

أثر الربحية في القيمة السوقية للأسهم دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية الأردنية

د. أحمد طه العجلوني

كلية إدارة الأعمال

جامعة الملك فيصل

ملخص

تهدف الدراسة إلى التعرف على إذا ما كان هناك علاقة بين ربحية البنوك التجارية الأردنية والقيمة السوقية لأسهمها المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة ما بين العامين (2000 – 2007)، وذلك من خلال نسب الربحية الرئيسية (معدل العائد على الاستثمار ROI لهذه البنوك، ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE، ومعدل القيمة السوقية إلى العائد (P/E) .

استخدم الباحث معامل الارتباط لقياس مدى تفسير المتغيرات المستقلة للتغير في المتغير التابع للبنوك الثلاثة مجتمعة. كما تم اعتماد اختبار T ذو الحدين اختبار الفرضيات التي قامت عليها الدراسة، واستخدمت قيمة (P value) لتقدير الدلالة الإحصائية.

توصل الباحث إلى عدة نتائج منها ميل المستثمرين في أسهم البنوك التجارية في بورصة عمان إلى السلوك المضارب في الاستثمار، وأن أسعار الأسهم في بورصة عمان لا تعكس الأداء الربحي للبنوك. ومن أهم التوصيات التي خرج بها الباحث ضرورة توفير معلومات دقيقة وشفافة وذات توقيت ملائم للمستثمرين في سوق عمان المالي، وتشجيع المستثمرين المؤسسيين من المؤسسات المالية وغيرها وتمكينهم من الاستثمار في بورصة عمان لكي لا تتأثر أسعار الأسهم بالمضاربات بشكل كبير.

الكلمات المفتاحية: نسب الربحية، سعر السهم السوقية، سوق عمان المالي.

تاريخ قبول البحث: 2011 / 5 / 8

تاريخ تسلّم البحث: 2009 / 4 / 13

The Effect of Profitability on the Stock Market's Value An Applied Study on a Sample of Jordanian Commercial Banks

Abstract

This study aimed at finding if there is a relationship between the profitability of Jordanian commercial banks (JCBs) measured by the profitability ratios (ROI, ROE, and P/E ratio) and stock market price.

The correlation coefficient has been used to explain how the change in stock price of the (JCBs) has contributed to their profitability. The researcher used the T-test to test the hypotheses, and the P value to test the statistical significance of the results.

The researcher found that the market price of (JCBs) is not affected to a great degree by its profitability, in addition to the fact that speculative behavior dominates the transactions of Amman Stock Market (ASE).

The main recommendations of the research underscored the importance of greater degree of financial transparency, in addition to stimulating the institutional investor to have a greater stake in ASE. The study also recommended that foreign investment and regulation changes that may help the prices in ASE should be encouraged in order to reflect the actual performance of the JCBs and other firms,

Key words : profitability ratios, market stock price, Amman Stock Market

مقدمة: -

تمثل الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر مرآة للوضع الاقتصادي العام، ويعتبر استقرار السوق مقياساً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية الكلية للدولة، ويمثل القطاع المالي ممثلاً بالبنوك العمود الفقري للسوق المالي في الأردن، حيث يبرز دور هذا القطاع كمحور ارتكاز لباقي القطاعات الاقتصادية. فقد بلغ عدد البنوك المدرجة أسهمها في السوق الأول في سوق عمان المالي (13) بنكاً، وبلغ مجموع موجودات قطاع البنوك في عام 2006 (34,81) مليار دينار؛ بنسبة مقدارها (81,17%) من إجمالي موجودات شركات القطاعات الاقتصادية في الأردن، وبلغ صافي الربح لكافة البنوك حوالي (568) مليون دينار، أي ما نسبته (58,07%) من إجمالي صافي الربح لشركات القطاعات الاقتصادية في الأردن. كما احتل القطاع المالي المرتبة الأولى من حيث حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة في بورصة عمان بنسبة 70,9% (التقرير السنوي، بورصة عمان، 2007) ، كما أن القيمة السوقية لمؤسسات القطاع المالي تستحوذ على نسبة 64,77% من القيمة السوقية لكل الشركات المدرجة في بورصة عمان للأسهم (التقرير السنوي، بورصة عمان، 2007). لهذا أتت هذه الدراسة لتحليل مدى انعكاس أرباح البنوك الأردنية على الأسعار السوقية لأسهمها لكي يتمكن متخذو القرار المالي والمدراء وكذلك الدارسون من تحديد العناصر التي تؤثر في القيمة السوقية لأسعار أسهم مؤسسات القطاع المصرفي، وفيما إذا كان الأداء الريعي المتمثل بنسب الربحية هو المعيار الأساس في تحديد قيمة الأسهم في السوق أم أن هناك عوامل أخرى قد لا تكون في الحسبان كالإشاعات والظروف الاقتصادية العامة المحلية والدولية.

أولاً: الإطار العام للدراسة

1-1 أهمية الدراسة ومشكلتها

تشهد بورصة عمان - كما باقي البورصات حول العالم - تغيرات مختلفة في قيم الأسهم المتداولة فيها، ويرجع ذلك إلى عوامل مختلفة منها ما يتعلق بالأداء المالي للشركات المدرجة أسهمها

والذي يظهر من خلال التقارير المالية السنوية أو تلك التي تصدر خلال فصول السنة. يضاف إلى ذلك التغيرات الناجمة عن تغير الظروف الاقتصادية و الظروف السياسية المحلية والدولية . سيتم في هذه الدراسة توضيح أثر الأداء الربحي للبنوك التجارية الأردنية على القيمة السوقية لأسهمها بالمقارنة مع تأثير العوامل الأخرى، وذلك عن طريق معرفة تأثير نسب الربحية الرئيسية ROE ، ومعدل العائد على حقوق المساهمين P/E معدل القيمة السوقية للعائد على سعر السهم وهي: ونسبة معدل العائد على الموجودات الاستثمار ROI.

تدور مشكلة الدراسة حول تحديد مدى تأثير الأداء الربحي للبنوك التجارية الأردنية على التغير في أسعار أسهمها المدرجة، وفيما إذا كانت البيانات لمالية الخاصة بربحية هذه البنوك ذات أثر في تحديد القيمة السوقية لأسهمها .

2-1 فرضيات الدراسة

الفرضية الأولى:

H_0 : لا يوجد أثر ذا دلالة إحصائية بين الأسعار السوقية لأسهم البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان والأرباح المحاسبية لهذه الشركات.

الفرضية الفرعية الأولى

H_0 : لا يوجد أثر ذا دلالة إحصائية بين الأسعار السوقية لأسهم البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان ومعدل العائد على الاستثمار ROI لهذه البنوك.

الفرضية الفرعية الثانية

H_0 : لا يوجد أثر ذا دلالة إحصائية بين الأسعار السوقية لأسهم البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE لهذه البنوك.

الفرضية الثانية:

H_0 : لا يوجد أثر ذا دلالة إحصائية بين الأسعار السوقية لأسهم البنوك التجارية المدرجة في بورصة

عمان ومعدل القيمة السوقية إلى العائد (مرة) P/E لهذه البنوك.

3-1 متغيرات الدراسة

سوف يتم دراسة وتحليل طبيعة العلاقة ومدى تأثير كل واحد من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع بشكل منفرد.

المتغيرات المستقلة: - معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على الاستثمار، القيمة السوقية إلى العائد (مرة).

المتغير التابع: - السعر السوقي للسهم.

4-1 أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة بشكل أساسي إلى تحليل مدى انعكاس أرباح البنوك الثلاثة الأردنية وهي البنك العربي، البنك الأردني الكويتي، وبنك الإسكان على الأسعار السوقية لأسهمها خلال الفترة ما بين العام 2000 والعام 2007.

5-1 محددات وإبعاد الدراسة

- على الرغم من أن الدراسة ستبحث في طبيعة العلاقة بين ربحية البنوك الثلاث المساهمة العامة المدرجة في البورصة وأسعار أسهمها، إلا أنها لن تعكس وضع السوق بالكامل .
- لم تتعرض الدراسة للبنوك الإسلامية أو فروع البنوك غير الأردنية العاملة في الأردن.
- لم تتعرض الدراسة للعوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم للبنوك محل الدراسة.

6-1 منهجية الدراسة

أ- منهج البحث :

تم الاعتماد على المنهج الوصفي والمنهج الإحصائي والتحليلي للبيانات لأغراض اختبار فرضيات الدراسة.

ب- مجتمع وعينة الدراسة :

مجتمع الدراسة : البنوك التجارية الأردنية التي يبلغ عددها 13 بنكاً (التقرير السنوي 2007، البنك المركزي الأردني).

عينة الدراسة : تم اختيار كل من البنك العربي والبنك الأردني الكويتي وبنك الإسكان كعينة ممثلة لمجتمع البحث . ويعود سبب اختيار هذه البنوك كونها تلعب دوراً مهماً كمصارف وكلاعبين أساسيين في بورصة عمان.

ج - أساليب جمع البيانات ومصادرها:

اعتمدت هذه الدراسة على البيانات المالية المتوفرة في التقارير المالية السنوية للشركات، والتقارير السنوية لبورصة عمان، ودليل الشركات المساهمة العامة.

1-7 فترة الدراسة

غطت الدراسة البيانات المحاسبية والأداء الشهري للأسهم لمفردات العينة من العام 2000 وحتى عام 2007، أي بعدد كلي للملاحظات بلغ 96 مشاهدة (فترة) .

1-8 الإجراءات الإحصائية وأسلوب التحليل

استخدم الباحث البرنامج الإحصائي للعلوم الاجتماعية SPSS، وقاما بتحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة من خلال تحليل الارتباط بين هذه المتغيرات وكذلك معامل التحديد R^2 (1) لمعرفة مدى تفسير المتغيرات المستقلة للتغير في المتغير التابع، حيث تم استخراج معامل ارتباط بيرسون بينها، وأستخدم هذا المعامل أيضاً مع معامل التحديد R^2 لتوضيح مدى تفسير المتغيرات المستقلة للتغير الحاصل في المتغير التابع. ولغاية اختبار الفرضيات فقد تم اعتماد اختبار T (T test) ذو الحدين.

كما قام الباحث باستخراج قيمة P (p value) لفحص الدلالة الإحصائية. علماً بأن الباحث أخذ معدلات العوائد السنوية مقابل السعر الشهري للأسهم بناءً على استشارة أساتذة الإحصاء المختصين. (2)

ثانياً: أدبيات الدراسة

2-1 استعراض الدراسات السابقة

تناولت العديد من الدراسات السابقة موضوع العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم في السوق بشكل عام أو ما يتعلق من هذه العوامل بالبيانات المحاسبية تحديداً.

من الدراسات المبكرة حول الموضوع دراسة قام بها الباحثان (Balland and Brown، 1968) لدراسة العلاقة بين الأرباح المحاسبية و أسعار الأسهم لعينة من 261 شركة مدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية للفترة من 1957-1965، توصل الباحثان إلى أن لرقم الأرباح السنوية مضمونا من المعلومات يؤثر على أسعار الأسهم في السوق، والى أن المعلومات التي يتضمنها رقم الأرباح تحظى بالتأثير الأكبر على أسعار الأسهم مقارنة مع تأثير باقي المعلومات التي تكون متاحة خلال الأشهر الأحد عشر السابقة لشهر الإعلان عن الأرباح المحاسبية.

إضافة إلى دراسة (Lipe، 1990) التي بحث من خلالها العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية في ظل توفر معلومات بديلة في السوق تساعد على التنبؤ بإيرادات الشركة المستقبلية. وتوصلت إلى نتيجة تفيد بأن ربحية السهم هي دالة لكل من درجة الثبات والاستقرار في الأرباح ومعدل الفائدة المستخدمة في خصم الإيرادات المستقبلية، وان عوائد الأسهم في نهاية الفترة ترتبط بعلاقة موجبة مع ربحية السهم. ومساهمة (Ohelson and Shroft، 1992) حول تطوير مواصفة العلاقة، وذلك باعتبار المتغير الأساسي لتفسير العائد السوقي للسهم هو مستوى حصة السهم من الأرباح مقسوماً على السعر السوقي للسهم وليس التغير في حصة السهم من الأرباح مقسوماً على سعر السهم.

وقد توصل الباحثان (Eston and Harris، 1991) في دراستهما بعنوان "الأرباح كمتغيرات مفسرة للعوائد" (أي عوائد السهم) إلى انه يمكن استخدام متغير مستوى حصة السهم من الأرباح لتفسير التغير في العائد السوقي للسهم، وان استخدام مستوى حصة السهم من الأرباح في وصف العلاقة يؤدي إلى تحسين قوة الأرباح التفسيرية للعوائد، ومن ثم يؤدي إلى ارتفاع معامل

استجابة الأرباح في النموذج.

ومن خلال دراسة (محمود الخاليلة، 1998) حول "العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم في الأجل الطويل" تبين وجود علاقة ضعيفة وليست ذات دلالة إحصائية بين الأرباح وعوائد الأسهم، وبعد تقييد أثر بعض الأحداث المشوشة (Confounding Events) ولوحظ أن هناك تحسناً ملحوظاً في قيم معامل الارتباط والقوة التفسيرية (R^2) لنموذج الانحدار عند إطالة فترة العائد. وبنفس الاتجاه جاءت نتائج دراسة (Rawashdeh، and Squalli، 2005) التي قامت على فحص كفاءة السوق للقطاعات الرئيسية لبورصة عمان باستخدام مؤشرات القطاعية اليومية خلال الأعوام 1992-2004. حيث عزت الدراسة وجود الشكل الضعيف من الكفاءة في سوق عمان المالي إلى عدة أسباب من أهمها ضعف المعلومات من حيث الكمية أو التوقيت أو الدقة. كما أكدت الدراسة وجود مشكلة المستثمرين الصغار الذين يتميز سلوكهم بالعشوائية والارتجال. وهذا يؤدي - حسب رأي الباحث - بشكل مباشر لأن لا يعكس أداء الأسهم حصيلة الأداء الربعي للشركات المدرجة أسهمها في السوق. وكذلك قدمت دراسة (Al-Sharkasi، 2004) دليلاً علمياً على تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على قيم وعوائد الأسهم. حيث حللت دينامية العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية (مثل مؤشر الإنتاج الصناعي ومؤشر أسعار المستهلك و عرض النقد وسعر الفائدة والتضخم) مع مؤشر سوق عمان المالي. حيث أكدت هذه الدراسة وجود تأثير طويل أجل لهذه المتغيرات على نشاط السوق المالي.

وجاءت دراسة (Mei، 1999) لتلقي الضوء على دور المتغيرات السياسية في التأثير على أداء السوق المالي. حيث توصلت الدراسة التي أن الأزمات السياسية التي حدثت في دول أمريكا اللاتينية وآسيا خلال الفترة ما بين عامي 1995-1997 إلى أن المخاطر السياسية الناجمة عن تغيرات في نتائج الانتخابات لها تأثير مباشر على الأزمات التي تمر بها الأسواق المالية. بل إن هذه التقلبات السياسية تفسر حدوث الأزمات المالية أكثر من ظروف عدم الكفاءة التي تؤثر على الأسواق المالية. وناقشت دراسة (غرايبة وجعفر، 1998) مدى تأثير مضمون البيانات المحاسبية المنشورة

للشركات المساهمة العامة الأردنية والمحتوى المعلوماتي له، إذ توصلت إلى أن ذلك المتغير (معدل العائد على حق الملكية) يساعد على تفسير ما يزيد عن 60% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم الشركات.

ومن الدراسات التي اهتمت بتقييم الأسهم العادية وعلاقتها بنسبة السعر للعائد دراسة (الشباب والعلبي، 2006) وقد حاول الباحثان تحديد العلاقة بين أداء الاستثمار في الأسهم ونسبة السعر السوقي للسهم إلى عائد السهم نظرياً وتطبيقياً. حيث تم استكشاف بيانات العائد الشهري لـ (83) شركة مساهمة عامة مدرجة في سوق عمان المالي، الذي يعد من الأسواق المالية الناشئة، خلال الفترة من نيسان 1996 ولغاية آذار 2004. بعد أن تم تطبيق اختبار جذر الوحدة للاستقرارية باستخدام اختبار ديكي- فولر (ADF) الذي بينت نتائجه تحقق شرط الاستقرار، تم استخدام اختبار نموذج الانحدار (OLS) الذي أوضح نتائجه إمكانية تحقيق أرباح غير عادية اعتماداً على تكوين محافظ استثمارية مصنفة على أساس نسبة السعر السوقي للسهم إلى عائد السهم لأسهم الشركات المكونة لهذه المحافظ. وعليه فإن الدراسة تدعم الفرضية التي تقول بأهمية نسبة السعر السوقي للسهم إلى عائد السهم في تحديد أداء المحافظ، وهذه النتيجة لا تدعم فرضية كفاءة سوق عمان المالي على المستوى شبه القوي.

كما قام بعض الباحثين أيضاً بدراسة العلاقة بين توقيت الإفصاح عن القوائم المالية وأسعار الأسهم وحجم التداول (الخوري وبالقاسم، 2006). تم في هذه الدراسة اختبار مدى استجابة بورصة عمان للمعلومات المحاسبية المنشورة بالتقارير المالية السنوية، عند الإفصاح عن هذه التقارير، وربط ذلك بتوقيت الإفصاح، بالإضافة إلى تحديد الأثر على كل من أسعار الأسهم وحجم التداول للشركات التي تفصح مبكراً، والشركات التي تتأخر في الإفصاح عن تقاريرها السنوية، بقصد إبراز أهمية الوقتية في المعلومات المحاسبية. واتبعت هذه الدراسة منهجية دراسة الحدث، لاختبار سلوك كل من عوائد الأسهم وحجم التداول لما مجموعه 104 تقارير مالية سنوية لعينة مكونة من 42 شركة مساهمة عامة في الفترة المحيطة بالإفصاح خلال السنوات من 2000 إلى

2002. وقد دلت نتائج الدراسة على وجود تأثير إيجابي ومعنوي ذي دلالة إحصائية، للإفصاح عن التقارير المالية السنوية، على حجم التداول خلال اليومين الثاني والثالث، بعد تاريخ الإفصاح. كذلك دلت النتائج على اختلاف في استجابة حجم التداول، وفقاً لتوقيت الإفصاح عن القوائم والتقارير المالية.

كما تعرضت بعض الدراسات الأجنبية للعوامل المؤثرة على الأرباح مثل دراسة (Chai, M.L. and Tung, 2002) ودراسة (Shard, C.M. and Walther, 2000) حول المحتوى المعلوماتي لتوزيع الأرباح ومدى تأثيره على سعر السهم السوقي. إضافة إلى دراسة (قويدر، 1991) حول تحليل اتجاه أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة في سوق عمان المالي.

2-2 علاقة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة

سيقوم الباحث بالاستفادة من مخرجات الدراسات السابقة وتنائجها في محاولة فهم أسباب التغير في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية وعلاقة ذلك بالتغير في العوائد المحاسبية لهذه البنوك. وسيتم من خلال الدراسة التأكيد فيما إذا كانت نتائج الدراسات السابقة بخصوص العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم تنطبق على أسهم البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان للأسهم. حيث تتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة بالتركيز على البنوك التجارية الأردنية خلال فترة مهمة تمثل نهاية فترة الانفتاح الاقتصادي والتحرير المالي الذي بدء به في العقد الأخير من القرن الماضي.

2-3 الإطار النظري لتغيرات الدراسة

أ الربحية

الربح هو الفرق الإيجابي بين الإيرادات والنفقات، أي الحالة التي تزيد فيها الإيرادات عن النفقات. ويمكن تعريف الربحية بأنها المقدرة على زيادة الأرباح وتعظيمها. يمثل هدف الربحية الغاية التي من أجلها تنشأ مؤسسات الأعمال بأنواعها المختلفة. وقد يعبر عن هذا الهدف من خلال الربح المحاسبي الناتج عن قائمة الدخل في حالة ظهور نتيجة الدخل

بالموجب، أو من خلال هدف تعظيم الثروة أي ثروة المساهمين التي تتمثل بالأسهم التي يمتلكونها، والذي يسمى أيضاً بـ "تعظيم القيمة السوقية للسهم".

يتم احتساب الربحية إما من خلال استخراج العلاقة بين الأرباح التي تحققها الشركة والاستثمارات التي ساهمت في تحقيق هذه الأرباح من خلال نسب الربحية المرتبطة بالاستثمار وهي معدل العائد على الاستثمار Return On Investment (ROI) وكذلك معدل العائد على حقوق الملكية Return On Equity (ROE). أو من خلال ارتباط الأرباح بالمبيعات من خلال نسبة هامش الربح الصافي.

ب هامش الربح الصافي

تستخدم هذه النسبة لتحديد مقدرة المنشأة على تحقيق الأرباح الصافية بعد الضريبة من وراء كل وحدة نقدية من المبيعات الصافية. وتكون مخرجات هذه النسبة بالنسبة المئوية. وتظهر مكونات هذه النسبة من خلال المعادلة التالية (Besley & Brigham, 2008, P 59):

$$\text{هامش صافي الربح} = \frac{\text{الربح بعد الضريبة}}{\text{المبيعات}}$$

ج معدل العائد على الاستثمار

يقصد بالعائد هنا صافي الدخل بعد الضريبة، كما يقصد بالاستثمار مجموع الأصول بعد استقطاع الاستهلاك من القيمة التاريخية. وبالتالي فإنه يشار إلى هذه النسبة على أنها هي نفسها معدل العائد على الأصول، وهذا ما تتبناه كتب مالية الشركات، حيث يشير إلى ذلك منير الهندي بشكل واضح (الهندي، 2009، ص 198). في حين أن هذه النسبة تظهر تحت مسمى معدل العائد على الأصول في كتب أخرى (الميداني، 2006، ص 144) و (Besley & Brigham, 2008, P 60). وهذا ما اعتمده الباحث.

تبين هذه النسبة مقدار الأرباح التي تحققها الشركة من خلال استثمارها لأموالها ومدى فعاليتها

في تحقيق الأرباح الصافية من وراء كل وحدة نقدية مستثمرة. وبالتالي فإن هذه النسبة ستحتسب من خلال المعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد على الإستثمار} = \frac{\text{الربح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأصول}}$$

وتحتسب هذه النسبة في علم الاستثمار من خلال قسمة الدخل التشغيلي على مجموع الأصول (Bodie et al.، 2007، P 434). أما من منظور المحاسبة الإدارية فإن النسبة تظهر بشكل مختلف إذ تختلف مكوناتها ليتكون البسط من الدخل التشغيلي (الإيرادات قبل الفوائد والضرائب) والمقام هو متوسط الأصول العاملة (Mowen & Hansen، 2006، PP 448-452).

د معدل العائد على حقوق الملكية

تمثل حقوق الملكية التزام المنشأة تجاه أصحابها من خلال الأموال التي تخصصهم والتي تتمثل برأس المال والأرباح التي احتجزت لغايات مختلفة. وتمثل القيمة الصافية للمنشأة بعد طرح المطلوبات من مجموع الموجودات. وبالتالي فإن هذه النسبة تبين نسبة الأرباح التي تم تحقيقها من وراء كل وحدة نقد تخص المساهمين.

تلخص نسبة العائد على حقوق الملكية مجمل الأداء التشغيلي والهيكل التمويلي بالإضافة لربحية الشركة من خلال نموذج يستخدم للتوصل لها يسمى نموذج DuPont. وتسمى هذه المعادلة أيضاً باسمه (Besley & Brigham، 2008، P 63) و (Bodie et al.، 2007، P 435). وتحتسب هذه النسبة كالتالي:

$$\text{معدل العائد على الإستثمار} = \frac{\text{الربح بعد الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}}$$

هـ القيمة السوقية للسهم

يمثل السهم العادي حصة ملكية في شركة أعمال، ويأخذ عدة قيم مثل القيمة الاسمية والقيمة الدفترية والقيمة السوقية. كما تمثل القيمة السوقية مؤشراً مهماً على قيمة الثروة التي يمتلكها المساهمون في الشركة.

تجمع أدبيات الإدارة المالية على أن تعظيم ثروة المساهمين المتمثلة بتعظيم قيمة السهم في السوق هي الهدف الأساسي الذي يجب أن تسعى إليه إدارة الشركة (Besley & Brigham، 2008، P13). تتأثر القيمة السوقية للسهم بعدة عوامل منها ما يتعلق بالأداء الريعي للشركة، ومنها ما يتعلق بظروف السوق نفسه من عرض وطلب والعوامل المؤثرة عليهما.

ثالثاً: تحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة واختبار الفرضيات

3-1 تحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة

تم التحليل بخصوص وجود علاقة بين كل واحد من المتغيرات المستقلة (معدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد على حقوق الملكية، ونسبة السعر إلى عائد السهم) والمتغير التابع (سعر السهم السوقية) من خلال معامل الارتباط وكذلك مدى تفسير المتغيرات المستقلة للتغير في المتغير التابع للبنوك الثلاثة مجتمعة.

أ تحليل العلاقة بين معدل العائد على الاستثمار وسعر السهم السوقية

لدى حساب معامل الارتباط بين معدل العائد على الاستثمار وسعر السهم السوقية، تبين وجود علاقة عكسية ضعيفة بين هذين المتغيرين إذ بلغت حوالي 11- % فقط، الأمر الذي يدل على ضعف الارتباط بينهما وأن سعر السهم السوقية لا يتأثر بالتغير في معدل العائد على الاستثمار. تعزز النتيجة السابقة انخفاض معامل التحديد الذي بلغ حوالي 1 % فقط، وبالتالي فإن معدل العائد على الاستثمار يفسر فقط 1 % من التغير في السعر السوقية للسهم، ويتبقى 99 % من التغير تفسرها عوامل أخرى تؤثر في سعر السهم السوقية غير معدل العائد على الاستثمار. يرى الباحث بأن هذه

العوامل تعود إلى سلوكيات الاستثمار في بورصة عمان التي تنزع إلى المضاربة وعمليات البيع والشراء التي تعتمد على الإشاعة والأخبار غير الدقيقة. إضافة إلى عوامل أخرى تتعلق بالمتغيرات الاقتصادية والسياسية المحلية والدولية التي ليست ضمن نطاق هذه الدراسة .

ب تحليل العلاقة بين معدل العائد على حقوق الملكية وسعر السهم السوقي

لدى حساب معامل الارتباط بين معدل العائد على حقوق الملكية وسعر السهم السوقي، تبين وجود علاقة عكسية ضعيفة بين هذين المتغيرين إذ بلغت حوالي - 17.8 % فقط، الأمر الذي يدل على ضعف الارتباط بينهما وأن سعر السهم السوقي لا يتأثر بالتغير في معدل العائد على حقوق الملكية. تعزز النتيجة السابقة انخفاض معامل التحديد الذي بلغ حوالي 3 % فقط. وبالتالي فإن معدل العائد على حقوق الملكية يفسر فقط 3 % من التغير في السعر السوقي للسهم، ويتبقى 97 % من التغير خاضعة لتأثير عوامل أخرى تؤثر في سعر السهم السوقي للبنوك التجارية الأردنية غير معدل العائد على حقوق الملكية.

إن انخفاض معامل الارتباط (بالسالب) ما بين الأرباح المحاسبية - ممثلة بمعدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد على حقوق الملكية- وسعر السهم السوقي للبنوك التجارية الأردنية يمكن أن يعزى من وجهة نظر الباحث ووفقاً للعديد من الدراسات ذات العلاقة إلى السلوك المضارب الذي يحكم أغلب المستثمرين، إضافة إلى سلوك القطيع الذي يجعل المستثمرين ينساقون نحو الإشاعات في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ودون التثبت من دقتها وعلاقتها بالأداء الفعلي لهذه الشركات. كما يرى الباحث بأن هذا السلوك يبرز بأكثر الصور وضوحاً خلال الأزمات المالية العالمية والمحلية كما حدث خلال ما يسمى ب "أزمة البورصات العالمية!" في الأردن عام 2008، وكذلك الأزمة المالية العالمية 2008-2010.

بورصة عمان و معدل القيمة السوقية إلى العائد (مرة)

لدى حساب معامل الارتباط بين معدل القيمة السوقية إلى العائد وسعر السهم السوقى، تبين وجود علاقة طردية وقوية بين هذين المتغيرين إذ بلغت حوالي 75%، الأمر الذي يدل على قوة الارتباط بينهما وأن سعر السهم السوقى يتأثر بالتغير في معدل القيمة السوقية إلى العائد، كما يعزى ذلك إلى الارتباط الذاتي بين بيانات المتغيرين من حيث اعتماد معدل القيمة السوقية إلى العائد على السعر السوقى للسهم. وبالتالي فإن معدل القيمة السوقية إلى العائد يفسر 56.4% من التغير في السعر السوقى للسهم، ويتبقى 43.6% من التغير تفسرها عوامل أخرى. ويرى الباحث بأن التأثير بسلوك المضاربة هو الذي يؤدي بالمستثمرين إلى الاهتمام بهذه النسبة لتقدير حجم الأموال المطلوب الاستثمار بها للحصول على دينار واحد من الأرباح لكل سهم، حيث أنهم يبحثون عن أرباح رأسمالية، كما أن هذه النتيجة قد تفسر بأن المستثمرين يهتمون بالأرباح المعلنة في بداية كل سنة، وبالتالي ظهر تأثير هذا المعدل بشكل قوي على أسعار أسهم البنوك التجارية المتداولة في بورصة عمان.

3-2 اختبار الفرضيات

لغاية اختبار الفرضيات التي قامت عليها الدراسة، قام الباحث باعتماد اختبار T ذو الحدين عند مستوى ثقة 95% ($\alpha = 0.05$) و 94 درجة حرية ($n-2$). حيث سيتم رفض الفرضية العدمية إذا كانت T المحسوبة أكبر من T الجدولية أو أقل من القيمة السالبة ل T الجدولية. كما تم اعتماد قيمة P (P value)⁽³⁾ (Berenson et.al, 2006) لتقدير الدلالة الإحصائية، بحيث تكون نتيجة اختبار الفرضية ذات دلالة إحصائية إذا كانت قيمة $P < 0.05$ ، وإذا كانت قيمة $P < 0.0005$ فهذا يعني دلالة إحصائية أقوى.

أولاً: اختبار الفرضية الفرعية الأولى

تنص هذه الفرضية العدمية على أنه : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأسعار السوقية لأسهم البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان ومعدل العائد على الاستثمار ROI لهذه البنوك. بعد احتساب قيمة T والتي بلغت **(-10.278429)**، ومقارنتها بقيمة T الجدولية البالغة **(1.9853)**. فإن قيمة T المحسوبة أقل من قيمة T الجدولية، مما يعني أن الفرضية العدمية تعتبر مقبولة، وبدلالة إحصائية قوية؛ إذ بلغت قيمة P أقل من 0.0005.

جدول رقم 100 •

ملخص نتيجة اختبار الفرضية الفرعية الأولى

النتيجة	قيمة P مع بعض التقريب*	درجات الحرية 20-n	قيمة T الجدولية	قيمة T المحسوبة
قبول الفرضية	0.0005	94	1.9853	-10.278429

ثانياً: اختبار الفرضية الفرعية الثانية

تنص هذه الفرضية العدمية على أنه: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأسعار السوقية لأسهم البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE لهذه البنوك. بعد احتساب قيمة T والتي بلغت **(-17.01036542)**، ومقارنتها بقيمة T الجدولية البالغة **(1.9853)**. فإن قيمة T المحسوبة أقل من قيمة T الجدولية، مما يعني أن الفرضية العدمية تعتبر مقبولة، وبدلالة إحصائية قوية؛ إذ بلغت قيمة P أقل من 0.0005.

جدول رقم 200 •

ملخص نتيجة اختبار الفرضية الفرعية الثانية

النتيجة	قيمة P مع بعض التقريب*	درجات الحرية 20-n	قيمة T الجدولية	قيمة T المحسوبة
قبول الفرضية	0.0005	94	1.9853	-17.010365

اختبار الفرضية الأولى

تنص هذه الفرضية العدمية على أنه: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأسعار السوقية لأسهم البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان والأرباح المحاسبية لهذه الشركات. تبين من خلال اختبار الفرضيات الفرعية عدم وجود علاقة بين الأسعار السوقية لأسهم البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان والأرباح المحاسبية لهذه الشركات.

ثالثاً: اختبار الفرضية الثانية

تنص هذه الفرضية العدمية على أنه: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأسعار السوقية لأسهم البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان و معدل القيمة السوقية إلى العائد (مرة) P/E لهذه البنوك.

بعد احتساب قيمة T والتي بلغت (106.9322331)، ومقارنتها بقيمة T الجدولية البالغة (1.9853). فإن قيمة T المحسوبة أكبر من قيمة T الجدولية، مما يعني أن الفرضية العدمية تعتبر مرفوضة، وبدلالة إحصائية قوية؛ إذ بلغت قيمة P أقل من 0.0005.

جدول رقم 300

ملخص نتيجة اختبار الفرضية الثانية

النتيجة	قيمة P مع بعض التقريب	درجات الحرية 2-n	قيمة T الجدولية	قيمة T المحسوبة
رفض الفرضية	0.0005	94	1.9853	106.9322331

ويمكن تلخيص المعطيات الكمية التي تم التعامل معها في التحليل واختبار الفرضيات من خلال الجداول التالية، حيث يلخص الجدول التالي (4-أ) متوسطات معامل الارتباط ومعامل التحديد للبنوك المشمولة بالدراسة

جدول رقم 4 • ا

	Correl p• roi	Correl p• roe	Correl p• p/e	متوسط معامل الارتباط*
Correlation	0.10869711•	0.178069204•	0.75106302	
R ²	0.01181506	0.031708641	0.56409566	معامل التحديد ••

* يظهر في الجدول التالي -4 ب كيف تم احتساب المتوسط الكلي لكل متغير مستقل مع المتغير التابع كل على حده.

** معامل التحديد هو ناتج تربيع معامل الارتباط.

جدول يبين كيفية الوصول إلى متوسط معامل الارتباط لكل واحد من المتغيرات المستقلة مع المتغير التابع

جدول رقم (4 - ب)

	r p&roa	r p&roe	r p&p/e	
ArBnk	0.287478	-0.11858	0.80614	البنك العربي
JOKW	0.187375	0.68763	0.7924	البنك الأردني الكويتي
HSG	0.746644	0.770882	0.619822	بنك الإسكان
Correlation	-0.1086971	-0.178069	0.75106302	متوسط معامل الارتباط

كما يبين جدول 5• كيفية الوصول إلى احتساب قيمة T وفق المعادلة التالية:

$$T \text{ calculated} = r \cdot \text{SQRT of } N-2 / (\text{SQRT of } 1 - r^2 / n-2)$$

جدول رقم 5 •

SQRT of N-2	9.695359715			
r*SQRT of N-2				
	r p&roi	r p&roe	r p&p/e	
	1.05385759•	1.726444989	7.281826149	
•SQRT of 1-r ² /n-2 •				
1• r ²	0.98818494	0.968291359	0.43590434	
•1• r ² /n-2•	0.01051261	0.010300972	0.00463728	
•SQRT of 1-r ² /n-2•	0.102531	0.101493704	0.068097579	
Calculated T•	10.278429•	17.01036542	106.9322331	
T table	1.9853	1.9853	1.9853	
Result	Accept	Accept	Reject	النتيجة
احتسبت قيمة T وفق المعادلة التالية: •• T table=r*SQRT of N-2/(SQRT of 1 - r ² /n-2)				

رابعاً: نتائج الدراسة وتوصياتها

1-4 نتائج الدراسة

بعد القيام بتحليل البيانات الإحصائية واختبار الفرضيات توصل الدراسة إلى مجموعتين من النتائج:

أ النتائج الرئيسية

- لا تعكس أسعار الأسهم في بورصة عمان الأداء الربعي (من خلال تحقيق الأرباح) على السعر السوقي للسهم، وبالتالي فإن استجابة أسعار السهم للبيانات الربحية ضعيفة وغير مؤثرة في القرار الاستثماري للمستثمرين في السوق.

- على الرغم من التناقض في نتيجة معامل الارتباط ونتيجة اختبار الفرضيات بين الأسعار السوقية لأسهم البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان و معدل القيمة السوقية إلى العائد (مرة) P/E لهذه البنوك مقارنة بنسبتي العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية. إلا أن الباحث يرى بأن ذلك لا يتناقض مع النتيجة الأولى لأن ذلك يعود إلى الارتباط الذاتي بين بيانات المتغيرين من حيث اعتماد معدل القيمة السوقية إلى العائد على السعر السوقي للسهم.

- تتفق نتائج هذه الدراسة مع ما توصل إليه (الخلاليلة، 1998)، وتخالف ما توصل إليه الباحثان (غرايبة وجعفر، 1998). وقد يعود هذا - من وجهة نظر الباحث- إلى اختلاف نوعية العينة والفترة الزمنية، وكذلك المعالجة الإحصائية أكثر منه إلى اختلاف البيانات المالية وأداء الأسهم.

ب نتائج غير مباشرة

ومن خلال ملاحظات الباحث ومراجعة الدراسات السابقة حول هذا الموضوع، فإنه يمكن القول بأن هناك عوامل أخرى عديدة غير نتائج الأرباح التي يظهرها تحليل القوائم المالية، ولها النصيب الأكبر في التأثير على أسعار أسهم البنوك التجارية الأردنية. ومن العوامل التي يتفق ما استنتجه الباحث بخصوصها مع ما توصلت إليه دراسات سابقة (Rawashdeh and Squalli،

(2005) و (الخلايلة،1998) و(AL-SHARKASI،2004) ما يلي:

- طبيعة سلوكيات المستثمرين في السوق أو المتغيرات الاقتصادية والسياسية المحلية والعالمية.
- لا يتوفر لدى المستثمرين في بورصة عمان معلومات كافية حول أرباح البنوك التجارية الأردنية المدرجة أسهمها في البورصة.
- يميل المستثمرين إلى السلوك المضارب في الاستثمار بدل الاحتفاظ بالأسهم لفترة طويلة.
- لا يميل المستثمرين في بورصة عمان إلى الاهتمام بالتحليل المالي للأداء الربحي للبنوك التجارية الأردنية قبل الإقدام على الاستثمار فيها .
- يؤثر السلوك المضارب للمستثمرين في بورصة عمان على المؤشر العام للأسعار فيها من خلال التأثير على أسعار أسهم البنوك التجارية ذات الوزن الأكبر في المؤشر.

4-2 توصيات الدراسة

بسبب وجود عوامل أخرى لها تأثير كبير على أسعار الأسهم للبنوك التجارية الأردنية، فإن معالجة هذه العوامل ستؤثر بشكل إيجابي على جعل السوق المالي يعكس من خلال أسعار أسهم الشركات المدرجة (ومنها البنوك التجارية) لأدائها الربحي. ومن أهم التوصيات التي يقترحها الباحث في هذا المجال :

- ضرورة تحديث التشريعات المالية المتعلقة بسوق رأس المال الأردني بحيث تعكس أسعار الأسهم الأداء الفعلي للشركات المدرجة في السوق بشكل عام (والبنوك بشكل خاص) وللمساهمة في الحد من الممارسات السلبية للمستثمرين المضاربين في السوق.
- قيام هيئة السوق المالية بالتشديد على أهمية توفير معلومات دقيقة وشفافة وذات توقيت ملائم للمستثمرين في سوق عمان المالي. ومعاينة الشركات (ومنها البنوك) التي تنتهك مبدأ الشفافية وإظهار ذلك للمستثمرين حتى يكون هناك ثقة في المعطيات المالية التي تنشرها.
- ضرورة تشجيع المستثمرين المؤسسيين من المؤسسات المالية وغيرها وتمكينهم من الاستثمار في

بورصة عمان لكي لا تتأثر أسعار الأسهم بالمضاربات بشكل كبير.
- العمل على جذب الاستثمار الأجنبي للمساهمة في بورصة عمان لكي يعمل على تعميق السوق ويقلل من أثر السلوك المضارب على أسعار الأسهم.

الهوامش

- 1 - معامل التحديد هو مربع معامل الارتباط. ويستخدم لمعرفة مدى قدرة المتغير المستقل على تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع. فكلما كان معامل التحديد أعلى كان للمتغير المستقل أثراً أكبر في تفسير التغير في المتغير التابع، وكلما انخفض كان هناك مجال لعوامل أخرى غير متعلقة بالمتغير المستقل وتؤثر على المتغير التابع.
- 2 - الأستاذ الدكتور محمد أبو صالح - أستاذ الإحصاء/ عميد كلية العلوم الإدارية والمالية بجامعة عمان العربية للدراسات العليا والأستاذ الدكتور مهند الروسان، أستاذ الاقتصاد القياسي ورئيس قسم نظم المعلومات الإدارية.
- 3 - وهي اختبار مستوى الدلالة الإحصائية الحدية خلال اختبار الفرضية الإحصائية، ويمثل احتمال حدوث حدث معين. وتتراوح قيمته بين الصفر والواحد. وتستخدم لفحص الفرضية العدمية. فكلما كانت قيمة P أقل كلما قلت دلالة الفرضية العدمية، وبالتالي رفضها لصالح الفرضية البديلة.

المراجع

- الخلايلة، محمود. (1998). "العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم في الأجل الطويل". مجلة دراسات. مجلد 25، العلوم الإدارية، عدد 1، كانون الثاني 1998. ص ص 123-132.
- الحوري، رتاب و بلقاسم، مسعود. (2006). "أثر توقيت الإفصاح عن القوائم المالية على أسعار الأسهم وحجم التداول: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية". المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، مجلد 2، عدد 3.
- غرايبة، فوزي وداود، جعفر. (1998). "مضمون الأرقام المحاسبية من المعلومات في الشركات المساهمة العامة الأردنية". مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية. مجلد 4، عدد 2. ص ص 201-233.
- قويدر، علي. (1991). "دراسة تحليل اتجاه أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة". رسالة ماجستير غير منشورة. الجامعة الأردنية. عمان.
- هندي، منير. "الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء". الطبعة الأولى. توزيع المكتب العربي الحديث، الإسكندرية. (2009). ص 198.
- الميداني، أيمن. "الإدارة التمويلية في الشركات". الطبعة الخامسة. مكتبة العبيكان، الرياض. (2006). ص 144.

المراجع الأجنبية

- Al-Sharkas, Adel (2004). The Dynamic Relationship Between Macroeconomic Factors And The Jordanian Stock Market. International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies Vol.1 - 1(2004).
- Al-Shiab, Mohammed S ,and Al-Ali, Ass'ad H.(2006). "Common Stock Appraisal in Relation to Their Price-Earning Ratios Using Risk-Adjusted Measures: An Emerging Market Perspective". Jordan Journal of Business Administration, Volume 2, No.1.
- Ball,R, and Brown.(1968). "An empirical Evaluation of Accounting Income Numbers". Journal of Accounting Research 6.
- Berenson et.al ,Mark I.and Levine, David M. and Krehbiel, Timothy C. Basic Business Statistics , Prentice Hall, (2006).10th ed., p 546.
- Besley, Scott and Brigham, Eugene. " Essentials of Managerial Finance". South-Western- Cengage Learning. Mason OH. (2008). 14th ed. p 13, 59, 60 & 63.
- Bodie, Zvi. et al. " Essentials of Investments". McGraw-Hill International edition. (2007). 6th ed. P 434.
- Chai, M.L. and Tung, S. (December,2002). "The Effect of Earnings Announcement Timing on Earning Management". Journal of Business Finance & Accounting, 29(9) a(10), Available: <http://www.epnet.com.Ebscohost Data Bases>.

- Easton, P. D. et. al., "Aggregate Accounting Earnings Can Explain Most of Security Return: The Case of Long Run Intervals", Journal of Accounting and Economics. 1992, pp. 119 -142.
- Easton P. D. and T. Harris (1991) "Earnings as an Explanatory Variables for Returns", Journal of Accounting Research; Vol. 29, pp. 19- 36.
- Mowen, Maryanne M and Hansen, Don R . " Management Accounting". Thomson-South Western. International Student Edition. (2006). PP 448- 452 .