

## العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم

عبداللطيف بن محمد عبدالرحمن باشيخ

أستاذ مساعد - قسم المحاسبة - كلية الاقتصاد والإدارة

جامعة الملك عبدالعزيز - جدة - المملكة العربية السعودية

(قدم للنشر في ١٠/١/١٤٢٦هـ وقبل للنشر في ٦/٤/١٤٢٦هـ)

**المستخلص:** يعتمد المستثمر عادة عند اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية على تحليل القوائم المالية للوقوف على ما إذا كانت هناك علاقة بين نتيجة نشاط الشركة ومركزها المالي والقيمة السوقية لسهمها في سوق الأوراق المالية، على اعتبار أن القيمة السوقية للأسهم تتأثر بالكثير من المتغيرات المحاسبية مثل القيمة الدفترية للسهم، وربح السهم، ومعدل العائد على حقوق المساهمين. ويعد هذا البحث محاولة للتعرف على العلاقة بين المتغيرات المحاسبية الشائعة الاستخدام من ناحية، والقيمة السوقية للسهم في سوق الأوراق المالية السعودي من ناحية أخرى، حيث تهدف هذه الدراسة 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. وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود اختلافات تجاه تأثير المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة حسب القطاع المنتمي له، حيث نجد أن هناك تفاوتاً بين تجاوب أسعار الأسهم حسب القطاعات المنتمي إليها والمتغيرات السابق الإشارة لها، مما يعكس حقيقة هامة ألا وهي الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في القوائم المالية، وأثر ذلك على القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، بالإضافة إلى التركيز على صحة هذه المعلومات والتحقق منها، وهنا تظهر أهمية وجود هيئة سوق المال السعودي ودورها في ذلك.

### مقدمة

أنشئت سوق الأسهم السعودي بشكلها الحالي عام ١٩٨٥م حيث يتم التداول من خلال نظام آلي يسمح بحصر الجهات المسئولة عن التداول وضمان حقوق المستثمرين في القطاع البنكي، وقد تم حصر رقابة عملية التداول ومتابعتها في مؤسسة النقد العربي السعودي. وفي ظل تزايد حجم التعامل ونموه بصورة كبيرة في سوق الأسهم السعودي وتزايد أهمية السوق ولما كسبت التطور في الأسواق العالمية، تم في عام ٢٠٠٣م إصدار نظام جديد خاص بإنشاء هيئة سوق المال السعودي، وتم تعيين الهيئة المشرفة والجهاز الإداري في نهاية عام ٢٠٠٤م.

ولقد مرت سوق الأسهم السعودي ولا زالت تمر، بتغيرات عديدة من أهمها ظهور هيئة سوق المال السعودي كجهة رقابية وإشرافية لدعم شفافية السوق وتوفير المعلومات للمستثمرين في سوق الأسهم السعودي. ولقد شهدت الفترة السابقة لتكوين الهيئة تفاوتاً في مستويات الإفصاح، نتيجة لتعدد الجهات المشرفة على القطاعات الاقتصادية. ونظراً لتعدد الجهات المشرفة والقائمة بالمراقبة على عمليات السوق، وتبعاً لنوعية وطبيعة النشاط فقد تفاوتت مستوى الإفصاح ونوعية المعلومات المنشورة وأثرها بالتالي على السوق، حيث نجد رقابة ومتابعة شديدة من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي على القطاع البنكي مقارنة بالقطاعات الأخرى التي تتم الرقابة عليها من جهات أخرى قد تكون أقل صرامة.

وتركز الدراسة الحالية على محاولة التعرف على ما إذا كانت هناك علاقة معنوية بين المتغيرات المحاسبية التي يمكن إيجادها من واقع القوائم المالية ومستويات أسعار الأسهم في السوق السعودي. ومن المتغيرات المحاسبية ربح السهم، والربح الموزع، ومعدل توزيع الربح، والقيمة الدفترية للسهم، والعائد على حقوق المساهمين. وقد تم التمييز في هذه الدراسة بين القطاعات الاقتصادية المختلفة في سوق الأسهم السعودي للتعرف على مستويات الإفصاح ومدى دقة المعلومات المنشورة. ولاشك في وجود تفاوت في مستويات الإفصاح وفي مدى تأثير المعلومات المحاسبية حسب القطاعات المختلفة، حيث نجد أن هناك تفاوتاً بين تجاوب أسعار الأسهم حسب القطاعات المنتمي لها والمتغيرات السابق الإشارة إليها، وربما يرجع ذلك إلى التفاوت في مستويات الإفصاح بالقوائم المالية، والمتوقع زواله مع وجود هيئة سوق المال السعودي، والتي ستصبح مسؤولة عن وضع معايير الإفصاح وتحديد المعلومات المطلوبة في سوق الأسهم.

وقد قام الباحث بتقسيم هذه الدراسة إلى عدة أجزاء تحتوي على أهداف الدراسة، وأهمية الدراسة، وفروض الدراسة، والدراسات السابقة، ومنهجية البحث، وأخيراً عرض وتحليل النتائج.

## أهداف الدراسة

يتضح من العرض السابق لمشكلة البحث أن هذه الدراسة تهدف إلى:

١- اختبار ما إذا كانت المتغيرات المحاسبية مثل 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.

٢- التعرف إلى وجود تشابه أو اختلاف بين القطاعات المختلفة في سوق الأسهم السعودي تجاه المتغيرات السابقة وأسباب وجود الاختلاف إن وجد.

## أهمية البحث

تظهر أهمية هذه الدراسة فيما يلي:

١- تعد هذه الدراسة ضرورية في المرحلة الحالية، حيث إنها تسبق مرحلة نقل الإشراف على سوق الأسهم السعودي من مؤسسة النقد إلى هيئة سوق المال السعودي، وتوضح أمام الأخيرة أهمية الإفصاح عن المعلومات المحاسبية المشار إليها للمستثمرين.

٢- توضح للمستثمرين الحاليين والمرتقبين في جميع القطاعات أهم المتغيرات التي يمكن الاعتماد عليها عند اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق الأسهم السعودي.

٣- تساعد في بيان أهم المتغيرات التي يمكن الاعتماد عليها في تقييم أداء كل قطاع في سوق الأسهم.

## فروض البحث

تهدف الدراسة الحالية إلى اختبار الفرضية التالية:

فرضية العدم: لا توجد علاقة بين 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، والقيمة السوقية للسهم في نهاية السنة.

الفرضية البديلة: توجد علاقة بين 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، والقيمة السوقية للسهم في نهاية السنة.

### الدراسات السابقة

توجد العديد من الدراسات التي درست العلاقة بين المتغيرات المحاسبية ومستويات أسعار الأسهم بصفة عامة وفي السوق السعودي بصفة خاصة. ومن المتغيرات المحاسبية التي اعتمدت عليها معظم الدراسات السابقة ربح السهم، والربح الموزع، ومعدل توزيع الأرباح، والقيمة الدفترية للسهم، والعائد على حقوق المساهمين، ومن الدراسات التي حاولت التعرف على العلاقة السابقة دراسة أهلسون (Ohlson, 1995)، التي توصلت إلى طريقة جديدة في التحليل تختلف عن الطرق المتعارف عليها لمعرفة العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم. حيث اختبر الباحث العوامل التالية: القيمة الدفترية للسهم، وربح السهم، والربح الموزع على السهم، والأصول الثابتة، وإيراد الفوائد، والأصول التشغيلية، والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، وتكلفة رأس المال، وقد توصل الباحث إلى تحديد ثلاثة عوامل فقط تؤثر من وجهة نظره على القيمة السوقية للسهم، وهي ربح السهم، و القيمة الدفترية للسهم، وتكلفة رأس المال.

وقد تناولت دراسة فلزام وأهلسون (Feltham and Ohlson, 1995) العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والمعلومات المحاسبية وخاصة المتعلقة بالأنشطة المالية، ولقياس المعلومات والمؤشرات المحاسبية استخدمت الدراسة القيمة الدفترية للسهم، وربح السهم، والربح الموزع، والأصول الثابتة، والمصروفات، والمطلوبات، وصافي الدخل من الأنشطة الجارية، وقد اعتمدت هذه الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي، وكانت نتيجة هذه الدراسة وجود علاقة معنوية بين القيمة السوقية للسهم، والمتغيرات المعبرة عن الأنشطة المالية المختلفة.

أما دراسة برنارد (Bernard, 1995) فقد تناولت اختبار العلاقة بين القيمة السوقية للسهم وكل من المتغيرات المحاسبية التالية: القيمة الدفترية للسهم، وربح السهم. وكانت النتيجة التي توصلت إليها هذه الدراسة أن المتغيرات المحاسبية تساعد بنسبة (٦٨٪) في تفسير التغيرات في القيمة السوقية للسهم.

وقد هدفت دراسة إستارك (Stark, 1997) إلى دراسة العلاقة بين المتغيرات الثلاثة التالية: القيمة الدفترية للسهم، وربح السهم، والربح الموزع للسهم من ناحية وسعر السهم السوقي من ناحية أخرى، وذلك من خلال تحليل الانحدار الخطي. هذا وقد توصلت الدراسة إلى أن ربح السهم، والقيمة الدفترية للسهم لهما علاقة معنوية مع سعر السهم السوقي.

وقد تناولت عدة دراسات أخرى الكثير من العلاقات، وذلك مثل دراسة فاما وفرنش (Fama and French, 1992, 1995, 1998)، ودراسة فير (Fair, 1997)، حيث تناولت بالدراسة العلاقة بين المتغيرات المحاسبية مثل حجم الوحدة الاقتصادية، والمديونية والقيمة الدفترية للسهم، ومعامل المخاطرة مقاسا بيتا وربحية السهم نتيجة لتغير السعر السوقي للسهم، وقد توصلت الدراسات إلى وجود علاقة بين التغيرات في القيمة السوقية للسهم، وكل من الربح المستقبلي وحجم الوحدة الاقتصادية والقيمة الدفترية للسهم.

وقد تناولت دراسة حداد (٢٠٠١) العلاقة بين المعلومات المحاسبية والتغيرات في سعر السهم السوقي، حيث ربط بين القيمة السوقية للسهم وربح السهم والعائد الموزع ومحمل الديون والمبيعات، وذلك بالتطبيق على الشركات الأردنية، ووجد انه توجد علاقة معنوية بين سعر السهم والعائد الموزع ومحمل الديون.

هذا وقد أجريت العديد من الدراسات على سوق الأسهم السعودي، والتي تناولتها من زوايا مختلفة، ولعل من أهم الدراسات التي لها علاقة بهذا البحث هي دراسة لبدو (١٩٨٧) والتي هدفت إلى اختبار العلاقة بين الربح الموزع والسعر السوقي للسهم، وتوصل الباحث إلى وجود علاقة معنوية بين الربح الموزع والسعر السوقي للسهم.

يوضح العرض السابق أن هناك علاقة يمكن قياسها بين المتغيرات المحاسبية التي تفصح عنها القوائم المالية وبين سعر السهم السوقي. وتعد الدراسة الحالية محاولة للوقوف على أهم هذه المتغيرات التي يرى الباحث أنها تساعد في تحديد أو تفسير التغيرات في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، كما تساعد في تفسير أثر تعدد جهات الإشراف على تقويم المستثمر للمعلومات المحاسبية عند اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية.

### منهجية البحث

تعتمد منهجية البحث على ثلاثة أبعاد رئيسة في التحليل وهي:

#### أولاً: مجتمع البحث وعينة الدراسة

اعتمد الباحث على بيانات جميع الشركات السعودية المساهمة المسجلة في سوق الأسهم السعودي، وذلك خلال الفترة من (١٩٩٩) إلى (٢٠٠٣م)، وقد تناولت هذه الدراسة أربع قطاعات من أصل السبع المدرجة في سوق الأسهم السعودي، وهي كما يلي:

١. قطاع البنوك.
٢. قطاع الصناعة.
٣. قطاع الاسمنت.
٤. قطاع الخدمات.

وقد اختار الباحث الشركات الممثلة لتلك القطاعات وفقاً للاعتبارات التالية:

١. يقتصر تطبيق النموذج على الشركات التي يتم تداول أسهمها في سوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة وبصورة منتظمة.
٢. يقتصر تطبيق النموذج المقترح على الشركات التي تحقق وتوزع أرباحاً.
٣. يعتمد البحث على البيانات المنشورة في الفترة من (١٩٩٩) إلى (٢٠٠٣م)<sup>(١)</sup>.
٤. يكون تقويمها المعتمد ميلادياً.

#### ثانياً: الأساليب والاختبارات الإحصائية

لاختبار فرض الدراسة سوف يعتمد الباحث على نموذج الانحدار المتدرج Stepwise Regression من خلال البرنامج الإحصائي SPSS، ويرجع اختيار الباحث لأسلوب Stepwise Regression للأسباب التالية:

١. يساعد هذا النموذج في جمع وتحليل جميع متغيرات الدراسة في آن واحد.
٢. يساعد أسلوب الانحدار المتدرج في ترتيب المتغيرات المستقلة ذات التأثير المعنوي على المتغير التابع، حيث يقوم بإدخالها متغيراً تلو الآخر تبعاً لأهمية ومعنوية المتغير المستقل في علاقته بالمتغير التابع وحسب أهميته.
٣. اختيار المتغيرات المستقلة التي تساعد في تفسير التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة.

وسوف يعتمد الباحث في اختبار النموذج السابق على الاختبارات الإحصائية التالية:

١. معامل التحديد ( $R^2$ ) الذي يوضح نسبة التغيرات في المتغير التابع، وهو القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة في الدراسة الحالية، والتي يمكن تفسيرها عن طريق المتغيرات المستقلة.

---

(١) سوق الأسهم السعودي (تداول).

٢. اختبار (F) ويساعد في اختبار معنوية النموذج ككل، والذي تم التوصل إليه بأسلوب الانحدار المتدرج.

٣. اختبار (T) وهو اختبار معنوية معاملات المتغيرات المستقلة كل على حده لمعرفة مدى معنوياتها وأهميتها في النموذج المقترح.

وذلك عند مستوى ثقة (٩٥٪) لكل من (F) و (T).

وسوف يتم رفض فرض العدم السابق وفقا لقواعد الاختبار التالية:

١- إذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية ٠,٠٥.

٢- إذا كانت قيمة T المحسوبة أكبر من قيمة T الجدولية عند مستوى معنوية ٠,٠٥.

### ثالثاً: النموذج المستخدم

حتى يمكن اختبار الفرض السابق، وحتى يمكن الجمع بين كل المتغيرات المحاسبية المقترحة في هذه الدراسة من ناحية والقيمة الدفترية للسهم في نهاية السنة من ناحية أخرى، فقد قام الباحث بوضع النموذج الخطي التالي، والذي يعتمد على أسلوب الانحدار الخطي المتعدد في صياغة فرض الدراسة:

$$MPPS = b_0 + b_1 BVPS + b_2 EPS + b_3 DPS + b_4 ROE + b_5 DY + b_6 DB + b_7 DS + b_8 DC + b_9 DI$$

ويحتوي هذا النموذج على مجموعة من المتغيرات المحاسبية، ومجموعة أخرى من المتغيرات الوهمية التي ترمز إلى القطاعات المختلفة، واعتمد الباحث على هذه المتغيرات الوهمية حتى يمكن جمع بيانات تلك القطاعات المعنية في نموذج واحد، ومن ثم يحتوي النموذج على المتغيرات التالية:

#### ١- المتغيرات المحاسبية

- القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة وهي عبارة عن Market Price per Share (MPPS) سعر الأفعال في نهاية السنة.
- القيمة الدفترية للسهم وهي عبارة عن خارج قسمة Book Value per Share (BVPS) مجموع حقوق المساهمين في نهاية السنة على عدد الأسهم العادية المصدرة والمتداولة في سوق الأوراق المالية في هذا التاريخ.
- ربح السهم وهو عبارة عن خارج قسمة صافي الربح Earning per Share (EPS) السنوي على عدد الأسهم العادية المصدرة والمتداولة.

- Dividend per Share (DPS) - الربح الموزع على السهم وهو عبارة عن نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة، وهو خارج القسمة إجمالي الأرباح الموزعة على عدد الأسهم العادية المصدرة والمتداولة.
- Dividend Yield (DY) - عائد الربح الموزع وهو عبارة عن نسبة الربح الموزع للسهم إلى القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة.
- Return on Equity (ROE) - العائد على حقوق المساهمين وهو عبارة عن نسبة صافي الربح إلى مجموع حقوق المساهمين.

## ٢ - المتغيرات الوهمية

وتستخدم للتعبير عن القطاعات المختلفة في سوق الأسهم السعودي، حيث تمثل:

- Banking Sector (DB) - قطاع البنوك
- Services Sector (DS) - قطاع الخدمات
- Cement Sector (DC) - قطاع الأسمت
- Industry (DI) - قطاع الصناعة

وتساعد هذه المتغيرات في إمكانية الجمع بين المعلومات المحاسبية للقطاعات المختلفة في نموذج واحد.

## تحليل النتائج

يوضح جدول رقم (١) نتيجة تطبيق أسلوب الانحدار المتدرج لكل قطاع على حده، ونتيجة القطاعات مجتمعة.

جدول (١) نتيجة أسلوب الانحدار المتدرج لأربعة قطاعات محددة ولها مجتمعة.

	قطاع البنوك	قطاع الخدمات	قطاع الأسمت	قطاع الصناعة	كل القطاعات
Model	4	2	1	3	1
R	.98	.97	.39	.94	.56
R Square	.96	.95	.15	.88	.31
Adjusted R Square	.96	.94	.12	.87	.30
Durbin-Watson	1.78	1.552	2.223	1.43	1.99



يوضح الجدول السابق وفي العمود الخاص بقطاع البنوك، أن هناك ارتباطاً قويا بين القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة والمتغيرات المستقلة التالية وهي ربح السهم، ورائد الربح الموزع، ورائد الربح الموزع، والعائد على حقوق المساهمين التي ظهرت في المرحلة الرابعة والأخيرة من التحليل، وذلك بمقدار (٠,٩٨)، وكما يلاحظ أن معامل التحديد (R Square) (٠,٩٦)، مما يعنى أن هذه المتغيرات المستقلة تفسر (٩٦٪) من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، وأن هناك (٤٪) من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة تحدث لمتغيرات أخرى غير محددة، وهذا يوضح أهمية الإفصاح عن تلك المعلومات المحاسبية للمستثمرين لتفسير التغيرات في القيمة السوقية للسهم، على اعتبار أن اهتمام معظم المستثمرين وقراراتهم الخاصة بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية يرتكز أساساً على التغيرات في القيمة السوقية للسهم من ناحية، وعلى الأرباح الموزعة من ناحية أخرى.

وفي العمود الخاص بقطاع الخدمات، يبين الجدول رقم (١) أن هناك ارتباطاً قويا بين القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة والمتغيرات المستقلة التالية وهي ربح الموزع للسهم، ورائد الربح الموزع، والتي ظهرت في المرحلة الثانية من التحليل وذلك بمقدار (٠,٩٧). وكما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد (R Square) (٠,٩٥)، مما يعنى أن هذه المتغيرات المستقلة تفسر (٩٥٪) من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، وأن هناك (٥٪) من التغيرات تحدث لمتغيرات أخرى غير محددة. ويوضح الجدول رقم (١) وفي العمود الخاص بقطاع الأسمنت، أن هناك ارتباطاً ضعيفاً بين القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة والعائد على حقوق المساهمين التي ظهرت في مرحلة التحليل وذلك بمقدار (٠,٣٩)، ويلاحظ أن معامل التحديد (R Square) (٠,١٥)، فقط مما يعنى أن هذا المتغير المستقل يفسر (١٥٪) من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، وأن هناك (٨٥٪) من التغيرات تحدث لمتغيرات أخرى غير محددة، مما يدل على عدم ملاءمة النموذج المقترح لقطاع الأسمنت.

وفي العمود الخاص بقطاع الصناعة يبين الجدول رقم (١)، أن هناك ارتباطاً قويا بين القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة والمتغيرات المستقلة التالية وهي ربح السهم، ورائد الربح الموزع، ورائد الربح الموزع للسهم التي ظهرت في المرحلة الثالثة والأخيرة من التحليل، وذلك بمقدار (٠,٩٤)، ويلاحظ أن معامل التحديد (R Square) (٠,٨٨)، مما يعنى أن هذه المتغيرات المستقلة تفسر (٨٨٪) من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، وأن هناك (١٢٪) من التغيرات تحدث لمتغيرات أخرى غير محددة.

ويبين الجدول رقم (١) وفي العمود الخاص بنتائج جميع القطاعات الأربعة، أن هناك ارتباطاً متوسطاً بين القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة وبيع السهم الذي ظهر في المرحلة الأولى من التحليل وذلك بمقدار (٠,٥٦)، ويلاحظ أن معامل التحديد (R Square) (٠,٣١)، مما يعني أن هذا المتغير المستقل يفسر (٣١٪) فقط من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، وأن هناك (٦٩٪) من التغيرات تحدث لمتغيرات أخرى غير محددة.

ويوضح جدول رقم (٢) نتيجة تحليل التباين للنموذج المقترح لكل قطاع على حده، ونتيجة القطاعات مجتمعة.

جدول (٢) تحليل التباين لأربعة قطاعات محددة ولها مجتمعة.

	قطاع البنوك	قطاع الخدمات	قطاع الاسمنت	قطاع الصناعة	كل القطاعات
Model	4	2	1	3	1
F	229.38	145.14	5.81	74.98	57.36
Sig.	.000	.000	.022	.000	.000

يتضح من الجدول السابق أن F المحسوبة في قطاع البنوك بلغت (٢٢٩,٣٨) في المرحلة الرابعة للتحليل وهي أكبر من قيمة F الجدولية، عند مستوى معنوية (٠,٠٥) (٢,٦٩) أو عند مستوى معنوية (٠,٠١) (٤,٠٢)، مما يعني قبول النموذج عند مستوى معنوية (٠,٠٥)، أو عند مستوى معنوية (٠,٠١)، ويبين الجدول السابق أيضاً أن F المحسوبة في قطاع الخدمات، بلغت (١٤٥,١٤) في المرحلة الثانية للتحليل وهي أكبر من قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية (٠,٠٥) (٢,٦٩)، أو عند مستوى معنوية (٠,٠١) (٤,٠٢)، مما يعني قبول النموذج عند مستوى معنوية (٠,٠٥)، أو عند مستوى معنوية (٠,٠١)، كما يتضح من الجدول السابق أيضاً، أن F المحسوبة في قطاع الاسمنت بلغت (٥,٨١) في المرحلة الأولى للتحليل، وهي أكبر من قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية (٠,٠٥) (٢,٦٩)، أو عند مستوى معنوية (٠,٠١) (٤,٠٢)، مما يعني قبول النموذج عند مستوى معنوية (٠,٠٥) (٢,٦٩)، أو عند مستوى معنوية (٠,٠١)، ويبين الجدول السابق كذلك أن F المحسوبة في قطاع الصناعة بلغت (٧٤,٩٨)، في المرحلة الثالثة للتحليل وهي أكبر من قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية (٠,٠٥) (٢,٦٩)، أو عند مستوى معنوية (٠,٠١) (٤,٠٢)، مما يعني قبول النموذج عند مستوى معنوية (٠,٠٥) (٢,٦٩)، أو عند مستوى معنوية (٠,٠٥) (٢,٦٩)، وأخيراً يوضح الجدول رقم (٢) أن F المحسوبة في جميع القطاعات بلغت (٥٧,٣٦) في المرحلة الثالثة للتحليل وهي أكبر من قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية (٠,٠٥) (٢,٦٩)، أو عند مستوى معنوية (٠,٠١) (٤,٠٢)، مما يعني قبول النموذج عند مستوى معنوية (٠,٠٥) (٢,٦٩)، أو عند مستوى معنوية (٠,٠١) (٤,٠٢).

ويوضح جدول (٣) نتيجة دالة العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم، للنموذج المقترح لكل قطاع على حده، ولكل القطاعات محل الدراسة مجتمعة.

جدول (٣) دالة العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم لأربعة قطاعات محددة ولها مجتمعة.

القطاعات		النموذج	Constant	EPS	DPS	DY	RE
قطاع البنوك	B	4	252.41	9.11	17.22	-52.54	-6.51
	T		(7.03)	(4.68)	(9.95)	(-8.35)	(-2.46)
	Sig.		(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.019)
قطاع الخدمات	B	2	75.78		19.66	-14.02	
	T		(9.85)		(15.19)	(-10.49)	
	Sig.		(0.000)		(0.000)	(0.000)	
قطاع الاسمنت	B	1	-134.85				25.183
	T		(-0.627)				(2.41)
	Sig.		(0.535)				(0.022)
قطاع الصناعة	B	3	79.55	5.79	11.51	-11.03	
	T		(6.39)	(3.3)	(4.28)	(-6.7)	
	Sig.		(0.000)	(0.002)	(0.000)	(0.000)	
كل القطاعات	B	1	18.5	16.43			
	T		(0.47)	(7.6)			
	Sig.		(0.637)	(0.000)			

من الجدول السابق يتضح أن دالة العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم، تختلف من قطاع إلى آخر، ففي قطاع البنوك مثلا تكون الدالة في المرحلة الرابعة (Model 4)، التي تم التوصل إليها من التحليل المتدرج كما يلي:

$$Y = 252.409 + 9.091 \text{ EPS} + 17.222 \text{ DPS} - 52.536 \text{ DY} - 6.511 \text{ RE}$$

(7.03)      (4.68)      (9.95)      (-8.35)      (-2.46)

وفي قطاع الخدمات كانت الدالة كما يلي:

$$Y = 75.78 + 19.66 \text{ DPS} - 14.02 \text{ DY}$$

(9.85)      (15.19)      (-10.49)

وفي قطاع الاسمنت كانت الدالة كما يلي:

$$Y = -134.85 + 25.183 \text{ RE}$$

(-.627)      (2.41)

وفي قطاع الصناعة كانت الدالة كما يلي:

$$Y = 79.55 + 5.79 \text{ EPS} - 11.03 \text{ DY} + 11.51 \text{ DPS}$$

(6.39)      (3.3)      (-6.7)      (4.28)

وفي كل القطاعات كانت الدالة كما يلي:

$$Y = 18.5 + 16.43 \text{ EPS}$$

(0.047)      (7.6)

	حيث إن:
Y	- القيمة السوقية للسهم
EPS	- ربح السهم
DPS	- الربح الموزع للسهم
DY	- عائد الربح الموزع
RE	- العائد على حقوق المساهمين

أما القيم التي بين الأقواس فإنها تعبر عن قيمة T المحسوبة لمعاملات المتغيرات المستقلة السابق الإشارة إليها، ويلاحظ على هذه النماذج ما يلي:

١- وجود علاقة جوهرية طردية بين ربح السهم (صافي الربح المتحقق من أنشطة الشركة ولكل سهم)، والقيمة السوقية للسهم في كل من القطاع البنكي وقطاع الصناعة، حيث بلغت T المحسوبة في القطاع البنكي (٤,٦٨) وهي أكبر من T الجدولية عند مستوى معنوية (٠,٠٥)، وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠١)، وفي قطاع الصناعة حيث بلغت قيمة T المحسوبة (٣,٣) وهي أكبر من T الجدولية، وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠٥)، أو عند مستوى معنوية (٠,٠١)، وكذلك في كل القطاعات حيث بلغت T المحسوبة (٧,٦)، وهي أكبر من T الجدولية، وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠٥)، أو عند مستوى معنوية (٠,٠١)، ولم تكن النتيجة معنوية مع القطاعات الأخرى، وتعد هذه نتيجة منطقية في القطاعات المذكورة، فكلما زاد الربح على السهم كلما زادت القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، نظراً لزيادة إقبال المستثمرين على شراء أسهم هذين القطاعين لكبر حجم الاستثمارات فيهما من ناحية، وبمجال الاستثمار من ناحية أخرى.

٢- وجود علاقة جوهرية طردية بين الربح الموزع للسهم والقيمة السوقية للسهم، في كل من القطاع البنكي وقطاع الخدمات وقطاع الصناعة، حيث بلغت T المحسوبة في القطاع البنكي (٩,٩٥)، وهي أكبر من T الجدولية وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠٥)، وكذلك عند مستوى معنوية (٠,٠١)، وأما في قطاع الخدمات فقد بلغت T المحسوبة (١٥,١٩)، وهي أكبر من T الجدولية وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠٥)، وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠١)، وأيضاً في قطاع الصناعة حيث بلغت T المحسوبة (٤,٢٨)، وهي أكبر من T الجدولية وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠٥)، أو عند مستوى معنوية (٠,٠١)، ولم تظهر هناك أي علاقة معنوية في قطاع الاسمنت، أو في القطاعات مجتمعة، وتعد هذه النتيجة منطقية فكلما زاد الربح الموزع للسهم كلما زادت القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة، على اعتبار أن المستثمر يهتم عادة بالربح المحقق بصفة عامة، وبالربح الموزع الذي يحصل عليه بصفة خاصة عند اتخاذ قرار الاستثمارات في الأسهم.

٣- وجود علاقة جوهرية عكسية بين عائد الربح الموزع والقيمة السوقية للسهم، في كل من القطاع البنكي وقطاع الخدمات وقطاع الصناعة، حيث بلغت T المحسوبة في القطاع البنكي (-٨,٣٥)، وهي أكبر من T الجدولية وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠٥)، وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠١)، وأيضاً في القطاع الخدمي حيث بلغت T المحسوبة (-١٠,٤٩)، وهي أكبر من T الجدولية وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠٥)، وأيضاً عند مستوى معنوية (٠,٠١)، وكذلك في القطاع الصناعي حيث بلغت T المحسوبة (-٦,٧)، وهي أكبر من T الجدولية وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠٥)، وعند مستوى معنوية (٠,٠١) ولم يتأثر قطاع الاسمنت والقطاعات مجتمعة بهذا التغير. وهذه النتيجة قد تكون منطقية، فقد أثبتت الدراسات السابقة انخفاض القيمة السوقية للسهم بعد توزيع الأرباح مباشرة، وربما ترجع إلى محافظة الكثير من الشركات على توزيع نفس قيمة الأرباح، من فترة إلى أخرى رغم زيادة القيمة السوقية للأسهم، الأمر الذي يترتب عليه انخفاض معدل عائد الربح الموزع.

٤- وجود علاقة جوهرية عكسية بين العائد على حقوق المساهمين، والقيمة السوقية للسهم في كل من قطاع الاسمنت والقطاع البنكي، حيث بلغت T المحسوبة في قطاع الاسمنت (٢,٤١)، وهي أكبر من T الجدولية وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠٥)، وكذلك عند مستوى معنوية (٠,٠١)، وأيضاً في القطاع البنكي حيث بلغت T المحسوبة (-٢,٤٦)، وهي أكبر من T الجدولية وذلك عند مستوى معنوية (٠,٠٥) وعند مستوى معنوية (٠,٠١) وهذه النتيجة قد تبدو غير منطقية، ولكن نظراً لأن حساب العائد على حقوق المساهمين، يعتمد على مقارنة العائد المحسوب بالأسعار الجارية في السنة الحالية، مقارنة بقيمة حقوق المساهمين المحسوبة بالأسعار التاريخية، فقد يكون هذا المعدل مفيداً للمستثمرين ولا يعتمد عليه في قرار الاستثمار في الأسهم، بالإضافة إلى أن العلاقة هنا تتم بين معدل العائد على حقوق المساهمين المحسوب عن الفترة الحالية، والقيمة السوقية للسهم في نهاية الفترة فقط.

٥- هناك فروق بين القطاعات المختلفة في سوق الأسهم في التفاعل مع النتائج، حيث نجد أن القطاع البنكي تفاعل مع كامل المتغيرات وتأثر بها، وربما يرجع ذلك إلى الالتزام بمعايير الإفصاح وتشدد ومتابعة مؤسسة النقد العربي السعودي، ونوعية المعايير المطبقة، وقد اختلف الوضع مع قطاع الاسمنت لكونه ينتج عند الطاقة القصوى، ويتم بيع كامل الإنتاج مما جعل السعر لا يتأثر سوى بالعائد على حقوق المساهمين، ولقد جعلت نوعية القطاع الصناعي ترتيبه ثانياً، من حيث عدد

المتغيرات المؤثرة فيه، واختلف الوضع مع قطاع الخدمات والذي يعاني من تأخر الإعلان عن الميزانيات، ونوعية الإفصاح وحجمه وتركز المستثمر فقط على الربح الموزع في حكمه، كما هو ظاهر من التحليل. ويرى الباحث أن هذه الفروق قد تتلاشى من السوق السعودي للأسهم في الفترة القادمة وذلك بسبب وجود هيئة سوق المال السعودي، حيث أنها تمتلك صلاحيات واسعة منها تنظيمية وقضائية (قانونية) والتي تتيح لها القدرة على القيام بمسئولياتها على أكمل وجه والقضاء على بعض القصور الموجود في السوق (insider-information)<sup>(٢)</sup> وإظهار الشفافية بصورة واضحة.

### المراجع

#### أولاً: المراجع العربية

- حداد، فايز (٢٠٠١) "المحتوى المعلوماتي للحسابات الختامية: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن"، مجلة دراسات، العلوم الإدارية، ٢٨: ١٢٥-١٥٠.
- لبده، السعيد محمد (١٩٨٧) "اختبار العلاقة بين الربح الموزع والسعر السوقي للسهم العادي: دراسة تطبيقية على سوق الأسهم السعودي"، المجلة العلمية: كلية التجارة، جامعة طنطا، ١: ٧-٢١.

#### ثانياً: المراجع الإنجليزية

- Bernard, V.L.** (1995) "Feltham- Ohlson Framework: Implication for Empiricists", *Contemporary Accounting Research*, **11**: 733-747.
- Fair, F.P.** (1997) "P/E, P/B and the present value of future dividend", *Financial Analyst Journal*: (July-August), pp: 23-31.
- Fama, E.F. and Kenneth R.F.** (1992) "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, **47**: 427-465.
- Fama, E.F. and Kenneth, R.F.** (1995) "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns", *Journal of Finance*, **50**: 131-155.
- Fama, E.F. and Kenneth R.F.** (1998) "Value Versus Growth: The International Evidence", *Journal of Finance*, **53**: 1975-1999.
- Feltham, G. and Ohlson, J.** (1995) "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities", *Contemporary Accounting Research*, **11**: 689-731.
- Ohlson, J.** (1995) "Earnings, Book Value, and Dividends in Security Valuation", *Contemporary Accounting Research*, **11**: 661-687.
- Stark, A.W.** (1997) "Linear Information Dynamics, Dividend Irrelevance, Corporate Valuation and the Clean Surplus Relationship", *Accounting and Business Research*, **27**: 219-228.

(٢) وهم الأفراد الذين يعملون داخل الشركة أو المؤسسة، ويعرفون الوضع الاقتصادي الحقيقي، بحيث إذا كان الأداء يميل إلى الارتفاع يقومون بالإيعاز لأفراد تابعين لهم بالشراء قبل الإفصاح عن المعلومات، وإذا كان الأداء يميل للتدهور سارعوا من خلال تابعيهم في السوق، إلى البيع قبل الإفصاح عن مؤشرات الأداء. وكل القوانين الخاصة بأسواق المال في جميع الدول تحاول الحد من هذه الظاهرة التاجر الداخلي insider trader .

## **The Relationship between Accounting Variables and Stock Prices**

ABDULLATIF MOHAMED BASHEIKH

*Assistant Professor – Department of Accounting  
Faculty of Economics and Administration  
King Abdul-Aziz University, Jeddah, Saudi Arabia*

ABSTRACT. This study in Saudi stock market aims at examining the relationship between market price per share and book value per share, earning per share, dividend per share, dividend yield, return on equity. It tries to explore the similarities or differences between market sectors towards previous variables, and the causes of differences. The results of this study confirm that there are differences among the sectors regarding differences between market price per share with variables. The existence of Saudi Financial Market Commission, will result in the removal of these differences.