

العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة
تطبيقية للفترة ما بين 2004-2008م

Factors affecting the prices of industrial companies stocks listed on the Palestine Securities Exchange: An applied Study 2004-2008

مفيد عبد الله الظاهر

أستاذ مساعد، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس،
فلسطين.

Tel: +972 599 314734

بريد الكتروني: Mofeedthaher@yahoo.com

سام عبد القادر الفقهاء

أستاذ مساعد، قسم التسويق، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين.

Tel: +972 9 234 5113

بريد الكتروني: Sam@najah.edu

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير عدد من المتغيرات المالية والمحاسبية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتلك العوامل هي نسبة العائد على حق الملكية، ونصيب السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، ومعدل دوران الأصول، والعائد على إجمالي الأصول. وقد تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية الفلسطينية المساهمة العامة والمدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها (10) شركات، وغطت الدراسة الفترة الزمنية الممتدة ما بين الأعوام 2004-2008م. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير معنوي لكل من حصة السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، والعائد على إجمالي الأصول في أسعار الأسهم في الشركات الصناعية. أما بالنسبة للعائد على حق الملكية، ومعدل دوران الأصول فقد أظهرت النتائج ضعف ارتباطهما مع أسعار الأسهم. ولكن عند استخدام تحليل الانحدار المتعدد تبين أن هناك تأثيراً معنوياً لمتغيرات الدراسة المستقلة في أسعار الأسهم باستثناء متغيري نسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات فقد استبعدا من نموذج الانحدار المتعدد لوجود ارتباط كبير بينهما. وأكدت الدراسة على أهمية أن يتم إجراء المزيد من الدراسات لقطاعات اقتصادية مختلفة، وأكدت أيضاً على أهمية زيادة درجة إفصاح الشركات عن المعلومات التي تؤثر في سعر السهم.

الكلمات الدالة: المتغيرات المالية والمحاسبية، أسعار الأسهم، سوق فلسطين للأوراق المالية، الشركات الصناعية.

Factors affecting the prices of industrial companies stocks listed on the Palestine Securities Exchange: An applied Study 2004-2008

Mofeed Abd-Allah THAHER

Sam Abdel-Qader ALFOQAHA

Abstract

This study aimed to identify the impact of a number of financial and accounting variables on shares prices of industrial companies listed on the Palestine Securities Exchange. Those factors are: Return on equity ratio, earnings per share, current ratio, ratio of total liabilities to total assets, rate of assets turnover, and return on total assets. The study population included all of industrial companies listed on the Palestine Stock Exchange (10 companies). The study covered the time period between the years 2004-2008. The study found that there was a significant effect of each of earnings per share, current ratio, ratio of total liabilities to total assets, and return on total assets on the prices of stock prices of industrial companies. As for the return on equity ratio, and the rate of assets turnover, the results showed insignificant association with stock prices. On the other hand, a significant effect of independent variables on the stocks prices was found by using multiple regression analysis, except for variables of current ratio, and the ratio of total liabilities to total assets were excluded from the multiple regression model due to a significant correlation between them. The study emphasized the importance of further studies with different economic sectors, and also emphasized the importance of increasing the degree of disclosure by companies on factors influencing shares prices.

Keywords: Financial and accounting variables, Stocks prices, Palestine Securities Exchange, Industrial companies.

المقدمة

بعد توقيع اتفاق أوسلو بين منظمة التحرير الفلسطينية وإسرائيل في عام 1993 برزت توقعات متفائلة بخصوص النشاط الاستثماري في أراضي السلطة الفلسطينية، حيث تأسست الكثير من الشركات المساهمة العامة كانعكاس لهذه التوقعات إذ ارتفع عدد الشركات من (29) شركة في نهاية عام 1993 إلى (71) شركة في نهاية عام 2007 (دليل الشركات الفلسطينية، 2008)، ولعل الحدث الاقتصادي الأبرز والأهم تمثل في افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية عام 1997 وما تبع ذلك من تأسيس عدد من شركات الوساطة التي تعمل على تداول أسهم الشركات المدرجة في السوق حيث بلغ عدد هذه الشركات حسب التقرير السنوي للسوق في نهاية عام 2009 ثمان شركات مرخص لها العمل في السوق (سوق فلسطين للأوراق المالية، 2010)، ولقد مرت سوق الأسهم الفلسطينية بتغيرات عديدة خاصة خلال فترة انتفاضة الأقصى بسبب الإجراءات الإسرائيلية خلال هذه المرحلة (أبو الرب والظاهر، 2004)، ومن التغيرات التي تمت خلال هذه المرحلة تأسيس هيئة سوق رأس المال الفلسطيني كجهة رقابية تشرف على عمل السوق، ومن أجل توفير المعلومات التي تساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة، كما تم إصدار قانون الأوراق المالية الذي يساعد في عملية بيع وشراء الأوراق المالية، حيث كانت السوق تعمل قبل إصدار هذه القوانين بالاعتماد على الاتفاقية الموقعة بين شركة السوق المالي والسلطة الوطنية الفلسطينية ممثله بوزارة المالية (منشورات هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، 2008)، وقد شهدت الفترة الحالية في السوق بعد بدء الهيئة عملها الرقابي وتطبيق القوانين الناظمة لعمل السوق إفصاح منتظم من قبل الشركات المدرجة في السوق (منشورات سوق فلسطين للأوراق المالية، 2009).

وتركز الدراسة الحالية على التعرف على ما إذا كانت هناك علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين المتغيرات المحاسبية التي تم الحصول عليها من واقع القوائم المالية ومستويات أسعار الأسهم في السوق الفلسطيني، والمتغيرات المحاسبية التي تم الاعتماد عليها هي العائد على حقوق الملكية، ونصيب السهم من الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى الأصول، ومعدل دوران الأصول، وقد أجريت هذه الدراسة على الشركات المساهمة الصناعية المدرجة في السوق لأهمية هذا القطاع حيث شكل القطاع الصناعي ما نسبته حوالي (45%) من إجمالي القيمة السوقية للسوق.

مشكلة الدراسة

تتميز أسعار الأسهم في السوق المالية بتقلبات واسعة مما يتطلب نموذجاً مناسباً لتفسير هذه التقلبات بشكل علمي مناسب (البدرى والخورى، 1997)، ولذلك فإن التذبذب والاختلاف في أسعار أسهم الشركات المساهمة الصناعية يدفع للتساؤل حول الأسباب المؤدية إلى هذا التذبذب، ولذلك جاءت هذه الدراسة للتعرف على العوامل التي تؤثر في تقييم سعر السهم للشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق

المالية. وبشكل محدد، تتجسد مشكلة الدراسة في السؤال الرئيس التالي: ما هو تأثير كل من نسبة العائد على حق الملكية، ونصيب السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، و معدل دوران الأصول، والعائد على إجمالي الأصول في سعر السهم للشركات الصناعية؟

أهمية الدراسة

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من محاولة فهم واستكشاف العوامل التي تؤثر في أسعار الأسهم، وذلك لأهمية ذلك إلى الأطراف المعنية بسوق المال، وإدارات الشركات المساهمة، والباحثين، والمحللين الماليين في المجال نفسه. فسعر السهم بالنسبة لإدارة الشركة يمكن اعتباره معيار نجاح أو فشل لها وذلك بسبب كونه يعكس الأداء العام أو الكلي للشركة، كما أن تحديد العوامل التي تحدد سعر السهم تزيد من اهتمام الشركة بتلك العوامل والعمل على تحسين الأداء فيها. وفي ذلك أيضا أهمية معلوماتية للمستثمرين بهدف اتخاذ القرارات السليمة.

أهداف الدراسة

يتمثل الهدف الرئيس لهذه الدراسة في معرفة أهم المتغيرات المحاسبية التي تؤثر على أسعار الأسهم للشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، ولكن يمكن تحديد الأهداف الفرعية للدراسة بما يلي:

1. التعرف على العلاقة بين ربحية الشركات الصناعية وأسعار أسهمها في السوق المالي من خلال اختبار العلاقة بين كل من العائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على إجمالي الأصول (ROA) من جهة، وسعر السهم السوقي (SP) من جهة أخرى.
2. التعرف على العلاقة بين الرفع المالي في الشركات الصناعية وسعر السهم السوقي من خلال اختبار العلاقة بين سعر السهم السوقي ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات (L/A).
3. التعرف على العلاقة بين سيولة الشركة وسعر السهم السوقي من خلال اختبار العلاقة بين سعر السهم السوقي ونسبة التداول (CR) للشركات الصناعية المدرجة في السوق.
4. اختبار العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح (EPS) وأسعار الأسهم السوقية للشركات الصناعية.
5. اختبار العلاقة بين معدل دوران الأصول (AT) للشركات الصناعية المدرجة في السوق وأسعار الأسهم السوقية للشركات الصناعية.

فرضيات الدراسة

حتى تتمكن من الإجابة على أسئلة هذه الدراسة تم صياغة الفرضيات التالية التي تتناسب وأسئلة الدراسة وأهميتها:

الفرضية الأولى:

H₀: لا توجد علاقة قوية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (5%) بين نسبة العائد على حق الملكية (ROE) في الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وأسعار أسهم (SP) هذه الشركات.

الفرضية الثانية:

H₀: لا توجد علاقة قوية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (5%) بين نصيب السهم من صافي الأرباح (EPS) في الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وأسعار أسهم (SP) هذه الشركات.

الفرضية الثالثة:

H₀: لا توجد علاقة قوية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (5%) بين نسبة التداول (CR) في الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وأسعار أسهم (SP) هذه الشركات.

الفرضية الرابعة:

H₀: لا توجد علاقة قوية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (5%) بين نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات (L/A) وأسعار أسهم (SP) الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية الخامسة:

H₀: لا توجد علاقة قوية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (5%) بين معدل دوران الأصول (AT) وأسعار أسهم (SP) الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية السادسة:

H₀: لا توجد علاقة قوية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (5%) بين العائد على إجمالي الأصول (ROA) في الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وأسعار الأسهم (SP) لهذه الشركات.

التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة

1. نصيب السهم من الأرباح (Earning per share (EPS): وهو عبارة عن صافي الدخل مقسوما على عدد الأسهم العادية في الميزانية العمومية، ويعبر هذا المتغير عن الأداء الكلي للشركة الصناعية المساهمة ويعكس مدى كفاءتها في تحقيق الأرباح.

2. العائد على حقوق الملكية (Return On Equity (ROE): ويمثل الأرباح الصافية مقسومة على حق الملكية بنهاية كل سنة، ويستخدم هذا المتغير لقياس ربحية الشركة.
3. العائد على إجمالي الأصول (ROA): و يمثل صافي الأرباح مقسوما على إجمالي الأصول في نهاية كل سنة، ويستخدم هذا المتغير لقياس ربحية الشركة أيضا.
4. معدل دوران الأصول (Assets Turnover (AT): ويمثل هذا المتغير صافي المبيعات مقسوما على متوسط أصول الشركة في نهاية العام، ويقيس هذا المتغير قدرة الشركة على استغلال الأصول المتاحة لها بشكل فعال في توليد الإيرادات.
5. نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات (Total Liabilities / Total Assets (L/A): ويمثل هذا المتغير مجموع ديون الشركة على مجموع أصولها ويستخدم هذا المتغير في قياس مدى اعتماد الشركة على الديون في تمويل أصولها.
6. نسبة التداول (Current Ratio (CR): وتمثل هذه النسبة مجموع الأصول المتداولة على الالتزامات المتداولة، وتستخدم لقياس سيولة الشركة.
7. سعر السهم (SP): يمثل سعر السهم (Yi المتغير التابع) للشركات الصناعية المساهمة في نهاية السنة وهو يمثل المتغير التابع الذي يمكن تفسيره بالمتغيرات المستقلة الموضحة أعلاه.

حدود الدراسة

1. اقتصرت الدراسة على الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية لما لهذا القطاع من أهمية في الاقتصاد الفلسطيني في تشغيل الأيدي العاملة والتخفيف من البطالة ودعم الناتج المحلي.
2. اقتصرت الدراسة على خمس سنوات لبيانات تلك الشركات بسبب محدودية توافر بيانات كاملة لكل الشركات المنتمة لهذا القطاع فمعظم الشركات أدرجت بعد عام 2003.
3. اقتصرت الدراسة ومن أجل تفسير أسباب التغير في أسعار الأسهم على عدد من المتغيرات المالية والمحاسبية الخاصة بالشركات نفسها وبالتالي لم تتطرق الدراسة لمتغيرات أخرى مثل العوامل الاقتصادية والسياسية الخارجية.

منهجية الدراسة وإجراءاتها

عينة الدراسة وفترتها: تغطي هذه الدراسة الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، حيث تم استبعاد شركات باقي القطاعات الاقتصادية الأخرى وذلك نظراً لطبيعة هذه الدراسة من حيث

أنها تعتمد على سلسلة من البيانات التاريخية للشركات الأمر الذي يستوجب اتصال هذه السلسلة، وأيضاً بسبب وجود اختلافات ليست بسيطة بين القطاعات المختلفة على صعيد متغيرات مثل الحجم، والسعر السوقي للسهم، والخبرة، ومجال النشاط، وقد غطت هذه الدراسة الفترة الزمنية الواقعة بين 2004-2008.

وبلغ عدد الشركات من مجتمع الدراسة في سوق فلسطين المالية (35) شركة، وقد تم اخذ جميع الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في السوق والتي تساوي (10) شركات. وبذلك يكون عدد المشاهدات: (عدد الشركات × عدد السنوات) (5 × 10) = 50 مشاهدة للسنوات التي تغطيها الدراسة 2004-2008.

معالجة البيانات والمعلومات: لقد تم الاعتماد على الحاسوب في معالجة البيانات المنشورة لأجل تحديد مدى تأثير العوامل السالفة الذكر في أسعار أسهم الشركات المساهمة، فقد عمدت الدراسة إلى استخدام نموذجي الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، حيث تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي البسيط لاختبار كل فرضية من فرضيات الدراسة على حدة، أما نموذج الانحدار الخطي المتعدد فقد تم استخدامه لاختبار تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة وذلك على النحو التالي:

نموذج الانحدار الخطي البسيط:

Simple Linear Regression Model

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \epsilon_i \quad i= 1, \dots, n,$$

نموذج الانحدار الخطي المتعدد:

Multiple Linear Regression Model

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \epsilon_i$$

حيث:

y_i : المتغير التابع (أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية).

$\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_6$: معاملات الانحدار.

X_i : المتغيرات المستقلة (وتلك المتغيرات هي: نسبة العائد على حق الملكية ROE، ونصيب السهم من صافي الأرباح EPS، ونسبة التداول CR، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات L/A، ومعدل دوران الأصول AT، والعائد على إجمالي الأصول ROA).

ϵ_i : خطأ التقدير العشوائي.

ومن أجل تحديد أهم العوامل التي تؤثر في أسعار شركات القطاع الصناعي المساهمة تم تضمين النموذج العوامل (المتغيرات المستقلة) المختلفة الخاصة بالشركات.

ومن خلال احتساب معامل التحديد R^2 Coefficient of determination يمكن الحكم على قدرة تأثير كل من (ROA, ROE, EPS, CR, AT, L/A) مجتمعة، ومنفردة في تفسير سعر السهم

(SP) للشركات الصناعية المساهمة. ولأجل الحصول على الدلالة الإحصائية لكل متغير مستقل وبما يعبر عن مدى قوة العلاقة إحصائياً، عمل الباحثان على استخدام اختبار t-test لاختبار تأثير كل متغير مستقل فرعي على المتغير التابع في نموذج الانحدار الخطي البسيط، واختبار F-test لاختبار تأثير أكثر من متغير مستقل على المتغير التابع في نموذج الانحدار المتعدد. وفي كلا النموذجين (الاختبارين) تم إيجاد معامل الارتباط R^2 لتحديد مدى قوة العلاقة بين المتغير التابع والمتغير أو المتغيرات المستقلة. وأيضاً إيجاد معامل التحديد R^2 لتحديد مدى مساهمة المتغير أو المتغيرات المستقلة في تفسير التباين في المتغير التابع. وتتمثل قاعدة القرار في اختبار فرضيات الدراسة على أنه إذا كانت قيمة الاختبار test statistics (F) أو (t) المحسوبة أكبر من قيمتها الجدولية وذلك عند مستوى معنوية $(\alpha) 0.05$ ، أي بمستوى ثقة $0.95 (1-\alpha)$ ، فهذا يعني أن العامل المستقل يؤثر في تحديد سعر السهم للشركات المساهمة، وبالتالي ترفض الفرضية الصفرية، أما إذا حصل العكس فيتم قبولها، وهذا ينطبق على جميع فرضيات الدراسة.

الإطار النظري والدراسات السابقة

يحتل موضوع العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم بشكل عام مكانة هامة في أدبيات الإدارة والأسواق المالية. فهو يمثل مجالاً واسعاً للدراسات التطبيقية في هذا المجال، وهناك العديد من الدراسات والكتابات حول هذا الموضوع، فمنها ما ركز على دراسة تلك لعوامل منفردة ومنها ما ركز عليها مجتمعة وبنسب متفاوتة. كما أن معظم القرارات التي تتخذها الشركات المساهمة تستند إلى العوامل التي تؤثر على أسعار أسهمها، لذلك لا بد من معرفة أهم العوامل التي تؤثر في أسعار أسهم هذه الشركات.

يحتاج المستثمرون في الأسواق المالية إلى كثير من المعلومات من أجل مساعدتهم في اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح، ومن أهم هذه المعلومات حجم العرض والطلب المتوقع على الأسهم بالإضافة إلى معلومات تتعلق بالتدفقات النقدية والمعلومات المحاسبية التي تساعد في تحديد سعر السهم الحقيقي وتعتبر الأسهم من بين الأوراق المالية الأكثر شيوعاً بالنسبة للمستثمرين في الأسواق المالية. إن أسعار الأسهم يمكن أن تتغير أو تتذبذب بشكل كبير وهذا التذبذب إما أن يؤدي إلى أرباح يجنيها المستثمر إذا ارتفعت الأسعار، أو خسائر إذا هبطت الأسعار. إن سوق الأسهم هو مراقب بشكل وثيق من قبل المستثمرين كميّار للتوقعات في مجال الاستثمار. وان الاتجاه المتصاعد في أسعار الأسهم يوحي بشكل عام بتوقعات متفائلة لازدهار السوق في المستقبل، وتوقعات أرباح أعلى للشركات. وان تراجع السوق من الناحية الأخرى هو غالباً ينذر بأخبار اقتصادية معاكسة، وربما يشير إلى تراجع في استثمارات العمل ويقلل أرباح الشركة. ومن بين العوامل الأكثر أهمية من قبل المستثمرين بالأسهم هي البيانات المالية للشركات، وإعلانات توزيع الأرباح، والاندماج، والتغييرات في إدارة الشركة، والإعلانات عن تقديم منتجات جديدة، والتغييرات في سياسة الحكومة التي يمكن أن تؤثر بأسعار الفائدة (Rose, 2003, PP: 53-66).

في السوق الكفاء يعكس سعر السهم الذي تصدره شركه ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو معلومات من وسائل الإعلام، أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو مقارنات آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر في القيمة السوقية للسهم (الهندي، 1996، ص: 37-39).

إن هذا بالطبع لا يعني أن القيمة السوقية للسهم تبقى ثابتة على الدوام. فمع كل معلومة تصل إلى السوق بشأن المنشأة المصدرة لذلك السهم، يتوقع أن ترتفع أو تنخفض قيمته السوقية وذلك اعتماداً على ما إذا كانت تلك المعلومات تحمل في طياتها أخباراً جيدة أو غير جيدة عن مستقبل تلك المنشأة (Malhotra, 2009).

يستثنى من ذلك المعلومات ذات التأثير المباشر مثل الإعلان عن زيادة التوزيعات أو الإعلان عن الأرباح المتحققة، أو المعلومات ذات التأثير غير المباشر مثل الإعلان عن احتمال فرض رسوم جمركية على الواردات من المنتجات المنافسة... الخ (الهندي، 1996، ص: 39). لكن الكثير من المستثمرين يشكون في كفاءة السوق بسبب أن أسعار الأسهم تنذبذب من يوم لآخر. إلا أن حركة الأسعار اليومية ليست على تناقض وعدم انسجام مع الكفاءة، فالسعر في السوق الكفاء يتغير ليعكس المعلومات الجديدة (Ross et al., 2002, p: 348).

العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم:

1. العوامل الاقتصادية والسياسية وتحالفات الشركات سواء كانت هذه العوامل محلية أو دولية تؤثر في أسعار الأسهم (Malhotra, 2009).
 2. للمعلومات المحاسبية دور هام في تحديد سعر السهم وسواء كان التأثير بشكل مباشر أو غير مباشر. وبغض النظر عن طبيعة المنشأة، إذا أراد احد معرفة الوضع المالي، فان القوائم المالية تعتبر من أفضل الطرق للحصول على هذه المعرفة، فالميزانية العمومية على سبيل المثال تعتبر تقرير مالي ذا قيمة هامة، فهي تقدم معلومات سريعة حول الوضع المالي للمؤسسة (Selvon, 2008).
- إضافة إلى ذلك فقد ذكر ماهوترا (Malhotra, 2007): الكثير من العوامل التي تؤثر في أسعار الأسهم من أهمها:

1. العرض والطلب: فالسعر يتأثر بشكل مباشر بزيادة أو انخفاض الطلب عليه.
2. المعلومات عن الشركة المصدرة: لهذه المعلومات تأثير كبير في أسعار الأسهم فالسعر يتحرك صعوداً وهبوطاً ليعكس الأخبار السلبية والايجابية حول الشركة المصدرة للأسهم.

3. حصة السهم من صافي الأرباح E/Ps: يمكن اعتبار حصة السهم من صافي الأرباح من أهم العوامل التي تستخدم لاتخاذ القرار الاستثماري من قبل المستثمرين لشراء الأسهم أو عدم الشراء وبالتالي التأثير على العرض والطلب.

4. مضاعف سعر السهم P/E: تعطي هذه النسبة مؤشر أن السعر مقوم في السوق بأقل من قيمته الحقيقية أو بأكثر من قيمته الحقيقية وهذا يساعد على إعادة التوازن إلى السوق.

5. نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات (L/A): تعتبر هذه النسبة من المكونات الرئيسة للقوائم المالية فالمعلومات الخاصة بتلك النسبة تساعد في تحديد المسار المالي للشركة فهي تحدد إذا ما كانت الشركة تسير باتجاه الاعتماد على حقوق الملكية أو الدين في تمويل استثماراتها وبالتالي التأثير على أسعار الأسهم (Selvon, 2008).

إن استخدام النسب المالية في التحليل المالي، وتحليل الاستثمار من أكثر الأساليب استخداماً في تقييم أداء الشركات في مجال الربحية، والسيولة، والأداء، وكفاءة إدارة الأصول والخصوم (مطر، 2003، ص: 31). وقد زادت أهمية استخدام هذه النسب بعد أن استخدمها المحللون الماليون في التنبؤ بأسعار الأسهم، والاعتماد عليها في اتخاذ قرارات الاستثمار في السوق المالي (الظاهر، والعطوط، 2010).

ويمكن تقسيم النسب المالية إلى عدة فئات: (Robinson *et al.*, 2004, p: 231)

1. نسب ربحية: وتستخدم لقياس قدرة المنشأة في تحقيق الأرباح بعد تغطية التكاليف، ومن أهم هذه النسب العائد على الأصول، والعائد على حقوق المساهمين.
2. نسب النشاط: وتستخدم هذه النسب لقياس قدرة الشركة على إدارة أصولها والتزاماتها، ومن أهم هذه النسب معدل دوران الأصول، ومعدل دوران المطلوبات.
3. نسب المديونية: وتعتبر هذه النسب من أهم النسب التي تستخدم لمعرفة مدى اعتماد الشركة على أموال الغير (الديون) في الاستثمارات المختلفة الموجودة لديها، ومن أهم هذه النسب هي نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الأصول.
4. نسب السيولة: تعتبر هذه المجموعة من النسب من أهم النسب التي يستخدمها المحللون في تحديد قدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل، ومن أهم هذه النسب نسبة التداول، ونسبة السيولة السريعة.
5. نسب السوق: تركز هذه النسب على أسعار أسهم الشركات في السوق، ومن أهم هذه النسب هي نسبة مضاعف الربحية.

الأسهم ذات الخلل السعري:

يتم الوصول إلى هذه الأسهم عادة عن طريق التحليل الأساسي المبني بشكل واضح على النسب المالية المختلفة، ويستند هذا التحليل بشكل أساسي على تقدير ربحية الشركة، وسيولتها، وقدرة الإدارة على إدارة موجوداتها ومطلوباتها، ويستند هذا التحليل على تقدير أرباح الشركة وتوزيعاتها. وذلك من أجل معرفة هل هذه المتغيرات أكبر أم أقل من المتوسط المعياري المتعارف عليه؟ ويتم التعرف على هذه الأسهم من خلال مدخلين هما:

1. حساب القيمة الحقيقية للسهم ومقارنتها مع القيمة السوقية واتخاذ القرار بشراء السهم أو عدم شراؤه، فإذا كانت القيمة السوقية أكبر من القيمة الحقيقية عندئذ لا يتم شراء السهم، أما إذا كانت القيمة السوقية أقل من القيم الحقيقية يتم شراء السهم.
2. الاعتماد على متغير واحد أو متغيرين، ويتم تقدير هذا المتغير ومقارنته مع المتغير الحقيقي واتخاذ القرار بناءً على ذلك (حناوي، 2005، ص: 59).

مداخل التحليل المالي:

تختلف مداخل التحليل المالي حسب عناصر مختلفة مثل الغرض من التحليل، طبيعة المعلومات المتوفرة، السمات الشخصية للمحلل المالي. لذلك يمكن تقسيم مداخل التحليل إلى ما يلي:

1. المدخل الكمي للتحليل: بناءً على هذا المدخل يتم الاعتماد على الجانب الكمي لمعرفة أداء الشركة وبالتالي تقدير القيمة الحقيقية للشركة.
2. المدخل النوعي للتحليل: بموجب هذا المدخل يتعدى دور المحلل المالي الجانب الكمي إلى الجانب النوعي مثل السياسات المالية والائتمانية وأثرها على أداء الشركة.

مداخل التحليل المالي من حيث الهدف:

1. تحليل الاستثمار: ويتمثل هذا التحليل في دراسة القوة الإيرادية للمنشأة وفرص استمرار نمو الشركة، بالإضافة إلى دراسة سياسات الاستثمار والتمويل في الشركة، وذلك باستخدام مؤشرات الربحية ومؤشرات السوق والوضع المالي.
2. تحليل الائتمان: ويتمثل ذلك في دراسة قدرة الشركة في الحصول على التمويل طويل وقصير الأجل، وقدرة الشركة على سداد القروض وذلك باستخدام مؤشرات السيولة.
3. تحليل الأداء: يعتمد هذه المدخل في التحليل على دراسة قدرة الشركة على إدارة رأس المال العامل بشكل أساسي وذلك باستخدام معدلات الدوران المختلفة (مطر، 2003، ص: 21).

الدراسات السابقة

دراسة شين وجانج (Chen & Zhang, 2007) في هونج كونج، قدمت هذه الدراسة نظرية ودليل ميداني على كيف أن المتغيرات المحاسبية تفسر التباينات المقطعية Cross-sectional variations في عوائد الأسهم. وبناءً على نموذج الدراسة، فإن عوائد الأسهم ترتبط ببيع عائد السهم، والاستثمار الرأسمالي، والتغيرات في الربحية وفرص النمو، بالإضافة إلى التغيرات في معدل الخصم، وأن أول أربعة متغيرات تتصل بالتدفقات النقدية للشركة، وأن الأخير، أي معدل الخصم، يؤثر في تسعير التدفقات النقدية المستقبلية. وجدت الدراسة أيضاً أن المتغيرات الخمسة السابقة ترتبط بعلاقة معنوية مع عوائد الأسهم.

اعتمدت الدراسة على البيانات الميدانية لعينة مقطعية شاملة تألفت من (27,897) مشاهدة زمنية سنوية للشركات وذلك للفترة الزمنية الممتدة من سنة 1983 وحتى 2001 أي (19) سنة، واستخدمت الدراسة أساليب الانحدار الخطي لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة.

دراسة "الظاهر والعطوط" عام 2010 بعنوان "أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية للأسهم"، والتي أجريت على الشركات الفلسطينية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للفترة الممتدة من سنة 2004-2005، حيث شملت الدراسة جميع الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وقد استخدمت الدراسة أسلوب الانحدار لاختبار الفرضيات، ومن أهم النتائج التي توصلت لها هذه الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات التشغيلية وعوائد الأسهم، كما بينت الدراسة عدم وجود علاقة بين عوائد الأسهم والتدفقات التمويلية والاستثمارية.

في دراسة قام بها "عبد الله" في عام 1995 هدفت بشكل رئيسي إلى التعرف على أهم العوامل المحددة لأسعار الأسهم للشركات المساهمة في سوق الأسهم السعودي، وذلك في كل من قطاع الصناعة، وقطاع الاسمنت وقطاع الخدمات. وقد بلغ عدد شركات عينة الدراسة (25) شركة، وغطت الدراسة الفترة الواقعة بين الأعوام 1987-1991. وقد استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتحديد أهم العوامل التي تؤثر في أسعار الأسهم، وقد شمل النموذج عدداً من المتغيرات المستقلة مثل: دخل السهم، والأرباح الموزعة، والعائد على حق الملكية، والمؤشر العام لأسعار الأسهم، والمشاركة الحكومية في ملكية أسهم الشركات المساهمة. وخلصت الدراسة إلى عدد من النتائج تلخص في 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 القطاع الاقتصادي، إضافة إلى أنه وفي حالة قطاعي الصناعة والخدمات فإن للمشاركة الحكومية علاقة إيجابية مع سعر السهم.

وفي دراسة قام بها "الدبعي وأبو نصار" في عام 2000 حول دور نسبة الربح إلى السعر في تحسين علاقة العوائد السوقية للسهم بالأرباح المحاسبية.

يقول الباحثان أن السؤال التقليدي الذي يطرحه المستثمرون عادة هو: ما السعر الواجب دفعه لشراء سهم شركة أو شركة ما؟ والسؤال الآخر هو: كيف يمكن الاستفادة من المعلومات المنشورة في القوائم المالية، أو التقرير السنوي للشركة، عند اتخاذ تلك القرارات التسعيرية وعند تقييم سعر سهم الشركة؟ وان من أهم المعلومات التي تتضمنها القوائم المالية رقم حصة السهم من الأرباح (Earning per share). حيث اعتمدت الدراسة على عينة ممثلة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان لقطاعي الصناعة والخدمات وبلغ عدد الشركات في مجتمع الدراسة ضمن سوق عمان النظامية لقطاعي الصناعة والخدمات (63)، منها (44) شركة تنتمي لقطاع الصناعة، و(19) شركة تنتمي لقطاع الخدمات، وقد طوّر الباحثان مجموعة من الشروط لاختيار العينة من هذين القطاعين، أهمهما توفر البيانات لأسعار الإغلاق الشهرية لعامين متتاليين على الأقل، وتوفر البيانات المتعلقة بحصة السهم من الأرباح لجميع سنوات الدراسة وقد بلغ عدد الشركات التي حققت الشروط (47) شركة منها (30) شركة تنتمي إلى قطاع الصناعة و (17) شركة تنتمي لقطاع الخدمات، وغطت الفترة الزمنية الممتدة بين الأعوام 1988-1996. واستخدمت الدراسة من أجل اختبار الفرضيات نماذج تحليل الانحدار البسيط والمتعدد. وقد توصلت الدراسة أن نسبة الربح إلى السعر تعكس عناصر الأرباح المحاسبية من حيث كونها عابرة أو دائمة، وتعكس أيضا ما إذا كان المضمون المعلوماتي للأسعار أهم من المضمون المعلوماتي للأرباح، حيث تم ذلك من خلال أو باستخدام العائد السوقي السنوي للسهم كمتغير تابع، والذي تم قياسه على أساس العائد الشهري المتجمع للسهم، وتم استخدام متغير مستوى الأرباح (حصة السهم من الأرباح مقسومة على سعر السهم)، ومتغير التغير في الأرباح (التغير في حصة السهم من الأرباح مقسوما على سعر السهم) كمتغيرات مستقلة. وتوصلت الدراسة إلى أن تنفيذ نموذج علاقة العوائد بالأرباح بناء على نسب الربح إلى السعر يؤدي إلى تحسين القوة التفسيرية للنموذج بنسبة (148%) ومعامل استحباب الأرباح بنسبة (126%) وذلك بالمقارنة مع نتائج النموذج دون اخذ نسب الربح إلى السعر بعين الاعتبار.

وفي دراسة قام بها "بن نعمون" في عام 1990 حول سياسات توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم، حيث هدفت هذه الدراسة أساسا إلى الكشف عن وجود علاقة محتملة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالية في الفترة ما بين سنة (1983-1987)، وكان منطلق الدراسة هو محاولة الإجابة على السؤالين التاليين:

1. هل هناك علاقة بين سعر السهم عند الإغلاق من جهة ونصيب السهم من الأرباح الموزعة والأرباح المستقبلية من جهة أخرى؟

2. هل التغيرات الحاصلة في سعر السهم ناتجة بالدرجة الأولى عن التغيرات في نصيب السهم من الأرباح

الموزعة أم عن التغيرات في نصيب السهم من الأرباح المستبقاة؟

ولغرض الإجابة على هذه الأسئلة قام الباحث بوضع فرضيات ينطلق منها ويؤدي اختبارها إلى الحصول على إجابات على الأسئلة السابقة، وهذه الفرضيات هي:

1. إن سياسة توزيع الأرباح لها اثر مباشر وقوي على سعر السهم في السوق في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي.

2. إن هذه العلاقة طردية أي كلما زاد نصيب السهم من الأرباح الموزعة كلما ارتفع سعر السهم

3. ضمن سياسة توزيع الأرباح فان الأرباح الموزعة تؤثر على سعر السهم أكثر مما تؤثر فيه الأرباح المستبقاة. وكانت نتيجة تحليل البيانات التي اعتمدت عليها الدراسة تؤيد الفرضيات التي وضعها الباحث، إذ وجد أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على سعر السهم بصورة مباشرة وقوية، وان هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية. وبالإضافة إلى ما سبق فان العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم علاقة طردية. وكذلك وجد أن الأرباح الموزعة تؤثر بمقدار أكبر على سعر السهم مما تؤثر فيه الأرباح المستبقاة.

وحول ضرورة توافر المعلومات المالية والإفصاح المالي من قبل الشركات المساهمة، ودور واثر ذلك في القرار الاستثماري أشار كل من "غرايبة والجيوسي" عام 1990 في دراسة لهما حول التقارير المالية السنوية المنشورة للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن وملاءمتها لقرار الاستثمار المالي، إلى أن معلومات التقارير المالية لا تؤثر في أسعار أسهم هذه الشركات. مما يعني أن هناك تدني في مقدار المعلومات التي تنشرها الشركات الصناعية الأردنية بسبب قصور المتطلبات القانونية المفروضة على هذه الشركات.

وفي دراسة قام بها "البدرى، والخورى" في عام 1996 استهدفت معرفة مدى العلاقة بين التغير في أسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالية، والتغير غير المتوقع في العوامل الاقتصادية الكلية باستخدام النماذج القياسية للنماذج المعروضة، وقد أوضحت التقديرات القياسية للنماذج أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين التحركات في أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، وذلك كالرقم القياسي لأسعار المستهلك، والرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي الذي يعبر عن مستوى النشاط الاقتصادي الأردني. ولم تجد الدراسة تأثيراً ذا دلالة إحصائية لمتغيرات اقتصادية كلية أخرى كعرض النقد، وأسعار الفائدة، وسعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار، مما قد يعني أن المستثمر الأردني لا يعتمد على المعلومات الاقتصادية هذه في اتخاذ قراره الاستثماري. ومن ناحية أخرى فقد أكد الباحثان على أهمية تجربة صياغات ونماذج أخرى، مع إضافة متغيرات ومؤثرات اقتصادية كلية أخرى، إضافة إلى تأثير العوامل الأخرى على محركات السوق المالية، كالمتغيرات السياسية، والاجتماعية الداخلية والخارجية ذات العلاقة بالاقتصاد الأردني المنفتح بشدة على العالم الخارجي.

دراسة كوبر وآخرون (Cooper et al., 2009) حول أثر نمو الأصول على العوائد. هدفت الدراسة إلى تحديد طبيعة أثر وعلاقة النمو في أصول المنشأة الكلية مع عائد السهم، استخدمت الدراسة عينة من الأسهم الأمريكية حيث اختبر الباحثون أسهم كل الشركات غير المالية المسجلة في أسواق NYSE/ANEX/NASDAQ من سنة 1968 وحتى 2007 بشرط أن تتوفر المعلومات اللازمة للدراسة عن الشركة، فقد اعتمدت الدراسة على عينة زمنية واسعة اشتملت على جميع أسهم الشركات الأمريكية، حيث أنها اعتبرت السنوات كعينة وشملت كل تلك الشركات، ولم تنطرق إلى حجم عناصر تلك العينة كعدد الشركات مثلاً بحيث مثلت العينة (39) سنة، واستخدمت الدراسة عدد من الأساليب الإحصائية أهمها تحليل الانحدار.

وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية قوية بين نمو الأصول وعوائد السهم للشركات الأمريكية. فعلى مدار (40) سنة حافظت الأسهم التي تصاحبت مع نمو أصول منخفض على عائد إضافي Return premium بنسبة (20%) في السنة أكثر من الأسهم التي تصاحبت مع الأصول ذات النمو المرتفع.

دراسة "باشيخ" 2005 بعنوان العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم. هدفت الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين المتغيرات المحاسبية الشائعة الاستخدام من ناحية، والقيمة السوقية للسهم في سوق الأوراق المالية السعودي من ناحية أخرى، وقد هدفت بشكل دقيق إلى اختبار ما إذا كانت القيمة الدفترية للسهم في نهاية السنة و/ أو ربح السهم عن السنة، و/ أو الربح الموزع للسهم عن السنة، و/ أو العائد على حقوق المساهمين عن السنة، و/ أو عائد الربح الموزع تساعد على تفسير التغيرات في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة والوقوف على أوجه التشابه أو الاختلاف بين القطاعات المختلفة في سوق الأسهم تجاه المتغيرات السابقة، وأسباب وجود الاختلاف إن وجد. اعتمدت الدراسة على بيانات جميع الشركات السعودية المساهمة المسجلة في سوق الأسهم السعودي، وذلك خلال الفترة من سنة 1999 إلى سنة 2003. وقد تناولت هذه الدراسة أربعة قطاعات من أصل السبع المدرجة في سوق الأسهم السعودي، وهي، قطاع البنوك، وقطاع الصناعة، وقطاع الاسمنت، وقطاع الخدمات، وقد اختار الباحث الشركات الممثلة لعدد من القطاعات وفقاً لعدد من الاعتبارات أهمها، الشركات التي تحقق وتوزع أرباحاً، والشركات التي يتم تداول أسهمها في سوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة وبصورة منتظمة، واعتمدت الدراسة لاختبار فروضها على نموذج الانحدار المتدرج. وقد توصلت إلى وجود اختلافات اتجاه تأثير المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة حسب القطاع المنتمي له، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية بين ربح السهم والأرباح الموزعة والقيمة السوقية للسهم وعدم وجود علاقة بين العائد على حقوق المساهمين والقيمة السوقية للسهم.

دراسة "فلثام واهلسون" (Feltham & Ohlson, 1995) في كندا، فقد تناولت العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والمعلومات المحاسبية وخاصة المتعلقة بالأنشطة المالية، وقد تم قياس المعلومات والمؤشرات المحاسبية باستخدام القيمة الدفترية للسهم، وريح السهم، والأرباح الموزعة، والأصول الثابتة، والمصروفات، والمطلوبات، وصافي الدخل من الأنشطة الجارية، وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين القيمة السوقية للسهم، والمتغيرات المعبرة عن الأنشطة المالية المختلفة.

دراسة "ستارك" (Stark, 1997) والتي هدفت إلى دراسة العلاقة بين القيمة الدفترية للسهم، وريح السهم، والأرباح الموزعة من ناحية، وسعر السهم من ناحية أخرى، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي. وتوصلت هذه الدراسة إلى أن القيمة الدفترية للسهم، وريح السهم يرتبطان بعلاقة إيجابية قوية مع سعر السهم السوقي.

بعد هذا الاستعراض الموجز لتلك الدراسات والتي اعتمد عليها الباحثان في محاولة لإثراء البحث، فإنه يمكن القول أن هذه الدراسة تتقاطع مع تلك الدراسات في عدد من القضايا أهمها ما يتعلق بنصيب السهم من الأرباح والرافعة المالية وأثرها في تقييم سعر السهم، إضافة إلى أن هناك عوامل مختلفة متعددة تؤثر في أسعار الأسهم سواء كانت داخلية أم خارجية، ولقطاعات اقتصادية مختلفة.

وجدير بالذكر أن هذه الدراسة تنطلق من تلك الدراسات إلا أن هذه الدراسة اعتمدت على عوامل مالية مثل نسبة (L/A) وعوامل إدارية مثل نسبة (AT) وعوامل استثمارية مثل (ROA, ROE, EPS) والتي يعتمد عليها المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح.

عرض نتائج اختبار فرضيات الدراسة ومناقشتها

أولاً: نتائج اختبار تأثير المتغيرات المستقلة على أسعار أسهم الشركات باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط.

الفرضية الأولى:

Ho: لا توجد علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بين نسبة العائد على حق الملكية (ROE) في الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وأسعار أسهم (SP) هذه الشركات.
H1: توجد علاقة بين (ROE) وسعر السهم (SP).

جدول رقم (1): نتائج اختبار الفرضية الأولى.

R ² معامل التحديد	R ارتباط	نتيجة الفرضية العدمية	T المعنوية (SIG)	T الجدولية	T المحسوبة
0.224	0.474	قبول	0.420	2.7764	0.932

يتضح من نتائج استخدام اختبار الانحدار البسيط في الجدول رقم (1) أن قيمة (T المحسوبة = 0.932) أقل من قيمتها الجدولية وبمستوى معنوية أكبر من (0.05)، وبما أن قاعدة القرار هي: تقبل الفرضية العدمية (Ho) إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية، وترفض الفرضية العدمية (Ho) إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية، وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية (Ho) ونرفض الفرضية البديلة (H1). ولكون (R = 0.474)، فهذا يشير إلى وجود علاقة ضعيفة بين العائد على حق الملكية (ROE) وسعر السهم (SP)، كما أن القدرة التفسيرية للمتغير المستقل تعتبر ضعيفة بسبب أن معامل التفسير (R² = 0.224). وهذا يعني أن العائد على حقوق المساهمين فسر ما نسبته (0.224) من التغير في متوسط سعر السهم للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين وهذه الدراسة تتفق مع دراسة "باشيخ" 2005 حيث توصلت هذه الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين القيمة السوقية للسهم والعائد على حقوق المساهمين.

الفرضية الثانية:

Ho: لا توجد علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من صافي الأرباح (EPS) في الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والقيمة السوقية لأسهم هذه الشركات.
H1: توجد علاقة بين (EPS) وأسعار الأسهم (SP).

جدول رقم (2): نتائج اختبار الفرضية الثانية.

R ²	R	نتيجة الفرضية العدمية	T المعنوية (SIG)	T الجدولية	T المحسوبة
معامل التحديد	ارتباط	رفض	.047	2.7764	3.264
.780	.883				

أشارت نتائج اختبار لانحدار البسيط لهذه الفرضية وكما هو موضح في الجدول (2) أن قيمة (T المحسوبة = 3.264) أكبر من قيمتها الجدولية وبمستوى معنوية أقل من (0.05)، وتبعاً لقاعدة القرار فإننا نرفض الفرضية العدمية (H₀) ونقبل الفرضية البديلة (H₁). وهذا يعني أنه توجد علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بين حصة السهم من صافي الأرباح (EPS) وسعر السهم (SP)، وتعتبر العلاقة بين المتغيرين قوية لكون (R = 0.883)، وهي عالية، كما أن نسبة تفسير (EPS) لسعر السهم تساوي (0.780). وهذا يعني أن نصيب السهم من الأرباح يفسر ما نسبته (0.78) من التغير في سعر أسهم الشركات الصناعية وهذا يتفق مع دراسة (باشيخ، 2005) ودراسة (عبد الله، 1995) من حيث أن أهم العوامل التي تؤثر في أسعار الأسهم في قطاع الصناعة هي نصيب السهم من الأرباح وهذا يؤكد أهمية هذه النسبة في تحديد القيمة المتوقعة للسهم لتساعد المستثمر في اتخاذ قراره الاستثماري الرشيد.

الفرضية الثالثة:

H₀: لا توجد علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول (CR) في الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وأسعار أسهم (SP) هذه الشركات.
H₁: توجد علاقة بين (CR) وسعر السهم (SP).

جدول رقم (3): نتائج اختبار الفرضية الثالثة.

R ²	R	نتيجة الفرضية العدمية	T المعنوية (SIG)	T الجدولية	T المحسوبة
معامل التحديد	ارتباط	رفض	0.045	2.7764	3.333
0.788	0.888				

تشير نتائج اختبار الانحدار البسيط لهذه الفرضية وكما هي في الجدول رقم (3) أننا نرفض الفرضية العدمية (H_0) ونقبل الفرضية البديلة (H_1) وهذا بسبب أن قيمة (T المحسوبة = 3.333) أكبر من قيمتها الجدولية وبمستوى معنوية أقل من (0.05). وهذا يعني أنه توجد علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول (CR) وسعر السهم (SP)، وتعتبر العلاقة بين المتغيرين قوية لكون ($R = 0.888$)، وهي عالية، كما أن نسبة تفسير (CR) من سعر السهم تساوي (78.8%). وهذا يعني أهمية سيولة الشركة في تحديد القيمة السوقية للسهم ويمكن أن يعود ذلك إلى أن الشركات ذات المراكز المالية القوية تتمتع بثقة أكبر عند المستثمرين وبالتالي الأثر الايجابي على سعر السهم.

الفرضية الرابعة:

H_0 : لا توجد علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات (L/A) وأسعار أسهم (SP) الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.
 H_1 : توجد علاقة بين (L/A) وسعر السهم (SP).

جدول رقم (4): نتائج اختبار الفرضية الرابعة.

R^2	R	نتيجة الفرضية العدمية	T المعنوية (SIG)	T الجدولية	T المحسوبة
معامل التحديد	ارتباط				
0.881	0.938	رفض	.018	2.7764	4.705

يتضح من نتائج اختبار الانحدار البسيط في الجدول رقم (4) أن قيمة (T المحسوبة = 4.705) وهي أكبر من قيمتها الجدولية وبمستوى معنوية أقل من (0.05)، وتبعاً لقاعدة القرار فإننا نرفض الفرضية العدمية (H_0) ونقبل الفرضية البديلة (H_1). وهذا يعني أنه توجد علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات (L/A) وسعر السهم (SP) لكون ($R = 0.938$)، كما أن نسبة تفسير (L/A) من سعر السهم تساوي (88.1%) وهي مرتفعة. وهذا يعني أن اعتماد الشركة على الديون في تمويل استثماراتها أدى إلى التأثير أكثر وبشكل ايجابي على سعر السهم، وهذا يعود أساساً إلى أن البنوك الفلسطينية تحتفظ كثيراً في منح التسهيلات الائتمانية إلى الشركات وتركز أكثر على الشركات ذات المراكز المالية والائتمانية العالية.

الفرضية الخامسة:

Ho: لا توجد علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بين معدل دوران الأصول (AT) وأسعار أسهم (SP) الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.
H1: توجد علاقة بين (AT) وسعر السهم (SP).

جدول رقم (5): نتائج اختبار الفرضية الخامسة.

R ²	R	نتيجة الفرضية العدمية	T المعنوية (SIG)	T الجدولية	T المحسوبة
معامل التحديد	ارتباط				
0.360	0.600	قبول	0.285	2.7764	1.298

تظهر نتائج اختبار الانحدار البسيط في الجدول رقم (5) أنه يتم قبول الفرضية العدمية (Ho) ورفض الفرضية البديلة (H1) أي أنه لا توجد علاقة بين معدل دوران الأصول (AT) وسعر السهم (SP)، بسبب أن قيمة (T المحسوبة = 1.298) أقل من قيمتها الجدولية وبمستوى معنوية أكبر من 0.05، وهذا يعني أنه بالرغم من لكون (R = 0.600) بين المتغيرين إلا أنها غير دالة إحصائياً إضافة إلى انخفاض مستوى القدرة التفسيرية للمتغير المستقل بسبب أن معامل التحديد ($R^2 = 0.360$).

الفرضية السادسة:

Ho: لا توجد علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بين العائد على إجمالي الأصول (ROA) في الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وأسعار الأسهم (SP) لهذه الشركات في سوق الأوراق المالية النظامية في فلسطين.
H1: توجد علاقة بين (ROA) وأسعار الأسهم (SP).

جدول رقم (6): نتائج اختبار الفرضية السادسة.

R ²	R	نتيجة الفرضية العدمية	T المعنوية (SIG)	T الجدولية	T المحسوبة
معامل التحديد	ارتباط				
0.778	0.882	رفض	0.048	2.7764	3.247

يتضح من نتائج اختبار الانحدار البسيط في الجدول رقم (6) أن قيمة (T المحسوبة = 3.247) أقل من قيمتها الجدولية وبمستوى معنوية أقل من (0.05)، وتبعاً لقاعدة القرار فإننا نرفض الفرضية العدمية (H₀) ونقبل الفرضية البديلة (H₁). وهذا يعني أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على إجمالي الأصول (ROA) وسعر السهم (SP). وتعتبر العلاقة بين المتغيرين قوية كون (R = 0.882) وهي مرتفعة، كما أن نسبة تفسير (EPS) من سعر السهم تساوي (77.8%).

ثانياً: نتائج اختبار تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة في أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد

يبين الجدول رقم (7) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للمتغيرات المستقلة في المتغير التابع (أسعار الأسهم) وذلك على النحو التالي:

جدول (7): نتائج اختبار الانحدار المتعدد لتأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع (سعر السهم (SP)).

المتغيرات المستقلة	T المعنوية Sig*	t المحسوبة	t الجدولية	الخطأ المعياري SE	β
ROA	0.021	30.038	2.7764	0.104	3.109
EPS	0.019	33.124	2.7764	0.076	2.525
AT	0.679	0.551	2.7764	0.259	0.143
ROE	0.609	0.602	2.7764	5.623	3.383
قيمة F المحسوبة = 173.46					
قيمة F الجدولية = 105.93					
معامل التحديد $R^2 = 0.816$					
قيمة F المعنوية Sig* = 0.018					
معامل الارتباط المتعدد $R = 0.904$					

تشير نتائج تحليل الانحدار المتعدد والواردة في جدول رقم (7) إلى وجود تأثير وعلاقة قوية بين متغيرات الدراسة مجتمعة مع أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة. وهذا يتضح من نتيجة القرار الإحصائي الناتج عن مقارنة قيمة (F) المحسوبة مع قيمة (F) الجدولية، فقد بلغت قيمتها المحسوبة (173.46) وهي أقل من قيمتها الجدولية وبمستوى معنوية أقل من (0.05). وتشير النتائج أيضاً إلى أن المتغيرات مجتمعة تفسر ما نسبته (0.816) من التغير الحاصل في سعر السهم (SP). وبالنظر إلى نتائج التحليل

الإحصائي بالنسبة لكل متغير ضمن نموذج الانحدار المتعدد، فإنه يلاحظ أن هناك تأثيراً ذا دلالة إحصائية لكل من العائد على إجمالي الأصول (ROA)، ونصيب السهم من الأرباح (EPS) في أسعار الأسهم السوقية للشركات الصناعية، حيث يظهر من الجدول أن قيم (t) المحسوبة أكبر من قيمه (t) الجدولية، وبمستويات معنوية أقل من (0.05) للمتغيرين. أما بالنسبة لعلاقة متغيري العائد على حقوق الملكية (ROE)، ومعدل دوران الأصول (AT) للشركات الصناعية المدرجة في السوق مع أسعار الأسهم السوقية للشركات الصناعية (SP). فإن النتائج تشير إلى أن هذه العلاقة غير دالة إحصائياً لأن قيمة (T) المحسوبة للمتغيرين على التوالي أقل من قيمتها الجدولية، وبمستوى معنوية أكبر من (0.05).

اختبار الارتباط بين متغيرات الدراسة المستقلة

يتطلب بناء نموذج بشكل صحيح تحديد العلاقات الارتباطية بين متغيرات الدراسة المستقلة للتأكد من عدم وجود ارتباطات قوية بينها، لأن وجود ارتباطات قوية بين المتغيرات يؤثر سلباً على قدرة النموذج التفسيرية، ويوضح الجدول رقم (8) معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة المستقلة.

جدول رقم (8): معاملات ارتباط بيرسون (Pearson Correlation) بين متغيرات الدراسة المستقلة.

المتغيرات	EPS	AT	L/A	C.R	ROE	ROA
EPS	1					
AT	0.463	1				
L/A	0.388	0.238	1			
CR	-0.454	0.292	-0.818	1		
ROE	0.341	0.454	0.424	-0.243	1	
ROA	0.159	0.385	0.372	-0.220	0.101	1

الجدول

يظهر

رقم (8) وجود ارتباط قوي بين كل من متغير نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات (L/A)، ومتغير نسبة التداول (CR) للشركات الصناعية المدرجة في السوق. ولذلك قام نظام التحليل الإحصائي (SPSS) باستبعادهما من نموذج الدراسة (Excluded Variables) عند إجراء تحليل الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة مجتمعة.

مقارنة نتائج نموذجي الانحدار البسيط والمتعدد لمتغيرات الدراسة

يلاحظ بشكل عام عند مقارنة النتائج التي تم التوصل إليها باستخدام نموذجي الانحدار البسيط والمتعدد وجود ارتباط قوي بين متغيرات الدراسة المستقلة والمتغير التابع في كلا النموذجين، إلا أن العلاقة الارتباطية كانت أقوى في نموذج الانحدار المتعدد، حيث بلغ معامل الارتباط المتعدد (0.904). وتعتبر القدرة التفسيرية للنموذج مرتفعة، فقد بلغت نسبة تفسير المتغيرات المستقلة مجتمعة من سعر السهم (0.816).

أظهرت نتائج الانحدار البسيط والمتعدد أن العلاقة بين كل من العائد على حقوق الملكية (ROE)، ومعدل دوران الأصول (AT) للشركات الصناعية المدرجة في السوق مع أسعار الأسهم السوقية للشركات الصناعية غير دالة إحصائياً.

لقد تم استبعاد متغيري نسبة التداول (CR)، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات (L/A) من نموذج الانحدار المتعدد لوجود ارتباط كبير بينهما، في حين أظهرت نتائج الانحدار البسيط وجود علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بين كل منهما وبين سعر السهم (SP). ويعود الارتباط القوي بين نسبة التداول ونسبة المطلوبات إلى الموجودات إلى أن نسبة التداول تساوي الموجودات المتداوله إلى المطلوبات المتداوله، ونسبة المطلوبات إلى الموجودات تساوي جميع المطلوبات إلى جميع الموجودات، وهذا يعني أن نسبة التداول تمثل جزءاً كبيراً من نسبة المطلوبات إلى الموجودات ولكن بشكل عكسي.

نتائج الدراسة

في ضوء الاختبار الإحصائي لفرضيات الدراسة الصفرية لتحديد تأثير المتغيرات المستقلة كل على حده على أسعار أسهم الشركات باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

1. وجود علاقة ضعيفة بين العائد على حق الملكية (ROE) وسعر السهم (SP)، إضافة إلى ضعف القدرة التفسيرية للمتغير المستقل (ROE).
2. وجود علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بين حصة السهم من صافي الأرباح (EPS) وسعر السهم (SP)، كما أن نسبة تفسير حصة السهم من الأرباح للتغير في سعر أسهم الشركات الصناعية كانت مرتفعة.
3. وجود علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول (CR) وسعر السهم (SP)، إضافة إلى ارتفاع القدرة التفسيرية لنسبة التداول للتغير في سعر أسهم الشركات الصناعية.
4. وجود علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات (L/A) وسعر السهم (SP)، كما أن نسبة تفسير (L/A) من سعر السهم تعتبر مرتفعة.
5. عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران الأصول (AT) وسعر السهم (SP)، إضافة إلى انخفاض مستوى القدرة التفسيرية لهذا المتغير المستقل.

6. وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على إجمالي الأصول (ROA) وسعر السهم (SP). كما أن نسبة تفسير (EPS) من سعر السهم كانت مرتفعة.

أما نتائج اختبار تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة في أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد فكانت على النحو التالي:

1. وجود تأثير وعلاقة قوية بين متغيرات الدراسة مجتمعة مع أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة، حيث تشير النتائج إلى أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر ما نسبته (0.816) من التغير الحاصل في سعر السهم (SP). والمتغيرات هي: العائد على إجمالي الأصول (ROA)، ونصيب السهم من الأرباح (EPS)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، ومعدل دوران الأصول (AT) للشركات الصناعية المدرجة في السوق. أما بالنسبة لمتغيري نسبة التداول (CR)، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات (L/A) فقد استبعدا من نموذج الانحدار المتعدد لوجود ارتباط كبير بينهما.

التوصيات

- في ضوء النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة يمكن تقديم التوصيات التالية:
- ضرورة افصاح الشركات عن المعلومات التي تؤثر في سعر السهم مثل حصة السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، والعائد على إجمالي الأصول ليستخدمها المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح.
 - توصي الدراسة بالمراجعة المستمرة للمعلومات المالية المنشورة للتأكد من دقتها حيث يتم الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.
 - ضرورة العمل على التحديث الدائم للمعلومات المنشورة في السوق المالي، ونشرها إلى الجميع حتى يمكن الاستفادة منها بشكل فعال وبأقل التكاليف.
 - توصي الدراسة أيضا الجهات المسؤولة بالعمل على ترخيص مؤسسات لتحليل الاستثمار وفق معايير مناسبة تساعد المستثمرين في السوق على تحديد الأسعار الحقيقية للأوراق المالية المتداولة في السوق.

وتجدر الإشارة أخيرا إلى أن حجم العينة، ومحدودية المشاهدات، والفترة الزمنية التي غطتها الدراسة قد شكّلت قيوداً على أسلوب التحليل وبالتالي على بعض النتائج لهذه الدراسة مما يستوجب القيام بإجراء دراسات وبحوث أخرى في هذا الموضوع، وبشكل محدد تؤكد الدراسة على أهمية إجراء المزيد من الدراسات لسنوات أطول، ولعدد أكبر من الشركات، ولقطاعات اقتصادية مختلفة، وذلك ليتسنى الخروج بنتائج أكثر دقة في

المستقبل حول ماهية العوامل التي تحدد أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة بما يساهم في النهوض بهذا القطاع الاقتصادي الهام، وتحسين الأداء على مستوى السوق المالية.

المراجع العربية والأجنبية

- أبو الرب، نور الدين، والظاهر مفيد (2005). "أسباب تعثر التسهيلات في البنوك الفلسطينية". مجلة جامعة النجاح، المجلد 21 العدد2، ص ص: 512-528.
- البدري، صباح، ورتاب الخوري (1997). "دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية". مجلة دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 24، العدد 1، ص ص: 214-225.
- الدبعي، مأمون ومحمد أبو نصار (2000). "دور نسبة الربح إلى السعر في تحسين علاقة العوائد السوقية للسهم بالأرباح المحاسبية". مجلة دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 27، العدد 2، ص ص: 410-430.

- الظاهر، مفيد وسامح العطعوط (2010). "أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير عوائد السوق". بحث مقبول للنشر ولم ينشر بعد، مجلة جامعة القدس المفتوحة.
- الهندي، منير إبراهيم (1996). الفكر الحديث في مجال الاستثمار. الإسكندرية: المعارف، ص ص: 39-37.
- باشيخ، عبد اللطيف بن محمد (2005). "العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم". مجلة جامعة الملك بن عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، مجلد 19، عدد 2، ص ص: 171-185.
- بن نعمون، حمادو (1990). "سياسات توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية الأردنية المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي". رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان.
- حناوي، محمد صالح (2005). تحليل وتقييم الأسهم والسندات. الإسكندرية: الدار الجامعية، ط1، ص: 59.
- سوق فلسطين للأوراق المالية (2010). "التقرير السنوي 2009". فلسطين - نابلس.
- سوق فلسطين للأوراق المالية (2008). "دليل الشركات المساهمة العامة 2007 - الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية". نابلس - فلسطين.
- عبد الله، عبد القادر (1995). "العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية". مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 11، العدد 1، ص ص: 135-155.
- غرايبة، فوزي ومحمود والجويس (1990). "التقارير المالية السنوية المنشورة للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن وملاءمتها لقرار الاستثمار المالي". مجلة دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 17، العدد الأول، ص ص: 143-165.
- مطر، محمد (2003). تحليل مالي وائتماني. عمان - الأردن: دار وائل للنشر، ص: 31.
- Chen, Peter F. and Zhang, G. (2007). "How Do Accounting Variables Explain Stock Price Movements? Theory and Evidence". Journal of Accounting and Economics; HKUST Business School Research Paper No. 07-02. Available at SSRN: <http://ssrn.com>
- Cooper, Michael J., Gulen, Huseyin & Schill, Michael J. (2009). "The Asset Growth Effect in Stock Returns". Darden Business School Working Paper No. 1335524. Available at SSRN: <http://ssrn.com/>
- Feltham, G. and Ohlson, J. (1995). "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities". Contemporary Accounting Research, 11: 689-731.

- Malhotra, A. (2009). "Select the Right Strategy For Stock Trading". Available at: <http://ezinearticles.com/?Select-the-Right-Strategy-For-StockTrading&id=2754386>
- Malhotra, A. (2007). "Factors Affecting Share Prices". Available at: <http://ezinearticles.com/?Factors-Affecting-Share-Prices&id=741674>
- Robinson, T. R., Munter, P. and Grant, J. (2004). "Financial statement analysis: A global perspective". Pearson/Prentice Hall, P: 231.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., & Jaffe, J. (2002). "Corporate Finance". 6th ed. McGraw Hill.
- Rose, Peter, S. (2003). "Money and Capital Markets". 8th ed. McGraw Hill.
- Selvon, M. (2008). "How Liabilities Assets Ratio Determines Financial Status". Available at: <http://ezinearticles.com/?How-Liabilities-Assets-Ratio-Determines-Financial-Status&id=1261935>
- Stark, A.W. (1997). "Linear Information Dynamics, Dividend Irrelevance, Corporate Valuation and the Clean Surplus Relationship". Accounting and Business Research, 27: 219-228.