة التوزيع الخاصة:

تبعاً لرأي كل من مودكلياني ومليير، فإنه يمكن للمساهم أن يشكل سياسة توزيع خاصة به، بحيث إنه إذا لم تكلف التوزيعات التي سيحصل عليها المساهم من الشركة، فإن بإمكانه أن يبيع جزءاً من أسهمه لتغطية احتياجاته، وإذا حدث العكس وكان هناك فائض في التوزيعات عن احتياجاته فإنه يمكن للمساهم أن يشتري أسهماً بالمبلغ الفائض عن حاجته، وقد اعتمد مودكلياني ومليير في وجهة نظرهما هذه على نموذجهما وهو أن توزيع الأرباح أو احتجازها يستوي عند المساهم، فإذا قامت الشركة بتوزيع جزء من الأرباح فإنه يحصل على العائد مباشرة، أما إذا قامت الشركة باحتجاز الأرباح فإن قيمة الأسهم السوقية سترتفع بمقدار الأرباح المحتجزة.

إلا أنه من الواضح أن تحقيق مثل هذه السياسة الخاصة يبدو صعباً وذلك بسبب وجود كلفة للمعاملات والتي سيدفعها المساهم في كل مرة يقوم بها بالبيع أو الشراء.

وإلى جانب ذلك فإن هناك سبباً آخر وهو وجود حد أدنى لعمليات بيع وشراء الأسهم، وهذا يعني بالضرورة أنه قد يجد المساهم نفسه مضطراً إلى شراء أو بيع أسهم تزيد على حاجته لتشكيل السياسة الخاصة به.

وإذا أغفلنا هذين السببين سالف الذكر فإن هنالك مشكلة أكثر واقعية، وهي ماذا لو أن التوزيعات في السنة القادمة جاءت أقل من احتياجات المساهم أيضاً؟ هذا يعني أن المساهم سوف يضطر إلى بيع المزيد من أسهمه، وإذا استمر هذا الوضع إلى عدة سنوات فإن ذلك يعني أن المساهم

سوف يجد نفسه قد باع جميع أسهمه وهذا غير منطقي، وهذا مما يعني عدم صلاحية سياسة التوزيع الخاصة للتطبيق وبخاصة أن الذين يبحثون عن عوائد منتظمة هم من صغار المستثمرين الذين لهم حصص قليلة.

خطط إعادة استثمار التوزيعات:

ظهر هذا المصطلح في الولايات المتحدة الأمريكية في نهاية الستينيات وساد بين المنشآت الكبيرة بعد عقد من الزمان، أي في السبعينيات، وفي تلك الخطط يعطي حملة الأسهم الحق بإعادة استثمار التوزيعات المستحقة لهم في شراء أسهم الشركة.

وفي هذا الإطار هناك نوعان من خطط إعادة الاستثمار: النوع الأول، وهي خطط يعطى فيها الحق لحملة الأسهم في إعادة استثمار توزيعاتهم في الأسهم القديمة، والنوع الثاني: هي: خطط يقتصر فيها الاستثمار على الإصدارات الجديدة. وهنا تجدر الإشارة إلى أن الاعتبارات الضريبية لا تلعب دوراً بالتأثير على قرار المستثمر، وذلك لكون المشرع الأردني قد ساوى بين الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية، بحيث إن كليهما لا يخضعان إلى الضريبة.

ومن المعروف أن خطط إعادة الاستثمار هذه لا تضيف شيئاً إلى موارد المنشأة بل إن العكس يصبح صحيحاً في حالة الإصدارات الجديدة، إلا أن من مزايا هذا النوع من إعادة الاستثمار في أسهم الشركة أنه يوفر على المستثمر عمولات السمسرة بينما يوفر على الشركة تكلفة الإصدار. لذا تجد الشركات لا تمنح بإعطاء المستثمرين خصوماً مغرية، على أنه يمكن تعويض هذا الخضم من الوفر الحاصل في تكاليف الإصدار.

وتفيد الشركة من ذلك أنها تجعل لأسهمها جاذبية لدى المستثمرين، مما يعني ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها، وقد شجعت نتائج هذه التجربة العديد من الشركات إلى حد أنها طبقت هذه التجربة على حملة الأسهم الممتازة والسندات.

العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للسهم في الأسواق المالية:

هنا العديد من العوامل التي تؤثر في القيمة السوقية للسهم منها العرض النقدي، ومعدل الفائدة والتضخم وسعر الصرف والنتائج المحلي الإجمالي.

1- معدل التضخم: يختلف تأثير معدل التضخم على الأسهم، حيث يمكن أن يكون هناك ترابط إيجابي أو سلبي فيما بينهما، بحيث إنه إذا زاد معدل التضخم فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع سعر السهم السوقي، ويفسر ذلك بلجوء المستثمرين إلى الاستثمار في الأسهم كونها ستوفر لهم حماية من انخفاض القوة الشرائية للنقود وبالتالي فإن زيادة الإقبال على شراء الأسهم سيؤدي إلى زيادة أسعارها السوقية (Peter, 1992).

وقد يؤدي حدوث التضخم أيضاً إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم، حيث أنه في حالة ارتفاع معدلات التضخم وزيادة الأسعار، فإن ذلك سيخفض من الأموال المخصصة للاستثمار، حيث إن الأموال ستتجه نحو الإنفاق الاستهلاكي مما يقلل الطلب على الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم (Fuller & Farrell, 1989).

2- العرض النقدي: وكما في التضخم فإن العرض النقدي قد يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم أو انخفاضها، بحيث إنه كلما زاد العرض النقدي فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الاستثماري

مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها السوقية، والعكس إن الزيادة الكبيرة في العرض النقدي ستؤدي إلى حدوث التضخم وتأثير التضخم السلبي على القيمة السوقية للسهم (Glean, 1998).

3- معدل سعر الفائدة: عادة ما يقارن العائد على الاستثمار بسعر الفائدة السائد في السوق أو ما يعرف بتكلفة الفرصة البديلة، وسعر الفائدة كما هو معلوم محدد مسبقاً من البنك المركزي الأردني.

ويرتبط سعر الفائدة مع سعر السهم السوقية بعلاقة عكسية، حيث أنه إذا ارتفع سعر الفائدة، فإن ذلك سيؤدي إلى اتجاه المستثمرين نحو الودائع التي تدفع نسب عائد أعلى، والعكس صحيح إذا انخفض سعر الفائدة إلى ما دون العائد الذي سيحققه المستثمر في السوق المالي، فإن ذلك سيؤدي إلى توجه المستثمرين إلى الاستثمار في الأسواق المالية مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم ومن ثم ارتفاعها.

4- معدل سعر الصرف: يؤدي انخفاض معدل سعر الصرف إلى تحسين الفرص التصديرية للشركات المحلية، مما يحسن من وضع الشركة المالي، ويؤدي بالتالي إلى زيادة أسعار أسهمها في السوق المالي. ويتبع تأثير التغيير في معدل سعر الصرف على القيمة السوقية للعوامل التي أدت إلى هذا التغيير، بحيث إنه إذا كان لأسباب اقتصادية فإن ذلك سيكون له أثر سلبي أما إذا كان ناتجاً عن عوامل أخرى مثل المضاربة فإن ذلك سيؤدي إلى تأثير إيجابي على أسعار الأسهم (Paish et al., 1982).

5- الناتج المحلي الإجمالي: وكما في العوامل السابقة، فإن الناتج المحلي الإجمالي له تأثير إيجابي وسلبي، بحيث إنه إذا ارتفع الناتج المحلي الإجمالي بمعدلات متوقعة أو أكثر فإن ذلك سيؤدي إلى تحسين أسعار الأسهم السوقية من خلال إقبال الناس عليها.

وأما إذا أدى الناتج الإجمالي المحلي إلى زيادة العرض النقدي، مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم وزيادة سعر الفائدة، فإن ذلك سيكون له أثر سلبي على القيمة السوقية للأسهم (هندي، 1997).

العوامل المؤثرة في الأسواق المالية:

هناك العديد من الظروف التي تؤثر في السعر السوقي للسهم أو المتوقع أن يباع به السهم في السوق مثل التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار، وهذان المتغيران يتحددان حسب طبيعة كل شركة، أو القطاع الذي تنتمي إليه الشركة أو الظروف الاقتصادية في البلد أو الظروف الدولية (هندي، 1997).

1- الظروف العالمية: ونعني بالظرف العالمي الحروب والأحداث العالمية، وما يتوقع الناس حدوثه في المستقبل القريب، حيث تترك هذه الأحداث والتغيرات آثاراً على اقتصاديات الدول والأسواق المالية. وكما هو معلوم فإن الأسواق المالية تتأثر بشكل كبير بالأحداث العالمية. وأن مجرد خبر قد يؤدي إلى صعود الأسهم أو انخفاضها إلى مستويات قياسية.

2- الظروف الاقتصادية المحلية: يعكس النشاط في السوق المالي النشاط الاقتصادية بشكل عام ولأن للظروف الاقتصادية المختلفة تأثيراً على أسعار الأسهم، وعلى أرباح تلك الشركات، فإن هذا يعطي دلائل لا بد من الالتفات إليها عند الاستثمار في السوق المالي (Fisher & Jordan, 1995).

3- ظروف القطاعات: هنالك العديد من المتغيرات التي تؤثر في القطاعات مثل هيكل وتركيبه القطاع، والتشريعات الحكومية وقدرة القطاع التنافسية وكذلك فإن الظروف الاقتصادية العامة تؤثر على أداء كافة القطاعات الاقتصادية بنسب مختلفة، وأن تأثير هذه العوامل المتفاوت على القطاعات يؤدي إلى اختلاف نسب نمو هذه القطاعات وبالتالي اختلاف نسب العوائد التي ستحققها على الاستثمار (Geoffrey & Stanley, 1995).

4- ظروف الشركة: كما أن هناك تأثيراً متبايناً للعوامل الاقتصادية والعوامل الأخرى التي تم ذكرها في التأثير على القطاعات بنسب مختلفة فإن ذلك ينسحب على الشركات حتى ولو كانت ضمن نفس القطاع.

ولا بد للمستثمر أن يكون على دراية بطبيعة كل شركة والظروف المحيطة بها حتى يتمكن من اختيار الاستثمار المناسب الذي يحقق له غاياته ويشبع له احتياجاته، حيث إن هناك العديد من العوامل غير الاقتصادية تؤثر بشكل كبير على أسعار الأسهم، مثل العوامل النفسية والولاء لشركة معينة (Geoffrey & Stanley, 1995).

ثانياً: الدراسات السابقة:

فيما يأتي استعراض بعض الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة، حيث تم تناول دراسات عربية

وأخرى أجنبية، وكما يأتي:

أ- الدراسات العربية:

دراسة القضاة (2004) بعنوان: "دور الإفصاح المحاسبي في إظهار القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في بورصة عمان".

هدفت هذه الدراسة إلى بيان مدى ملاءمة تعليمات الإفصاح لخدمة قرار المستثمر في الأوراق المالية في

سوق عمان للأوراق المالية. وقد تمثل مجتمع وعينة الدراسة من شركات الخدمات المالية المرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية الأردنية التي يبلغ عددها (35) شركة، وعينة من المستثمرين المضاربين والمتواجدين بصورة دائمة في مكاتب الوساطة المالية.

وقد اعتمدت الدراسة على جمع البيانات المتعلقة بالدراسة، على الكتب والمراجع والدراسات السابقة

كمصدر للمعلومات الثانوية، واعتمدت على أسلوب الاستقصاء من خلال وضع استبانة تم توزيعها على عينة الدراسة للحصول على البيانات الأولية للدراسة التطبيقية، ووضع نموذج للدراسة يوضح العلاقة بين المتغير التابع، وهو قرار المستثمر في الأوراق المالية في الأردن، والمتغيرات المستقلة المتمثلة بفروض الدراسة.

وتوصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

1. ملاءمة تعليمات الإفصاح رقم (1) لسنة (1998) والصادرة عن هيئة الأوراق المالية الأردنية بدرجة كبيرة لخدمة قرار الاستثمار في الأوراق المالية في بورصة عمان.

2. كما أظهرت هذه الدراسة عدم كفاية هذه التعليمات لخدمة قرار الاستثمار في بورصة عمان.

3. بينت الدراسة أن الشركات المساهمة المدرجة لدى البورصة تلتزم بتعليمات الإفصاح لدى إعدادها التقارير المالية المقدمة للمستثمر في سوق الأوراق المالية.

هنالك أثر لتعليمات الإفصاح على جودة المعلومات المحاسبية المنشورة، وتأثير ذلك على أسعار الأوراق المالية في البورصة.

دراسة أبو الهيجاء (2004) بعنوان سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للسهم (دراسة ميدانية) في سوق عمان المالي".

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم واستخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي والنموذج القياسي وقد توصل إلى النتائج التالية :

- 1- إن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم والقيمة الدفترية للسهم.
- 2- إن الشركات في الأردن تتبع سياسات توزيع متشابهة للأرباح، حيث تبين أن الشركات في الأردن حاولت المحافظة على عائد مستقر للسهم.
- 3- فيما يتعلق في قطاع البنوك، وجد الباحث أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم والعائد على السهم.

وتفيد هذه الدراسة في التعرف على أثر الأرباح الموزعة في القيمة السوقية ومقارنتها بمنهج الدراسة الحالية. دراسة الطراونة (2004) بعنوان "محددات الطلب على الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1978-2002)".

هدفت هذه الدراسة إلى قياس وتحليل أثر المتغيرات الاقتصادية على المستوى الكلي (الناتج القومي الإجمالي، وسعر الفائدة على الودائع لأجل لدى البنوك المرخصة، وتحويلات العاملين في الخارج، والرقم القياسي لأسعار الأسهم) على نشاط سوق عمان للأوراق المالية (حجم التداول وعدد الأسهم والرقم القياسي لأسعار الأسهم) وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS Ordinary Least Squares) للفترة (1978-2002).

وخلصت الدراسة إلى إن كلاً من الرقم القياسي المرجح لأسعار الأسهم والناتج القومي الإجمالي تؤثر بشكل معنوي وإيجابي على حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة وعلى المستويين العام والقطاعي.

وكان سعر الفائدة تأثيره ضعيف في معظم القطاعات، إلا أن تأثير تحويلات العاملين في الخارج جاء سلبياً على مؤشرات السوق ويعود ذلك إلى مجموعة من العوامل التي تخص طبيعة التحويلات وطرق جمع بياناتها.

وتفيد الدراسة الحالية من هذه الدراسة في مجال التعرف على كيفية قياس العلاقة التأثيرية باستخدام نموذج (OLS).

دراسة الفضل (2003) بعنوان: "العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم: دراسته، اختباريه للمواصفة الأكثر تمثيلاً للعلاقة في العراق".

وقد هدفت هذه الدراسة: إلى اختبار مواصفتي العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم المقترحة من قبل الدارسين في هذا المجال، وذلك لمعرفة مدى ملاءمة كل منهما في تفسير العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة في سوق بغداد للأوراق المالية، وهل يمكن الوصول إلى المواصفة الأكثر ملاءمة للعلاقة بين المتغيرات للأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية.

وقد تكونت عينة الدراسة من جميع الشركات المسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية وعددها (26) شركة.

وقد استخدم الباحث لاختبار فرضيات الدراسة نماذج الانحدار البسيطة والمتعددة الرئيسية.

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. إن قدرة كل من متغير التغير في حصة السهم من الأرباح ومتغير مستوى حصة السهم من الأرباح لا يفسر أكثر من (9.9%) من العوائد السوقية لأسهم الشركات المساهمة العراقية المسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية.
  2. إن التباين الحاصل في قدرة كل من متغير التغير في حصة السهم من الأرباح ومتغير حصة السهم من الأرباح في تفسير العوائد السوقية للأسهم.
  3. إن استخدام أكثر من ممثل للأرباح في نموذج العلاقة يجعل الأرباح أكثر قدرة على تفسير العوائد السوقية ويخفض التميز الناتج عن الأخطاء في قياس الأرباح.
- دراسة جرن (2003) بعنوان: "أهمية التقارير المالية المرحلية للشركات المساهمة الصناعية الأردنية بالنسبة لقرارات المستثمر في بورصة عمان".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على الأهمية النسبية لبند المعلومات التي تنشر في التقارير المالية المرحلية، في مساعدة المستثمرين من المؤسسات والأفراد في بورصة عمان، وبيان مدى كفاية هذه المعلومات لاحتياجات المستثمرين، وبيان مدى تقيد الشركات بإعداد ونشر هذه التقارير المرحلية، وكذلك مدى اعتماد المستثمرين عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وأخيراً هدفت إلى دراسة العلاقة بين درجة الإفصاح في هذه التقارير وبعض خصائص الشركة، مثل حجم أصولها وصافي مبيعاتها وصافي الربح وحجم المديونية.

وقد اشتملت عينة الدراسة على (97) شخصاً من المستثمرين موزعين بين قطاع المؤسسات وقطاع الأفراد. وقد

توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

1. وجود تجانس في طريقة اتخاذ قرار الاستثمار من قبل مجموعتي عينة الدراسة، وأن (85%) من أفراد العينة تعتمد على تحليل التقارير المرحلية في اتخاذ قرارها الاستثماري.
2. وجود تجانس كبير في الأهمية النسبية لمصادر المعلومات بين مجموعتي العينة، وأظهرت أن التقارير المالية السنوية من أهم مصادر المعلومات التي يتم الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية، يليها التقارير المرحلية.
3. وجود تجانس في تقييم أهمية البنود المتوقع الإفصاح عنها بالتقارير المرحلية بين مجموعتي العينة، وأظهرت أن بند الميزانية العمومية وبند بيان الدخل من أهم البنود.
4. وجود تفاوت في درجة الإفصاح بين الشركات الصناعية في التقارير المالية المرحلية.
5. التزام غالبية الشركات المساهمة الصناعية بتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية، فيما يتعلق بالتقارير المالية المرحلية.



دراسة القصاص (2003) بعنوان: "أثر الإفصاح في القوائم المالية للبنوك التجارية الأردنية على قرار المستثمر في بورصة عمان في ضوء المعيار المحاسبي الدولي رقم (39): دراسة مقارنة".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على وجهة نظر المستثمر في بورصة عمان بخصوص المعلومات والبيانات التي تقدمها التقارير المالية السنوية للبنوك التجارية الأردنية في اتخاذ قراره الاستثماري، وكذلك اختبار مدى أهمية وملاءمة التقارير المالية السنوية للبنوك التجارية لقرارات الاستثمار في البورصة، والكشف عن أي اختلاف في تقييم الأهمية النسبية للبيانات المتعلقة بالأدوات المالية الواردة ضمن متطلبات معيار المحاسبة الدولي رقم (39) بين فئات مجتمع الدراسة، وأخيراً التعرف على العلاقة بين أهمية البند ودرجة الإفصاح عنه في التقارير المالية السنوية للبنوك التجارية.

وقد شملت عينة الدراسة (69) شخصاً موزعين بين قطاع المحللين الماليين وقطاع متخذي القرارات وقطاع المستثمرين في البورصة. وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. الإفصاح في التقارير المالية السنوية الصادرة عن البنوك التجارية الأردنية، يلبي احتياجات المستثمر في بورصة عمان.

2. تعد هذه التقارير مصدراً من مصادر المعلومات التي يعتمد عليها المستثمر في البورصة.

3. وجود علاقة طردية بين الاعتماد على هذه التقارير ونجاح القرار الاستثماري في البورصة.

دراسة أبو حشيش (2003) بعنوان: " دور المعلومات المحاسبية المنشورة في التنبؤ بأسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية: دراسة تطبيقية".

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أهم المتغيرات التي تؤثر على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في الأردن (بورصة عمان)، ودور القوائم المالية في ذلك، ولتحقيق هذا الهدف قام الباحث باختيار عشرين متغيراً مستقلاً يعتقد أنها تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية، وتم اختيار عينة مكونة من (40) شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان، وكان من أهم نتائج الدراسة أن هناك خمسة متغيرات تربطها علاقة معنوية مع سعر السهم السوقية، وهي: نصيب السهم الواحد من الأرباح، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ونسبة حقوق الملكية إلى إجمالي مصادر الأموال، ونسبة الربح الموزع إلى الربح المحقق، ونسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول.

دراسة حداد وحداد (2002) بعنوان: "العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح المستقبلية دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية".

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية الحالية، وعوائد الأسهم بوجود الأرباح المحاسبية الحالية وبين الأرباح المحاسبية المستقبلية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، وتكونت عينة الدراسة من 25 شركة صناعية خلال الفترة ما بين (1985/1999)، وقد تم فحص المحتوى المعلوماتي للأرباح ولأسعار الأسهم عن طريق فحص العلاقة بين الأرباح المحاسبية الحالية، وعوائد الأسهم بوجود الأرباح المحاسبية الحالية وبين الأرباح المستقبلية باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد. وأشارت النتائج إلى وجود علاقة موجبة ومهمة إحصائياً بين متغير الأرباح المحاسبية الحالية بالنسبة لنماذج الدراسة التي تم اختيارها.

وسواء أكان ذلك التحليل سنوياً لجميع الشركات أو لجميع الشركات وجميع السنوات، فقد بلغت القوة التفسيرية Adj (Rs) لنموذجي الانحدار 56.2% و56.3% على التوالي، وبالتالي فقد تم رفض الفرضية العدمية الأولى التي تنص على أن الأرباح الحالية لا تعكس معلومات عن الأرباح المستقبلية.

كذلك أظهرت النتائج عدم وجود علاقة بين أسعار الأسهم بوجود الأرباح المحاسبية الحالية وبين الأرباح المستقبلية، وبالتالي فإنه لا يمكن رفض الفرضية العدمية الثانية التي تنص على عدم قدرة أسعار الأسهم السابقة على عكس معلومات عن الأرباح المحاسبية المستقبلية وذلك بوجود الأرباح المحاسبية الحالية، وتتفق هذه النتائج مع النتائج العملية لدراسة (Bernard and Thomas, 1990) على السوق الأمريكية، ودراسة (O'Connell, 1995) على السوق الأيرلندية.

دراسة الفضل (2002) بعنوان: " أهمية الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية في التقارير المالية الخارجية: دراسة اختبارية في العراق".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أهمية المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية في التقارير المالية الخارجية للشركات في العراق، ولأغراض ذلك تم اختيار عينة تتكون من (25) شركة صناعية خلال الفترة الواقعة بين (1994-1996) نظراً لعدم تحقق التوزيع الطبيعي للبيانات استخدم الباحث مجموعة من الاختبارات اللامعلمية (Non-Parametric Tests) في دراسته، وهي: (Mann-Whitney Test)، و (The Kruskal-Wallis Test)، و (The Kolmogorov Smirnov Test). وتوصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

1. إن مقاييس التدفقات النقدية في مجال تقييم جودة الأرباح عموماً، تتمتع بخصوصية تميزها عن نسب الربحية، مما يدعو إلى تأييد الإفصاح عن التدفقات النقدية.
  2. إن مقاييس التدفقات النقدية في مجال تقييم السيولة لا تتضمن أي مجتوى إعلاني إضافي زيادة على تلك المعلومات التي تتضمنها النسب المالية التقليدية، مثل (نسبة التداول، ونسبة السيولة السريعة).
  3. إن الفحص الاختباري لقائمة التدفقات النقدية يظهر أن الإفصاح عن قائمة التدفقات النقدية يوفر لمستخدمي القوائم المالية، من محللين ماليين ومستثمرين وغيرهم، معلومات عن كفاءة السياسات المالية في الشركة، مما يقدم دليلاً لأهمية شمول تقرير مجلس الإدارة لمؤشرات تدفقات نقدية.
- دراسة القرع (2001) " سلوك أسعار الأسهم في الأسواق المالية الناشئة دراسة تطبيقية على سوق فلسطين للأوراق المالية".

هدفت الدراسة إلى دراسة سلوك أسعار السهم في سوق فلسطين للأوراق المالية وذلك باستخدام نموذج السير العشوائي وبالتالي فحص الكفاءة عند المستوى الضعيف، الذي يقوم على افتراض أن التغيرات في أسعار السهم مستقلة وتتصف بالتوزيع الطبيعي. تم اختبار فرضيتي الدراسة بالاعتماد على أسعار مؤشر السوق اليومية والأسبوعية وذلك عن طريق احتساب العائد على إنه الفرق اللوغاريتمي الأول لأسعار المؤشر خلال الفترة من تموز 1997 إلى أيلول 2000. وتم استخدام مقياس الارتباط المتسلسل والاختبار المتكرر لفحص الاستقلالية، واختبار Jarque-Bera (JB) واختبار Kolmogorov- Smirnov (K-S) لفحص التوزيع الطبيعي.

خلصت الدراسة إلى أن عوائد السوق اليومية والأسبوعية غير مستقلة حسب اختبار الارتباط المتسلسل والاختبار المتكرر، كما أن عوائد السوق اليومية لا تتصف بالتوزيع الطبيعي. أي أن سوق فلسطين غير ذات كفاءة عند المستوى الضعيف للكفاءة. وتفيد هذه الدراسة في التعرف على العوامل المؤثرة في سلوك أسعار الأسهم.

دراسة أبو فرحة (2001) بعنوان: "العلاقة بين المخاطرة النظامية وكل من الرفع المالي والرفع التشغيلي: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان".

تناولت هذه الدراسة العلاقات بين المخاطرة النظامية وكل من الرفع المالي والرفع التشغيلي في محاولة منها لفهم هذه العلاقات مما يساهم في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب للشركات ويساعد المستثمرين في تشكيل محافظهم الاستثمارية.

تكونت عينة الدراسة من ثمان وثلاثين شركة مساهمة عامة أردنية مدرجة في بورصة عمان، تنتمي إلى قطاعين، الصناعة والخدمات، في الفترة ما بين (1984-1999). وقد استخدم اختبار الارتباط بيرسون ونماذج الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار الفرضيات على مجموعتين من المتغيرات تشكل كل منها المخاطرة النظامية (بيتا) ودرجات الرفع المالي والرفع التشغيلي تم قياسهما بطريقتين مختلفتين.

وأُسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المخاطرة النظامية ودرجة الرفع المالي في المجموعة الأولى التي تم قياس متغيرات المخاطرة التمويلية والتشغيلية بها بطريقة النسب، كذلك وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين كل من درجة الرفع المالي ودرجة الرفع التشغيلي. هذا بالنسبة لنتائج المجموعة الأولى، أما نتائج المجموعة الثانية، التي تم قياس متغيراتها من خلال معادلات الانحدار، فإن العلاقات لم تكن ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات. وعند تقسيم العينة إلى قطاعين فإن بعض العلاقات تغيرت شكلاً وقوة لكل قطاع، كما أكدت النتائج على وجود اختلاف بين القطاعين في علاقة المخاطرة النظامية بدرجة الرفع المالي، وعلاقة المخاطرة النظامية بدرجة الرفع التشغيلي (في المجموعة الثانية فقط)، وعلاقة المخاطرة بكل من درجة الرفع المالي ودرجة الرفع التشغيلي مجتمعين.

دراسة أبو نصار والدبعي (2000) بعنوان: "دور نسبة الربح إلى السعر في تحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية".

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار مدى ملاءمة استخدام نسبة الربح إلى السعر (معكوس نسبة إلى الربح) المحتسبة في بداية نافذة الدراسة، لتحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية التي استخدمت الدراسة عينة ممثلة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان لقطاعي الصناعة والخدمات، وغطت الدراسة الفترة الزمنية الممتدة بين الأعوام 1996/1988م، وقد بلغ عدد المشاهدات خلال فترة الدراسة (327) مشاهدة.

استخدمت الدراسة نماذج الانحدار البسيطة والمتعددة المتغيرات، حيث تم استخدام العائد السوقي السنوي للسهم كمتغير تابع، تم قياسه على أساس العائد الشهري المتجمع للسهم، وتم استخدام متغير مستوى الأرباح (حصة السهم من الأرباح المقسومة على سعر السهم في بداية نافذة الدراسة) ومتغير التغير في الأرباح (التغير في حصة السهم من الأرباح مقسوماً على سعر السهم في بداية نافذة الدراسة).

كمتغيرات مستقلة وقد تم تقسيم مشاهدات الدراسة إلى خمس مجموعات بناءً على نسب الربح إلى السعر، ومن ثم جرى تنفيذ نماذج الدراسة للشركات التي تنتمي إلى كل مجموعة من مجموعات نسب الربح إلى السعر.

أظهرت نتائج الدراسة أن نسبة الربح إلى السعر تعكس طبيعة عناصر الأرباح المحاسبية من حيث كونها عابرة أو دائمة وتعكس أيضاً ما إذا كان المضمون المعلوماتي للأسعار أغنى من المضمون المعلوماتي للأرباح، وتوصلت الدراسة إلى تنفيذ نموذج علاقة العوائد بالأرباح بناءً على نسب الربح إلى السعر يؤدي إلى تحسين القوة التفسيرية للنموذج بنسبة 148% ومعامل استجابة الأرباح بنسبة 126%، وذلك بالمقارنة مع نتائج النموذج دون أخذ نسب الربح إلى السعر بعين الاعتبار، وتعتبر هذه النتائج ملائمة لفائدتها وأهميتها للمختصين والباحثين ولتطبيقاتها العملية للمستثمر والمقرض على حد سواء.

دراسة الخلايلة (1999) بعنوان: "العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم في الأجل الطويل".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية على المدى الطويل، حيث افترضت وجود علاقة موجبة بين عوائد الأسهم والأرباح، كلما كانت فترة العائد أطول، كلما كانت هذه العلاقة أقوى. شملت الدراسة 41 شركة مساهمة اردنية موزعة على قطاعين هما الصناعة والخدمات، وغطت الدراسة الفترة 1985-1994. أشارت النتائج الأولية لتحليل الارتباط والانحدار إلى وجود علاقة ضعيفة، وليست ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم السوقية والأرباح المحاسبية، وبعد تحديد أثر بعض الأحداث المشوشة، لوحظ ان هنالك تحسناً ملحوظاً في قيم معامل الارتباط والقوة التفسيرية لنموذج الانحدار عند إطالة فترة العائد.

دراسة البازعي، (1998) بعنوان سوق الأسهم السعودي والسياسة النقدية.

هدفت إلى التعرف على طبيعة واتجاه العلاقة بين أسعار الأسهم وعرض النقود في المملكة العربية السعودية، باستخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي، مستخدماً بيانات شهرية لكل من مؤشر أسعار الأسهم وعرض النقود بتعريفاته الثلاث (M1, M2, M3) للفترة من الشهر الثاني لعام 1985 إلى الشهر السادس من عام 1995. وخلص إلى أن عرض النقود بتعريفاته الثلاث يمكن أن يسهم في توقع أسعار الأسهم، الأمر الذي يعني أن سوق الأسهم السعودي لا يتسم بالكفاءة المعلوماتية في صيغتها شبه القوية في حين تنطبق استنتاجات نظرية محافظ الاستثمار النقدية في صيغتها التنبؤية على هذا السوق.

دراسة عبد الله، (1995) العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية، للفترة (1991-1987).

هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل المحددة لأسعار الأسهم للشركات المساهمة في سوق الأسهم السعودي في كل من القطاع الصناعي، قطاع الاسمنت، وقطاع الخدمات، لقد استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد من أجل تحديد أهم العوامل التي تؤثر في أسعار الأسهم. شمل النموذج عدداً من التغيرات المستقلة هي، دخل الأسهم، الأرباح الموزعة، العائد على حق الملكية، العائد على إجمالي الموجودات، رافعة التمويل، رافعة التشغيل، المؤثر العام لأسعار الأسهم والمشاركة الحكومية

في ملكية أسهم الشركات المساهمة، أوضحت نتائج هذه الدراسات أن دخل السهم والعائد على حق الملكية والمؤشر العام لأسعار الأسهم تعتبر من أهم العوامل التي تحدد أسعار أسهم الشركات المساهمة، وأوضحت نتائج هذه الدراسة أن دخل السهم والعائد على حق الملكية والمؤشر العام لأسعار الأسهم تعتبر من أهم العوامل التي تحدد أسعار أسهم الشركات المساهمة بغض النظر عن طبيعة نشاط النظام. إضافة إلى ذلك وفي حالة قطاعي الصناعة والخدمات فإن للمشاركة الحكومية علاقة ايجابية مع سعر السهم.

وتعد هذه الدراسة من أهم الدراسات السابقة التي أفادت منها الدراسة الحالية حيث استخدمت النموذج الذي استخدمته وتم تطبيقه على الشركات الصناعية في بورصة عمان للتعرف على العوامل المؤثرة في القيمة السوقية لأسهمها.

دراسة هياجنه، اسامه (2001) بعنوان: " أثر محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة العامه في الأردن (1990-1999)".

استهدفت هذه الدراسة إلى معرفه أثر محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية في الأردن، حيث شملت الدراره تسعه محددات مثلت المتغيرات المستقلة وهي تركز الملكيه والأصول القابله للضمان والوفورات الضريبية من غير فوائد القروض والرافعه الماليه وتفرد الشركه وفمو الشركه وحجم الشركه والمخاطر التشغيليه، أما الأداء المالي الذي يمثل المتغير التابع فتم استخدام مؤشرين لقياسه وهي العائد عتي حقوق الملكيه والعائد على الأصول،

وقد خلصت الدراره الى عدد من النتائج يمكن إبراز أهمها على النحو التالي:- إن الشركات الصناعيه الأردنيه تعتمد على مصدرين رئيسين للتمويل وهما، التمويل الداخلي المتمثل براس المال المدفوع والاحتياطيات والتمويل الخارجي المكون من القروض طويله الأجل، وإن التمويل الذاتي استحوذ على الحصه الأكبر من هيكل رأس مال الشركات الصناعيه حيث يشكل ثلاثه ارباع هيكل رأس المال،

كذلك فقد لوحظ بأن خصائص هيكل رأس المال يختلف حسب حجم الشركه، فالشركات الكبيره الحجم استحوذت على الجزء الأكبر من هيكل رأس المال مقارنة مع صغيره الحجم.

دراسة الخلايلة (1996) بعنوان: "العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الأجل الطويل".

استهدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الأجل الطويل، وتفترض الدراره وجود علاقة موجبة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وأن هذه العلاقة تكون أقوى كلما طالت فترة العائد. شملت الدراره 31 شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في سوق عمان المالي خلال فترة عشر سنوات (85 - 94)، وتم استخدام تحليل الارتباط والانحدار الخطي لاختبار فرضيات الدراره. تشير نتائج تحليل الارتباط إلى وجود علاقة متدنية وليست ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم، وأن هذه العلاقة لا تتحسن بشكل ملحوظ عندما تتم إطالة الفترة للعائد، كما لوحظ أن القوة التفسيرية لنموذج الانحدار ( $R^2$ ) لم تتحسن بشكل ملموس عند إطالة فترة العائد، أما نتائج الدراره فهي بشكل عام لم تدعم فرضيات الدراره.

دراسة محفوظ، (1995) بعنوان تذبذب أسعار الأسهم : دراسة تطبيقية على أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي.

حيث هدفت الدراسة بشكل رئيس إلى المقارنة بين أسعار الأسهم الفعلية (أسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي، وقد تم اعتماد سعر الأقفال لشهر كانون ثان من كل سنة) وأسعار الأسهم النظرية (أسعار الأسهم الفعلية في نهاية كل سنة مالية ) في السوق، واعتماداً على النتائج التي خلصت إليها الدراسة باستخدام نموذج تقييم توزيعات الأرباح، ويمكن التعبير عنه كما يلي :

$$P_t^* = Y^k + I^k + E_t P_t D_t \quad 0 < Y < 1 \quad +k$$

حيث إن:  $P_t^*$  توزيعات الأرباح المتوقعة في نهاية الفترة الزمنية  $t$  مخصومة بسعر خصم حقيقي ثابت.  $P_t$  سعر أقفال السهم في نهاية شهر كانون الثاني من كل عام لفترة الدراسة (1982-1989).  $D_t$  توزيعات الأرباح الفعلية في نهاية الفترة.  $E_t$  التوقع الرياضي المعتمد على المعلومات.  $Y$  سعر خصم ثابت. تبين أن التذبذب في الأسعار النظرية، وهذا يمكن النظر إليه على أنه دليل على عدم كفاءة تسعير الأسهم في السوق.

دراسة عبد الله (1993) بعنوان: " العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح وأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودية ". أجريت هذه الدراسة على عينة من الشركات المساهمة السعودية، خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 1986-1993، فقد أوضحت أن التغيير في حصة السهم من الأرباح في المدى القصير له تأثير واضح على التغيير في أسعار الأسهم. أما في المدى الطويل فإن التغيير في أسعار الأسهم لا يعتمد على نصيب السهم من الأرباح وإنما يعتمد على سلوك الأسعار في الفترات السابقة. وكذلك في دراسة أخرى للباحث نفسه (19) أجريت على الشركات المساهمة السعودية أيضاً، خلال الفترة 1987-1991، والتي بحثت في العوامل المحددة لأسعار الأسهم، وجد أن دخل السهم والعائد على حق الملكية والمؤشر العام للأسعار يعد من أهم العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية وبغض النظر عن طبيعة النشاط والقطاع. دراسة رمضان، عماد زياد (2004) بعنوان أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات الاردنيه (دراسه تطبيقية).

واستهدفت الدراسة بيان مدى تأثير سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات الأردنية حيث توصلت الدراسة الى أن معظم المستثمرين يعتقدون أن الانخفاض المفاجئ في الأرباح الموزعة سيؤدي الى انخفاض في القيمة السوقية للشركة بسبب الإشارات السلبية التي يفهمها المستثمرون جراء هذا التخفيض المفاجئ وان كان لا بد من هذا التخفيض فلا بد من الإفصاح عن سببه، كما أثبتت الدراسة وجود علاقه قويه وذات دلالة إحصائية بين سياسه توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركة.

وأوصت الدراسة بضروره أن تقوم الشركات الأردنيه بالثبات قدر الإمكان على ذلك المستوى من الأرباح الموزعة يمكن المحافظه عليه حيث أثبتت الدراسه ان 93.2% من المستثمرين ينظرون للتوزيعات النقديه كمؤشر عن الصوره الماليه المستقبليه للشركه وانخفاض التذبذب في مستوى الأرباح النقديه يؤدي إلى انخفاض مستوى مخاطر الشركه مما يؤدي إلى زياده الطلب على أسهمها.

دراسة قويدر(1993) بعنوان دراسة تحليلية لاتجاه أسعار الأسهم للشركات المساهمة العامه المدرجه في سوق عمان الماليه بالتطبيق على نموذج السير العشوائي.

دارت الدراسه حول تطبيق نموذج السير العشوائي، إذ اشتملت العينة على 26 شركة مدرجه في السوق، أي بنسبة 25% من إجمالي الشركات. واستخدم الباحث أسعار الإقفال الأسبوعية خلال الفترة (1988-1991)، وقام الباحث باستخدام الأساليب الإحصائية لفحص فرضيتي نموذج السير العشوائي المتمثلة بالاختبار المتكرر واختبار (Filter Test) واختبار التوزيع الطبيعي.

وتوصلت الدراسه إلى النتائج التاليه:

1. التغيرات في أسعار الأسهم مستقلة، لأن المعلومات تنعكس على الأسعار أولاً بأول، ولا يمكن الافادة من البيانات التاريخية في تحقيق أرباح غير عادية.

2. التغيرات في أسعار الأسهم لها خصائص التوزيع الطبيعي خلال الفترة الزمنية المدروسة.

دراسة ياسين (1991) بعنوان أثر تعويم سعر الفائدة على أسعار أسهم مؤسسات الجهاز المصرفي في الأردن.

هدفت إلى اختبار كفاءة سوق عمان المالي في تسعير أسهم مؤسسات الجهاز المصرفي الأردني، مستخدماً الاختبار الإحصائي لفرضية مستوى الكفاءة شبه القوي، وقام بدراسة العوامل التي تحد من كفاءة سوق عمان المالي، ودراسة سلوك العائد غير العادي في الأسابيع التي سبقت وتلت الإعلان عن سياسة تعويم أسعار الفائدة لأسعار أسهم مؤسسات (العينة)، واستنتج الباحث أن السياسة تؤثر على سلوك أسعار أسهم الجهاز المصرفي الأردني. دراسة هريش وغرابية (1989) بعنوان: "أثر مضمون التقارير المالية السنوية من المعلومات على حجم التداول بأسهم الشركات المساهمة العامه الأردنيه".

وقد هدفت الدراسه إلى اختبار مضمون التقارير المالية السنوية التي تنشرها الشركات المساهمة العامه

الأردنية من المعلومات، كما يعكسه تغير حجم تداول أسهمها في سوق عمان المالي للفترة 1984 - 1986م.

وقد تكون مجتمع الدراسه من جميع الشركات المدرجه في سوق عمان المالي وعددها (95) شركة وتم استبعاد

(25) شركة لم تستوف الشروط ليبلغ حجم العينة (70) شركة.

وقد تم جمع البيانات وتبويبها لغايات استخراج نتائج الدراسه من نشرات سوق عمان المالي والتقارير المالية

للشركة المساهمة العامه. وقد خلصت الدراسه إلى النتائج التاليه:

1. إن التقارير المالية تحتوي على معلومات ذات مضمون هام يستفيد منه المستثمر في صنع القرارات مما ينعكس

على حجم التداول بالزيادة.

توجد علاقة طردية بين حجم التداول في فترة النشر وحجم العوائد غير المتوقعة.

2. أثبتت التحليلات أن حجم الشركة يلعب دوراً هاماً في معرفة المعلومات عن الشركة.

3. عدم وجود علاقة بين حجم التداول في فترة النشر وكل من حجم العوائد غير المتوقعة وحجم الشركة.

4. أظهرت النتائج وجود زيادة في حجم التداول في فترة نشر تقارير 1986م.

ب- الدراسات الأجنبية:

دراسة (Adelegan, 2003) بعنوان: " An Empirical Analysis of the Relationship between Cash Flow and Dividends Change in Nigeria".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين التدفقات النقدية والتغير في التوزيعات في نيجيريا (أي تقييم المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية في تفسير التغير في التوزيعات النقدية). وتم اختيار عينة مكونة من (63) شركة مدرجة في بورصة نيجيريا خلال الفترة من عام (1984-1997). وكان من أهم نتائج الدراسة أن هناك علاقة مهمة إحصائياً بين التغير في التوزيعات والتدفقات النقدية، وكذلك أشارت النتائج إلى أن العلاقة بين التدفقات النقدية والتغير في التوزيعات تعتمد بشكل أساسي على مستوى النمو، وشكل هيكل رأس المال، وحجم الشركة، وتغير السياسات الاقتصادية.

دراسة (The Confederation of Asian and Pacific Accountants) (CAPA, 2003) بعنوان: " The Role of Accounting Disclosure in the East Asian Financial Crisis: An Evaluation of the Lessons Learned".

هدفت الدراسة إلى التعرف على دور الإفصاح المحاسبي في الأزمات المالية التي ضربت اقتصاديات بعض دول شرق آسيا خلال عام (1997)، حيث قامت اللجنة التنفيذية لاتحاد المحاسبين في عام (2000) بالمصادقة على مشروع لتحديد مؤشرات درجة عدم ملاءمة الإفصاح المحاسبي، وذلك من خلال مقارنة بعض المعايير المحاسبية الدولية المفصلة وقت الأزمة، مع السياسات المحاسبية المعمول بها في قوائم مالية لعينة من شركات خمس دول ممن أصابها الأزمة. حيث فحصت الدراسة أثر السياسات المحاسبية المطبقة على مستوى الإفصاح في الشركات عينة الدراسة لتقديم دليل للتنبؤ بأزمات مستقبلية، كما فحصت الدراسة مستوى الإفصاح للشركات عينة الدراسة مع متطلبات الإفصاح في المعايير المحاسبية الدولية.

وبينت الدراسة وجود علاقة عكسية بين درجة الإفصاح في القوائم المالية، وتعرض هذه الشركات إلى الأزمات المالية، وأكدت الدراسة على ضرورة تركيز الجهود الوطنية والدولية لتطوير المعايير المحاسبية الدولية والحث على تطبيقها، كما بينت الدراسة وجود تحسن ملموس في درجة الإفصاح في القوائم المالية للشركات عينة الدراسة خلال السنوات التي شملتها الدراسة، كحل للخروج من هذه الأزمة.

دراسة (Shroff, 2002) بعنوان: " The Relation between Aggregate Earnings and Security Returns Over Long Interval".



هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية المجمعة وعوائد الأسهم عبر فترات زمنية طويلة (10 سنوات، 5 سنوات، سنتان، سنة واحدة)، أجريت الدراسة على البيئة الأمريكية، وتم اختيار عينة تتكون من (828) شركة خلال فترة الدراسة من عام (1985-1999). وكان من أهم نتائج الدراسة أن تجميع الأرباح عبر فترات طويلة يؤدي إلى تقليل التباطؤ المحاسبي (أي تأثير البيانات المحاسبية المتعلقة بفترات سابقة على أسعار الاسهم) (Accountng Lag)، وهذا يؤدي إلى زيادة قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) للعلاقة ما بين عائد السهم والأرباح.

دراسة (Bushe & Noe, 2000) بعنوان: "Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors and Stock Return Volatility".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر الإفصاح في الشركات على قرار المستثمر المؤسسي وعلى تقلبات عوائد الأسهم، معتمدة على الترتيب الذي وضعته جمعية المستثمر وأبحاث الإدارة لتقدير درجة الإفصاح لدى الشركات الأمريكية.

اشتملت عينة الدراسة على الشركات المساهمة والبالغ عددها (4314) شركة أمريكية مرتبة حسب أعلى درجات الإفصاح في تقرير شركة المستثمر وأبحاث الإدارة، وهدفت الجمعية إلى تقدير درجة الإفصاح لدى هذه الشركات كمشروع يدفع إلى تحسين بيئة الاتصال بين مجتمع المستثمرين والإدارة العامة وحملة الأسهم.

ونهجت الدراسة كلاً من الأسلوب الاستقرائي والاستنباطي، وعلى تحليل القوائم المالية المنشورة للشركات المساهمة عينة الدراسة، والاعتماد على ما تم استخدامه في الأبحاث السابقة.

وبينت الدراسة أن لدرجة الإفصاح وتفصيلها أثراً على جذب انتباه المستثمر المؤسسي، ولكن لا يوجد تأثير لدرجة الإفصاح على تقلبات عوائد الأسهم.

دراسة (Hodgson & Stevenson-Clarck, 2000) بعنوان: "Earnings, Cash Flows and Future: Functional Relation and The Impact of Firm Size".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين كل من الأرباح المحاسبية، والتدفقات النقدية والتشغيلية مع العوائد السوقية للأسهم مع الأخذ بعين الاعتبار حجم الشركة، وتم استخدام علاقات غير خطية لدراسة العلاقة بين هذه المتغيرات. أجريت الدراسة على البيئة الاسترالية وتم اختيار عينة تتكون من (121) شركة للفترة الواقعة بين (1989-1996).

ولقد خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. إن استخدام النماذج غير الخطية يؤدي إلى التوصل إلى قوة تفسيرية أكبر للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية.

2. تزداد القوة التفسيرية للتدفقات النقدية للشركات كبيرة الحجم.

دراسة (Khoury and Civelek 1993) بعنوان (the Behaviour of Common Stock Prices in Amman Financial Market)

حيث اختبر الباحثان كفاءة سوق عمان للأوراق المالية بتطبيق نموذج السير العشوائي، واشتملت العينة على 16 شركة، اختبرت على أساس عدد أيام التداول اليومية، واستخدمت الدراسة الأساليب الإحصائية المتمثلة بالارتباط المتسلسل، والاختبار المتكرر. وقد اختار الباحثان ثلاثة متسلسلات من المعلومات عن أسعار الأسهم (في حالة اللوغاريتم الطبيعي) وهي معلومات يومية وأسبوعية وشهرية خلال الفترة الزمنية (1985-1989). وتوصل الباحثان أن أسعار الأسهم في سوق عمان المالية لا تتبع السير العشوائي، ويعود ذلك إلى وجود ارتباط كبير جداً في متسلسلات التغير بأسعار الأسهم، ونتيجة ذلك تظهر عدم كفاءة سوق عمان المالية حيث إن الأسعار لاتعكس جميع المعلومات المتوافرة.

دراسة (Ball and Kothari, 1992) بعنوان: "Information in Earnings about Future Earnings: Implications for Earnings Response Coefficient".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على سلوك عائد السهم اليومي ودرجة مخاطرته في فترة الإعلان عن النتائج الربعية للشركة وتوصلا إلى أن السهم يحقق عائداً غير عادي في فترة الإعلان عن نتائج الأعمال، حتى بعد الأخذ بالاعتبار أثر التغير في مخاطرة السهم في فترة إعلان النتائج، مما يعني ذلك أن حصة السهم من الأرباح ترتبط بعلاقة موجبة مع العوائد السوقية للأسهم وتفسير التغير الحاصل فيها.

دراسة (Tinic, 1990) بعنوان: "Prespective on the Stock Market's Fixation on Accounting Numbers". هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى اعتماد المستثمرين على الأرقام المحاسبية لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وبالتالي مدى فهم المستثمرين للسياسات والطرق المحاسبية المستخدمة في إعداد الأرقام المحاسبية الظاهرة في البيانات المالية، وكانت عينة الدراسة عبارة عن مجموعة من المستثمرين.

وكانت أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة ما يلي:

1. إن المستثمرين يهتمون بالطرق المحاسبية والتغيرات التي تحدثها الشركات فيها، ولكن لا يقومون بعمل دراسات لهذه التغيرات نظراً لتكلفة هذه الدراسة.
2. هنالك أثر كبير للأرقام المحاسبية المتوافرة على توجهات وقرارات المستثمرين وبالتالي الأثر على أسعار الأسهم والأوراق المالية.
3. الأرقام المحاسبية الواردة في التقارير المالية تعتبر من أهم مصادر المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون خاصة للشركات صغيرة الحجم.
4. المستثمر الرشيد يستطيع التمييز بين التغير الحقيقي في التدفق النقدي والتغير الناشئ عن تغير السياسة المحاسبية.

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

بعد الوقوف على نتائج أهم الدراسات السابقة التي تناولت الأسواق المالية وأسعار الأسهم والعوامل المؤثرة فيها فإن هذه الدراسة سوف تقدم الإضافة العلمية التالية:

تعد هذه الدراسة على حد معرفة الباحث من أولى الدراسات التي تبحث في تأثير العوامل المالية للشركة للسنة الماضية في القيمة السوقية للسنة الحالية لأسهم الشركات في القطاع الصناعي في بورصة عمان، كما تحاول هذه الدراسة التعرف على الأهمية التأثيرية لكل من هذه العوامل.

## الفصل الثالث

### الطريقة والإجراءات

تم في هذا الفصل استعراض الطريقة والإجراءات، حيث تم تناول منهجية الدراسة، ومجتمع الدراسة، وعينة الدراسة، وأساليب جمع البيانات، وصدق أسئلة المقابلة، وثبات أسئلة المقابلة، ومحددات الدراسة، كم تم توضيح متغيرات الدراسة المستقلة والتابع، وإجراءات الدراسة، ونموذج الدراسة، والأساليب الإحصائية المستخدمة، وكما يلي:  
منهجية الدراسة:

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المالية المؤثرة في القيمة السوقية لأسهم الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة، ومن أجل تحقيق هذا الغرض، قام الباحث بحساب قيم المتغيرات المستقلة واستخدام نموذج الانحدار المتعدد (Multiple Regression Model) لاختيار المتغيرات التي تعطي أفضل نموذج حيث تم بناء نموذج واحد يشتمل على المتغيرات المالية للشركات الصناعية المساهمة العامة. وذلك بالاعتماد على البيانات والمعلومات من المصادر الأساسية والثانوية التي تضمنتها التقارير السنوية للشركات الصناعية المساهمة موضع الدراسة بالإضافة إلى تقارير بورصة عمان.

كما قام الباحث بإجراء مقابلات منظمة مع المتعاملين بالأسهم من المستثمرين ومديري المحافظ الاستثمارية في سوق عمان المالي من أجل تحديد العوامل المالية التي تؤثر في أسعار أسهم الشركات الصناعية المساهمة، وذلك من خلال إعداد أسئلة للمقابلة.  
مجتمع الدراسة:

تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة أسهماً في بورصة عمان، والبالغ عددها (83) شركة حتى نهاية (2006). واشتمل مجتمع الدراسة لغايات أسئلة المقابلة أيضاً على جميع مديري المحافظ الاستثمارية في الشركات الصناعية المساهمة العامة.  
عينة الدراسة:

لقد تم اختيار عينة من الشركات الصناعية المدرجة أسهماً في بورصة عمان والأكثر تداولاً للأسهم خلال فترة الدراسة، بحيث تمثل الشركات الصناعية، لتبلغ عينة الدراسة (57) شركة حتى نهاية (2006).  
كما تم اختيار عينة عشوائية بسيطة من مديري المحافظ الاستثمارية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، بواقع (20%) من أفراد مجتمع الدراسة، ليلغ عدد أفراد عينة الدراسة (16) مديراً ومديرة، وقد تم إجراء المقابلات معهم وذلك تمهيداً لتحليل البيانات واستخراج النتائج.

أساليب جمع البيانات:

من أجل تحقيق أهداف الدراسة، قام الباحث بجمع البيانات الخاصة بجميع الشركات الصناعية المدرجة أسهمها في بورصة عمان، في نهاية (2006)، والمتمثلة بالتقارير والبيانات المالية المعتمدة لهذه الشركات لدى سوق عمان المالي ودائره مراقبه الشركات.

واعتمد الباحث في جمع البيانات على النشرات الصادرة عن سوق عمان المالي، وكذلك التقارير المالية المعتمدة لدى الشركات الصناعية المساهمة العامة عينة الدراسة، وقد قام الباحث بتفريغ البيانات في جداول إحصائية تمهيداً لتحليلها خلال الفترات التي تم اعتمادها لهذه الشركات.

كما اعتمد الباحث على وسيلة المقابلة مع المتعاملين بالأسهم من المستثمرين ومديري المحافظ الاستثمارية في سوق عمان المالي، خلال فترة الدراسة، وقد قام الباحث بصياغة مجموعة من الأسئلة المفتوحة وقام بطرحها على أفراد العينة من أجل جمع البيانات لغايات هذه الدراسة. صدق أسئلة المقابلة:

من أجل التحقق من صدق أداة الدراسة، قام الباحث بعرض أسئلة المقابلة على مجموعة من الأساتذة المختصين، من أجل الحكم على سلامة صياغة الأسئلة من الناحية اللغوية وملاءمة الأسئلة لغايات الدراسة، وقد قام الباحث بإجراء التعديلات على الأسئلة وفق ملاحظات المحكمين، وتم إعداد أسئلة المقابلة بصورتها النهائية. ثبات أسئلة المقابلة:

للتأكد من ثبات أداة الدراسة، تم استخدام طريقة الاختبار وإعادة الاختبار، حيث عمد الباحث إلى طرح الأسئلة على عينة استطلاعية من خارج أفراد عينة الدراسة، ثم طرح الأسئلة بعد مرور أسبوعين على نفس العدد من الأفراد، واستخراج قيم معامل (كرومباخ ألفا) للتأكد من درجة ثبات أداة الدراسة، حيث تراوحت قيمة معامل الثبات بين (0.81-0.89) وهذه القيمة مقبولة لأغراض هذه الدراسة كونها أعلى من الحد الأدنى للثبات والبالغ (0.60). وكما هو موضح في الجدول (1) الآتي:

الجدول (1)  
معامل الثبات لأسئلة المقابلة

الرقم	السؤال	معامل الثبات
1	ما هو تعريفكم للقيمة السوقية للسهم؟	0.84
2	حسب رأيكم ماذا تتأثر القيمة السوقية للسهم؟	0.82
3	برأيكم ما هي العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم؟	0.81
4	يختلف تأثير معدل التضخم على الأسهم بحيث يمكن أن يكون هناك ترابط إيجابي أو سلبي بينهما كيف ذلك؟	0.89
5	ما هو تعريفكم لمخاطر السوق بالنسبة للشركات الصناعية؟	0.82

محددات الدراسة:

تحددت هذه الدراسة بما يأتي:

أولاً: المحدد الزمني: تم إجراء هذه الدراسة على بيانات الشركات للأعوام (2001-2005).

ثانياً: المحدد المكاني: تم إجراء هذه الدراسة على الشركات الصناعية المدرجة أسهمها في بورصة عمان لعام (2006).

رابعاً: المحدد الموضوعي: حيث اعتمدت نتيجة هذه الدراسة على البيانات المدرجة في النشرات السنوية والتقارير المالية لتلك الشركات.

متغيرات الدراسة:

تم في هذه الدراسة اعتماد المتغيرات الآتية:

أولاً: المتغيرات المستقلة: والمتمثلة في العوامل الداخلية التي تؤثر في أسعار الأسهم. وتتضمن هذه المتغيرات ما يأتي:

- دخل السهم.
- الأرباح الموزعة.
- العائد على حق الملكية.
- العائد على إجمالي الموجودات.
- رافعة التمويل.
- رافعة التشغيل.
- المساهمة الحكومية.

ثانياً: المتغير التابع: والمتمثل بالقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية.

إجراءات الدراسة:

قام الباحث بالعديد من الإجراءات لغرض تحقيق أهداف هذه الدراسة والخروج بالنتائج المطلوبة، وتتمثل

هذه الإجراءات فيما يأتي:

1. قام الباحث بجمع البيانات الخاصة بالشركات الخاضعة للدراسة للسنوات الممتدة من (2001 - 2005)، بحيث تتوفر لكل شركة خمس مشاهدات وبالتالي فإن عدد المشاهدات الداخلة في التحليل هي: (حجم العينة × 5).
2. بعد تجميع البيانات وإدخالها إلى الحاسوب اعتمدت الدراسة على أسلوب نموذج الانحدار الخطي المتعدد (Linear Multiple Regression Model) لتحديد العوامل المؤثرة في القيمة السوقية وبناء النموذج، ومن ثم استخدام تحليل الانحدار المتعدد التدريجي (Multiple Regression) لتحديد الأهمية التأثيرية للمتغيرات المستقلة في المتغير التابع.
3. على ضوء النتائج التي توصلت إليها عملية التحليل الإحصائي، قام الباحث بمناقشة النتائج، للوصول إلى تعليل مناسب لتلك النتائج.

قام الباحث بعمل التحليل النوعي لأسئلة المقابلة، واستخرج من خلالها أبرز النتائج.  
4. قام الباحث بعرض أبرز النتائج التي توصلت إليها الدراسة، وعلى ضوء تلك النتائج تم وضع عدد من التوصيات لأصحاب الشأن وللدراسات الأخرى.

نموذج الدراسة:

$$Y = a + b \times 1(1 + EPS) + b \times 2(DVT) + b \times 3(RET) + b \times 4(RAT) + b \times 5(FT) + b \times 6(OLT) + b \times 7(DT) + E$$

حيث إن:

Y: المتغير التابع (القيمة السوقية للسهم للسنة الحالية)

A: ثابت الانحدار

B: المعامل التقديرية للانحدار

X1: دخل السهم للسنة السابقة (EPS + 1)

x2: الأرباح الموزعة للسنة السابقة (DVT)

x3: العائد على حقوق الملكية للسنة السابقة (RET)

x4: العائد على إجمالي الأصول للسنة السابقة (RAT)

x5: الرافعة المالية للسنة السابقة (FT)

x6: الرافعة التشغيلية للسنة السابقة (OLT)

x7: المساهمة الحكومية للسنة السابقة (DT)

الأساليب الإحصائية المستخدمة:

اعتمدت الدراسة على الأساليب الإحصائية الآتية في تحليل بيانات الدراسة:

1. المتوسطات الحسابية.
2. نموذج الانحدار المتعدد (Multiple Regression Model) لاختبار المتغيرات التي تعطي أفضل نموذج.
3. استخدام أسلوب نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتحديد العوامل المؤثرة في القيمة السوقية، وبناء النموذج.
4. استخدام تحليل الانحدار المتعدد التدريجي لتحديد الأهمية التاثيرية للعوامل المستقلة في المتغير التابع.
5. معامل كرومباخ ألفا (Chrombach Alpha).
6. استخدم الباحث التحليل النوعي من خلال جمع البيانات، أثناء إجراء المقابلات مع أفراد عينة الدراسة.

## الفصل الرابع

### نتائج تحليل بيانات الدراسة

اعتمدت هذه الدراسة على أسلوب نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتحديد العوامل المؤثرة في القيمة السوقية وبناء النموذج، ومن ثم استخدام تحليل الانحدار المتعدد التدريجي لتحديد الأهمية التأثيرية للعوامل المستقلة في المتغير التابع. وذلك بالاعتماد على البيانات والمعلومات من المصادر الأساسية والثانوية التي تضمنتها التقارير السنوية للشركات الصناعية المساهمة موضع الدراسة بالإضافة إلى تقارير بورصة عمان. وتغطي الدراسة الفترة الزمنية من (2001 - 2005). وتم استخدام برمجية الرزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) في معالجة البيانات وتحليل وبناء نموذج الدراسة. حيث تم تجميع البيانات الخاصة بالشركات الخاضعة للدراسة للسنوات الممتدة من (2001 - 2005)، بحيث تتوافر لكل شركة خمس مشاهدات وبالتالي فإن عدد المشاهدات الداخلة في التحليل (حجم العينة  $5 \times$ ).

وتم استخراج المتوسطات الحسابية للأرباح الموزعة، وللقيمة السوقية إلى العائد، وللعائد على حقوق المساهمين، وللعائد على مجموع الموجودات، وللرافعة التشغيلية، وللقيمة السوقية للسهم. كما استخدم تحليل الانحدار المتعدد والبسيط لاختبار فرضيات الدراسة.

أولاً: عرض نتائج الدراسة:

1- لقد تم استخراج المتوسطات الحسابية للأرباح الموزعة لشركات القطاع الصناعي للأعوام (2001-2005)، والجدول التالي يوضح ذلك:

#### جدول (2)

#### المتوسطات الحسابية للأرباح الموزعة لشركات القطاع الصناعي للأعوام

(دينار) (2005-2001)

الشركة	2001	2002	2003	2004	2005
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
العربية لصناعة وتجارة الورق	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
الألبان الأردنية	0.20	0.25	0.25	0.20	0.00
العامة للتعيين	0.22	0.25	0.10	0.25	0.25
العربية لصناعة الألمنيوم/ارال	0.13	0.10	0.08	0.00	0.15
الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
مصانع المنظفات الكيماوية العربية	0.75	0.75	0.75	0.25	0.80
الوطنية لصناعة الصلب	0.15	0.12	0.10	0.10	0.00
دار الدواء للتنمية والاستثمار	0.25	0.25	0.20	0.22	0.20
مصانع الأجواخ الاردنية	0.25	0.25	0.25	0.30	0.30
مصانع الخزف الأردنية	0.15	0.10	0.10	0.10	0.00
مصانع الورق والكرتون الأردنية	0.00	0.06	0.06	0.06	0.06
مناجم الفوسفات الاردنية	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
الاردنية لصناعة الأنايب	0.06	0.10	0.11	0.10	0.00

0.19	0.20	0.20	1.15	0.00	الدباغة الاردنية
0.10	0.15	0.05	0.07	0.05	المركز العربي للصناعات الدوائية
0.25	0.25	0.25	0.30	0.25	الصناعات الكيماوية الاردنية
0.10	0.10	0.10	0.08	0.08	العالمية للصناعات الكيماوية
0.00	0.10	0.10	0.10	0.10	الاستثمارات العامة
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	الصناعات الصوفية
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو
0.00	0.00	0.00	0.00	0.07	المتكاملة لتطوير الأراضي والاستثمار
0.00	0.20	0.10	0.15	0.10	الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو
0.00	0.00	0.00	0.05	0.00	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية
0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	السفوكيماويات الأردنية
0.13	0.14	0.20	0.65	1.50	مصانع الاسمنت الأردنية
0.22	0.18	0.12	0.20	0.35	البوتاس العربية
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	القرية للصناعات الغذائية والزيت النباتية
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	الأردنية لصناعات الصوف الصخري
0.20	0.28	0.30	0.30	0.25	الدخان والسجائر الدولية
0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	العالمية الحديثة لزيت النباتية
0.00	0.00	0.00	0.10	0.15	الوطنية لصناعة الكلورين
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	الموارد الصناعية الأردنية
0.08	0.08	0.00	0.25	0.00	الكابلات الأردنية الحديثة
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	الصناعات الهندسية العربية
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	الزيت لصناعة الألبسة الجاهزة
0.07	0.05	0.06	0.00	0.00	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية
0.18	0.20	0.22	0.25	0.25	حديد الأردن
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	العربية للصناعات الكهربائية
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية
0.50	0.30	0.30	0.25	0.40	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	رم علاء الدين للصناعات الهندسية
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	الدولية للصناعات الخزفية
0.08	0.10	0.10	0.15	0.04	اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	الوطنية للدواجن
0.00	0.00	0.00	0.10	0.00	المتكامله للمشاريع المتعدده
0.06	0.06	0.07	0.00	0.00	الوطنية لصناعات الألمنيوم
0.10	0.10	0.08	0.06	0.00	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	دار الغذاء
0.00	0.00	0.00	0.10	0.00	مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة
0.10	0.10	0.12	0.10	0.10	العربية لصناعة المواسير المعدنية
0.10	0.10	0.08	0.06	0.00	الاقبال للطباعة والتغليف
0.09	0.12	0.15	0.15	0.20	الاتحاد للصناعات المتطورة
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	التبغ والسجائر الاردنيه
0.10	0.06	0.06	0.08	0.08	مصانع الزيوت النباتية الأردنية
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	الدولية لصناعات السيليكا
0.18	0.12	0.12	0.12	0.16	مصفاة البترول الاردنيه/جوبترول



يتضح من الجدول (2) أن الأرباح الموزعة لشركات القطاع الصناعي للأعوام من (2001-2005) كانت متباينة، حيث شهدت بعض الشركات معدلات توزيع أرباح مرتفعة مقارنة بشركات أخرى والتي كانت أرباحها منخفضة في العديد من السنوات، كما لوحظ أن أرباح شركات القطاع الصناعي لنفس الشريحة كانت متباينة من شركة إلى أخرى، فقد تشهد ارتفاعاً ملحوظاً في سنة وتشهد انخفاضاً في سنة أخرى، مما يدل على عدم وجود استقرار في معدل الأرباح الموزعة من قبل القطاع الصناعي في السنوات من (2001-2005).

2- - لقد تم استخراج المتوسطات الحسابية للقيمة السوقية الى العائد لشركات القطاع الصناعي للأعوام (2001-2005)، والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول (3)  
المتوسطات الحسابية للقيمة السوقية الى العائد لشركات القطاع الصناعي للأعوام  
(%) (2005-2001)

الشركة	2005	2004	2003	2002	2001
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	113.58	-20.93	80.18	277.26	-27.04
العربية لصناعة وتجارة الورق	-4.61	-3.41	-1.25	-6.66	-11.50
الألبان الأردنية	14.96	16.27	15.37	10.51	10.34
العامية للتعبئة	23.32	16.53	18.77	125.05	9.94
العربية لصناعة الألمنيوم/ارال	10.66	161.43	23.77	19.37	10.78
الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج	-8.74	-5.26	-7.82	-4.00	-7.57
مصانع المنظفات الكيماوية العربية	30.33	15.88	15.36	11.92	9.16
الوطنية لصناعة الصلب	-121.56	20.36	13.80	10.71	7.79
دار الدواء للتنمية والاستثمار	16.35	17.26	16.51	10.22	8.23
مصانع الأجواخ الاردنية	13.37	25.42	12.89	8.20	6.90
مصانع الخزف الأردنية	319.36	28.34	12.84	8.20	6.51
مصانع الورق والكرتون الأردنية	19.58	20.00	21.74	12.68	14.11
مناجم الفوسفات الاردنية	23.32	55.21	36.38	19.30	158.96
الاردنية لصناعة الأنابيب	-48.98	13.94	13.95	6.85	12.71
الدباغة الاردنية	-9.66	21.42	-90.52	20.88	15.25
المركز العربي للصناعات الدوائية	16.20	31.39	21.37	13.71	11.14
الصناعات الكيماوية الاردنية	12.25	13.31	10.39	8.33	7.18
العالمية للصناعات الكيماوية	26.07	19.90	18.36	15.35	10.91
الاستثمارات العامة	31.26	27.46	10.98	15.32	10.13
الصناعات الصوفية	52.12	6.81	64.20	-3.53	-4.06
الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو	-4.44	-107.52	-54.18	5.83	20.31
المتكاملة لتطوير الأراضي والاستثمار	7.60	-10.99	-8.91	-20.23	-13.90
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	11.19	11.39	648.37	3.66	-13.26
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	17.35	18.46	-61.20	-24.45	-16.39
السلفوكيماويات الأردنية	18.55	-4.17	-3.74	-2.10	-2.18
مصانع الاسمنت الأردنية	10.12	14.24	12.11	11.54	19.06
الپوتاس العربية	25.16	34.27	-6.90	20.53	10.83
القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	87.45	12.12	-2.07	-9.53	-2.00
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	30.04	32.45	666.81	54.23	-47.05
الدخان والسجائر الدولية	24.30	14.30	10.13	6.39	7.50
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	32.49	19.08	1410.04	36.30	-9.29
الوطنية لصناعة الكلورين	10.86	17.90	17.21	542.47	15.28
الموارد الصناعية الأردنية	33.72	15.62	4.46	-7.78	-4.92

7.90	10.58	21.76	16.61	17.21	الكابلات الأردنية الحديثة
-119.89	-13.35	-15.78	-22.42	-18.62	الصناعات الهندسية العربية
-17.17	18.44	-62.43	-3.90	21.05	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة
13.49	23.30	12.30	27.12	29.75	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية
9.30	6.18	13.36	15.20	30.08	حديد الأردن
4.69	13.20	-28.09	62.82	75.72	العربية للصناعات الكهربائية
-6.76	-7.20	67.61	-20.80	-85.63	الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكيمائية والمستلزمات الطبية
9.78	8.90	11.12	16.19	18.75	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر
-	22.77	143.14	-28.91	-10.15	رم علاء الدين للصناعات الهندسية
2.45	7.43	25.64	-17.54	22.35	الدولية للصناعات الخزفية
6.25	11.19	28.96	15.51	-742.04	اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي
23.43	14.10	22.03	16.15	8.52	الوطنية للدواجن
-0.52	-4.21	-59.03	4.06	11.26	المتكامله للمشاريع المتعدده
7.28	10.19	12.68	17.43	13.68	الوطنية لصناعات الألمنيوم
9.99	11.03	9.93	19.36	32.11	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار
-11.08	-25.86	-175.32	-102.74	2934.75	دار الغذاء
19.15	9.69	14.49	12.59	5.56	مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة
20.03	44.81	16.30	13.31	11.45	العربية لصناعة المواسير المعدنية
7.79	12.82	16.86	23.77	54.96	الاقبال للطباعة والتغليف
7.43	5.60	12.24	11.75	9.59	الاتحاد للصناعات المتطورة
-27.59	-39.06	-37.01	-36.45	-32.89	التبغ والسجائر الاردنيه
5.46	15.68	14.01	31.74	31.02	مصانع الزيوت النباتية الأردنية
-25.38	327.26	56.74	44.06	11.93	الدولية لصناعات السيليكا
67.60	91.74	26.83	38.53	25.88	مصفاة البترول الاردنيه/جوبترول

يتضح من الجدول (3) والذي يبين المتوسطات الحسابية للقيمة السوقية على العائد لشركات القطاع

الصناعي للأعوام (2001-2005) أن هناك تبايناً في المتوسطات الحسابية لمختلف شركات القطاع الصناعي، وقد كانت

القيمة سلبية لبعض القطاعات في عدد السنوات وإيجابية في سنوات أخرى.

3- لقد تم استخراج المتوسطات الحسابية للعائد على حقوق المساهمين لشركات القطاع الصناعي للأعوام (2001-

2005)، والجدول التالي يوضح ذلك:

#### جدول (4)

المتوسطات الحسابية للعائد على حقوق المساهمين لشركات القطاع الصناعي للأعوام  
(2005-2001)  
(%)

2001	2002	2003	2004	2005	الشركة
-1.84	0.24	0.72	-4.29	0.78	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها
-5.23	-10.93	-156.37	-70.13	-33.39	العربية لصناعة وتجارة الورق
18.59	18.20	15.84	14.25	16.72	الألبان الأردنية
9.75	1.18	15.33	20.81	21.98	العامة للتعبدين
8.16	4.75	3.94	0.60	9.26	العربية لصناعة الألمنيوم/ارال
-12.59	-21.44	-15.51	-38.41	-12.66	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج
14.36	13.91	9.84	9.30	9.60	مصانع المنظفات الكيمائية العربية
10.75	8.42	9.21	8.04	-0.91	الوطنية لصناعة الصلب
14.95	16.78	15.40	15.91	15.91	دار الدواء للتنمية والاستثمار

9.52	7.29	5.42	3.09	8.37	مصانع الآجواخ الاردنية
8.05	7.68	7.32	4.34	0.27	مصانع الخزف الأردنية
5.19	8.77	5.67	10.07	11.28	مصانع الورق والكرتون الأردنية
0.63	4.67	4.12	3.42	9.64	مناجم الفوسفات الاردنية
3.52	7.95	7.72	12.73	-2.10	الاردنية لصناعة الأنايب
4.85	3.39	-0.80	3.18	-13.88	الدباغة الاردنية
9.01	11.89	9.97	5.75	10.73	المركز العربي للصناعات الدوائية
21.07	15.07	15.64	14.09	16.74	الصناعات الكيماوية الاردنية
6.79	4.41	4.62	5.24	4.45	العالمية للصناعات الكيماوية
9.65	7.53	11.48	7.50	6.81	الإستثمارات العامة
-17.31	-12.32	1.14	14.01	2.62	الصناعات الصوفية
5.54	15.87	-2.82	-1.34	-35.08	الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو
-7.05	-5.38	-13.91	-14.89	27.76	المتكاملة لتطوير الأراضي والاستثمار
-4.50	20.18	0.13	9.52	17.03	الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو
-1.51	-1.81	-1.45	9.95	8.90	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية
-9.99	-8.72	-20.02	-4.85	4.15	السلفوكيماويات الأردنية
8.55	14.01	20.16	30.11	33.39	مصانع الاسمنت الأردنية
9.79	5.39	-24.90	11.55	16.70	البوتاس العربية
-29.79	-3.04	-55.96	11.00	1.20	القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية
-0.65	1.16	0.34	6.31	10.56	الأردنية لصناعات الصوف الصخري
18.02	23.53	15.22	12.35	7.24	الدخان والسجائر الدولية
-9.07	1.85	0.07	6.47	3.44	العالمية الحديثة للزيوت النباتية
3.88	0.18	10.94	8.79	15.05	الوطنية لصناعة الكلورين
-5.89	-2.30	23.33	5.20	1.58	الموارد الصناعية الأردنية
9.67	9.39	10.66	24.26	32.05	الكابلات الأردنية الحديثة
-2.11	-23.37	-24.65	-20.99	-33.82	الصناعات الهندسية العربية
-4.28	3.74	-1.04	-25.62	4.87	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة
5.58	3.25	6.32	8.48	11.56	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية
16.26	20.51	17.48	20.71	12.20	حديد الأردن
9.34	4.69	-3.09	2.37	2.45	العربية للصناعات الكهربائية
-8.63	-9.09	2.62	-12.22	-2.30	الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية
29.91	27.57	23.83	15.14	11.08	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر
0.00	3.51	0.57	-2.61	-17.28	رم علاء الدين للصناعات الهندسية
22.58	12.09	5.84	-5.69	4.52	الدولية للصناعات الخزفية
20.24	14.60	8.01	14.51	-0.32	للؤلؤة لصناعة الورق الصحي
4.70	10.73	7.61	8.19	16.14	الوطنية للدواجن
-64.88	-14.19	-1.61	26.61	10.01	المتكامله للمشاريع المتعدده
8.64	7.70	10.90	9.84	11.15	الوطنية لصناعات الألمنيوم
8.34	9.44	8.85	4.04	2.13	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار
-10.08	-6.43	-1.29	-1.87	0.13	دار الغذاء

3.05	5.03	6.75	10.07	30.54	مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة
7.99	3.27	7.17	12.91	12.66	العربية لصناعة المواسير المعدنية
10.49	9.40	7.05	6.31	1.85	الاقبال للطباعة والتغليف
14.41	24.66	22.45	18.63	19.75	الاتحاد للصناعات المتطورة
20.81	12.10	11.32	10.36	10.26	التبغ والسجائر الاردنيه
12.22	4.78	4.99	4.26	5.86	مصانع الزيوت النباتية الأردنية
-9.32	0.51	2.41	3.80	11.91	الدولية لصناعات السيليكا
8.67	8.21	8.15	7.90	10.67	مصفاة البترول الاردنيه/جوبترول

يتضح من الجدول (4) أن هناك تبايناً في المتوسطات الحسابية، وقد كانت بعض قيم هذه المتوسطات

إيجابية وبعضها الآخر سلبياً، كما كانت قيم المتوسطات الحسابية لمختلف السنوات إيجابية لشركات معينة وأخرى سلبية لشركات أخرى.

4- لقد تم استخراج المتوسطات الحسابية للعائد على مجموع الموجودات لشركات القطاع الصناعي للأعوام (2001-2005)، والجدول التالي يوضح ذلك:

#### جدول (5)

المتوسطات الحسابية للعائد على مجموع الموجودات لشركات القطاع الصناعي للأعوام (%) (2005-2001)

2001	2002	2003	2004	2005	الشركة
-1.19	0.11	0.38	-1.92	0.41	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها
-2.73	-5.07	-37.94	-8.13	-8.51	العربية لصناعة وتجارة الورق
13.68	14.03	11.37	10.44	12.29	الألبان الأردنية
8.55	1.05	12.94	18.06	18.77	العامة للتعيين
6.81	4.07	3.12	0.39	7.08	العربية لصناعة الألمنيوم/ارال
-4.93	-6.00	-4.40	-9.59	-7.22	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج
11.88	11.13	8.20	7.41	6.72	مصانع المنظفات الكيماوية العربية
9.33	7.39	8.20	7.42	-0.66	الوطنية لصناعة الصلب
12.85	14.66	13.35	13.70	13.36	دار الدواء للتنمية والاستثمار
6.24	4.75	3.89	2.53	7.56	مصانع الأخواخ الاردنية
7.25	6.80	6.51	3.78	0.22	مصانع الخزف الأردنية
3.48	6.53	4.29	8.09	7.70	مصانع الورق والكرتون الأردنية
0.20	1.59	1.61	1.39	4.30	مناجم الفوسفات الاردنية
2.42	6.33	5.62	9.66	-1.40	الاردنية لصناعة الأنايب
4.45	3.11	-0.75	2.90	-12.03	الديباغة الاردنية
8.33	10.83	8.91	5.25	9.84	المركز العربي للصناعات الدوائية
17.72	12.93	13.53	11.92	13.16	الصناعات الكيماوية الاردنية
4.96	3.64	3.95	4.60	4.05	العالمية للصناعات الكيماوية
9.08	6.85	10.62	6.84	6.28	الاستثمارات العامة
-15.19	-11.20	0.99	13.20	2.37	الصناعات الصوفية
3.82	13.83	-2.18	-1.24	-32.52	الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو
-3.49	-2.51	-5.54	-4.69	24.81	المتكاملة لتطوير الأراضي والاستثمار
-1.43	15.24	0.10	7.18	11.85	الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو

-0.85	-1.10	-0.84	4.97	5.56	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية
-4.46	-3.72	-8.01	-1.20	2.42	إسلفوكيماويات الأردنية
5.49	9.68	15.05	23.72	26.07	مصانع الاسمنت الأردنية
6.81	3.61	-16.30	7.24	10.39	البوتاس العربية
-12.61	-1.22	-18.09	8.24	0.84	القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية
-0.58	1.10	0.33	5.94	9.73	الأردنية لصناعات الصوف الصخري
12.58	14.94	11.03	8.08	5.03	الدخان والسجائر الدولية
-7.82	1.62	0.06	5.94	3.17	العالمية الحديثة للزيوت النباتية
3.21	0.11	7.35	6.90	13.02	الوطنية لصناعة الكلورين
-3.02	-0.97	11.01	3.06	1.31	الموارد الصناعية الأردنية
5.91	5.68	5.53	8.11	10.97	الكابلات الأردنية الحديثة
-0.75	-11.68	-10.37	-7.88	-10.06	الصناعات الهندسية العربية
-2.24	2.16	-0.62	-11.22	3.25	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة
3.17	1.59	3.26	4.39	6.81	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية
11.51	13.05	13.04	16.40	7.13	حديد الأردن
6.17	3.54	-2.26	2.01	2.02	العربية للصناعات الكهربائية
-6.61	-6.26	1.78	-7.17	-1.64	الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيمياء والمستلزمات الطبية
19.69	16.04	15.45	10.13	8.47	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر
0.00	2.08	0.31	-1.26	-4.96	دم علاء الدين للصناعات الهندسية
10.44	6.97	3.50	-3.74	3.41	الدولية للصناعات الخزفية
17.78	12.62	6.00	8.22	-0.21	للؤلؤة لصناعة الورق الصحي
3.64	9.33	6.38	7.11	14.91	الوطنية للدواجن
-46.16	-10.47	-1.22	6.36	5.96	المتكامله للمشاريع المتعدده
7.68	6.80	8.55	7.34	7.53	الوطنية لصناعات الالمينيوم
8.18	9.22	8.70	4.00	2.12	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار
-4.71	-2.53	-0.86	-0.88	0.08	دار الغذاء
1.67	2.22	3.06	3.71	7.86	مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة
6.04	2.98	6.03	10.48	9.96	العربية لصناعة المواسير المعدنية
8.15	8.33	6.12	5.88	1.73	الإقبال للطباعة والتغليف
12.89	22.21	14.20	12.59	14.45	الاتحاد للصناعات المتطورة
-10.54	-8.10	-9.62	-10.76	-15.03	التبغ والسجائر الاردنيه
5.14	2.14	1.90	1.38	2.25	مصانع الزيوت النباتية الأردنية
-8.59	0.49	2.34	3.63	11.71	الدولية لصناعات السيليكا
2.38	1.65	2.05	1.80	1.66	مصفاة البترول الاردنيه/جوبترول

يتضح من الجدول (5) أن هناك تبايناً في هذه المتوسطات، كما شهدت المتوسطات الحسابية لبعض

الشركات قيماً إيجابية وشهد البعض الآخر قيماً سلبية وشهد البعض منها قيماً إيجابية وقيماً سلبية.

5-- لقد تم استخراج المتوسطات الحسابية لرافعة التمويل لشركات القطاع الصناعي للأعوام

(2005-2001)، والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول (6)

المتوسطات الحسابية لرافعة التمويل لشركات القطاع الصناعي للأعوام  
(%) (2005-2001)

2001	2002	2003	2004	2005	الشركة
0.900501838	1.957861635	4.357926802	0.554129632	2.250836015	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها
-1.117881056	0.137512402	0.824487718	0.554073538	0.801054537	العربية لصناعة وتجارة الورق

1	1	1	1	1	الألبان الأردنية
1	1	1	1	1	العامية للتعيين
1.017015954	1	1	1	1	العربية لصناعة الألمنيوم/ارال
-0.194242045	0.034459612	-0.595246318	0.357897267	0.371661883	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج
1	1.013335048	1.041678018	1.047520816	1.114150837	مصانع المنظفات الكيماوية العربية
1.065177799	1.018483141	1.047438324	1.040178674	2.549403248	الوطنية لصناعة الصلب
1.00545794	1.002515853	1	1	1	دار الدواء للتنمية والاستثمار
1.284867227	1.244342729	1.253659953	1.220794198	1.033155474	مصانع الأجواخ الاردنية
1.066001463	1.030071952	1.018266029	1.035277254	2.379683804	مصانع الخزف الأردنية
1.712549595	1.124261562	1.120391329	1.079223381	1.148819904	مصانع الورق والكرتون الأردنية
10.96719376	2.260932925	2.336693164	2.473536683	1.460467369	مناجم الفوسفات الاردنية
1.485085163	1.207919177	1.187203556	1.103787796	-0.555497854	الاردنية لصناعة الأنايب
1	1	1	1	1	الدباغة الاردنية
1.001628572	1.001480648	1	1	1	المركز العربي للصناعات الدوائية
1.033838333	1.006989668	1	1	1.014083363	الصناعات الكيماوية الاردنية
1.009433615	1.012209058	1.004863759	1.010247848	1.016912885	العالمية للصناعات الكيماوية
1	1	1	1	1	الاستثمارات العامة
0.9633017	0.959600975	1.683235247	1.055132166	1.248379647	الصناعات الصوفية
1.116277019	1.019958767	0.879343061	0.898546027	0.996481026	الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو
0.011736029	-0.192339178	0.504359183	0.54544024	1.006240193	المتكاملة لتطوير الأراضي والاستثمار
-1.047341995	1.391441562	20.1302303	1.179971609	1.086588634	الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو
0.980639521	1	1	1	1	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية
0.293406056	0.144248749	0.660674848	-1.274586627	2.000550256	السلفوكيماويات الأردنية
1.234726472	1.153730972	1.031499044	1	1	مصانع الاسمنت الأردنية
1.089955108	1.193985738	0.902716429	1.07203592	1.038716385	البوتاس العربية
0.491273452	-2.761243179	0.705791735	1.360852484	2.382577545	القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية
0.894660895	1.031806057	1.081588603	1.01261697	1.003136021	الأردنية لصناعات الصوف الصخري
1.083331465	1.048333407	1.085909127	1.101828285	1.163422263	الدخان والسجائر الدولية
0.909306263	1	1	1.054009412	1	العالمية الحديثة للزيوت النباتية
1.208354512	1.99078789	1.196045584	1.139017792	1.042645436	الوطنية لصناعة الكلورين
0.684596702	-0.84532656	1.07737498	1.255013128	1.271471622	الموارد الصناعية الأردنية
1.489602544	1.20147092	1.242186111	1.13133172	1.249289264	الكابلات الأردنية الحديثة
-3.335879938	0.685993175	0.735228419	0.722923617	0.661341566	الصناعات الهندسية العربية
-1.050492157	2.767713938	-4.229678364	0.595595293	1.62742034	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة
1.66340265	2.158400135	1.804339154	1.515513771	1.192192833	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية
1.171139136	1	1.033427105	1.035943637	1.117825205	حديد الأردن
1.493518934	1.508443507	0.293142091	1.920176879	1.400357949	العربية للصناعات الكهربائية
0.687212933	0.707344544	1.662011074	0.831198799	0.325330771	الشريق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية

1.09894798	1.085609746	1.032661534	1.07183227	1.076745408	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر
0.00	1.623497782	5.179195871	-0.220315028	0.534328843	رم علاء الدين للصناعات الهندسية
1.606621282	1.540480228	1.696329096	0.385714784	1.370001053	الدولية للصناعات الخزفيه
1.014900692	1.019896206	0.77448974	1.087537948	1.673175075	اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي
1.349955114	1.017708491	1.004869199	1.003775178	1.002081324	الوطنية للدواجن
0.959789775	0.828378478	-0.386593961	1.154718977	1.370825957	المتكامله للمشاريع المتعدده
1	1	1	1	1.032592341	الوطنية لصناعات الالمينيوم
1	1	1	1	1	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار
0.327985595	0.270763055	-0.043365522	-0.238936108	2.682905268	دار الغذاء
3.285813786	2.704861135	2.007040023	1.546553276	1.254360555	مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة
1	1	1	1	1	العربية لصناعة المواسير المعدنية
1.300685389	1.127199621	1.099643269	1.036340707	1.086137934	الاقبال للطباعة والتغليف
1.084787384	1.002574386	1.090625894	1.137584811	1.094599088	الاتحاد للصناعات المنظورة
1	0.993565439	0.989607751	0.994245846	0.993012166	التبغ والسجائر الاردنيه
1.413755216	2.49347565	2.300226768	2.287724574	2.196402671	مصانع الزيوت النباتية الأردنية
1	1	1	1	1	الدولية لصناعات السيليكا
1.171190985	1.494196256	1.491688785	1.555937987	1.894118357	مصفاة البترول الاردنيه/جوبترول

6- لقد تم استخراج المتوسطات الحسابية للرافعة التشغيلية لشركات القطاع الصناعي للأعوام (2001-2005)،

والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول (7)

المتوسطات الحسابية للرافعة التشغيلية لشركات القطاع الصناعي للأعوام (2001-2005) (%)

2001	2002	2003	2004	2005	الشركة
-0.046963454	0.364950596	-2.670962343	-0.320194167	-2.455593078	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها
-12.96573038	-0.159350702	0.238691772	0.440301172	0.363466749	العربية لصناعة وتجارة الورق
1.850453585	1.97626605	2.250072837	3.109822562	7.466862743	الألبان الأردنية
3.185611803	20.48448486	1.735778923	2.533254142	2.305829628	العامه للتعدين
8.176297024	-3.619142572	-3.284239831	-1.244265027	6.607611785	العربية لصناعة الالمينيوم/ارال
-7.269959001	-2.21302994	-2.03493618	-0.142772973	0.343857498	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج
1.864542746	2.559601153	2.213717997	7.863022471	4.498002764	مصانع المنظفات الكيماوية العربية
2.014000346	3.739381176	2.480240726	3.108606623	-0.004349144	الوطنية لصناعة الصلب
1.384738103	1.284031748	1.382888923	1.354445988	1.373324355	دار الدواء للتنمية والاستثمار
1.179791394	1.244730571	1.251174878	1.314236191	1.39631786	مصانع الآجواخ الاردنية
2210.719463	22.22030798	5.922400042	-6.212589949	-19.10347172	مصانع الخزف الأردنية
3.286173844	2.708173898	6.643967835	3.570424564	2.66519232	مصانع الورق والكرتون الأردنية
-1.830837692	-6.32223429	-3.163696572	-12.09376562	-87.6732373	مناجم الفوسفات الاردنية
11.60916077	2.891215771	2.331461309	1.629648966	-0.075380025	الاردنية لصناعة الأنايب
28.17942298	292.78331	-0.681949423	4.89708672	0.307470301	الدباغة الاردنية
2.078711607	2.48047435	5.031529294	-0.631289906	-0.29846984	المركز العربي للصناعات الدوائية

1.652675854	1.705952252	1.512811845	1.589858932	1.581303377	الصناعات الكيماوية الاردنية
2.990116751	4.768312364	3.8203415	2.333878936	2.647573264	العالمية للصناعات الكيماوية
1.975347815	2.270334897	1.473151269	2.759967905	2.14192237	الاستثمارات العامة
0.372668475	0.220596826	-1.470009976	-2.090582089	-0.852708145	الصناعات الصوفية
3.997514787	-0.55148304	0.172715168	-0.003493156	-0.042144572	الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو
-0.206825176	-0.640506992	0.249637148	0.027039033	1.361415974	المتكاملة لتطوير الأراضي والاستثمار
-2.482270794	2.00950247	-2.839327255	8.200835137	2.186811292	الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو
-0.84050173	-0.826510907	-0.46445977	2.013968925	2.875938374	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية
0.010157577	-0.021132176	-0.11239242	-20.48242321	2.623067398	السلفوكيماويات الأردنية
12.83941659	3.073038349	2.138657476	1.341886574	1.336972492	مصانع الاسمنت الأردنية
4.413335453	7.039373602	3.147596989	2.110219732	1.663058398	البوتاس العربية
-0.246155888	0.091383888	-0.890704121	-29.55934918	-2.975569409	القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية
-1.045043266	-3.936888027	-0.691466435	-1.509362814	-0.444814541	الأردنية لصناعات الصوف الصخري
1.498392591	1.81011816	7.04984832	7.076530273	-2.86363442	الدخان والسجائر الدولية
-1.002584463	-1.898755763	-0.447024461	7.798094709	-4.620545882	العالمية الحديثة للزيوت النباتية
-1.5602515	-0.342349731	-7.942400621	-3.055367478	5.953663531	الوطنية لصناعة الكلورين
0.214223978	0.009749854	-1.217923056	5.798304089	2.654478299	الموارد الصناعية الأردنية
2.683398966	2.67197045	1.94495875	1.327824231	1.352399086	الكابلات الأردنية الحديثة
-0.019312482	0.181296925	0.277143531	0.23027058	0.284224595	الصناعات الهندسية العربية
-1.341282617	-3.87869809	5.57724678	-0.572422421	2.230925761	الزني لصناعة الألبسة الجاهزة
-2.013521247	-1.757110413	-4.210306973	-9.462918059	15.03361385	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية
1.658436378	1.503479756	1.533034079	1.399132219	2.746097738	حديد الأردن
3.725975789	-14.40486769	-0.43624286	19.18143865	95.94770177	العربية للصناعات الكهربائية
-0.110842795	-0.12603198	2.858189574	0.221030731	-1.334787864	الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية
1.498934898	1.654572906	1.62725549	2.19524945	2.032137774	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر
0.00	10.0260256	-9.239609241	-1.879964432	-0.241324808	رم علاء الدين للصناعات الهندسية
3.133720358	3.498644057	6.579904725	-0.279283413	-103.8824834	الدولية للصناعات الخزفية
1.706669221	2.245421025	-4.347651126	2.950603787	-2.18358314	للؤلؤة لصناعة الورق الصحي
-36.90119539	2.586477945	4.911320908	3.59854401	1.642587712	الوطنية للدواجن
0.348559985	-0.530151048	-0.303340734	1.961819434	2.139411382	المتكامله للمشاريع المتعدده
2.618551867	2.862122549	1.972430092	2.130784978	1.78660933	الوطنية لصناعات الالمينيوم
2.491471221	2.508942002	1.177023282	1.163025458	1.17021413	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار
-0.194886215	-0.575762164	-0.647899678	-1.055369886	-21.13695777	دار الغذاء
1.988991728	1.363481034	2.062349385	1.617099914	1.4938977	مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة
2.894068503	18.65197008	2.699911278	1.63874155	1.839951942	العربية لصناعة المواسير المعدنية
3.15003825	5.93254421	-15.30780925	-5.602500713	-0.875642967	الاقبال للطباعة والتغليب



2.241862213	1.524862789	1.516703543	1.876215399	1.824310041	الاتحاد للصناعات المتطورة
0.468314138	0.46988343	0.449613138	0.457434717	0.499862128	التبغ والسجائر الاردنيه
2.299779374	5.073669983	5.853019913	55.34317114	2.588399452	مصانع الزيوت النباتية الأردنية
0.167121767	-0.732077026	-22.70871638	-5.807267035	-8.537641823	الدولية لصناعات السيليكا
-1.421673067	-0.655018533	-0.535789285	-1.205674582	32.81956861	مصفاة البترول الاردنيه/جوبترول

كما يتضح من الجدول (7) بأن هناك تبايناً في المتوسطات الحسابية لهذه الشركات في مختلف الأعوام، حيث

سجلت جميع الشركات قيماً إيجابية وسجلت أخرى قيماً لسنة واحدة، وبشكل عام سجلت جميع الشركات قيماً ومتوسطات حسابية في الأعوام المختلفة.

7- لقد تم استخراج المتوسطات الحسابية للقيمة السوقية لشركات القطاع الصناعي للأعوام (2001-2005)،

والجدول التالي يوضح ذلك:

#### جدول (8)

المتوسطات الحسابية للقيمة السوقية لشركات القطاع الصناعي للأعوام  
(%) (2005-2001)

2001	2002	2003	2004	2005	الشركة
2,280,000	3,000,000	3,480,000	5,220,000	7,000,000	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها
1,980,000	2,160,000	1,980,000	1,170,000	1,860,000	العربية لصناعة وتجارة الورق
7,481,250	8,295,000	10,473,750	9,450,000	9,975,000	الألبان الأردنية
2,120,000	2,940,000	6,000,000	8,625,000	13,425,000	العامية للتعدين
11,407,500	11,610,000	11,610,000	11,880,000	13,702,500	العربية لصناعة الألمنيوم/ارال
9,720,000	7,200,000	8,820,000	10,620,000	13,100,575	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج
6,317,538	7,966,748	8,645,052	9,310,056	21,945,132	مصانع المنظفات الكيماوية العربية
5,160,000	5,440,000	7,760,000	10,000,000	6,280,000	الوطنية لصناعة الصلب
43,560,000	66,600,000	107,600,000	125,000,000	127,000,000	دار الدواء للتنمية والاستثمار
20,920,000	19,000,000	29,000,000	48,800,000	114,400,000	مصانع الأوجاخ الاردنية
6,650,000	8,100,000	12,500,000	16,425,000	10,875,000	مصانع الخزف الأردنية
6,075,000	10,050,000	11,175,000	19,200,000	22,500,000	مصانع الورق والكرتون الأردنية
114,000,000	107,250,000	186,000,000	242,250,000	321,000,000	مناجم الفوسفات الاردنية
2,990,000	3,802,500	7,702,500	13,812,500	7,507,500	الاردنية لصناعة الأنايب
3,750,000	3,570,000	3,500,000	3,250,000	4,275,000	الديباغة الاردنية
7,150,000	12,150,000	15,750,000	13,600,000	14,000,000	المركز العربي للصناعات الدوائية
3,953,718	3,544,713	5,562,472	6,576,804	7,607,498	الصناعات الكيماوية الاردنية
2,220,000	2,025,000	2,520,000	3,090,000	3,435,000	العالمية للصناعات الكيماوية
13,090,000	17,600,000	21,700,000	39,800,000	57,000,000	الاستثمارات العامة
784,000	462,000	784,000	1,390,000	2,040,000	الصناعات الصوفية
1,584,000	1,548,000	2,484,000	2,322,000	1,854,000	الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو
2,800,000	2,940,000	2,940,000	3,500,000	15,400,508	المتكاملة لتطوير الأراضي والاستثمار
2,437,500	3,750,000	3,918,750	5,250,000	10,125,000	الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو
2,700,000	4,725,000	9,375,000	21,375,000	24,100,000	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية
630,361	450,258	1,665,953	430,303	2,967,610	السلفوكيماويات الأردنية
175,288,934	189,191,160	326,400,084	742,862,413	679,395,730	مصانع الاسمنت الأردنية
305,777,060	315,775,220	385,762,340	915,664,820	1,083,134,000	البوتاس العربية

1,485,000	700,000	1,800,000	4,760,000	4,860,000	القريه للصناعات الغذائية والزيت النباتيه
750,000	1,560,000	6,000,000	5,700,000	9,270,000	الأردنية لصناعات الصوف الصخري
48,063,708	56,100,000	58,800,000	69,450,000	77,550,000	الدخان والسجائر الدولية
6,660,000	5,400,000	7,500,000	10,560,000	9,180,000	العالمية الحديثة للزيوت النباتية
5,400,000	8,712,000	19,152,000	16,830,000	18,720,000	الوطنية لصناعة الكلورين
2,400,000	1,440,000	10,880,000	10,300,000	8,215,000	الموارد الصناعية الأردنية
7,440,000	9,920,000	24,160,000	55,144,000	87,840,000	الكابلات الأردنية الحديثة
17,200,000	25,515,000	25,515,000	25,515,000	25,515,000	الصناعات الهندسية العربية
6,900,000	6,600,000	6,225,000	7,725,000	12,650,000	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة
2,760,000	2,700,000	2,820,000	12,440,000	47,461,589	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية
30,450,000	27,750,000	53,250,000	77,250,000	86,700,000	حديد الأردن
2,520,000	3,600,000	4,800,000	8,580,000	11,340,000	العربية للصناعات الكهربائية
4,560,000	4,655,000	12,920,000	16,530,000	22,995,383	الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية
39,900,000	37,600,000	56,925,000	70,000,000	142,500,000	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر
5,000,000	5,350,000	5,500,000	4,950,000	9,800,000	رم علاء الدين للصناعات الهندسية
2,080,000	3,840,000	6,800,000	5,033,985	6,600,000	الدوليه للصناعات الخزفيه
7,150,000	10,000,000	7,800,000	8,125,000	7,600,000	للؤلؤة لصناعة الورق الصحي
27,625,000	42,500,000	51,000,000	43,800,000	54,300,000	الوطنية للدواجن
483,000	742,500	1,147,500	1,782,000	5,950,000	المتكامله للمشاريع المتعدده
6,570,000	8,370,000	15,660,000	20,250,000	18,900,000	الوطنية لصناعات الالمينيوم
6,000,000	7,560,000	12,420,000	10,980,000	18,900,000	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار
3,280,000	4,600,000	11,765,000	9,815,000	28,875,000	دار الغذاء
16,720,000	14,036,000	40,976,151	68,800,000	122,800,000	مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة
19,080,000	17,280,000	14,460,000	23,580,000	22,275,000	العربية لصناعة المواسير المعدنية
7,760,000	11,520,000	11,120,000	14,000,000	9,200,000	الاقبال للطباعة والتغليف
3,045,808	4,727,093	10,940,541	10,350,000	11,340,000	الاتحاد للصناعات المتطورة
29,480,101	29,480,101	29,480,101	29,480,101	29,480,101	التبغ والسجائر الاردنيه
3,540,000	3,690,000	3,480,000	6,750,000	9,150,000	مصانع الزيوت النباتية الأردنية
3,900,000	3,076,860	2,603,497	3,313,541	3,195,200	الدولية لصناعات السيليكا
412,800,000	406,080,000	120,640,000	173,120,000	176,000,000	مصفاة البترول الاردنيه/جوبترول

يوضح الجدول (9) التالي، توزيع متغيرات الدراسة، حسب سنوات فترة الدراسة، وكما يأتي:

#### الجدول (9)

#### توزيع متغيرات الدراسة حسب سنوات فترة الدراسة

2006		2005		2004		2003		2002		2001		السنوات متغيرات الدراسة
ع	م	ع	م	ع	م	ع	م	ع	م	ع	م	
31.3	4.2	404.2	58.1	35.2	12.3	223.3	54.2	91.0	31.1	31.3	4.2	دخل السهم
0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار)
14.3	3.7	13.8	6.4	15.5	4.7	24.9	1.1	10.5	5.3	14.3	3.7	العائد الى حق الملكية
10.0	2.7	9.3	4.5	7.0	4.4	9.1	2.7	7.3	4.1	10.0	2.7	العائد الى اجمال يالموجودات
1.6	1.0	0.6	1.2	0.5	1.0	2.8	1.4	0.8	1.0	1.6	1.0	رافعة التمويل

292.8	39.8	23.2	-0.7	9.8	1.1	4.9	0.1	38.9	7.0	292.8	39.8	رافعة التشغيل
706389	262075	1707225	648257	15584	54662939.	7041738	321341	71159	27828	70638956.	26207	القيمة السوقية
56.3	34.7	45.9	42.6	5155.9	0	0.1	87.6	725.9	950.1	3	534.7	

كما ويوضح الجدول (10) التالي، مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة مجتمعة، وكما يأتي:

#### الجدول (10)

##### مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

القيمة السوقية	رافعة التشغيل	رافعة التمويل	العائد الى اجمالي بالموجودات	العائد الى حق الملكية	الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار)	دخل السهم	متغيرات الدراسة
0.00	-0.02	0.25*	-0.01	0.00	-0.04	1.00	دخل السهم
0.36**	0.03	0.01	**0.44	0.33**	1.00		الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار)
0.17*	0.02	0.08	0.84**	1.00			العائد الى حق الملكية
0.17*	0.03	0.05	1.00				العائد الى اجمالي بالموجودات
0.03	0.00	1.00					رافعة التمويل
-0.02	1.00						رافعة التشغيل
1.00							القيمة السوقية

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

ويوضح الجدول (11) التالي مجاميع المتغيرات لكل عينة الدراسة، ولكل سنوات فترة الدراسة، وكما يأتي:

#### الجدول (11)

##### مجاميع المتغيرات لكل عينة الدراسة ولكل سنوات فترة الدراسة

Std. Deviation	Mean	Maximum	Minimum	N	متغيرات الدراسة
211.50	32.07	2934.75	-742.04	285	دخل السهم
0.17	0.10	1.50	0.00	285	الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار)
16.50	4.22	33.39	-156.37	285	العائد الى حق الملكية
8.58	3.67	26.07	-46.16	285	العائد الى اجمالي بالموجودات
1.51	1.14	20.13	-4.23	285	رافعة التمويل
132.55	9.47	2210.72	-103.88	285	رافعة التشغيل
117227566.99	41131870.78	1083134000.00	430303.00	285	القيمة السوقية (دينار)

ثانياً: اختبار فرضيات الدراسة:

الفرضية الرئيسة:

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للعوامل المالية (دخل السهم، الأرباح الموزعة، العائد على حقوق الملكية، والعائد على إجمالي الموجودات، ورافعة التمويل، ورافعة التشغيل والمساهمة الحكومية) للسنة الماضية في القيمة السوقية للسهم في السنة الحالية.

للإجابة عن هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد والجدول (12) يبين نتائج قيم معامل

VIF، Durbin Watson، للتحقق من ملاءمة البيانات لإجراء تحليل الانحدار المتعدد.

جدول (12)

قيم معامل Drubin Watson، VIF لتحقق من ملاءمة البيانات لإجراء تحليل الانحدار المتعدد

VIF	Tolerance	.Sig	t	Beta	متغيرات الدراسة
1.07	0.94	0.89	0.14	0.01	دخل السهم
1.26	0.80	0.00	5.84	0.36	الأرباح الموزعة للسهم الواحد (دينار)
3.39	0.30	0.24	1.17	0.12	العائد الى حق الملكية
3.73	0.27	0.40	-0.83	-0.09	العائد الى اجمال يالموجودات
1.07	0.93	0.70	0.38	0.02	رافعة التمويل
1.00	1.00	0.53	-0.63	-0.04	رافعة التشغيل
1.07	0.94	0.89	0.14	0.01	القيمة السوقية (دينار)
1.14					=Durbin-Watson

يتضح من الجدول (12) بأن قيمة معامل (VIF) تراوحت ما بين (1.00-3.73) وجميعها أقل من القيمة (5) وهذا يشير الى عدم وجود ارتباط عالٍ بين المتغيرات المستقلة في تأثيرها على المتغير التابع. كما أن قيمة إحصائي Durbin-Watson بلغت 1.14 وهي أقل من القيمة المحددة 2، لاعتبار وجود الارتباط الذاتي بين المتغيرات المستقلة. والجدول رقم (13) يبين نتائج تحليل الانحدار المتعدد لأثر المتغيرات المالية مجتمعة على القيمة السوقية للسهم.

جدول (13)

تحليل الانحدار المتعدد لأثر المتغيرات المالية مجتمعة على القيمة السوقية للسهم

Sig	f	R square	R
0.01	7.44	0.14	0.37

يتضح من الجدول (14) أن قيمة (R) بلغت 0.37، وان قيمة الإحصائي (F) قد بلغت (7.44) بمستوى دلالة 0.01 وهي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية ( $0.05=\alpha$ ) مما يشير إلى وجود تأثير للعوامل المالية مجتمعة على القيمة السوقية للسهم، وقد بلغت نسبة ما فسرتة العوامل المالية من تباين 14% وهذه النسبة ضئيلة نسبياً، حيث إن (86%) من التباين في قيمة السهم السوقية لم تفسر وجود العوامل المالية موضوع الدراسة. ويمكن تفسير ذلك من خلال أن دخل السهم ليس له تأثير إيجابي في القيمة السوقية للسهم، أما الأرباح الموزعة فقد جاء موجباً، وهذا يعني أنه كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة دل ذلك على أن القيمة السوقية للسهم سترتفع. كما أن وجود العائد على حقوق الملكية له تأثير إيجابي بالنسبة لأسهم الشركات الصناعية وهذا يعني أن ارتفاع نسبة العائد على حقوق الملكية سيؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم.

أما بالنسبة للعائد على إجمالي الموجودات فنلاحظ أن زيادة العائد على إجمالي الموجودات ينعكس إيجاباً على المستثمرين وبالتالي يزيد من الأرباح مما يزيد من القيمة السوقية للسهم.

كما أن معيار الرافعة المالية (FL) يحمل العلاقة المتوقعة ولكن تأثيره معنوي إحصائياً، ويمكن تفسير ذلك من خلال أن رافعة التمويل تعكس مدى استخدام الشركة للديون في تمويل استثماراتها مما يزيد من نسبة المخاطر وبالتالي يكون التأثير سلبياً مما يؤثر على القيمة السوقية للسهم.

أما رافعة التشغيل فقد جاءت النتيجة معنوية إحصائياً، ويمكن تفسير ذلك من خلال أن ارتفاع نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول يؤدي إلى ارتفاع درجة التشغيل وأن أرباح الشركة تتأثر بأي تغيير في الأصول الثابتة سلباً مما يؤثر على القيمة السوقية للسهم.

أما بالنسبة للمساهمة الحكومية فكلما زادت مساهمة الحكومة كلما قلت الأسهم المتداولة وبالتالي استقرت أسعار الأسهم أي أن هناك علاقة سالبة بين مساهمة الحكومة وأسعار الأسهم.

وهذا يعني أن من أهم العوامل التي تؤثر في أسعار الأسهم في قطاع الشركات الصناعية هي الأرباح الموزعة، العائد على حقوق الملكية، العائد على إجمالي الموجودات، ورافعة التشغيل.

وتتفق هذه النتيجة مع دراسة عبد الله (1995) والتي أظهرت نتيجتها وجود علاقة بين العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية للسهم، كما تتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة ابو الهيجا (2004) والتي أظهرت نتيجتها وجود أثر للأرباح الموزعة والقيمة السوقية للسهم.

كما تم إجراء الاختبار التشخيصي لجميع متغيرات الدراسة المبينة على هذه الفرضية، وكما يأتي:

ويتفرع عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

الفرضية الفرعية الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين دخل السهم للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

للإجابة عن هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط والجدول (14) يبين نتائج تحليل الانحدار البسيط بين دخل السهم والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

#### جدول (14)

تحليل الانحدار البسيط بين دخل السهم والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية

Sig	f	R square	R
1.00	0.00	0.00	0.00

يتضح من الجدول (14) أن قيمة (R) بلغت (0.00)، وان قيمة الإحصائي (F) بلغت (0.00) بمستوى دلالة 1.00 وهي أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $0.05 = \alpha$ ) مما يشير إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين دخل الأسهم للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

ويمكن تفسير هذه النتيجة من خلال أن دخل السهم في السنة الماضية هو عبارة عن صافي الدخل مقسوماً على عدد الأسهم العادية المصدرة، إن هذا المتغير يعبر عن الأداء الكلي للشركة المساهمة ويعكس مدى كفاءة الشركة في استخدام الأصول والموارد المتاحة. ويتوقع أن تكون العلاقة بين دخل السهم في السنة الحالية وسعره في السنة التالية علاقة موجبة، ولكن ما ظهر هو أن قيمة الإحصائي (F) بلغت (0.00) بمستوى دلالة (1.00) وهي أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $0.05=\alpha$ ) وهذا أشار إلى عدم وجود هذه العلاقة ذات الدلالة الإحصائية بين دخل السهم للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم.

وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة الفضل (2003) والتي أظهرت نتائجها أن التباين الحاصل في قدرة كل من متغير التغير في حصة السهم من الأرباح ومتغير حصة السهم من الأرباح في تفسير العوائد السوقية للأسهم، وتختلف مع نتيجة دراسة أبو نصار والدبعي (2000) والتي أظهرت نتائجها أن أسعار الأسهم تسبق الأرباح المحاسبية. الفرضية الفرعية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح الموزعة للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. للإجابة عن هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط والجدول (15) يبين نتائج تحليل الانحدار البسيط لمتغير بين الأرباح الموزعة والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

#### جدول (15)

تحليل الانحدار البسيط لمتغير بين الأرباح الموزعة والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية

Sig	f	R square	R
0.00	43.20	0.13	0.36

يتضح من الجدول (16) أن قيمة (R) بلغت (0.36) وان قيمة الإحصائي (F) بلغت (43.20) بمستوى دلالة 0.00 وهي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية ( $0.05=\alpha$ ) مما يشير إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح الموزعة للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. ويمكن تفسير ذلك من خلال أن الأرباح الموزعة مقابل السهم العادي في السنة الماضية وهي عبارة عن الأرباح الموزعة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وإن هذه الأرباح الموزعة تمثل التدفق النقدي الذي يحصل عليه المساهمون وتعتبر من أهم العوامل التي تؤثر في تحديد القيمة السوقية للسهم، لذلك فإن ما أشارت إليه نتيجة الجدول أن قيمة الإحصائي (F) بلغت (43.20) بمستوى دلالة (0.00) وهي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية ( $0.05=\alpha$ ) وهذا يشير إلى وجود علاقة إحصائية بين الأرباح الموزعة للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، حيث تسهم تلك الأرباح في زيادة إقبال المستثمرين على الأسهم مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم.

الفرضية الفرعية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

للإجابة عن هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط والجدول (16) يبين نتائج تحليل الانحدار البسيط بين العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

جدول (16)

تحليل الانحدار البسيط بين العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية

Sig	f	R square	R
0.00	8.20	0.03	0.17

يتضح من الجدول (16) أن قيمة (R) بلغت (0.17) وان قيمة الإحصائي (F) قد بلغت (8.20) بمستوى دلالة 0.00 وهي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية ( $0.05=\alpha$ ) مما يشير إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. ويمكن تفسير ذلك من خلال أن العائد على حق الملكية (الأرباح الصافية مقسومة على حق الملكية) في السنة الماضية ويقاس هذا المتغير النسبة التي يحصل عليها المساهمون مقابل رأس المال المستثمر في الشركة، حيث يلاحظ أن قيمة الإحصائي (F) قد بلغت (8.20) بمستوى دلالة (0.00) وهي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية ( $0.05=\alpha$ ) وهذا يشير إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، وهذا يعني أن زيادة نسبة الأرباح الصافية التي يحصل عليها المستثمرون ليس لها علاقة بين العائد على حقوق الملكية للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية. الفرضية الفرعية الرابعة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على إجمالي الموجودات للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

للإجابة عن هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط والجدول (17) يبين نتائج تحليل الانحدار البسيط بين العائد على إجمالي الموجودات والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

جدول (17)

تحليل الانحدار البسيط بين العائد على إجمالي الموجودات والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية

Sig	f	R square	R
0.00	9.81	0.04	0.20

يتضح من الجدول (18) أن قيمة (R) بلغت 0.20، وان قيمة الإحصائي (F) قد بلغت (9.81) بمستوى دلالة 0.00 وهي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية ( $0.05=\alpha$ ) مما يشير إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على إجمالي الموجودات للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

ويمكن تفسير ذلك من خلال أن العائد على إجمالي الموجودات يمثل صافي الأرباح مقسومة على إجمالي الأصول والموجودات، ويقاس معدل العائد الذي تحققه الشركة على جميع الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل، ويلاحظ من الجدول أيضاً، أن قيمة الإحصائي (F) بلغت (8.71) بمستوى دلالة (0.00) وهي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية ( $0.05=\alpha$ ) وهذا يشير إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على إجمالي الموجودات للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، ويلاحظ أن العائد الذي تحققه الشركة يوفر ريعاً لها مما ينعكس إيجاباً على المستثمرين وهذا يؤدي أيضاً إلى زيادة أرباح الشركات الصناعية على إجمالي الموجودات والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

الفرضية الفرعية الخامسة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين رافعة التمويل للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

للإجابة عن هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط والجدول (18) يبين نتائج تحليل الانحدار البسيط لمتغير بين رافعة التمويل للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

#### جدول (18)

تحليل الانحدار البسيط لمتغير بين رافعة التمويل للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية

Sig	f	R square	R
0.58	0.30	0.00	0.03

يتضح من الجدول (18) أن قيمة (R) بلغت (0.03)، وان قيمة الإحصائي (F) قد بلغت (0.30) بمستوى دلالة (0.58) وهي أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $0.05=\alpha$ ) مما يشير إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين رافعة التمويل للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

ويمكن تفسير ذلك من خلال أن الرافعة التمويلية تمثل نسبة إجمالي المطلوبات للغير (الديون) إلى إجمالي الموجودات في السنة الماضية للشركة المساهمة وتعكس مدى استخدام الشركة المساهمة للديون في تمويل استثماراتها، ويعد الاستخدام الزائد لها يزيد من المخاطرة المالية للشركة مما يؤثر سلباً على سعر السهم في السوق. وهذا يتطلب من الشركات المساهمة أن تستخدم هذه الديون بطريقة مناسبة لتمويل استثماراتها المختلفة حتى لا يؤدي ذلك إلى وجود مخاطر متعددة، الأمر الذي ينعكس سلباً على سعر السهم في السوق وبالتالي قد ينعكس سلباً على حجم استثمارات الشركات المساهمة في سوق الأوراق المالية.

الفرضية الفرعية السادسة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين رافعة التشغيل للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

للإجابة عن هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط والجدول (19) يبين نتائج تحليل الانحدار البسيط لمتغير بين رافعة التشغيل والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.



جدول (19)

تحليل الانحدار البسيط لمتغير بين رافعة التشغيل والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية

Sig	f	R square	R
0.00	10.10	0.062	0.25

يتضح من الجدول (19) أن قيمة (R) بلغت (0.25)، وان قيمة الإحصائي (F) قد بلغت (10.10) بمستوى دلالة 0.00 وهي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha=0.05$ ) مما يشير إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين رافعة التشغيل للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. ويمكن تفسير ذلك من خلال أن ارتفاع نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول هو مقياس للكثافة الرأسمالية للشركة لذلك فإن ارتفاع هذه النسبة يؤدي إلى ارتفاع درجة التشغيل، مما يعني أن أرباح الشركة تكون في غاية الحساسية لأيّة تغيرات في المبيعات التي تنتج عادة من الأصول الثابتة (زيادة مخاطر الأعمال) وفي حالة ثبات العوامل الأخرى فإن هذا الوضع يؤدي إلى ارتفاع معدل الرسملة بالنسبة لحقوق الملكية وبالتالي انخفاض سعر السهم، ومن هنا فإن من المتوقع أن تكون العلاقة بين هذه النسبة وسعر السهم سالبة، لذلك وبالرجوع إلى الجدول السابق، يتضح أن قيمة الإحصائي (f) قد بلغت (10.10) بمستوى دلالة (0.00)، وهي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha=0.05$ ) وهذا يشير إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين رافعة التشغيل للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

الفرضية الفرعية السابعة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مساهمة الحكومة في السنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

للإجابة عن هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط والجدول (20) يبين نتائج تحليل الانحدار البسيط لمتغير بين مساهمة الحكومة في السنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

جدول (20)

تحليل الانحدار البسيط لمتغير بين مساهمة الحكومة في السنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية

Sig	f	R square	R
0.35	1.91	0.0004	0.02

يتضح من الجدول (20) أن قيمة (R) بلغت (0.02)، وان قيمة الإحصائي (F) قد بلغت (1.91) بمستوى دلالة (0.35) وهي أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha=0.05$ ) مما يشير إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مساهمة الحكومة في السنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

ويمكن تفسير ذلك من خلال أن مساهمة الحكومة تؤدي إلى وجود ضمان بالنسبة للمستثمرين في الشركات المساهمة العامة الى حد معين، لذلك فإن الأسهم التي تمتلكها الدولة (القطاع العام) نادراً ما تخضع إلى التداول ويكون معدل دوران الأسهم قليلاً، الأمر الذي يقلل من عدد الأسهم المتداولة مما يجعل أسعار أسهمها تستقر في السوق، وهذا يعني أن مساهمة ومشاركة الحكومة كلما زادت كلما قلت الأسهم المتداولة، وبالتالي، وبالرجوع إلى الجدول السابق، يتضح أن قيمة (F) قد بلغت (1.91) بمستوى دلالة (0.35) وهي أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية ( $\alpha=0.05$ ) لذلك لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مشاركة الحكومة في السنة الماضية والقيمة السوقية للسهم في السنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة الأردنية.

## الفصل الخامس

### النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج:

- 1- وجود تأثير للعوامل المالية مجتمعة على القيمة السوقية للسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.
- 2- إن الأرباح الموزعة لها تأثير إيجابي في سعر السهم، وكذلك العائد على حقوق الملكية بالنسبة لأسهم الشركات الصناعية.
- 3- إن هناك علاقة سالبة بين إسهام الحكومة وأسعار الأسهم.
- 4- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين (دخل السهم ، رافعة التمويل والمساهمة الحكومية) للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.
- 5- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين (الأرباح الموزعة، العائد على حقوق الملكية، العائد على إجمالي الموجودات ورافعة التشغيل) للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.
- 6- إنه كلما زاد سعر الفائدة انخفضت القيمة السوقية للسهم والعكس صحيح.
- 7- إنه كلما ارتفع سعر الصرف والنتائج المحلي الإجمالي انخفضت القيمة السوقية للسهم والعكس صحيح.

## ثانياً: التوصيات:

- وعلى ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، تم وضع التوصيات الآتية:
- 1- جعل هذه الدراسة نواه لدراسات أخرى مشابهة تبحث في العوامل الماليه والاقتصادية والسيكولوجيه الاخرى التي تؤثر على الأسعار السوقيه للأسهم .
  - 2- إصدار نشرات دورية دقيقة وتفصيلية عن البيانات الماليه والاقتصاديه والانتاجيه والخطط المستقبليه الشركات المساهمة وتكون هي المرجع الأساسي للباحث حيث وجد صعوبة بإيجاد بعض المعلومات الدقيقة عن تلك الشركات.
  - 3- العمل على زيادة وعي المستثمرين والوسطاء الماليين من خلال تثقيفهم بجميع العوامل المؤثرة على أسعار أسهم الشركات المتداولة في سوق عمان المالي.
  - 4- تزويد المستثمرين بالمعلومات التاريخية حول نشاط السوق المالي والطرق التي يتم من خلالها رفع كفاءة الاستثمار في السوق المالي مما ينعكس إيجاباً على قدرة الشركات الصناعية المساهمة على المنافسة في السوق من خلال زيادة شراء الأسهم وزيادة حجم التداول، مما يؤدي إلى زيادة أرباح تلك الشركات.
  - 5- أن تقوم الشركات الصناعية المساهمة العامة بإعداد التقارير المالية وقوائم الدخل وعدد الأسهم المتداولة، وحجم التداول وحجم الأرباح خلال السنوات المختلفة وتزويد السوق المالي بنسخة عنها وذلك للاحتفاظ بها في سجلات خاصة يرجع إليها عند الضرورة، والتي من خلالها يتم الكشف فعلياً عن الحجم الحقيقي لنشاط الشركات الصناعية المساهمة العامة.
  - 6- تنظيم التشريعات واللوائح والقوانين التي يتم من خلالها تنظيم حركة السوق وبالتالي تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم للمتعاملين والمستثمرين والموجودين في السوق المالي.
  - 7- أن تتبع الأسواق المالية سياسات واضحة في ما يتعلق بالقيمة السوقية للسهم، حيث إن عمليات التداول في الأسواق المالية سواء بالعرض أو الطلب، تعتمد على القيمة السوقية للسهم، والتي تعد المعيار الذي يتم من خلاله زيادة أو تخفيض عدد الأسهم المتداولة بالنسبة للشركات الصناعية المساهمة العامة، والتي تستثمر أسهمها في السوق المالي.
  - 8- أن يكون لهيئة الأوراق المالية دور فاعل في مراقبة السوق المالي وحركة التداول فيه وتنظيم التعاملات السوقية بين المستثمرين والشركات المتداولة والوسطاء الماليين بما يضمن حركة تداول نشطة مما يحسن من القيمة السوقية للسهم.

## المراجع:

أولاً: المراجع العربية:

- أبو الهيجاء، أيمن (2004). سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للسهم (دراسة ميدانية) في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم الاقتصاد، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
- أبو جابر، محمد صالح (1989). الاستثمار بالأوراق المالية ومدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، الاستثمار في الأوراق المالية.
- أبو حشيش، خليل (2003). دور المعلومات المحاسبية المنشورة في التنبؤ بأسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية: دراسة تطبيقية، مجلة البصائر، جامعة البتراء الأردنية، عمان، الأردن، 7 (2)، ص: 149-196.
- أبو فرحة، حنان (2001). العلاقة بين المخاطرة النظامية وكل من الرفع المالي والرفع التشغيلي: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
- أبو نصار، محمد الدبعي، مأمون (2000) هل تسبق أسعار الأسهم الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 28، العدد 1، الجامعة الأردنية، عمان.
- البازي، حمد بن سليمان (1998). سوق الأسهم السعودي والسياسة النقدية، مجلة العلوم الاجتماعية، مجلد 26، عدد 2، جامعة الكويت، الكويت.
- ترقي، محمود (1995). تحليل التقارير المالية، الطبعة الثانية، مطابع جامعة الملك سعود، الرياض، المملكة العربية السعودية.
- جرن، بسام شفيق (2003). أهمية التقارير المالية المحلية للشركات المساهمة الصناعية الأردنية بالنسبة لقرارات المستثمر في بورصة عمان، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، الأردن.
- حداد، فايز وحداد، سامر (2002)، العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح المحاسبية المستقبلية دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 3، العدد 2، الجامعة الأردنية، عمان.
- حناوي، محمد (2000). تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، جمهورية مصر العربية.
- الحناوي، محمد صالح (1997). أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، جمهورية مصر العربية.
- الخلايلة، محمود (1996)، العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الأجل الطويل، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 25، العدد 1، الجامعة الأردنية، عمان.

- الخلايلة، محمود (1999). العلاقة بين الارباح وعوائد الأسهم في الأجل الطويل، مجلة دراسات الجامعة الأردنية، المجلد 26، العدد22، ص ص: 365-358.
- الدبعي، مأمون، أبو نصار، محمد (2000)، دور نسبة الربح إلى السعر في تحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 27، العدد2، الجامعة الأردنية، عمان.
- الراوي، خالد وبركات، عبد الله والرمحي، نضال (2000). نظرية التمويل الدولي، دار المناهج للنشر- والتوزيع، عمان، الأردن.
- رمضان، عماد زياد، (2004). اثر سياسات توزيع الارباح على القيمة السوقية للشركات الاردنيه (دراسه تطبيقيه)، رساله دكتوراه غير منشوره، جامعه عمان العربيه للدراسات العليا، عمان، الاردن.
- الزعيبي، بشير، (1999) تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة (1978 - 1998)، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 27، العدد 2، الجامعة الأردنية، عمان.
- شلتوت، محمد (1995). المدخل الاتصالي لتحرير التقارير المالية، مطابع جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، الرياض.
- الطراونة، محمد أحمد (2004). محددات الطلب على الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم الاقتصاد، جامعة مؤتة، الكرك، الأردن.
- عبد الله، عبد القادر (1993). العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح وأسعار الاسهم في سوق الاسهم السعودية، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، جامعة الامارات العربية، 94 ديسمبر، ص ص: 1-20.
- عبد الله، عبد القادر (1995). العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد 11 العدد1.
- العبد، شادي (1995). العلاقة بين هيكل التكاليف التشغيلية وبين المخاطر النظامية وعوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة الأردنية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
- العصار، رشاد والأخرس، عاطف والشريف، عليان، والهنيني، إيمان والجعبري، أحمد (2001). الإدارة المالية والتحليل المالي، عمان، دار البركة للتوزيع والطباعة.
- عقل، مفلح (2000). مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، عمان، دار المستقبل للنشر والتوزيع.
- الفضل، مؤيد محمد علي (1993). "القرارات الاستثمارية في ظل حالة المخاطرة: دراسة تحليلية"، مجلة البحوث الاقتصادية، العدد الاول والثاني، ص ص: 125-181.
- الفضل، مؤيد، (2003) العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، دراسة اختيارية للمواصفة الأكثر تمثيلاً للعلاقة في العراق، مجلة الإداري، السنة 25، العدد 94، مسقط، عمان.
- القرع، بشار، (2001)، سلوك أسعار الأسهم في الأسواق المالية الناشئة دراسة تطبيقية على سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن).

- القصاص، خليل محمد (2002). أثر الإفصاح في القوائم المالية للبنوك التجارية الأردنية على قرارات المستثمر في بورصة عمان في ضوء المعيار المحاسبي الدولي رقم (39): دراسة مقارنة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، الأردن.
- القضاة، يحيى (2004). دور الإفصاح المحاسبي في إظهار القيمة السوقية الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في بورصة عمان، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، الأردن.
- قويدر، علي (1993)، دراسة تحليلية لاتجاه أسعار الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالية بالتطبيق على نموذج السير العشوائي، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
- محفوظ، احمد علي، (1995)، تذبذب أسعار الأسهم : دراسة تطبيقية على أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
- مطر، محمد (1993). إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.
- مطر، محمد (2000). التحليل المالي والائتماني: الأساليب والأدوات المستخدمة العملية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.
- الميداني، محمد أيمن عزت (1999). الإدارة المالية في الشركات، الرياض، مكتبة العبيكان.
- النعيمي، عدنان تايه والساقي، سعدون مهدي وسلام، أسامة عزمي وموسى، شقيري نوري (2007). الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
- هريش، لينا غرابية، فوزي (1989)، أثر مضمون التقارير المالية السنوية من المعلومات على حجم التداول بأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية، دراسات، المجلد 16، العدد 1، الجامعة الأردنية، عمان.
- هندي، منير (1997). الإدارة المالية: مدخل تحليل معاصر، الطبعة الثالثة، المكتب العربي، الإسكندرية.
- هندي، منير (1999). الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف بالإسكندرية، جمهورية مصر العربية.
- الهوراري، سيد (1985). الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل طويل الأمد، دار الجيل للطباعة، مصر، ص: 180.
- هياجنه، اسامه (2001). اثر محددات هيكل راس المال على الاداء المالي للشركات الصناعية المساهمه العامه في الاردن للفترة (1990-1999)، رساله ماجستير غير منشوره، جامعه ال البيت، المفرق، الاردن.
- الوابل، وابل (1996). المحتوى الإعلامي لقائمة التدفقات النقدية: دراسة تحليلية مقارنة بالقياس إلى أرباح الاستحقاق، الإدارة العامة، 36 (2)، ص: 221-248.
- ياسين، محمد أيوب (1991). أثر تعويم سعر الفائدة على أسعار أسهم مؤسسات الجهاز المصرفي في الأردن، رسالة ماجستير غير منشورة، تمويل، الجامعة الأردنية، عمان.

- Adelegan, O. J. (2003). An Empirical Analysis of the Relationship between Cash Flow and Dividends Change in Nigeria, *African Development Review*, Vol. 15, Issue 1, PP. 15-35.
- Berk, J. & Demarzo, P. (2007). *Corporate Finance*, 1<sup>st</sup> Ed., Addison-Wesley.
- Biernat, J. (2001). *Essential of Corporate Finance*. New York, McGraw-Hill.
- Block, Stanly B., & Hirt, Geoffrey, A. (1999). *Foundations of Financial Management*, 3rd E.
- Bowman, R. G. (1979). The Theoretical Relationship between Systematic Risk and Financial (Accounting) Variables, *the Journal of Finance*, PP. 617-630.
- Brigham, E. F. & Ehrhardt, M. C. (2002). *Financial Management: Theory and Practice*. South Western, Thomson Learning.
- Carslaw, C. A. & J. R. Mills (1991). Developing Ratios for Effective Cash Flow Statement Analysis, *Journal of Accountancy*, Vol. 17, No. 5, PP. 63-70.
- Charitou, A. C. & C. A. Andreou, (2001). The Effect of Earnings Permanence, Growth and Firm Size on the Usefulness of Cash Flows and Earnings in Explaining Security Returns: Evidence for the UK. *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol. 28, No. 3, PP. 1-21.
- Cheng, C. S., C. Liu & T. Scharfer, (1996). Earnings Permanence and the Incremental Information Content of Cash Flows from Operations, *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, PP. 173-181.
- Dhaliwal, D. S., K. J. Lee, N. L. Fragher, (1991). The Association Between Unexpected Earnings and Abnormal Security Returns in the Presence of Financial Leverage. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 8, Issue 1, PP. 20-41.
- Fuller, A. & Ferrell, J. (1989). *Modern Investment and Security Analysis*, McGraw-Hill, New York.
- Gitman, L. J. (2000). *Managerial Finance*, USA, Pearson Education International.
- Glean, H. (1998). *Money and Financial System, and the Economy*, Westy.
- Hamada, R. S. (1969). Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance, *the Journal of Finance*, PP. 13-31.
- Hamada, R. S. (1972). The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks, *Journal of Finance*, PP. 435-452.



- Herbert, B. Mayo (2000). *Investments: an introduction*. 6<sup>th</sup> ed., Harcourt Inc.
- Hodgson, Allan, Stevenson-Clarke and Peta, (2000). *Earnings, Cash Flows and Future: Functional Relation and the Impact of Firm Size*. *Accounting & Finance*, Vol. 40, No. 1, PP. 23-51.
- Huffman, L. (1983). *Operating Leverage, Financial Leverage, and Equity Risk*, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 7, PP. 197-212.
- Khoury, R., Civelek, M., (1993), *the Behavior of Common Stock Prices in Amman Financial Market*, *Abhath AL-Yarmouk*, and 9(1):9-28
- Kothari, S. P. and R. G. Sloan, "Information in Earnings about Future Earnings: Implications for Earnings Response Coefficient", *Journal of Accounting Research*; Vol. 15, 1992, pp. 143-171.
- Lev, B. (1974). *On the Association between Operating Leverage and Risk*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, PP. 627-641.
- Lobo, G. J., R. D. Nair, I. M. Song (1986). *Additional Evidence Content of Cash-Flow Content of Dividends*, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 13, No. 5, PP. 579-608.
- Marston, F. & Perry, S. (1996). *Implied Penalties for Financial Leverage: Theory Versus Empirical Evidence*, *Quarterly Journal of Business & Economics*, Vol. 35, No. 2, PP. 77-98.
- Miller, M. & F. Modigliani, (1961). *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, *Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, PP. 411-432.
- Peter, R. (1992). *Money and Capital Market*, 3<sup>rd</sup> ed., Irwin.
- Scott, W. (2003). *Financial Accounting Theory*, 3<sup>rd</sup> ed., Prentice Hall.
- Shroff, P. (2002). *The Relation between Aggregate Earnings and Security Returns Over Long Interval*, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 19, Issue 1, PP. 147-164.
- The Confederation of Asian and Specific Accountants (CAPA) (2003). *The Role of Accounting Disclosure in the East Asian Financial Crisis: An Evaluation of the Lessons Learned*.
- Vafeas, N., I. Trigeorgis, and X. Georgiou, (1998). *The Usefulness of Earnings in Explaining Stock Return in an Emerging Market: The Case of Cyprus*. *The European Accounting Review*, Vol. 7, Issue 1, PP. 105-124.

## الملاحق

الملحق رقم (1)

نتائج أسئلة المقابلة

أسئلة المقابلة:

قام الباحث بإجراء المقابلات مع أفراد عينة الدراسة والذين يشكلون أفراداً من مدراء المحافظ الاستثمارية في الشركات الصناعية، حيث قام بطرح العديد من الأسئلة تمهيداً لتحليلها نوعياً، وكما يلي:

السؤال الأول: ما هو تعريفكم للقيمة السوقية للسهم؟

بعد إجراء المقابلات مع أفراد عينة الدراسة تبين وجود فهم واضح لتعريف القيمة السوقية، حيث أشار أفراد العينة إلى أن الشركات المساهمة تقسم رأس مالها إلى عدد من الحصص المتساوية لا تقل كل منها عن قيمة محددة، ويطلق عليها لفظ (الأسهم العادية) وهي تمثل شهادات ملكية لحاملها ويتم إصدار هذه الأسهم عن طريق السوق الأولي (الإصدار) ويتم طرح هذه الأسهم للاكتتاب ويتم تداول هذه الأسهم عبر السوق الثانوي (التداول) الذي يتحدد من خلاله سعر الورقة حسب العرض والطلب وتسمى هذه القيمة بالقيمة السوقية للسهم.

كما تتمثل القيمة السوقية للسهم بالقيمة التي يباع بها السهم في سوق المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية، وتعد قيمة السهم السوقية تعبيراً عن تلاقي العرض والطلب في ظل المنافسة، فأسعار الأسهم السوقية أو ما يسمى بأسعار التعادل تعبر عما سيكون المستثمرون على استعداد لدفعه في الأسهم الجديدة.

كما تبين من خلال إجراء المقابلات مع أفراد عينة الدراسة أن مفهوم القيمة السوقية للسهم يعد بالنسبة إليهم من المفاهيم التي تنال الاهتمام الواضح خاصة أن السوق المالي يعتمد على القيمة السوقية للسهم والذي من خلاله يتم القيم بعمليات التداول في السوق المالي وزيادة أو تخفيض عدد الأسهم بحسب القيمة السوقية للسهم وهم بذلك يتفوقون مع الكثير من الدراسات التي أجريت حول هذا الموضوع، والتي أشارت إلى أهمية القيمة السوقية للسهم والذي نال الأهمية من خلال عمليات البحث التي أجراها الباحثون في الدراسات العديدة.

السؤال الثاني: حسب رأيكم بماذا تتأثر القيمة السوقية للسهم؟

بعد إجراء المقابلات مع أفراد عينة الدراسة أشار أفراد العينة أن القيمة السوقية للسهم تتأثر بالربحية المتوقعة للشركة وتوقيت التدفق النقدي وأنواع المنتجات التي تنتجها الشركة وأنظمة وأساليب الإنتاج المستخدمة ونسبة التمويل بالفروض وسياسة توزيع الأرباح والمتغيرات البيئية والسياسية والاقتصادية والاجتماعية وسياسة البنك المركزي وعامل الأمان بالنسبة للمنتج ومكان العمل.

كما تبين من خلال إجراء المقابلات مع أفراد عينة الدراسة أن هناك تأثير للمعلومات المحاسبية وغير المحاسبية على القيمة السوقية للأسهم وان العوامل غير المحاسبية العامة للسوق المالية الاردنيه (اقتصادية، سياسية، تنظيمية، دينية، التداول الإلكتروني، نفسية، الإشاعة، مدى وجود اختلاف في آراء المتداولين-المجموعات) على القيمة السوقية للأسهم.

السؤال الثالث: برأيكم ما هي العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم؟

بعد إجراء المقابلات مع أفراد عينة الدراسة أشار المقابلون بأن هناك العديد من العوامل التي تؤثر في القيمة

السوقية للسهم وهذه العوامل هي:

— معدل سعر الفائدة.

— معدل التضخم.

— العرض النقدي.

— سعر الصرف.

— الناتج المحلي الإجمالي.

كما أشار أفراد العينة بأن معدل سعر الفائدة على السهم يؤثر تأثيراً عكسياً على القيمة السوقية للسهم، فإذا زاد معدل الفائدة انخفضت القيمة السوقية للسهم والعكس صحيح، ويرتبط سعر الفائدة مع سعر السهم السوقي بعلاقة عكسية، حيث أنه إذا ارتفع سعر الفائدة، فإن ذلك سيؤدي إلى اتجاه المستثمرين بنحو الودائع التي تدفع نسب عائد أعلى، والعكس صحيح إذا انخفض سعر الفائدة إلى ما دون العائد الذي سيحققه المستثمر في السوق المالي، فإن ذلك سيؤدي إلى توجه المستثمرين إلى الاستثمار في الأسواق المالية مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم ومن ثم ارتفاعها.

كما أشار أفراد العينة إلى أن معدل التضخم الحاصل في السوق المالي، يؤثر تأثيراً عكسياً على القيمة السوقية للسهم، فكلما ازداد معدل التضخم كلما قلت القيمة السوقية للسهم، وكلما قل معدل التضخم كلما زادت القيمة السوقية للسهم.

كما بين أفراد العينة ومن خلال المقابلة، بأن العرض النقدي يؤثر على القيمة السوقية للسهم، فكلما زاد العرض زاد الطلب ارتفعت القيمة السوقية للسهم، والعكس صحيح. ومن هنا نجد أن أغلب عمليات التداول في السوق المالي، إنما تعتمد على العرض والطلب، وهو ما يقوم به المتعاملون بالأسهم، من أجل زيادة عملية التداول، وبالتالي تعظيم الأرباح وتعظيم القيمة السوقية للسهم.

كما ان العرض النقدي قد يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم أو انخفاضها، بحيث أنه كلما زاد العرض النقدي فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الاستثماري مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها السوقية، والعكس أن الزيادة الكبيرة في العرض النقدي ستؤدي إلى حدوث التضخم وتأثير التضخم السلبي على القيمة السوقية للسهم.

كما بين أفراد العينة ومن خلال المقابلة،

بأن معدل سعر الصرف يؤثر على القيمة السوقية للسهم، حيث يؤدي انخفاض معدل سعر الصرف إلى تحسين الفرص التصديرية للشركات الصناعية، مما يحسن من وضع الشركة المالي وتحقيق ارباح، ويؤدي بالتالي إلى زيادة أسعار أسهمها في السوق المالي.

كما أشار أفراد العينة بأن الناتج المحلي الإجمالي، يؤثر تأثيراً واضحاً على القيمة السوقية للسهم، فكلما زاد الناتج المحلي الإجمالي، كلما ازدادت القيمة السوقية للسهم، والعكس صحيح.

السؤال الرابع: يختلف تأثير معدل التضخم على الأسهم بحيث يمكن أن يكون هناك ترابط إيجابي أو سلبي بينهما كيف ذلك؟

بعد إجراء المقابلات مع أفراد عينة الدراسة، أشار أفراد العينة إلى أن تأثير معدل التضخم على الأسهم يمكن أن يكون هناك ترابط إيجابي أو سلبي بينهما.

زيادة معدل التضخم سينتج عنه زيادة في كمية الأموال المخصصة لأغراض الإنفاق الاستهلاكي وبالتالي انخفاض حجم الأموال المتبقية لأغراض الاستثمار في الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها.

ويمكن أن تكون العلاقة إيجابية فعندما يرتفع معدل التضخم تبدأ النقود بفقدان قوتها الشرائية فيحاول المستثمرون حماية مدخراتهم فيقومون بشراء الأسهم فترتفع أسعارها.

كذلك قد تكون العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم سلبية أو موجبة حسب الهيكل المالي للشركة ويقصد بالهيكل المالي الطريقة التي تمول بها الشركة نشاطاتها فقد تكون الشركة معتمدة اعتماداً كلياً على الاقتراض أو قد تكون معتمدة على رأس المال أو على كليهما معاً.

السؤال الخامس: ما هو تعريفكم لمخاطر السوق بالنسبة للشركات الصناعية؟

بعد إجراء المقابلات مع أفراد عينة الدراسة أشار أفراد العينة إلى أن مخاطر السوق بالنسبة للشركات الصناعية تشير إلى المخاطر النظامية وغير النظامية حيث ان المخاطر النظامية هي تلك المخاطر الناتجة عن تأثير عوامل السوق الخارجي والداخلي والتي تؤدي بعدم التأكد من عوائد الأوراق المالية المستثمرة وهذه المخاطر اهمها تنصف بعدة ميزات أهمها العوامل التي يتاثر بها السوق في تحركاته وشمولية هذه المخاطر إذ لا تقتصر على قطاع معين أو نشاط معين وتتحدد أساساً بالظروف الإقتصادية التي تمر بها البلاد كحالات التضخم والكساد... إلخ وتمر في أغلب الأحيان ذات التكاليف الثابتة المرتفعة ومن هذه المعطيات يمكن أن نخرج باستنباط وهو ان المخاطر النظامية تمس المؤسسات في مبيعاتها وأرباحها وبالتالي تترجم هذه التذبذبات إلى الأسهم التي أصدرتها.

كما أشار أفراد العينة بأن المخاطر غير النظامية هي تلك المخاطر الناتجة عن المعطيات الخاصة للشركة وما تترجمها من عوامل تهدد المؤسسة من وجود مخاطر ممكن الوقوع فيها كعدم التأكد من عوائد الأوراق المالية التي أصدرتها بغية تعزيز رصيدها المالي وتعرف أيضاً بمخاطر العمل.

كما أشار أفراد العينة أن العوامل التي تحدد هذه المخاطر تكون مستقلة تماماً عن الظروف الإقتصادية التي تمر بها البلاد سواء في حالة الرواج الإقتصادي أو في حالة أو في حالة الأزمات الإقتصادية.

موجات الإضراب العمالية بين الحين والآخر سواء في الشركة المصدرة أو احد فروعها، الأخطاء الإدارية في الشركة. ظهور منافسين جدد في نفس النشاط التي تمارسه المؤسسة المصدرة للأوراق المالية ناتجة على سبيل المثال عن اختراعات جديدة، الحملات الدعائية الإشهارية لمنافسي المؤسسة، التغيرات التي تطرأ على أذواق المستهلكين، ظهور قوانين وتشريعات التي تصاب بهذه المخاطر الشركات المنتجة للسلع الإستهلاكية غير المعمرة مثل شركات المشروبات المنتجة للسلع مبيعاتها لا تعتمد على النشاط الإقتصادي، والتغيرات التي تطرأ على السوق بدرجة كبيرة، إن لهذه المخاطر عدة متغيرات تحدها أهمها : التغير الذي يطرأ على مكونات الأصول للمؤسسة المصدرة للأوراق المالية، درجة استخدام الإقتراض في التمويل، الزيادة في حدة المنافسة في مجال النشاط التي تنطوي تحته هذه المؤسسة.

## الملحق رقم (2)

### عينه الدراسه للشركات الصناعية

الرقم	اسم الشركة
1	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها
2	العربية لصناعة وتجارة الورق
3	الألبان الأردنية
4	العامة للتعبئة
5	العربية لصناعة الألمنيوم/ارال
6	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج
7	مصانع المنظفات الكيماوية العربية
8	الوطنية لصناعة الصلب
9	دار الدواء للتنمية والاستثمار
10	مصانع الأجواخ الاردنية
11	مصانع الخزف الأردنية
12	مصانع الورق والكرتون الأردنية
13	مناجم الفوسفات الاردنية
14	الاردنية لصناعة الأنايب
15	الدباغة الاردنية
16	المركز العربي للصناعات الدوائية
17	الصناعات الكيماوية الاردنية
18	العالمية للصناعات الكيماوية
19	الاستثمارات العامة
20	الصناعات الصوفية
21	الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو
22	المتكاملة لتطوير الأراضي والاستثمار
23	الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو
24	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية
25	السلفوكيماويات الأردنية
26	مصانع الاسمنت الأردنية
27	البوتاس العربية
28	القرية للصناعات الغذائية والزيت النباتية
29	الأردنية لصناعات الصوف الصخري
30	الدخان والسجائر الدولية
31	العالمية الحديثة للزيوت النباتية
32	الوطنية لصناعة الكلورين
33	الموارد الصناعية الأردنية
34	الكابلات الأردنية الحديثة

35	الصناعات الهندسية العربية
36	الزبي لصناعة الألبسة الجاهزة
37	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية
38	حديد الأردن
39	العربية للصناعات الكهربائية
40	الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيمائية والمستلزمات الطبية
41	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر
42	رم علاء الدين للصناعات الهندسية
43	الدوليه للصناعات الخزفيه
44	اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي
45	الوطنية للدواجن
46	المتكامله للمشاريع المتعدده
47	الوطنية لصناعات الالمنيوم
48	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار
49	دار الغذاء
50	مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة
51	العربية لصناعة المواسير المعدنية
52	الاقبال للطباعة والتغليف
53	الاتحاد للصناعات المتطورة
54	التبغ والسجائر الاردنيه
55	مصانع الزيوت النباتية الأردنية
56	الدولية لصناعات السيليكا
57	مصفاة البترول الاردنيه/جوبترول

الملحق رقم (3)

الشركات الصناعية المدرجه في نهايه عام (2006)

الرقم	اسم الشركة
1	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها
2	العربية لصناعة وتجارة الورق
3	الألبان الأردنية
4	العامه للتعدين
5	العربية لصناعة الألمنيوم/ارال
6	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج
7	مصانع المنظفات الكيماوية العربيه
8	الوطنية لصناعة الصلب
9	دار الدواء للتنمية والاستثمار
10	الصناعات البتروكيماوية الوسيطة
11	مصانع الأجواخ الاردنية
12	مصانع الخزف الأردنية
13	مصانع الورق والكرتون الأردنية
14	مناجم الفوسفات الاردنية
15	الاردنية لصناعة الأنابيب
16	الدباغة الاردنية
17	المركز العربي للصناعات الدوائية
18	الجنوب لصناعة الفلاتر
19	الصناعات الوطنية
20	الصناعات الكيماوية الاردنية
21	العالمية للصناعات الكيماوية
22	الاستثمارات العامة
23	رافيا الصناعية للأكياس البلاستيكية
24	الصناعات الصوفية
25	الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو
26	المتكاملة لتطوير الأراضي والاستثمار
27	الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو
28	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية
29	السلفوكيماويات الأردنية
30	مصانع الاسمنت الأردنية
31	البوتاس العربية
32	القرية للصناعات الغذائية والزيت النباتيه
33	الأردنية لصناعات الصوف الصخري
34	الدخان والسجائر الدولية
35	العربية للمستلزمات الطبية والغذائية
36	العالمية الحديثة للزيوت النباتية
37	الوطنية لصناعة الكلورين
38	الموارد الصناعية الأردنية
39	العربية للاستثمار والتجارة الدولية
40	الكابلات الأردنية الحديثة
41	الصناعات الهندسية العربية
42	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة
43	الوطنية للصناعات النسيجية والبلاستيكية

الوطنية للصناعات الهندسية المتعددة/ناميكو	44
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	45
الأردنية لإنتاج الأدوية	46
نيزك لصناعة القوالب والمعدات	47
حديد الأردن	48
العربية للصناعات الكهربائية	49
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيمياوية والمستلزمات الطبية	50
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	51
المتحدة للصناعات الزجاجية	52
رم علاء الدين للصناعات الهندسية	53
الدوليه للصناعات الخزفيه	54
الوطنية لصناعة الغزل	55
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	56
الوطنية للدواجن	57
المتكامله للمشاريع المتعدده	58
الوطنية لصناعات الالمنيوم	59
المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	60
دار الغذاء	61
العصرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	62
مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة	63
العربية لصناعة المواسير المعدنية	64
الاقبال للطباعة والتغليف	65
العامه للصناعات الهندسية	66
البتروال الوطنية	67
أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	68
الضلال الصناعية	69
الغزل والنسيج الاردنية	70
الاتحاد للصناعات المتطورة	71
ملح الصافي الأردنية	72
مغنيسيا الأردن	73
التبغ والسجائر الاردنيه	74
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	75
الدولية لصناعات السيليكا	76
الأردن للصناعات الوطنية	77
الكندي للصناعات الدوائية	78
شركة الترافرتين	79
الوطنية الأولى لصناعة وتكرير الزيوت النباتية	80
عافية العالمية - الأردن	81
العربية لصناعة الادوية	82
مصفاة البترول الاردنيه/جوبترول	83