

أثر المؤشرات المالية على أسعار الاسهم
لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية
2014 – 2007

**The impact of the financial indicators on share prices for companies listed in
Dubai Stock Exchange 2007- 2014**

فاطمة الزهراء بوكراع	سميرة السايح	خيرة مزوزي
جامعة قاصدي مرباح ورقلة – الجزائر	جامعة قاصدي مرباح ورقلة – الجزائر	جامعة قاصدي مرباح ورقلة – الجزائر
fatima.zohra88@hotmail.fr	samirasayah@ymail.com	kheiramaz@gmail.com

الملخص :

إن الهدف من هذه الدراسة هو توضيح أثر مجموعة من المؤشرات المالية على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة 2007 – 2014 و بالتحديد لعينة من الشركات الأكثر نشاطا حسب : قيمة التداول، حجم التداول و عدد الصفقات المنفذة، و هذا لمحاولة بناء نموذج يفيد المستثمرين في التحديد العادل للسعر السوقي للسهم بالإعتماد على المؤشرات المالية، ما سيساعدهم على عملية إتخاذ قرار الشراء أو البيع ، بالإعتماد على أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد في الدراسة. حيث توصل البحث من خلال نموذج الانحدار الخطي البسيط إلى وجود علاقة بين متغيرين فقط من متغيراتهما وسعر السهم، بينما توصلت نتائج الانحدار المتعدد إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغيرات الدراسة مجتمعة و سعر السهم، بإستثناء معدل العائد على حقوق المساهمين. الكلمات المفتاحية : المؤشرات المالية، سعر السهم، القرار الاستثماري، سوق دبي للأوراق المالية.

Abstract:

The aim of this study is to clarify the impact of some indicators on the shares prices for companies listed in Dubai Stock Exchange, during the period 2007 – 2014, especially for the most active companies by: trading value, trading volume and the numbers of trades. In order to build a useful model for investors to specify the share's price using financial indicators, which they may help them in decision (sell or buy), for that we used multi-linear regression model and Simple-linear.

We concluded by using the Simple-linear regression model that there is a relationship between two variables only and the share price, While we noted by the multiple linear regression results that there is statistically significant relationship between all the variables of the study and the share price, except the rate of return on equity.

Keywords: financial indicators, shares prices, investment decision, Dubai Stock Exchange.

تمهيد:

يعتمد المستثمر عادة عند اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية على تحديد وتحليل أهم المؤشرات المالية التي تؤثر في أسعار الأسهم وتمثل له مصدر معلومات مهمة تساعد لإتخاذ قرار سليم. بالإضافة إلى أنها تقدم تصورا تحليليا عما يهتم به المستثمر في الورقة المالية واهتماماته في السوق. وبالرغم من أن هذه المؤشرات ليست سوى أحد عوامل إختيار الأسهم، إلا أنها تعطي المستثمرين الفرصة لتقييم أداء المؤسسة وتحديد ما إذا كان يتم تداول السهم في نطاق سعر مقبول. وبشكل عام يتعين على المستثمر إستخدام كل ما هو متاح من معلومات لإختيار الإتجاه الصحيح، حيث لا يوجد في الإستثمار شيء مؤكد أو مضمون وإنما توجد طريقة مثلى لإختيار السهم الأفضل – الذي يعطي عائد مقبول – ولا يوجد سهم مثالي يحقق للمستثمر جميع رغباته، ولكن يوجد سهم يتناسب وهدف المستثمر الذي من أجله يستثمر أمواله.

يتضح مما سبق أن تحليل النسب المالية يمكن أن يساعد المستثمرين في اتخاذ قرار الإستثمار وتوقع أداء المؤسسة المستقبلي، أيضا يمكن أن يعطي الإنذار المبكر عن حالة تباطؤ المؤسسة ماليا. إلا أن معظم المستثمرين وخاصة الصغار منهم تنقصهم الثقافة الإستثمارية، وبالتالي عدم قدرتهم على تقدير السعر العادل لأسهم المؤسسات الموجودة في سوق الأوراق المالية. لذلك جاءت هذه الدراسة لتبحث في معايير الاختيار التي يمكن إستخدامها لتحديد سعر السهم في السوق، وكمحاوله للوقوف على أهم المؤشرات المالية التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية. على إفتراض أن المعلومات والبيانات الحالية للمتغيرات المحاسبية التي تدلي بها المؤسسات المدرجة في السوق عرضة للتأثير على السعر السوقي للسهم في الفترة الموالية. لذلك كانت هناك حاجة ماسة لطرح مشكلة الدراسة والمتمثلة في الإجابة على السؤال الرئيس التالي: هل يمكن وضع نموذج يفيد المستثمرين في التحديد العادل للسعر السوقي للسهم بالإعتماد على المؤشرات المالية، وبالتالي يساعدهم في عملية إتخاذ قرار الشراء أو البيع في الأسهم؟

1 - مرجعية الدراسة :

هناك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع صياغة أو تشكيل أسعار الأسهم بإستخدام المؤشرات المالية. وبحث فيما إذا كانت التغيرات في الأسعار يمكن تفسيرها بإستخدام العوائد الماضية. وستطرق إلى مذهب إلى مختلف الدراسات السابقة حول هذا الصدد. فمن هذه الدراسات من إهتم بجانب الربحية على إعتبار أن المستثمرين يولون أهمية كبرى الربحية ومن هذه الدراسات دراسة (Danson 2012)¹ التي توصلت إلى أن إتباع المستثمرين إتجاه من الأرباح يدفعهم إلى إتخاذ قرار بشأن الإستثمار في الأسهم. أي أن العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم تؤثر أيضا على الأرباح لأنها تميل إلى إتباع نفس الإتجاه. وأيد ذلك دراسات كل من (Arun 2012)، (Parvane 2012)، (Michalis & al. 2012)² حيث أكدت نتائجهم على أن الأرباح تلعب دور متزايد في تفسير أسعار الأسهم. بينما إتجهت دراسات أخرى إلى الإهتمام بالمتغيرات المتعلقة بالتوزيعات وقد تطرقت إلى ذلك دراسة كل من (الشراي 2006)، (بديدة 2011)، (البحيصي 2009)، (Kanwal 2011)³، والتي هدفت إلى قياس اثر التوزيعات على اتجاهات أسعار الأسهم، كذاك قياس مدى تأثير سياسة إحتجاز الأرباح على أسعار الاسهم.

2 - منهجية الدراسة :

1.2 - عينة الدراسة :

تم الاعتماد على بيانات المؤسسات الأكثر تدأولا في سوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2014 والتي تتكون من 05 مؤسسات موزعة على 09 قطاعات مختلفة. تمثلت العينة بـ 60 % من مجتمع الدراسة بواقع 03 مؤسسات، حيث تقلصت العينة أثناء عملية جمع المعطيات وقد تم اختيار المؤسسات وفقاً للاعتبارات التالية :

- يقتصر تطبيق النموذج على المؤسسات التي يتم تدأول أسهمها في سوق دبي للأوراق المالية خلال فترة الدراسة وبصورة منتظمة ؛
- يقتصر تطبيق النموذج المقترح على المؤسسات التي تحقق أرباحاً ؛
- يقتصر تطبيق النموذج على المؤسسات الأكثر تدأولا حسب حجم التدأول؛ قيمة التدأول؛ وعدد الصفقات المنفذة؛
- توفر كافة البيانات المالية للمؤسسات خلال الفترة 2007 - 2014 ؛
- أن تكون المؤسسة قد تم إدراجها في السوق منذ سنة 2007 للحصول على أطول سلسلة زمنية لإجراء الإختبار عليها وذلك لتتلاءم مع الأسلوب الإحصائي المستخدم في الدراسة ؛
- أن لا تكون أسهم المؤسسات قد شطبت (سحبت) خلال فترة الدراسة.

2.2 - فرضية الدراسة :

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية والسعر السوقي للسهم للمؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية.

3.2- متغيرات الدراسة :

يمكن تبرير اعتماد متغيرات الدراسة كونها تعكس ثقة وإقبال المستثمر على السهم، وأيضا لأنها من المتوقع أن تكون هذه المتغيرات مرتبطة بشكل إيجابي بأسعار الأسهم، وبالتالي قد تساعد المستثمر في الحصول على فرص استثمارية مربحة لدى المؤسسة أو في مؤسسات أخرى. وقد إشملت الدراسة على خمسة متغيرات مستقلة ومتغيرا تابعا، تمثلت في :

- **المتغير التابع (الخارجي) :** تمثل في السعر السوقي للسهم حيث يثير هذا المتغير إهتمامات المستثمرين بهدف مساعدتهم نحو ترشيد قراراتهم الإستثمارية. وقد أخذ شهريا لمؤسسات عينة الدراسة خلال فترة الدراسة.

السعر السوقي للسهم $P =$ القيمة السوقية الاجمالية / عدد الأسهم المدرجة

- **المتغيرات المستقلة :** وحددت المتغيرات المستقلة في خمسة متغيرات تمثلت في :

(1) مضاعف السعر للعائد : Price Earning Ratio يسمى أيضا بمضاعف عائد السهم أو مكرر الأرباح، يكتسب هذا المؤشر أهميته في كونه يرشد متخذ القرار بمدى الإرتفاع أو الإنخفاض في أسعار الأسهم، وتمنحه القدرة على التنبؤ بالأسعار السوقية،⁴ والمخاطر الملازمة لها. إذ إذا توقع المستثمر نمو في الأرباح المستقبلية التي سيتم توزيعها فإنه سيكون على إستعداد لدفع سعر أكبر مما يؤدي إلى إرتفاع مكرر الأرباح، والعكس.⁵ وتحسب بالعلاقة التالية :

بحيث :

PER: مضاعف السعر للعائد ؛

P : السعر السوقي للسهم ؛

EPS: عائد السهم.

$$PER = \frac{P}{EPS}$$

يدل المؤشر على عدد المرات التي يجب أن يتكرر بها العائد ليصل إلى السعر المضحي به للحصول على السهم، لان مقدار العائد يزداد مقارنة بالمبلغ المستثمر في السهم. وكلما قل سعر السهم كلما كان المؤشر جيد.

(2) عائد السهم العادي : Earning Per Share يقيس هذا المؤشر حصة السهم العادي سواء كانت الأرباح الموزعة على شكل كوبونات أم محتجزة على شكل إحتياطيات.⁶

بحيث :

NP: صافي الأرباح ؛

DCS: توزيعات الأسهم الممتازة ؛

ANST: متوسط عدد الأسهم القابلة للتداول.

$$EPS = \frac{NP - DCS}{ANST}$$

يعكس هذا المؤشر الأداء المالي للمؤسسة ومدى كفاءتها في إستخدام الأموال المستثمرة لتعظيم قوتها في السوق، وتؤكد زيادة قيمته على أن المؤسسة تتمتع بمركز قوة داخل سوق الأوراق المالية، والعكس.⁷

(3) توزيعات السهم العادي : يقيس هذا المؤشر مقدار التدفق النقدي الذي سيحصل عليه المساهم مقابل كل سهم يمتلكه، والذي يفضل الحصول على توزيعات عالية ومستقرة، إذ يلعب إستقرار المؤشر دورا هاما في خلق مناخ إستثماري جيد.⁸

بحيث :

DPS: توزيعات السهم ؛

NS: عدد الأسهم المصدرة ؛

NP: صافي الأرباح.

$$DPS = \frac{NP}{NS}$$

4) **القيمة الدفترية للسهم : Book Value Per Share** يقيس هذا المؤشر الجزء التاريخي من أصول المؤسسة والممول بأموال الملكية، أي ما قدمه المساهم لتمويل إستثمارات المؤسسة مقابل كل سهم من أسهم المؤسسة. بحيث يعكس المركز المالي للمؤسسة ونصيب السهم من حقوق المساهمين. فإذا كان للمؤسسة أداء جيد وتحقق أرباح مطردة تؤدي إلى زيادة نسبة الإحتياطيات، ومنه فإن السعر السوقي للسهم يكون أعلى من القيمة الدفترية للسهم، والعكس.⁹ كذلك تعد مؤشر للحد الأدنى الذي تكون عليه قيمة السهم عند التصفية، أي أن فائض التصفية المفترضة على الإلتزامات يساوي حقوق الملكية¹⁰ وبحسب المؤشر كالآتي :

بحيث :

$$BVPS = \frac{PR}{NS}$$

BVPS: القيمة الدفترية للسهم؛

NS: عدد الأسهم المصدرة؛

PR: صافي حقوق المساهمين.

5) **العائد على حقوق المساهمين** : يقيس معدل العائد على حقوق المساهمين عائد الربح على المبالغ المستثمرة. أي يقيم أداء المؤسسة ومدى نجاحها على توليد وزيادة أرباح المساهمين من خلال الإستخدام الأمثل للأموال المستثمرة. فإرتفاع معدل العائد على حقوق المساهمين يزيد من إحتتمالات زيادة توزيعات الأرباح لإجتذابه أموالاً إضافية من خارج المؤسسة.¹¹ وبحسب كما يلي :

بحيث :

$$ROE = \frac{D}{PR}$$

ROE: العائد على حقوق المساهمين ؛

PR: صافي حقوق المساهمين ؛

D: الأرباح الموزعة.

4.2- النموذج المستخدم في الدراسة :

لاختبار فرضية الدراسة ولمعرفة مدى تأثير المؤشرات المالية على سعر السهم تم بناء نماذج إنحدار خطي بسيط لكل متغير من متغيرات الدراسة مع سعر السهم، وللجمع بين كل المتغيرات المقترحة في هذه الدراسة من ناحية وسعر السهم من ناحية أخرى تم بناء نموذج إنحدار خطي متعدد بطريقة المربعات الصغرى كما يلي :

$$P = \beta_0 + \beta_1 EPS + \beta_2 PER + \beta_3 ROE + \beta_4 BVPS + \beta_5 DPS + \varepsilon_i$$

بحيث :

P: المتغير التابع (سعر السهم) ؛

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$: معاملات الإنحدار ؛

EPS ، PER ، BVPS ، ROE ، DPS المتغيرات المستقلة ؛

ε_i : خطأ التقدير العشوائي.

5.2- تحليل وتفسير النتائج :

تم إختبار فرضية الدراسة من خلال إختبار المتغيرات المستقلة طيلة فترة الدراسة لقياس تأثيرها على سعر السهم، وذلك بإستخدام نموذج الإنحدار الخطي البسيط لدراسة العلاقة بين كل متغير من متغيرات الدراسة وسعر السهم، ونموذج الإنحدار الخطي المتعدد لتحديد ما إذا كان يمكن تقدير نموذج لقياس سعر السهم وتحديد المعايير السليمة لإختيار الأسهم. ومنه تم عرض وتحليل نتائج العلاقة بين متغيرات الدراسة والتأكد من وجود علاقة ذات دلالة إحصائية.

من خلال الجدول 01 نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{1,92}=0.91$ أصغر تماما من القيمة المحدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 1 و 92 والتي تساوي 3.92 وبالتالي فإن النموذج غير مقبول إحصائيا. وليس للمعلمة β_1 معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5%. من خلال الجدول 02 نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{1,92}=78.75$ أكبر تماما من القيمة المحدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 1 و 92 والتي تساوي 3.92 وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائيا. وللمعلم β_2 ، β_0 معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 0.05 لان القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة المحدولة للتوزيع الطبيعي والتي تساوي 1.96 . من خلال الجدول 03 نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{1,92}=3.20$ أصغر تماما من القيمة المحدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 1 و 92 والتي تساوي 3.92 وبالتالي فإن النموذج غير مقبول إحصائيا. وليس للمعلمة β_3 معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 0.05. من خلال الجدول 04 نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{1,92}=61.14$ أكبر تماما من القيمة المحدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 1 و 92 والتي تساوي 3.92 وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائيا. وللمعلم β_4 ، β_0 معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 0.05. من خلال الجدول 05 نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{1,92}=1.96$ أصغر تماما من القيمة المحدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 1 و 92 والتي تساوي 3.92 وبالتالي فإن النموذج غير مقبول إحصائيا. وليس للمعلمة β_5 معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 0.05 .

تشير المعلمة التقاطعية β_0 في معادلات الانحدار الخطي البسيط إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من علاقة الانحدار، وهذا ما يفسره معامل التحديد وهو ما يعني أنه بالرغم من تأثير العوامل المستقلة المدرجة في نموذج الانحدار الخطي في سعر السهم إلا أنه هناك عوامل أخرى تؤثر في هذا الأخير.

من خلال الجدول 06 نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{5,88}=97.24$ أكبر تماما من القيمة المحدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 5 و 88 والتي تساوي 2.29 وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائيا. وللمعلم β_5 ، β_4 ، β_2 ، β_1 ، β_0 معنوية إحصائية غير أن β_3 ليس له معنوية إحصائية ويرجع السبب كون أن المتغير المستقل المرتبط بها يعتبر متغير قيادي ناتج عن علاقة حسابية متضمنة المتغير التابع نفسه فهو لا يعبر عن التأثير بقدر ما أنه يساعد على تحليل النتائج واتخاذ القرار، مما ينبغي الإستغناء عن هذا المؤشر وبناء نموذج يعبر عن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وبشكل أفضل.

من خلال النموذج المقدر الجديد ومن خلال الجدول 07 نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F_{4,89}=120.12$ أكبر تماما من القيمة المحدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية 4 و 89 والتي تساوي 2.45 وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائيا. وللمعلم β_5 ، β_4 ، β_2 ، β_1 ، β_0 معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 0.05

تشير المعلمة التقاطعية β_0 في معادلة الانحدار الخطي المتعدد إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من علاقة الانحدار، وهذا ما يفسره معامل التحديد والذي بلغت قيمته % 84.37 وهو ما يعني أنه بالرغم من تأثير العوامل المستقلة المدرجة في نموذج الانحدار الخطي المتعدد في سعر السهم إلا أنه هناك عوامل أخرى بنسبة % 15.63 تؤثر في هذا الأخير.

أما من حيث المشاكل القياسية فلم يتأكد ان النموذج المقدر يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي ذلك أن قيم إختبار Durbin-Watson لم تحسم الإختبار حيث كانت 1.43 ، وتم إختبار المشكل بواسطة إختبار Breusch-Pagan Godfrey حيث نلاحظ من خلال الجدول رقم 08 ان القيمة الاحتمالية لإختبار B-G تساوي 0.171 وهي اكبر من مستوى معنوية 0.05 وبالتالي نقبل فرضية العدم و نرفض الفرضية البديلة والتي تقرر أنه هناك إرتباط ذاتي بين الأخطاء. أما بخصوص مشكلة التعدد الخطي فلقد إتضح أن النموذج المقدر لا يخلو منها وذلك من خلال إختبار Farrer Glauber حيث أن H^{2*} المحسوبة بإستخدام المحدد الأساسي H^{12} والتي توافق:

$$\chi^2 = -\left[n-1-\frac{1}{6}(2k+5)\right] \ln H$$

$$\chi^2 = -\left[94-1-\frac{1}{6}(2(4)+5)\right] \ln(0.05396) = 265.18$$

وهي أكبر تماماً من القيمة الجدولة $\chi^2_{0.05}\left(\frac{k}{2}(k-1)\right) = 12.592$ وبالتالي نرفض فرضية العدم التي تقرر عدم وجود مشكلة إمتداد خطي.

لإختبار مدى تجانس التباين نستخدم اختبار *ARCH-LM* والذي يستخدم بكثرة خاصة في الأسواق المالية، حيث أن المتغيرات المالية في السوق تتميز بتقلبات تتغير بتغير الزمن وهذه التقلبات تتمثل في التباين الشرطي والتي تعبر عن المخاطرة وقد بينت نتائج اختبار *ARCH-LM* من خلال الجدول 09 أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر تقدر بـ 0.149 وهي أكبر من مستوى معنوية 0.05 وبالتالي نقبل فرضية العدم التي تقرر وجود تجانس في التباين.

من خلال النموذج الأول لسعر السهم تبين أنه لا توجد دلالة إحصائية للعلاقة الخطية بين معدل العائد على حقوق المساهمين وسعر السهم. ويعود ذلك إلى أن ثبات مؤسسات عينة الدراسة على توزيع نفس قيمة الأرباح من فترة إلى أخرى رغم الإنخفاض المستمر في السعر السوقي للسهم، وأيضاً بسبب إنخفاض صافي الأرباح المتلازم مع عدم إنخفاض معدل الأرباح الموزعة وإستقرارها النسبي وبالمقابل تناقص القيمة المحاسبية للأصول مما يؤثر على صافي حقوق المساهمين ومنه إلى إعطاء عائد على رأس المال المدفوع ضعيف لا يرضي المستثمر نظير ما قدمه ثمناً للسهم، وهو ما يعكس ضعف المؤسسات على توليد وزيادة أرباح المساهمين. وقد يرجع السبب أيضاً إلى سياسة احتجاز الأرباح وعدم القيام بالتوزيعات خلال فترة من الزمن، مما لا يعطي عوائد للمستثمرين على رأس المال المدفوع. ومنه فإن سياسة الاحتجاز التي طبقتها مؤسسات العينة يمكن أن تكون السبب في كون معدل العائد على حقوق المساهمين مؤشر لا يعتمد عليه في تفسير سعر السهم.

من خلال النموذج المقدر الجديد إتضح وجود دلالة إحصائية للعلاقة الخطية بين سعر السهم والقيمة الدفترية للسهم، وربحية السهم، مكرر الارباح، وتوزيعات السهم العادي وبناء على نتائج الإختبارات السابقة والتي كانت تشير كلها إلى جودة هذا النموذج وخلوه من مشاكل التقدير، فإن المستثمرين في سوق دبي للأوراق المالية يمكنهم الاستفادة إلى حد كبير من المتغيرات المالية المفسرة لسعر السهم، ومن ثم الانتقائية الجيدة للأسهم. وعليه يمكن صياغة نموذج الإنحدار الخطي التالي لحساب سعر السهم في سوق دبي للأوراق المالية كمايلي :

$$P = -0.630 - 13.175 EPS + 0.013 PER + 1.542 BVPS + 6.377 DPS$$

3- خلاصة واستنتاجات:

حاولنا من خلال هذا البحث معالجة موضوع الإنتقائية العقلانية للأسهم، كأحد المواضيع التي تبحث في العوامل المحددة لأسعار الأسهم ومعايير الإختيار التي يمكن إستخدامها لتحديد الأسهم الجيدة، حيث تمثلت الإشكالية المطروحة في : هل هناك علاقة معنوية بين المؤشرات المالية التي يمكن إيجادها من واقع القوائم المالية ومستويات أسعار الأسهم في سوق دبي للأوراق المالية؟ وهل يمكن وضع نموذج يفيد المستثمرين في التحديد العادل للسعر السوقي للسهم، وبالتالي يساعدهم في عملية صنع قرار الشراء أو البيع في الأسهم؟ وقد تطلب البحث معالجة الإشكالية إنطلاقاً من الفرضية المعتمدة. ولمعالجتها تم الإعتماد على خمسة متغيرات مستقلة تمثلت في مكرر الارباح؛ العائد على حقوق المساهمين؛ القيمة الدفترية للسهم؛ ربحية السهم؛ الربح الموزع للسهم، ومن ثم دراسة تأثيرها على المتغير التابع

المتمثل في السعر السوقي لأسهم مؤسسات عينة الدراسة. حيث أصبح تحليل مؤشرات الأسهم الركن الأساسي للمستثمر، كونه يلفت أنظاره إلى الأسهم الجيدة ومن تم الإنتقائية الجيدة للسهم.

بناء على ما سبق توصلت نتائج الدراسة الإختبارية الحالية إلى مجموعة من النتائج، والتي مكنت من الإجابة على الفرضية الموضوعية في مستهل البحث، وفيما يلي تلخيص لنتائج البحث :

1. أكدت نتائج هذه الدراسة على أهمية المؤشرات المالية في تدعيم قرارات الإستثمار في سوق الأوراق المالية ومن ثم التأثير على السعر السوقي للسهم. تتفق هذه النتيجة مع نتائج جميع الدراسات السابقة.
2. بعد إختبار مدى قدرة مجموعة من المتغيرات المستقلة على تفسير سعر السهم في سوق دبي للأوراق المالية، أظهرت نتائج الإختبار وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بسعر السهم وبالتالي يمكن تحديد نموذج يمكن الإعتماد عليه في الإنتقاء الجيد للأسهم إذ يعتبر أفضل نموذج في تحليل الانحدار يساعد على تحليل أو تفسير السعر السوقي للسهم، وأهم المتغيرات التي يمكن للمستثمرين الإطلاع عليها قبل إتخاذ قرار الإستثمار هي كالأتي :

 - القيمة الدفترية للسهم ؛
 - ربحية السهم ؛
 - مضاعف السعر للعائد ؛
 - توزيعات السهم العادي.

3. أظهرت النتائج أن ربحية السهم، القيمة الدفترية للسهم، العائد على حقوق المساهمين، مكرر الارباح، توزيعات السهم العادي، لها تأثير على السعر السوقي للسهم في سوق دبي للأوراق المالية، إلا أن ربحية السهم والقيمة الدفترية للسهم، مكرر الارباح، توزيعات السهم العادي تعتبر أقوى محددات لسعر السهم لأنها تساهم في تفسير السعر السوقي للسهم وهي مجتمعة في نموذج إنحدار متعدد.
4. كشفت نتائج تحليل الانحدار المتعدد عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغير العائد على حقوق المساهمين والسعر السوقي للسهم، غير أن هذا لا يعني بالضرورة عدم وجود أثر لهذا المتغير على سعر السهم، وقد يرجع سبب عدم وجود علاقة بينهما إلى الأزمة المالية وتأثيرها على أسعار الأسهم لحساسيتها إلى الأزمة المالية. كما يمكن أن يرجع السبب إلى أخطاء في القياس؛ أخطاء في المعلومات المتحصل عليها؛ صغر حجم عينة الدراسة، أو قصر فترة الدراسة.
5. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والسعر السوقي للسهم. وهذا يدل على أن المستثمرين في سوق دبي للأوراق المالية هم من الفئة التي تهتم بالقيمة المستقبلية للسهم وتفضل التوزيعات المرتفعة، ويمكن أن يرجع ذلك إلى تأثير الأزمة المالية وأزمة السيولة، كون المستثمرين يولون أهمية كبرى للسيولة. تتفق هذه النتيجة مع نتائج جميع الدراسات السابقة بإستثناء دراسة (بديدة 2011).
6. كشفت نتائج الدراسة عن وجود تأثير للقيمة الدفترية للسهم على السعر السوقي للسهم، وهو ما يشير إلى الأداء الجيد لمؤسسات سوق دبي للأوراق المالية. ويمكن أن يكون سبب ذلك قيام المؤسسات بزيادة نسبة الإحتياطات مما يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم. تتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسات (Arun 2012)، (Michalis & al. 2012)، (البحيصي 2009).
7. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات السهم العادي والسعر السوقي للسهم. وهذا يدل على أن المستثمرين في سوق دبي للأوراق المالية يهتمون بالتوزيعات وهو ما يدفعهم إلى إتخاذ قرار بشأن الإستثمار في الأسهم.
8. كشفت نتائج الدراسة عن عدم وجود تأثير للعائد على حقوق المساهمين على السعر السوقي للسهم، وبالتالي لا يمكن إعتماد المستثمرين في سوق دبي للأوراق المالية على مؤشر العائد على حقوق المساهمين عند إتخاذ قراراتهم الإستثمارية كونه لا يعطي رؤية جيدة للإختيار السليم للأسهم.

أثر المؤشرات المالية على أسعار الأسهم لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية 2007-2014

9. إن وجود أو عدم وجود علاقة بين أداء الأسهم في فترات سابقة وبين أدائها في فترات لاحقة يتوقف على العديد من العوامل مثل مستوى السوق الذي يتم فيها تداول الأسهم ومدى كفاءتها فضلاً عن مجموعة العوامل المحددة لاتجاهات المستثمرين.

الهوامش والمراجع :

- ¹ Voir : Danson Musyoki, **Changes In Share Prices As a Predictor Of accounting Earnings For Financial Firms listed in Nairobi Securities Exchange**, International Journal of Business and Public Management, Vol.2, No.2, 2012.
- ² Voir: Arun Upadhyay, Gautam Bandyopadhyay, Avijan Dutta, **Forecasting Stock Performance in Indian Market using Multinomial Logistic Regression**, Journal of Business Studies Quarterly, Vol.3, No.3, 2012, pp. 16 – 39.
- Voir : Parvane Azimi Dastgerdi, **Profitability Levels And The Relation Between Earnings, Equity Value And Equity Book Value**, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business, Vol.4, No.3, July 2012, pp.295 – 305.
- Voir: Michalis Glezakos, John Mylonakis, Charalampos Kafouros, **The Impact of Accounting Information on Stock Prices: Evidence from the Athens Stock Exchange**, International Journal of Economics and Finance, Vol. 4, No. 2; February 2012.
- ³ Voir : Kanwal Iqbal Khan, Muhammad Aamir, Arslan Qayyum, Adeel Nasir, Maryam Iqbal Khan, **Can Dividend Decisions Affect the Stock Prices: A Case of Dividend Paying Companies of KSE**, International Research Journal of Finance and Economics, Issue.76, 2011.
- أنظر : عصام محمد البحيسي، اختبار العلاقة بين توزيعان الأرباح و كل من القيمة السوقية و الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة و التمويل بكلية التجارة بالجامعة الإسلامية غزة – فلسطين، 2009.
- أنظر : حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي - دراسة اختبارية وحدثيه للمؤشر CAC 40 - خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2009، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية اسواق، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2011.
- أنظر : صباح أسامة علي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية " دراسة تطبيقية " رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006.
- ⁴ دريد كامل آل شبيب، مبادئ الادارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان- الاردن، 2009، ص 194.
- ⁵ فايز سليم حداد، الادارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان- الاردن، 2009، ص ص 89 - 90.
- ⁶ جبر إبراهيم الداعور، محمد نواف عابد، أثر السياسات المحاسبية لإدارة المكاسب على أسعار أسهم الوحدات الاقتصادية المتداولة، في سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية) المجلد 17، العدد 01، جانفي 2009، ص 832.
- ⁷ محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد اسهم الشركات، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، الطبعة الأولى، 2010، ص ص 77 - 78.
- ⁸ نفسه، ص 78.
- ⁹ Sanjeet Sharma, **Determinants of Equity Share Prices In India**, International Refereed Research Journal, Vol. 2, No. 04, 2001, pp 51- 60, p 55.
- ¹⁰ أمجد إبراهيم البراجنة، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، الجامعة الإسلامية - غزة، 2009، ص ص 35 - 36.
- ¹¹ جبر إبراهيم الداعور، محمد نواف عابد، مرجع سابق، ص 832.
- ¹² تم حساب المحدد الأساسي H بالاعتماد على نتائج معاملات الارتباط بين متغيرات النموذج المعتمد بحيث: $H = 0.05396$

ملحق الجداول والاشكال البيانية

الجدول رقم (1) : نتائج الإنحدار الخطي البسيط للعلاقة بين عائد السهم العادي EPS وسعر السهم

Dependent Variable: P Method: Least Squares Date: 07/12/16 Time: 15:15 Sample: 1 94 Included observations: 94				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.191326	0.127942	9.311424	0.0000
EPS	-0.886352	0.928455	-0.954653	0.3423
R-squared	0.009809	Mean dependent var	1.167107	
Adjusted R-squared	-0.000954	S.D. dependent var	1.215238	
S.E. of regression	1.215817	Akaike info criterion	3.249757	
Sum squared resid	135.9955	Schwarz criterion	3.303870	
Log likelihood	-150.7386	F-statistic	0.911363	
Durbin-Watson stat	1.782747	Prob(F-statistic)	0.342255	

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews5

الجدول رقم (2) : نتائج الإنحدار الخطي البسيط للعلاقة بين مضاعف السعر للعائد PER وسعر السهم

Dependent Variable: P Method: Least Squares Date: 07/12/16 Time: 15:16 Sample: 1 94 Included observations: 94				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.682805	0.107400	6.357606	0.0000
PER	0.019837	0.002235	8.874524	0.0000
R-squared	0.461223	Mean dependent var	1.167107	
Adjusted R-squared	0.455367	S.D. dependent var	1.215238	
S.E. of regression	0.896837	Akaike info criterion	2.641161	
Sum squared resid	73.99706	Schwarz criterion	2.695273	
Log likelihood	-122.1346	F-statistic	78.75718	
Durbin-Watson stat	1.848397	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews5

الجدول رقم (3) : نتائج الإنحدار الخطي البسيط للعلاقة بين العائد على حقوق المساهمين ROE وسعر السهم

Dependent Variable: P Method: Least Squares Date: 07/12/16 Time: 15:17 Sample: 1 94 Included observations: 94				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.108434	0.128149	8.649549	0.0000
ROE	5.538856	3.095194	1.789502	0.0768
R-squared	0.033637	Mean dependent var	1.167107	
Adjusted R-squared	0.023133	S.D. dependent var	1.215238	
S.E. of regression	1.201100	Akaike info criterion	3.225399	
Sum squared resid	132.7229	Schwarz criterion	3.279512	
Log likelihood	-149.5938	F-statistic	3.202317	
Durbin-Watson stat	1.826227	Prob(F-statistic)	0.076825	

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews5

الجدول رقم (4) : نتائج الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين القيمة الدفترية للسهم BVPS وسعر السهم

Dependent Variable: P Method: Least Squares Date: 07/12/16 Time: 15:15 Sample: 1 94 Included observations: 94				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.918762	0.406550	-4.719616	0.0000
BVPS	3.731860	0.477256	7.819407	0.0000
R-squared	0.399255	Mean dependent var	1.167107	
Adjusted R-squared	0.392725	S.D. dependent var	1.215238	
S.E. of regression	0.947009	Akaike info criterion	2.750030	
Sum squared resid	82.50797	Schwarz criterion	2.804143	
Log likelihood	-127.2514	F-statistic	61.14313	
Durbin-Watson stat	0.934761	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews5

الجدول رقم (5) : نتائج الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين توزيعات السهم العادي DPS وسعر السهم

Dependent Variable: P Method: Least Squares Date: 07/12/16 Time: 15:16 Sample: 1 94 Included observations: 94				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.115552	0.130006	8.580788	0.0000
DPS	0.584511	0.416918	1.401979	0.1643
R-squared	0.020918	Mean dependent var	1.167107	
Adjusted R-squared	0.010276	S.D. dependent var	1.215238	
S.E. of regression	1.208978	Akaike info criterion	3.238475	
Sum squared resid	134.4698	Schwarz criterion	3.292588	
Log likelihood	-150.2083	F-statistic	1.965546	
Durbin-Watson stat	1.756107	Prob(F-statistic)	0.164286	

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews5

الجدول رقم (6) : نتائج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين مجمل المؤشرات المالية وسعر السهم (للمنموذج المقدر والمقترح)

Dependent Variable: P Method: Least Squares Date: 07/12/16 Time: 14:14 Sample: 1 94 Included observations: 94				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.648953	0.237670	-2.730477	0.0076
BVPS	1.550219	0.294513	5.263666	0.0000
DPS	6.216954	0.698472	8.900797	0.0000
EPS	-12.90888	1.544808	-8.356299	0.0000
PER	0.013124	0.001405	9.341074	0.0000
ROE	1.712838	1.299360	1.318217	0.1909
R-squared	0.846744	Mean dependent var	1.167107	
Adjusted R-squared	0.838036	S.D. dependent var	1.215238	
S.E. of regression	0.489070	Akaike info criterion	1.469079	
Sum squared resid	21.04866	Schwarz criterion	1.631417	
Log likelihood	-63.04670	F-statistic	97.24017	
Durbin-Watson stat	1.440588	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews5

الجدول رقم (7) : نتائج الإنحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين مجمل المؤشرات المالية وسعر السهم (للمنموذج المقدر والمعتمد)

Dependent Variable: P Method: Least Squares Date: 07/12/16 Time: 14:13 Sample: 1 94 Included observations: 94				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.630518	0.238240	-2.646569	0.0096
BVPS	1.542165	0.295668	5.215876	0.0000
DPS	6.377311	0.690641	9.233895	0.0000
EPS	-13.17590	1.537803	-8.568000	0.0000
PER	0.013104	0.001411	9.289206	0.0000
R-squared	0.843717	Mean dependent var	1.167107	
Adjusted R-squared	0.836693	S.D. dependent var	1.215238	
S.E. of regression	0.491093	Akaike info criterion	1.467356	
Sum squared resid	21.46430	Schwarz criterion	1.602638	
Log likelihood	-63.96574	F-statistic	120.1201	
Durbin-Watson stat	1.433443	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الجدول رقم (8) : نتائج اختبار **Breusch-Godfrey** للانحدار الخطي المتعدد

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	1.797114	Probability	0.171876	
Obs*R-squared	3.729348	Probability	0.154947	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 07/12/16 Time: 14:15				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.086863	0.240849	-0.360656	0.7192
BVPS	0.127623	0.301134	0.423808	0.6728
DPS	-0.330059	0.710572	-0.464497	0.6435
EPS	0.674791	1.578634	0.427453	0.6701
PER	-0.000308	0.001408	-0.219053	0.8271
RESID(-1)	0.116985	0.106911	1.094227	0.2769
RESID(-2)	0.159972	0.111809	1.430767	0.1561
R-squared	0.039674	Mean dependent var	-8.17E-16	
Adjusted R-squared	-0.026555	S.D. dependent var	0.480415	
S.E. of regression	0.486752	Akaike info criterion	1.469427	
Sum squared resid	20.61273	Schwarz criterion	1.658821	
Log likelihood	-62.06307	F-statistic	0.599038	
Durbin-Watson stat	1.651275	Prob(F-statistic)	0.730346	

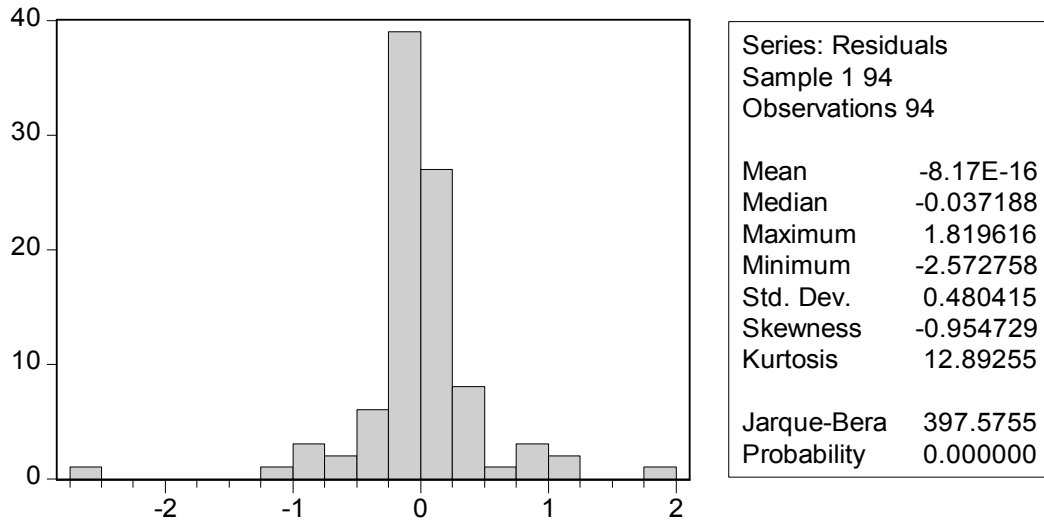
المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews5*

الجدول رقم (9) : نتائج اختبار ARCH-LM للانحدار الخطي المتعدد

ARCH Test:				
F-statistic	2.111398	Probability	0.149646	
Obs*R-squared	2.108872	Probability	0.146447	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 07/12/16 Time: 14:16				
Sample(adjusted): 2 94				
Included observations: 93 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.140845	0.046164	3.050961	0.0030
RESID^2(-1)	0.081378	0.056005	1.453065	0.1496
R-squared	0.022676	Mean dependent var	0.159626	
Adjusted R-squared	0.011936	S.D. dependent var	0.429958	
S.E. of regression	0.427384	Akaike info criterion	1.159003	
Sum squared resid	16.62179	Schwarz criterion	1.213467	
Log likelihood	-51.89363	F-statistic	2.111398	
Durbin-Watson stat	1.712160	Prob(F-statistic)	0.149646	

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews5

الشكل رقم (01) : نتائج اختبار Jarque-Bera ملخصة في الشكل التالي :



المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews5

الجدول رقم (10) : نتائج معاملات الارتباط بين متغيرات النموذج المعتمد

	BVPS	DPS	EPS	PER
BVPS	1.000000	0.222272	0.061518	0.246479
DPS	0.222272	1.000000	0.952567	-0.198292
EPS	0.061518	0.952567	1.000000	-0.325369
PER	0.246479	-0.198292	-0.325369	1.000000

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews5