

دراسة تطبيقية لأهم العوامل المحددة لأسعار أسهم البنوك التجارية في سوق الأسهم السعودي

د. عبد القادر محمد أحمد عبد الله

مقدمة :

تطرق عدد من الباحثين إلى دراسة أهم العوامل التي تدخل في تحديد سعر السهم العادي في الأسواق المالية وقد أدت معظم هذه الدراسات الى نتيجة واحدة مفادها أن أسعار الأسهم والعوائد منها ترتبط ارتباطا وثيقا بنتائج نشاط الشركات خاصة التغير في الإيرادات المقدرة الكسبية . وتقوم معظم هذه الدراسات عادة على استخدام التحليل الأساسي Fundamental Analysis الذي يعتمد على دراسة الوضع المالي والاقتصادي للشركة من حيث مستوى التدفقات النقدية ونمطها وربحية الشركة ونوعية المنتج / الخدمة ، والوضع التنافسي للشركة ، بالإضافة الى ذلك يعتمد مدخل التحليل الشامل الى دراسة عوامل البيئة الخارجية وتأثيرها في أسعار أسهم الشركة . King 1966 .

لقد كان لدراسة . Ball and Brown 1968 حول أهمية الإفصاح المحاسبي وعائدات الأسهم أكبر الأثر في تركيز الدراسات حول العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأسهم وعائداتها . وقد تعددت الدراسات منذ أواخر الستينيات وحتى بداية العقد الحالي حول البحث عن أهم العوامل التي تساهم في تحديد سعر السهم في الأسواق المالية . ومن بين الدراسات التي بحثت العلاقة بين عائدات الأسهم Stock Returns والخصائص المالية للشركة Financial Characteristics دراسة O'Connor 1973 التي استخدمت الانحدار المتدرج لتحديد أهم النسب المالية التي تؤثر في عائدات الأسهم ، وتوصل إلى نتيجة مفادها أن أهم خمس نسب لها علاقة معنوية مع عائدات الأسهم وتشمل إجمالي المطلوبات إلى حق الملكية ونصيب السهم من التدفقات النقدية ورأس المال العامل الى المبيعات والعائد على حق الملكية والمطلوبات المتداولة الى المخزون . أما دراسة Gonedes 1974 فقد ركزت على دراسة أثر كل من صافي الدخل

* استاذ مساعد - قسم ادارة الأعمال - كلية العلوم الادارية والتخطيط - جامعة الملك فيصل بالأحساء

والأصول المتداولة ، وإجمالي الأصول والمبيعات على أسعار الأسهم . ومن الدراسات التي ركزت تحديدًا على العلاقة بين ربحية الشركة والعائد في أسعار الأسهم — على سبيل المثال . دراسة كل من Firth 1976 التي اهتمت بتوضيح الإعلان عن ربحية الشركة وأسعار أسهمها ومقارنة ذلك بالشركات المشابهة . وهناك أيضًا دراسة كل من (Board and Day 1989) ولزيد من التفاصيل حول العلاقة بين الأداء المالي للشركة وأسعار أسهمها يمكن الرجوع إلى Lee . 1968 Nerlove and Tweedie 1981; Jain 1982 Bhandari 1988 . Ou and Penman 1989., Medani 1991, Castagna and Matolcsy 1989 and Martikainen 1993 and Tse 1986.

إن الهدف الأساسي للدراسات السابقة مع اختلاف وتباين أساليبها وتطبيقاتها تهدف في نهاية المطاف إلى معرفة القيمة الحقيقية للسهم العادي. Intrinsic Value of the share. وبمراجعة أدبيات الموضوع نجد أن هناك نموذجين لتقدير تلك القيمة هما نموذج التوزيعات Dividends Model ونموذج مضاعف الربحية Earnings Multiplier يقوم نموذج التوزيعات على خصم التدفقات النقدية للأسهم المتمثلة في التوزيعات النقدية إضافة إلى سعر السهم في نهاية فترة الاستثمار بما في ذلك من كسب أو خسارة رأسمالية Capital gains or losses وفي حالة عدم أخذ المخاطرة في الاعتبار فيمكن التعبير عن هذا العائد المتوقع بالمعادلة التالية :

$$r = \frac{D_1 + P_1 - P_0}{P_0}$$

حيث : R = معدل العائد المتوقع

D = الأرباح الموزعة المتوقعة في نهاية السنة .

P₀ = السعر الحالي للسهم العادي

P₁ = السعر المتوقع للسهم في نهاية السنة .

وإذا كان في استطاعة المستثمرين تحديد الربح المتوقع توزيعه للعام القادم وسعر بيع السهم المتوقع مستقبلاً والعائد المتوقع على الأسهم المماثلة ، ففي هذه الحالة يمكن تحديد السعر الحالي للسهم بالمعادلة التالية :

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1 + r}$$

وفي المدى الطويل N يمكن أن نعبّر عن السعر الحالي للسهم العادي بالمعادلة التالية :

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_N}{(1+r)^N}$$

وبما أن السهم العادي لا يحمل تاريخاً معيناً لاسترداده أو نهايته فإن N تحمل قيمة لا نهائية بمعنى أن الشركة تعتبر مؤسسة مستمرة. On going concern. في هذه الحالة يجب التركيز على الأرباح الموزعة في تقويم السهم العادي وبالتالي يمكن التعبير عن سعر السهم الحالي على أنه القيمة الحالية للتدفقات النقدية للأرباح الموزعة ويمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية (Francis 1986)

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

وتسمى هذه النظرية بالنظرية العامة لتقويم الأسهم العادية وقد أدخل عليها بعض التعديلات على ضوء فرضيات محددة حول نمو الأرباح الموزعة. ففي حالة عدم نمو الأرباح الموزعة في هذه الحالة فإنها تساوي الأرباح بالسهم Earnings per share EPS ويمكن حساب القيمة الحقيقية لها طبقاً لمعادلة الأبدية كما هو موضح في المعادلة أدناه :

$$P_0 = \frac{D}{r}$$

وفي ظل وجود نمو ثابت للأرباح الموزعة فإن القيمة الحقيقية للسهم العادي يمكن حسابها باستخدام نموذج غوردون 1982 Gordon كما هو مبين أدناه

$$P_0 = \frac{D_1}{r-g}$$

حيث g هي معدل نمو الأرباح الموزعة. ولهذا النموذج خاصتان : أولاًهما أن معدل العائد المطلوب يجب أن يكون أكبر من معدل نمو الأرباح الموزعة. الثانية هي إمكانية تقدير قيم المتغيرات التي تؤثر في قيمة السهم. فالأرباح الموزعة والأسعار يمكن أن تبني على أسس تاريخية. أما العائد المطلوب فيمكن تقديره بطريقة غير مباشرة Radcliffe 1982 كما في المعادلة أدناه :

$$r = \frac{D_1}{P_0} + g$$

أما في حالة الشركات حديثة التكوين والتي تتعرض إلى معدلات مختلفة من الأرباح الموزعة فقد تم تطوير نموذج غوردون للتعامل مع هذا الوضع ويمكن لمزيد من التفاصيل مراجعة الميداني ١٩٨٩ م.

يقوم النموذج الثاني لتقويم الأسهم العادية وهو نموذج مضاعف الأرباح على نسبة سعر السهم في السوق إلى الأرباح بالسهم كما هو موضح أدناه

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

OR

$$P = M \times EPS$$

حيث M هي المضاعف . وتعتبر هذه المعادلة من أبسط النماذج لتقويم سعر السهم العادي وأكثرها استخداما بوساطة محلي الأوراق المالية ويشار إليها أحيانا بالنموذج العملي . يتطلب استخدام هذا النموذج تقدير قيم المضاعف عن طريق إيجاد نسبة طبيعية لسعر السهم إلى الأرباح بالسهم للشركة المعينة Normalised Price Earnings Ratio ، لمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى . 1988, Kolb and demong 1984, Brealey and Myers وهندي ١٩٩٣ م.

إضافة إلى العائد المتوقع فإن العامل الثاني في تقويم السهم العادي هو المخاطرة والتي تعكس صعوبة التنبؤ بالعائد المستقبلي من السهم ويعبر عنها أحيانا بالانحراف المعياري للعوائد الممكنة . وغيره من الأساليب الإحصائية . وتصنف المخاطر المتعلقة بالسهم العادي في الأسواق المالية إلى نوعين :

أ - المخاطر غير المنتظمة Unsystematic Risk

ب - المخاطر المنتظمة Systematic Risk or market Risk والمخاطر غير المنتظمة يمكن تفاديها من خلال التنويع الاستثماري Diversification في حين أن المخاطر المنتظمة لا يمكن القضاء عليها من خلال التنويع في المحفظة الاستثمارية . ففي هذه الحالة تقاس مخاطرة السهم العادي بمدى حساسيتها للمخاطرة السوقية ككل ويعبر عنها ببيتا Beta

وفي الأسواق المالية التي تتمتع بالكفاءة فإن العلاقة بين المخاطرة والعائد يعبر عنها عادة بنموذج تسعير الأسواق الرأسمالية Capital Asset Pricing Model CAPM والذي يقضي بأن

العائد المتوقع على السهم العائد يمكن أن يعبر عنه بالمعادلة التالية :

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

حيث

R_e = معدل العائد المتوقع على السهم العادي

R_6 = العائد على الاستثمارات عديم المخاطرة

R_m = العائد على السوق

B = بيتا والتي تقيس مدى حساسية السهم مقارنة بالسوق ككل .

لمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع الى Shape 1964 وإذا أخذنا المخاطرة في الحسبان فيجب خصم التدفقات النقدية للسهم بمعدل العائد المتوقع R_e بدلا من R في المعادلة (٤) تصبح كالآتي :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+R_e)^t}$$

تعد معظم الأسواق المالية في الدول النامية أقل كفاءة من الأسواق المالية في الدول المتقدمة (Drake 1978) ، الأمر الذي يجعل هذه النماذج أقل ملاءمة في تحديد أسعار الأسهم لأن معظم الافتراضات التي تقوم عليها غير متوافرة . ففي معظم الدول النامية نجد أن هذه الأسواق أقل تنظيها وتفتقر إلى وجود مؤسسات الوساطة المالية وكما أن الإفصاح عن المعلومات المحاسبية يواجه العديد من المشكلات . أضف إلى ذلك أن هذه الأسواق تعاني من عدم وجود بورصات للتعامل اليومي وعدم الوعي الاستثماري للمستثمرين الذين يميلون في معظم الأوقات الى التقليد عند دخولهم لسوق الأوراق المالية . كل هذه العوامل توجب البحث عن أسلوب استكشافي لأهم العوامل التي تتحكم في تحديد أسعار الأسهم العادية وهذا ما يهدف إليه هذا البحث تحديدا .

مشكلة البحث

تعمل خطة التنمية الخامسة في المملكة العربية السعودية كثيرا على دور القطاع الخاص في دفع عملية التنمية . ويرتبط بهذا الهدف الدور الذي يمكن أن يقوم به سوق الأسهم في تجميع

المدخرات المتوافرة لدى الأفراد والمؤسسات وحشدتها لتشكل مصادر تمويل للشركات المساهمة . وعلى الرغم من التطور الملموس الذي شهده سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية من حيث زيادة عدد الشركات المساهمة فيه وعدد الأسهم المتداولة وقيمتها . إلا أن عملية التداول الحالية مازال يكتنفها العديد من المعوقات كما نصت على ذلك خطة التنمية الخامسة (١٤١٠ هـ ص . ٢١٣) . إضافة الى ذلك فإن الارتفاع الحاد والتذبذب في أسعار أسهم معظم الشركات المساهمة السعودية في القطاع المصرفي خاصة .

أصبح ظاهرة موضوع تساؤل حول : ما هي الأسباب التي تؤدي الى الارتفاع أو الانخفاض؟ (الحداد ١٩٩١م) . كما أن بعض المهتمين بسوق الأسهم السعودي كان قد بدأ يتساءل في فترة سابقة عن المدى الذي يمكن أن تصل إليه أسعار الأسهم ومخدرا من الإندفاع دون تعقل خشية حركات تصحيحية قد تؤدي إلى خسارة بعض المستثمرين ، كما أن هناك بعض الاقتصاديين والمحللين الماليين في سوق الأسهم لا يرى وجود مبررات اقتصادية كافية للارتفاع الكبير في أسهم الشركات المساهمة (الجزيرة ١٩٩١م) . ان الدراسة الحالية وما توفره من نتائج قد يكون فيها الإجابة عن سؤال أساسي هو : ما العوامل التي يركن إليها المستثمر عند القيام بالاستثمار في أسهم الشركات المساهمة في سوق الأسهم السعودي؟

منهج البحث :

يشتمل هذا الجزء من البحث على مجتمع وعينة البحث ومصادر المعلومات والمعالجة الإحصائية .

أ - مجتمع الدراسة : تشكل الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية مجتمع الدراسة . وقد بلغ عدد هذه الشركات ٧٨ شركة ، منها حوالي ٥٠ شركة نشطة التداول (يتم تداول أسهمها بشكل شبه يومي) ويبلغ مجموع رأسها أكثر من ٦٠ بليون ريال ويبلغ عدد الأسهم المتداولة لهذه الشركات أكثر من ٣٠ مليون سهم بنهاية عام ١٩٩١م بقيمة أكثر من ٨٠٠٠ مليون ريال سعودي . وتمثل هذه الشركات القطاع المصرفي والصناعة والأسمت وقطاع الخدمات والكهرباء وقطاع الزراعة .

(ب) عينة الدراسة : تشمل عينة الدراسة جميع البنوك التجارية المساهمة في سوق الأسهم السعودي ويبلغ عددها ١١ بنكا . وتمتد فترة الدراسة بين عامي ١٩٨٧ و ١٩٩٢ وتعد هذه الفترة كافية خصوصا إذا علمنا أن تسجيل أسعار الأسهم السعودية لم يكن بصورة منتظمة إلا بعد عام ١٩٨٥م . لقد تم تجميع المعلومات المتعلقة بالأداء المالي لهذه البنوك لمدة خمس سنوات وعليه فإن المعلومات المستخدمة هي معلومات مجمعة عن القطاع المصرفي لمدة خمس سنوات Time

Series Pooled Data . الجدول (١) يوضح بعض المعلومات عن هذا القطاع ويتضح من الجدول وجود الملكية الأجنبية في ٨٠٪ من هذه البنوك . وقد جاء التركيز على البنوك التجارية لعدة أسباب :

أولاً : تعد البنوك من أكثر القطاعات نشاطاً ويمثل ذلك في قيمة الأسهم المتداولة كما هو موضح في الجدول (٢) .

ثانياً : شهدت أسعار أسهم البنوك التجارية ارتفاعاً ملحوظاً وتذبذباً خصوصاً بعد عام ١٩٨٧م كما موضح في الجدول (٣) .

ثالثاً : يعد القطاع المصرفي مثالا للقطاع الخاص في المملكة العربية السعودية حيث تقل فيه نسبة الملكية العامة أو التدخل الحكومي .

جدول (١) بعض المعلومات الأساسية عن البنوك التجارية المساهمة في سوق الأسهم السعودي

البنك	تاريخ التأسيس	٪ الملكية السعودية	٪ الملكية الأجنبية	س مليون	س / ص ٪ *	القيمة الأسمية
الرياض	١٩٥٧	١٠٠	-	٢	١٠٠	١٠٠ ريال
الجزيرة	١٩٧٧	٦٥	٣٥	١	١٠٠	١٠٠ ريال
استثمار	١٩٧٦	٧٣,٢٥	٢٦,٧٥	٠,٩	١٠٠	١٠٠ ريال
الهولندي	١٩٧٦	٦٠	٤٠	٢,١	١٠٠	١٠٠ ريال
الفرنسي	١٩٧٧	٦٠	٤٠	٩	١٠٠	١٠٠ ريال
البريطاني	١٩٧٨	٦٠	٤٠	٤	١٠٠	١٠٠ ريال
القاهرة	١٩٧٩	٨٠	٢٠	٦	١٠٠	١٠٠ ريال
العربي	١٩٨٠	٦٠	٤٠	٦	١٠٠	١٠٠ ريال
الأمريكي	١٩٨٠	٦٠	٤٠	٦	١٠٠	١٠٠ ريال
المتحد	١٩٨٢	٧٠	٣٠	٢,٥	١٠٠	١٠٠ ريال
الراجحي	١٩٨٧	١٠٠	-	٧,٥	١٠٠	١٠٠ ريال

المصدر : مؤسسة النقد العربي السعودي والتقارير السنوية للبنوك التجارية

* س = عدد الأسهم المصدرة ص = عدد الأسهم المصرح به .

جدول (٢) قيمة الأسهم المتداولة في قطاع البنوك

التجارية خلال الفترة ١٩٨٥ - ١٩٩٢

(مليون ريال سعودي)

السنة	اجمالي قيمة الأسهم المتداولة (١)	القيمة المتداولة لأسهم البنوك التجارية (٢)	نسبة %
١٩٨٥	٧٦٠	١٨٢	٢٤
١٩٨٦	٨٣١	٢٩٤	٣٥,٤
١٩٨٧	١٦٨٦	٢٩٨	١٧,٧
١٩٨٨	٢٠٣٧	٥٣٠	٢٦
١٩٨٩	٣٣٦٤	١٦٢٦	٤٨,٣
١٩٩٠	٤٤٠٣	٢٢٥٧	٥١,٣
١٩٩١	٨٥٢٧	٣٦١٣	٤٢,٤

المصدر : المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية .

جدول رقم (٣) أسعار أسهم البنوك التجارية المساهمة خلال
الفترة ١٩٨٥ - ١٩٩٢ (ريال سعودي)

البنك	١٩٨٥	١٩٨٦	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢
الرياض	٣٠,٥٠٠	٣٢١٠٩	١٩٠٠	١٩٠٠	١٩٠٠	١٩٥٠	٥٤٠٠	١٠٥٩
الجزيرة	٢٩٩	٢٨٠	٢٥٠	٣٣٥	٣٥٠	٣٦٨	٥٨٥	٧٥٣
استثمار	١٥٠	١٠٠	٢٥٠	٢٥٠	٣٨٠	٣٧٨	٦٨٥	١٣٢٩
الهولندي	٣١٠	٢١٠	٣١٥	٣٤٥	٤٨٠	٤٨٠	١١٥٧	١٧٣٤
الفرنسي	٤٧٠	٣٣٠	٣٠٠	٣٤٠	٥٠٠	٥٠٠	٩١٠	١٦٥٧
البريطاني	٢٦٥	١٧٦	٢٣١	٣٢٠	٤٧٣	٤٨٧	١١٣٠	١٦٨٧
القاهرة	٢٥٠	١٦٣	١٣٣	٢١٠	٣٥٥	٣٧٢	٥٩٠	٨٢٢
العربي	٦٥١	٦٢٢	٧٦٠	٧٥٠	١٣٦٢	٧٠٣	١٠٨٠	١٨١٨
الأمريكي	٤١٦	٣١٦	٦٠٨	٥٩٨	٩٣٣	٩١٩	٢١٢٠	٤٠٧٠
المتحد	١٤٨	١١٦	١٤٧	٢٣٢	٣٩٧	٣٨٦	١٢٥٠	١٠١٨
الراجحي	-	-	-	٦٦٠	١٤٤٨	٧١٧	١١٥٢	١١٢٧

المصدر : المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية .

ج - مصادر المعلومات :

اعتمدت الدراسة على المعلومات الثانوية والأولية من أجل إجراء التحليل الإحصائي واستخلاص النتائج . وفي هذا الصدد فإن المعلومات الثانوية مستمدة من التقارير السنوية للبنوك التجارية ، تقارير مؤسسة النقد العربي السعودي (قسم مراقبة الأسهم) والمركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية ودراسات الغرف التجارية الصناعية بالرياض . وتضمن المعلومات التي تم جمعها معلومات عن الربحية والمديونية والمخاطرة كما سيتم بيان ذلك في الجزء التالي . وتم أيضا استخدام البيانات الأولية المستمدة من المقابلات الشخصية مع بعض المتعاملين في سوق الأسهم السعودي لتفسير بعض النتائج التي أفرزها التحليل الإحصائي .

د - المعالجة الإحصائية : ان أسلوب التحليل المستخدم هو الانحدار الخطي المتعدد Multiple

وقد تم تصميم النموذج اعتمادًا على أهم العوامل التي يفترض أنها تؤثر في أسعار الأسهم وتمثل هذه العوامل في نصيب السهم من الأرباح Earnings Per Share EPS والأرباح الموزعة Dividends والرافعة المالية Financial Leverage والاقتراض والاستثمار والسيولة والمؤشر العام لأسعار الأسهم Market Share Price Index والمشاركة الأجنبية في رأسمال القطاع المصرفي للفترة الزمنية من ١٩٨٧م وحتى ١٩٩٢م.

ويمكن التعبير عن هذه العوامل بالمعادلة التالية :

$$SP_t = \alpha + \beta_1 EPS_{t-1} + \beta_2 DV_{t-1} + \beta_3 FL_{t-1} + \beta_4 INV_{t-1} + \beta_5 LN_{t-1} + \beta_6 LQ_{t-1} + \beta_7 MK_t + \beta_8 D_t$$

حيث :

Spt = سعر السهم في نهاية العام

Epst - 1 = الدخل بالسهم في نهاية العام الماضي . وهو عبارة عن صافي الدخل مقسوماً على عدد الأسهم العادية المصدرة . يعبر هذا المتغير عن الأداء الكلي لمنظمة الأعمال ويعكس مدى كفاءة الشركة في استخدام الأصول والموارد المتاحة . ويفترض أن تكون العلاقة بين دخل السهم وسعره علاقة موجبة .

Dvt-1 = الأرباح الموزعة بالسهم في نهاية العام الماضي ، وهو عبارة عن الأرباح الموزعة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة . يمثل الربح الموزع التدفق النقدي الذي يحصل عليه المساهمون ، ويعد من أهم العوامل التي تؤثر في تحديد سعر السهم في السوق وبالتالي يتوقع أن تكون العلاقة بينهما علاقة موجبة . Graham and Dodd

Flt-1 = الرافعة المالية وتقاس بتقسيم إجمالي رأس المال على إجمالي الودائع ، ويشمل رأس المال حق الملكية والديون . وهناك طريقة أخرى لقياس الرافعة المالية تقضي بقسمة إجمالي رأس المال على إجمالي الأصول Mason 1981 ، وكلما ارتفعت هذه النسبة زادت المخاطرة المتمثلة في عدم الإيفاء بطلبات المودعين . ويفترض أن تكون العلاقة بين هذا المتغير وسعر السهم علاقة سالبة .

Invt-1 = نسبة الاستثمارات إلى الودائع وتستخرج بقسمة استثمارات البنك في السندات والأوراق المالية على مجموع الودائع . ان ارتفاع هذه النسبة وفي وجود مخاطر الأعمال يؤدي الى

التذبذب في الأرباح وعليه فإن العلاقة بين هذه النسبة وسعر السهم يتوقع لها أن تكون علاقة سالبة الاتجاه.

$Lnt-1$ = نسبة القروض الى الودائع وتستخدم هذه النسبة للدلالة على مدى توسع البنك في الإقراض والتسهيلات الائتمانية. ويجب على البنك عدم اقراض جميع ودائعه حماية للمودعين. ويتوقع أن تكون العلاقة بين هذا المتغير وسعر السهم علاقة سالبة.

$L2t-1$ = نسبة السيولة وتقيس قدرة البنك على مواجهة طلبات العملاء من الدفعات النقدية أو المستحقة. ويفترض أن تكون العلاقة بين نسبة السيولة وسعر السهم علاقة موجبة.

Mkt = المؤشر العام لأسعار الأسهم السوقية وهو عبارة عن المؤشر الذي يصدره المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية بوزارة المالية والاقتصاد الوطني. بما أن هذا المؤشر يشمل أسعار الأسهم ككل فإنه يؤثر في أسعار الشركة المساهمة من حيث إنه يشمل جزءاً من المخاطر المنتظمة. ويتوقع أن تكون العلاقة بين المؤشر العام لأسعار الأسهم وسعر الشركة المساهمة موجبة. Sharpe 1964, Linter 1967, Fama 1968.

Dt = هو متغير صوري للتعبير عن المشاركة الأجنبية في البنوك التجارية في المملكة العربية السعودية ويأخذ القيمة ١ في حالة وجود مشاركة أجنبية والقيمة صفراً في خلاف ذلك. يتوقع أن تكون العلاقة بين هذا المتغير وسعر السهم علاقة موجبة وذلك لما للمشاركة الأجنبية من مزايا عدة أهمها: العمل على تطوير العمل الإداري وتوفير الخبرات الفنية التي تفتقر إليها الأسواق النامية.

et = هو الخطأ العشوائي الذي يفترض ان تكون قيمته المتوقعة صفراً ويكون تباينه ثابتاً.

تحليل النتائج :

لقد تم استخدام برنامج SAS بمركز المعلومات في جامعة الملك فيصل في تحليل النتائج. الجدول (٤) يوضح النتائج المستمدة من النموذج الكامل المشار إليه في المعادلة (١١) سابقاً. ويتضح من الجدول أن هناك متغيرين فقط من بين المتغيرات المستقلة لها علاقة معنوية مع سعر السهم هما: الأرباح الموزعة بالسهم Dividends DIV ومؤشر أسعار الأسهم Share Price Market Index, MK وقد جاءت العلاقة بين كل منهما وسعر السهم متوافقة مع فروض النموذج المستخدم. أي أن العلاقة بين دخل السهم والمؤشر العام لأسعار الأسهم علاقة

موجبة، وهذا يعني أن الزيادة في الأرباح الموزعة والمؤشر العام تؤدي إلى الزيادة في أسعار أسهم الشركة المساهمة (البنك) وهذه النتيجة تتوافق مع توقعاتنا. أما بقية المتغيرات المستقلة فلم تظهر بمعنوية احصائية وبعضها كانت علاقته مع سعر السهم متوافقة مع الفروض التي تم تحديدها مسبقا وهذه تشمل نصيب السهم من الأرباح EPS والاستثمار INV والسيولة L2، والبعض الآخر والذي جاءت علاقته مع سعر السهم على غير توقعات النموذج، فيضم نسبة الإقراض LN والرافعة المالية FL والمشاركة الأجنبية D.

جدول (٤) نتائج النموذج الكامل Full Model

المتغير	المعامل	قيمة ت
&	٢٦٨-	٠,٢٨-
EPS	١٠٩	٠,٧
DV	٢٥٠١	*٣,٧
FL	٥٠٧	٠,٤
INV	٨,٠-	١,٦-
LN	٠,٤٦	٠,٠٧
LQ	١٣٦	١,٦
MK	٧,٥	*٣
D	٤٠٤-	١,٤-

* معنوي عند ١٪

$$R^2 = 0.63 \quad N = 51$$

ان العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح وسعر السهم علاقة موجبة حسب توقعاتنا ولكنها غير معنوية وقد يعزى ذلك الى ارتباطها بالأرباح الموزعة فقد اتضح من مصفوفة الارتباط أن معامل الارتباط بين هذين المتغيرين ٧٥٪. ومن بين الطرق المستخدمة للتخلص من مشكلة تعدد الارتباط Multicollinearity اسقاط بعض المتغيرات المستقلة وRidge Regression وباسقاط نصيب السهم من الأرباح EPS بالإضافة إلى & نحصل على النتائج المبينة في الجدول (٥) أدناه.

الجدول (٥)

نتائج النموذج بعد اسقاط EPS

المتغير	المعامل	قيمة «ت»
DV	٢٨	* ٥,٥
FL	٤,٩	٠,٧
INV	٧,٨ -	١,٦ -
LN	٠,٢٤ -	٠,٠٤ -
LQ	٠,٦٣ -	٠,٠٠١ -
MK	٧,٦	* ٣,٠٢
D	٤٩٣ -	** ١,٨ -

** معنوي عند مستوى ١٠٪

* معنوي عند مستوى ١٪

R2 = 0.62

N = 51

يتضح من الجدول أعلاه أن المشاركة الأجنبية بالإضافة الى نصيب الأسهم من الأرباح الموزعة ومؤشر أسعار الأسهم تعد من بين أهم العوامل التي تدخل في تحديد سعر السهم. ولكن اتجاه العلاقة بين متغير المشاركة الأجنبية جاء سالبا على خلاف ما توقعنا. أما علاقة كل من نسبة

الاستثمار والإقراض مع سعر السهم فتحمل الإشارة الصحيحة ، ولكنها غير معنوية إحصائياً ويمكن أن يعزى ذلك إلى ضآلة حجم هذه النسب . أما علاقة الرافعة المالية FL وسعر السهم جاءت على عكس ما توقعنا ولكنها غير معنوية وأن ايجابية العلاقة بين هذا المتغير جاءت متفقة مع ما توصل اليه Bhandari 1988 . ويمكن أن يرد عدم معنوية العلاقة إلى صغر حجم الرافعة المالية ، وأن البنوك التجارية في المملكة العربية السعودية لا تعتمد كثيراً على الديون في تمويل عملياتها .

وحتى تتمكن من تحديد أكثر المتغيرات المستقلة تأثيراً في أسعار الأسهم ، فقد اتبعنا طريقة الانحدار المتدرج Stepwise Regression وتوصلنا إلى النتائج المدرجة في الجدول (٦) . يشير الجدول إلى أن الأرباح الموزعة ومؤشر الأسهم يؤثران بطريقة إيجابية في سعر السهم . وهذه النتائج تتفق تماماً مع ما توصلنا إليه من قبل .

جدول (٦)

نتائج الانحدار المتدرج

المتغير	المعامل	قيمة «ت»
DV	٣٠,٣	* ٦,٨
MK	١,٤	* ٥,١

* معنوي عند مستوى ١٪

$R^2 = 0.58$ $N = 51$

كما هو معروف فإن طريقة الانحدار المتدرج لا تضمن أن مجموعة المتغيرات التي تم التوصل إليها هي المثلى من حيث تقليل البواقي . وعليه يفضل أخذ المتغيرات المستقلة التي توصل إليها الانحدار المتدرج وإعادة ادخال المتغيرات المستقلة الأخرى عليها الواحد تلو الآخر Maddala 1977 p.126 هذه الطريقة أوصلتنا إلى النتائج المبينة في الجدول (٧) أدناه .

جدول (٧)

نتائج النموذج المخفض Reduced Model

المتغير	المعامل	قيمة «ت»
DV	٢٨	* ٥,٧
INV	٦,٦ -	*** ١,٨ -
MK	٨	* 4.2
D	٤٢٠ -	** ٢,١ -

* معنوي عند مستوى ١٪ ** معنوي عند مستوى ٥٪

*** معنوي عند مستوى ١٠٪

$$R^2 = 0.62$$

$$N = 51$$

يتضح من الجدول (٧) مايلي :

أ - أن كلاً من نسبة الاستثمار إلى الودائع والمشاركة الأجنبية قد أصبحتا معنويتين بالإضافة إلى الأرباح الموزعة والمؤشر العام لأسعار الأسهم .

ب - أن قيمة R^2 قد زادت من ٥,٨ إلى ٦,٢ .

ج - ان أسعار أسهم البنوك التجارية تحددها الأرباح الموزعة ونسبة الاستثمار الى الودائع والمشاركة الأجنبية في ملكية البنوك التجارية ، اذ نجد أن العلاقة بين سعر السهم والأرباح الموزعة علاقة موجبة ، مما يعني أن الزيادة في الأرباح الموزعة يؤدي بدوره إلى زيادة سعر السهم في سوق الأوراق المالية . أن أهمية الأرباح الموزعة يرجع أساسا الى تفضيل المساهمين لها وذلك ما تتميز به من استقرار وضمان خصوصا اذا علمنا أن معظم الشركات المساهمة بما فيها البنوك التجارية تحرص على توزيع نسبة معينة سنويا على المساهمين على عكس دخل السهم EPS والذي يتأثر كثيرا بسياسات الشركة الإدارية . وفي هذا الصدد لابد من الإشارة هنا إلى أن دخل السهم يستخدم كبديل للأرباح الموزعة بحجة أنه يمثل مقياسا شاملا للأداء الكلي للشركة . وقد تم في هذه الدراسة استبدال الأرباح الموزعة بدخل السهم EPS وقد كانت النتيجة مماثلة لتلك

الواردة في الجدول (٧)، أي أن دخل السهم ونسبة الاستثمار والمؤثر العام لأسعار الأسهم والمتغير الصوري هي من أهم العوامل التي تؤثر في أسعار أسهم البنوك التجارية ولكن نجد أن قوة العلاقة والتي تمثلها قيمة R^2 قد تدنت بصورة ملحوظة مما يرجح أهمية الأرباح الموزعة في مثل هذه الأسواق النامية.

(د) العلاقة بين سعر السهم من نسبة الاستثمار علاقة سالبة وهذا على حسب توقعات النموذج إذ إن زيادة نسبة الاستثمار إلى الودائع تزيد من مخاطر الأعمال.

(هـ) للملكية الأجنبية تأثير سلبي على أسعار الأسهم ويمكن أن يعزي ذلك إلى عدم ضمان استمراريته في المدى الطويل.

الخلاصة

قدمت هذه الدراسة التطبيقية تحليلاً للعوامل التي تؤثر في تحديد أسهم البنوك التجارية المساهمة في سوق الأسهم السعودي. لقد تم تصميم نموذج إحصائي تضم متغيراته المستقلة نصيب السهم من الأرباح والأرباح الموزعة والرافعة المالية والسيولة والتوسع الاستثماري والإقراض والمؤثر العام لأسعار الأسهم ومتغيراً صورياً للتعبير عن تأثير المساهمة الأجنبية في هذا القطاع. اتضح من الدراسة أن كلا من الأرباح الموزعة والمؤثر العام لأسعار الأسهم لها علاقة موجبة مع سعر السهم العادي في حين أن نسبة الاستثمار إلى الودائع والمساهمة الأجنبية في ملكية البنوك التجارية لها تأثير سلبي على سعر السهم. أما الرافعة المالية ونسبة السيولة فلم يكن تأثيرهما معنوياً. معظم هذه النتائج جاءت على حسب الفروض المطروحة في هذا البحث وتماشى مع نظريات ومعظم الدراسات في مجال الإدارة المالية. فزيادة الأرباح الموزعة تؤدي إلى زيادة الطلب على السهم، وبالتالي ارتفاع سعره وكذلك الحال بالنسبة إلى زيادة المخاطر المنتظمة تؤدي إلى ارتفاع العائد المتوقع من السهم. أما فيما يتعلق بزيادة نسبة الاستثمار فإنها تؤدي إلى ارتفاع مخاطر الأعمال، وبالتالي تؤثر سلباً في سعر السهم. أوضحت الدراسة وجود ارتباط بين الأرباح الموزعة ودخل السهم وأن النموذج يعطي نتائج أفضل في حالة استخدام الأرباح الموزعة.

المراجع العربية :

- ١ - مؤسسة النقد العربي السعودي : الدليل الاحصائي لنشاط سوق الأسهم المحلية لعام ١٩٨٩ .
- ٢ - المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية : تقرير حول حركة تداول الأسهم في السوق المحلية للفترة من ١٩٨٥ - ١٩٩٠ وزارة المالية والاقتصاد الوطني ، الرياض .
- ٣ - الحداد ، راضي «البنوك السعودية» جريدة الشرق الأوسط ، ١٣ يونيو ١٩٩١ ص ١٢ .
- ٤ - خطة التنمية الخامسة ١٤١٠ - ١٤١٥ هـ ، وزارة التخطيط ، الرياض .
- ٥ - الشركة السعودية لتسجيل الأسهم : معلومات الشركات المساهمة السعودية ، الرياض ١٩٩١ .
- ٦ - جريدة الجزيرة : الأعداد ٦٦٩٧ و ٧٠٠٣ جهادي الأولى ١٤١٢ هـ .
- ٧ - أيمن عزت الميداني : الإدارة التمويلية في الشركات - مطابع جامعة الملك فهد للبترول والمعادن - الظهران ١٩٨٩ م - المملكة العربية السعودية .
- ٨ - منير هندي : الأوراق المالية وأسواق رأس المال - توزيع منشأة المعارف - الأسكندرية - ١٩٩٣ م - جمهورية مصر العربية .

المراجع الإنجليزية :

1. Ball, P. and Brown, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, Journal of Accounting Research, Autumn 1968, pp. 159-178.
2. Bhandari, L. C. Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence, Journal of Finance, Vol. 63, No. 2 (1988), pp. 507-528.
3. Board, J. L. and L. A. Day The Informational Content of Cashflow Figures, Accounting and Business Research. Vol. 20, No. 77, 1989, pp. 3-11.
4. Brealey, R. and S. Myers, Principles of Corporate Finance, 2nd. ed. 1984, McGraw Hill, London.
5. Castagna, A. A. and Z. P. Matolcsy, The Marginal Information Content of Selected Items in Financial Statement Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 16, No. 3 (Autumn 1989), pp. 417-333.
6. Fama, E. f. Risk, Return and Equilibrium: Some Clarifying Comments, Jour-

nal of Finance, March 1968, pp. 29-40.

7. Firth, M. The impact of Earnings Announcements on the Price Behaviour of Similar Types Firms, *The Economic Journal*, 86, (June 1976), pp. 296-306.
8. Fischer, D. and R. Jordan, *Security Analysis and Portfolio Management* (4th. Ed.) 1987, Prentice-Hall, NY.
9. Francis, J. *Investment Analysis and Management* (4th. ed.), 1986, McGraw Hill, NY.
10. Gonedes, N. J. Capital Market Equilibrium and Annual Accounting Numbers: Empirical Evidence, *Journal of Accounting Research*, Vol. 1, 1974, pp. 26-51.
11. Gordan, M. *The Investment, Financing and Valuation of the Corporation*, Hunnewood, Illinois, Irwin 1962.
12. Graham, B. and Dodd, D. *Security Analysis*, McGraw-Hill, New York, 1951.
13. Jain, P. C. Cross-section Association Between Abnormal Returns and Firm Specific Variables, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 4 (1982), pp. 205-228.
14. King, B. K., Market and Industry Factors in Stock Price Behaviour, *Journal of Business*, January 1966, pp. 139-190.
15. Kolb, B. and Demong, R., *Principles of Financial Management*, Second Edition, 1988, Business Publications Inc., New York.
16. Lee, T. A. and D. P. Tweedie, *The Institutional Investor and Financial Information The Institute of Chartered Accountants in England and Wales*, 1981.
17. Linter, J., Security Prices, Risk and Maximum Gains from Diversification, *Journal of Finance*, Dec. 1967, pp. 587-616.
18. Martikainen, T. Stock Returns and Classification Pattern of Firm Specific Financial Variables: Empirical Evidence With Finish Data, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 20. No. 4, June 1993, pp. 537-557.
19. Maddala, G. S. *Econometrics*, McGraw-Hill, NY, 1977.
20. Mson, J. M. *Financial Management of Commercial Banks* (4th. ed.), 1981, WG&L, Boston.
21. Midani, A. M., Determinants of Kuwait Stock Prices: An Empirical Investigation of Industrial, Services and Food Company Shares, *Journal of Administrative Sciences and Economics*, Vol. 2, 1991, pp. 304-312.
22. Nerlove, M., Factors Affecting Differences Among Rates of Return on Investment in Individual Common Stocks, *The Review of economics and Statistics*, Vol. 50 (Aug. 1968), pp. 312-331.
23. OConnor, M., The Usefulness of Financial Ratios to Investors, *Accounting Review*, vol. 48, 1973, pp. 339-352.

24. Ou, J. A. and S. H. Penman Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns, Journal of Accounting and Economics, Vol. 11, 1989, pp. 295-329.
25. Radcliffe, R. Investment: Concepts, Analysis and Strategy, III, Stock, Foreman and Company, 1982.
26. Sharpe, W., Capital Assets Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk, Journal of Finance, Sep. 1964, pp. 425-442.
27. Tse, S. Intra-Year Trends in the Degree of Association Between Accounting Numbers and Security Prices, Accounting Review, Vol. 61, No. 3, 1986, pp. 475-497.

المجلة العربية للمعلوم الإنسانية

● تلمي رغبة الأكاديميين والمثقفين من خلال نشرها للبحوث الأصلية في شتى فروع العلوم الإنسانية باللغتين العربية والإنجليزية، إضافة إلى الأبواب الأخرى، المناقشات، مراجعات الكتب، التقارير.

● نحرص على حضور دائم في شتى المراكز الأكاديمية والجامعات في العالم العربي والخارج، من خلال المشاركة الفعالة للأساتذة المختصين في تلك المراكز والجامعات.

● صدر العدد الأول في يناير ١٩٨١.

● تصل إلى أيدي ما يزيد على عشرة آلاف قارئ.

الاشتراكات

* في الكويت: ٣ دينار للأفراد خصم ٥٠٪ للطلاب، ١٤ ديناراً للمؤسسات.

* في البلاد العربية: ٤.٥ دينار كويتي للأفراد، ١٦ ديناراً للمؤسسات.

* في الدول الأجنبية: ٢٠ دولاراً للأفراد، ٦٠ دولاراً للمؤسسات

فضيلة : محكمة
تصدر عن جامعة الكويت

رئيسة التحرير

الد. حياة ناصح المحبتي

المقر: كلية الآداب - مبنى قسم اللغة الإنجليزية
الشويخ - هاتف: ٨١٧٦٨٩ - ٨١٥٤٥٣
فاكس: ٤٨١٢٥١٤

المراسلات توجه الى رئيس التحرير:

ص.ب. ٢٦٥٨٥ الصفاة
رمز بريدي 13126 الكويت